

**Resultado resiliente com ROE acima de 20%**

O Bradesco mais uma vez reportou um bom resultado trimestral, com lucro líquido recorrente de R\$ 3.993 milhões, 2,9% acima de nossas estimativas e com o ROE se mantendo acima de 20%. Conforme já esperávamos, o banco divulgou perspectiva de crescimento de crédito de um dígito para 2015, na faixa entre 5% e 9%, após a carteira de crédito expandida apresentar crescimento de apenas 6,5% em 2014, não cumprindo o *guidance* revisado no 3T, que previa um crescimento entre 7% e 11%. Porém, este fato não ofusca o bom resultado, que apresenta uma Margem Financeira (NIM em inglês) resiliente, com a recomposição dos *spreads* compensando o baixo crescimento do crédito e o *mix* da carteira. O ponto negativo do resultado foi o salto de 14,6% T/T verificado nas despesas administrativas.

**Estimado versus realizado.** O resultado financeiro (NII) demonstrou a força do modelo de negócios do banco, ficando 5,7% acima de nossas estimativas, beneficiado pelo avanço de 23,2% no resultado de seguridade na receita de juros. As despesas de PDD ficaram ligeiramente acima de nossas estimativas, em 2,0%, pois esperávamos uma redução maior do que os 1,2% T/T. A receita de serviços veio em linha com nossas estimativas, apresentando crescimento de 3,5% T/T. As despesas operacionais ficaram 1,9% acima de nossas estimativas, devido ao crescimento superior ao previsto nas despesas administrativas, impactadas por maiores gastos com publicidade no período, porém, o banco apresentou evolução nas despesas operacionais de 5,6% A/A, abaixo da inflação acumulada no período. Com isso, o lucro recorrente ficou 2,9%, ou R\$ 113 milhões, acima de nossas estimativas.

**Perspectivas.** O Bradesco, mais uma vez, apresentou um resultado positivo, demonstrando a resiliência de seu modelo de negócio que, mesmo com o fraco desempenho da economia brasileira, apresenta evolução do lucro líquido de sonoros 25,9% no acumulado de 2014, ante o ano anterior. Este resultado só foi possível devido à aposta certa que o banco fez na diversificação de suas fontes de receitas, diminuindo a dependência do crédito, e na melhoria dos indicadores de eficiência operacional, com rigoroso controle de despesas operacionais. Aproveitamos o *guidance* apresentado para atualizar nosso modelo e alteramos nossa recomendação para *Outperform* (de *Market Perform*), com preço alvo elevado para R\$ 42,70 (de R\$ 41,30) para o final de 2015.

Demonstrações de Resultados (R\$ milhões)	4T14 R	4T14 E	R/E	T/T	A/A
<b>Resultado Financeiro (NII)</b>	<b>12.986</b>	<b>12.284</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>15,3%</b>
<i>NIM - Margem Financeira Líquida</i>	5,7%	5,5%	0,2 p.p.	0,0 p.p.	0,2 p.p.
Despesas de PDD	-3.307	-3.241	2,0%	-1,2%	11,7%
<i>PDD / média da carteira de crédito</i>	3,9%	3,8%	0,1 p.p.	-0,2 p.p.	0,1 p.p.
<b>Resultado Intermediação Financeira</b>	<b>9.679</b>	<b>9.043</b>	<b>7,0%</b>	<b>8,4%</b>	<b>16,6%</b>
<i>NIM pós PDD</i>	4,2%	4,0%	0,2 p.p.	0,1 p.p.	0,2 p.p.
Receita de Serviços	5.839	5.836	0,0%	3,5%	11,7%
Resultado operacional de seguridade	1.363	1.208	12,8%	16,5%	14,7%
Despesas Operacionais	-9.046	-8.876	1,9%	8,0%	5,6%
<i>Índice de Eficiência</i>	41,6%	41,7%	-0,1 p.p.	1,5 p.p.	-2,7 p.p.
<b>Lucro tributável</b>	<b>6.464</b>	<b>5.952</b>	<b>8,6%</b>	<b>6,8%</b>	<b>31,5%</b>
IR / CS	-2.308	-2.042	13,0%	11,2%	36,1%
<i>Taxa efetiva de Imposto</i>	35,7%	34,3%	1,4 p.p.	1,4 p.p.	1,2 p.p.
<b>Lucro Líquido Recorrente</b>	<b>3.993</b>	<b>3.880</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,0%</b>	<b>29,7%</b>
Itens extraordinários	139	-	n.a.	85,3%	n.a.
Lucro Líquido	4.132	3.941	4,9%	4,6%	29,2%
LPA	0,98	0,94	4,9%	4,6%	29,2%
ROAA	1,6%	1,6%	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,2 p.p.
ROAE	20,6%	20,0%	0,6 p.p.	0,3 p.p.	2,0 p.p.

