

Carlos Daltozo

daltozo@bb.com.br

Mário Bernardes Junior, CNPI

mariobj@bb.com.br

Dados de crédito: Dez/2014 – Arrefecendo

Indicadores Bancários. Os dados de crédito divulgados hoje pelo Banco Central demonstram redução maior que a esperada no ritmo de crescimento, de 11,3%, contra expectativa do próprio Banco Central de 12% em 2014. Apesar do saldo total de operações de crédito apresentar crescimento de R\$ 60 bilhões em dezembro, o segundo melhor desempenho atrás apenas de dezembro/2013, o fraco avanço dos recursos livres explica o baixo crescimento do crédito em 2014. As linhas de recursos livres mantiveram trajetória de redução do ritmo, apresentando evolução de apenas 4,7% durante 2014 contra alta de 7,9% em 2013 e 13,5% em 2012, reflexo do baixo