Fonte: Bradesco e BB Investimentos

**Bancos e Serviços Financeiros**

29 de janeiro de 2015

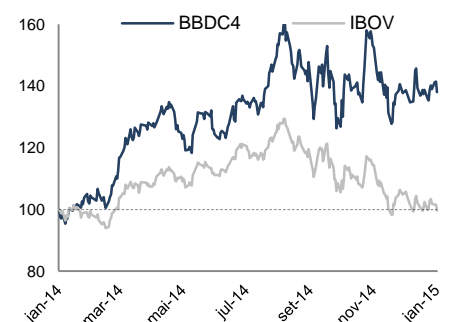
Carlos Daltozo  
daltozo@bb.com.br

Mário Bernardes Junior, CNPI  
mariobj@bb.com.br

BBDC4	Outperform
Preço em 28/01/2015 (R\$)	33,76
Preço para 12/2015 (R\$)	42,70
Upside	21,5%
Market Cap (R\$ milhões)	144.947
Varição 1 mês	0,3%
Varição 12 meses	38,1%
Varição 2015	0,3%
Mín. 52 sem.	24,04
Máx. 52 sem.	41,14

Valuation (R\$ milhões)	
Equity Value (R\$ milhões)	179.270
Custo do Capital (Ke)	15,5%
Crescimento perpetuidade (g)	6,0%

Múltiplos	2014	2015 E	2016 E
P/E	11,7x	10,2x	9,0x
P/BV	2,2x	1,9x	1,7x
EPS	3,66	4,20	4,74



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

**Carteira de Crédito.** A carteira de crédito classificada pelo conceito do Bacen apresentou bom crescimento trimestral de 3,2%, em linha com nossas estimativas, com as modalidades voltadas para o segmento PMEs crescendo acima do esperado, o que compensou o fraco desempenho no segmento de pessoas físicas. O banco mantém sua estratégia de maior seletividade na concessão e crescimento de crédito focado em linhas de menor risco como crédito imobiliário, o consignado, e operações com grandes empresas. A inadimplência deu sinais de melhora após dois trimestres de alta (+20 bps), e desta vez apresentou recuo de 10 bps T/T.

### Carteira de Crédito

Carteira de Crédito (R\$ milhões)	4T14 R	4T14 E	R/E	T/T	A/A
<b>Carteira de Crédito</b>	<b>346.644</b>	<b>346.324</b>	<b>0,1%</b>	<b>3,2%</b>	<b>7,3%</b>
Pessoas Físicas	140.309	141.054	-0,5%	2,5%	8,2%
PMEs	108.693	107.783	0,8%	2,9%	3,3%
Grandes Empresas	97.642	97.486	0,2%	4,7%	10,8%
<b>Mix de Crédito</b>					
<i>Pessoas Físicas</i>	<i>40,5%</i>	<i>40,7%</i>	<i>-0,3 p.p.</i>	<i>-0,3 p.p.</i>	<i>0,3 p.p.</i>
<i>PMEs</i>	<i>31,4%</i>	<i>31,1%</i>	<i>0,2 p.p.</i>	<i>-0,1 p.p.</i>	<i>-1,2 p.p.</i>
<i>Grandes Empresas</i>	<i>28,2%</i>	<i>28,1%</i>	<i>0,0 p.p.</i>	<i>0,4 p.p.</i>	<i>0,9 p.p.</i>
<b>Qualidade da Carteira (R\$ milhões)</b>	<b>4T14 R</b>	<b>4T14 E</b>	<b>R/E</b>	<b>T/T</b>	<b>A/A</b>
<b>Carteira de Crédito</b>	<b>346.644</b>	<b>346.324</b>	<b>0,1%</b>	<b>3,2%</b>	<b>7,3%</b>
Provisões para Devedores Duvidosos (PDD)	23.146	23.204	-0,2%	2,3%	6,7%
<i>PDD / Carteira de crédito</i>	<i>6,7%</i>	<i>6,7%</i>	<i>0,0 p.p.</i>	<i>-0,1 p.p.</i>	<i>0,0 p.p.</i>
Crédito em curso anormal (NPL)	12.246	12.468	-1,8%	1,4%	8,6%
<i>NPL / Carteira de crédito</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,6%</i>	<i>-0,1 p.p.</i>	<i>-0,1 p.p.</i>	<i>0,0 p.p.</i>

Fonte: Bradesco e BB Investimentos

**Guidance.** Conforme já esperávamos, o banco apresentou suas estimativas para crescimento da carteira em 2015 abaixo de 10%, com a faixa indicativa ficando entre 5% e 9%. Acreditamos que esta expectativa é mais realista com o atual cenário da economia.

### Guidance 2015

	Guidance	
	2015	BB-BI E
Carteira de Crédito Expandida	5% a 9%	6,7%
Pessoas Físicas	8% a 12%	8,5%
Pessoas Jurídicas	4% a 8%	5,5%
Margem Financeira Juros	6% a 10%	-
Receitas de Prestação de Serviços	8% a 12%	11,0%
Despesas Operacionais (Pessoal e Adm)	5% a 7%	5,6%
Prêmios de Seguros	12% a 15%	13,3%

**Valuation.** Ajustamos nosso modelo, incorporando o novo *guidance*, o que elevou o lucro por ação (EPS) de 2015 e 2016 em 1,6% e 2% respectivamente, para R\$ 1,26 e R\$ 1,42 e alteramos nosso preço alvo para R\$ 42,70 (de R\$ 41,30) para o final de 2015, elevando a recomendação para *Outperform* (de *Market Perform*). Este preço é baseado em um *valuation* por desconto de dividendos (DDM) de três estágios, no qual assumimos um custo de *equity* ( $K_e$ ) de 15,5%, com um crescimento nominal na perpetuidade ( $g$ ) de 6%. A ação do Bradesco (BBDC4) está sendo negociada a um múltiplo de 1,7x P/BV15 e de 8,5x P/E15.

## Alterações no modelo

Demonstrações de Resultados	2014	2015 E			2016 E		
		Anterior	Novo	Δ %	Anterior	Novo	Δ %
<b>Resultado Financeiro (NII)</b>	<b>48.295</b>	<b>50.032</b>	<b>50.075</b>	<b>0,1%</b>	<b>53.642</b>	<b>52.948</b>	<b>-1,3%</b>
<i>NIM - Margem Financeira Líquida</i>	5,5%	5,3%	5,2%	-0,2 p.p.	5,7%	5,6%	-0,1 p.p.
Despesas de PDD	(12.657)	(13.120)	(12.789)	-2,5%	(14.408)	(13.503)	-6,3%
<i>PDD / média da carteira de crédito</i>	3,8%	3,6%	3,6%	0,0 p.p.	3,5%	3,5%	0,0 p.p.
<b>Resultado Intermediação Financeira</b>	<b>35.638</b>	<b>36.912</b>	<b>37.286</b>	<b>1,0%</b>	<b>39.234</b>	<b>39.445</b>	<b>0,5%</b>
<i>NIM pós PDD</i>	4,1%	3,9%	3,9%	-0,1 p.p.	4,1%	4,2%	0,0 p.p.
Receita de Serviços	22.089	24.842	24.527	-1,3%	27.823	27.471	-1,3%
Resultado operacional de seguridade	5.047	5.120	5.720	11,7%	5.632	6.292	11,7%
Despesas Operacionais	(33.442)	(35.159)	(35.301)	0,4%	(37.446)	(37.268)	-0,5%
<i>Índice de Eficiência</i>	40,9%	40,1%	41,1%	0,9 p.p.	39,2%	40,5%	1,3 p.p.
Lucro tributável	23.941	26.491	26.918	1,6%	29.762	30.364	2,0%
IR / CS	(8.469)	(9.007)	(9.152)	1,6%	(10.119)	(10.324)	2,0%
<i>Taxa efetiva de Imposto</i>	35,4%	34,0%	34,0%	0,0 p.p.	34,0%	34,0%	0,0 p.p.
<b>Lucro Líquido</b>	<b>15.359</b>	<b>17.372</b>	<b>17.654</b>	<b>1,6%</b>	<b>19.524</b>	<b>19.921</b>	<b>2,0%</b>
LPA	3,66	4,14	4,20	1,6%	4,65	4,74	2,0%
Dividendos por ação	1,10	1,24	1,26	1,6%	1,39	1,42	2,0%
VPA por ação	19,41	21,62	22,35	3,4%	24,88	25,67	3,2%
ROAA	1,6%	1,6%	1,6%	0,0 p.p.	1,8%	1,8%	0,0 p.p.
ROAE	20,1%	20,5%	20,1%	-0,4 p.p.	21,5%	21,6%	0,0 p.p.

Qualidade da Carteira	2014	2015 E			2016 E		
		Anterior	Novo	Δ %	Anterior	Novo	Δ %
<b>Carteira de crédito</b>	<b>346.644</b>	<b>387.032</b>	<b>369.994</b>	<b>-4,4%</b>	<b>436.286</b>	<b>401.611</b>	<b>-7,9%</b>
<i>% crescimento</i>	7,3%	11,8%	6,7%	-5,0 p.p.	12,7%	8,5%	-4,2 p.p.
Provisões para devedores duvidosos - PDD	23.146	25.157	24.050	-4,4%	28.359	26.105	-7,9%
<i>PDD / Carteira de crédito</i>	6,7%	6,5%	6,5%	0,0 p.p.	6,5%	6,5%	0,0 p.p.
Crédito em curso anormal (NPL)	12.246	14.707	14.060	-4,4%	14.397	13.253	-7,9%
<i>NPL / Carteira de crédito</i>	3,5%	3,8%	3,8%	0,0 p.p.	3,3%	3,3%	0,0 p.p.

Fonte: BB Investimentos

## Sensibilidade

	Target Price					Equity Value					
	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%	16,5%	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%	16,5%	
<b>5,0%</b>	47,50	44,30	41,40	38,80	36,40	5,0%	199.414	185.858	173.734	162.841	153.014
<b>5,5%</b>	48,40	45,00	42,00	39,30	36,90	<b>5,5%</b>	203.357	189.086	176.382	165.017	154.802
<b>6,0%</b>	49,50	45,90	<b>42,70</b>	39,90	37,30	<b>6,0%</b>	207.716	192.629	<b>179.270</b>	167.375	156.728
<b>6,5%</b>	50,60	46,80	43,40	40,50	37,80	<b>6,5%</b>	212.569	196.543	182.438	169.943	158.812
<b>7,0%</b>	51,90	47,80	44,30	41,10	38,40	<b>7,0%</b>	218.015	200.898	185.933	172.755	161.078

	P / E					P / BV					
	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%	16,5%	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%	16,5%	
<b>5,0%</b>	11,3x	10,5x	9,8x	9,2x	8,7x	<b>5,0%</b>	2,1x	2,0x	1,9x	1,7x	1,6x
<b>5,5%</b>	11,5x	10,7x	10,0x	9,3x	8,8x	<b>5,5%</b>	2,2x	2,0x	1,9x	1,8x	1,6x
<b>6,0%</b>	11,8x	10,9x	<b>10,2x</b>	9,5x	8,9x	<b>6,0%</b>	2,2x	2,1x	<b>1,9x</b>	1,8x	1,7x
<b>6,5%</b>	12,0x	11,1x	10,3x	9,6x	9,0x	<b>6,5%</b>	2,3x	2,1x	1,9x	1,8x	1,7x
<b>7,0%</b>	12,3x	11,4x	10,5x	9,8x	9,1x	<b>7,0%</b>	2,3x	2,1x	2,0x	1,8x	1,7x

Fonte: BB Investimentos

### Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

### Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Carlos Daltozo Mário Bernardes Junior			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

### RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

## Administração

**Diretor**  
Sandro Kohler Marcondes

**Gerente-Executivo**  
Eduardo César do Nascimento

## Equipe de Pesquisa

**Gerente - Nataniel Cezimbra**      nataniel.cezimbra@bb.com.br

## Renda Variável

### Demanda

#### Bancos e Serviços Financeiros

Carlos Daltozo  
daltozo@bb.com.br  
Mário Bernardes Junior  
mariobj@bb.com.br

#### Consumo

Maria Paula Cantusio  
paulacantusio@bb.com.br

#### Imobiliário

Wesley Bernabé  
wesley.bernabe@bb.com.br  
Daniel Cobucci  
cobucci@bb.com.br

#### Indústrias e Transportes

Mário Bernardes Junior  
mariobj@bb.com.br

#### Small Caps

Gabriela Cortez  
gabrielaecortez@bb.com.br

## Renda Fixa e Estratégia de Mercado

### Renda Fixa, Moedas e Commodities

Renato Odo  
renato.odo@bb.com.br  
Fabio Cardoso  
fcardoso@bb.com.br

### Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves  
hmoreira@bb.com.br

## Equipe de Vendas

**Atacado:** bb.distribuicao@bb.com.br

**Varejo:** acoes@bb.com.br

### Gerente - Antonio Emilio Ruiz

Bruno Finotello  
Denise Rédua de Oliveira  
Edger Euber Rodrigues  
Henrique Reis  
João Carlos Floriano  
Marcela Andressa Pereira  
Thiago Cogo Pires  
Viviane Ferro Candelária

### Gerente - Márcio Carvalho José

Mario D'Amico  
Rodrigo Ataíde Roxo

## BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.  
London EC2N 1ER - UK  
+44 207 7960836 (facsimile)

### Managing Director

Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

### Deputy Managing Director

Selma da Silva +44 (207) 3675802

### Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

### Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

### Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853

Melton Plumber +44 (207) 3675843

Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

### Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

### Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

### Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

## Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor  
New York City, NY 10022 - USA  
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

### Managing Director

Daniel Alves Maria +1 (646) 845-3710

### Deputy Managing Director

Carla Sarkis Teixeira +1 (646) 845-3710

### Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

### Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

### DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

### Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

### Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

## BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02  
Singapore, 049909

### Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6577

### Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

### Institutional Sales

Paco Zayco +65 6420-6571

Amelia Khoo +65 6420-6582

## BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar  
Rio de Janeiro RJ – Brasil  
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355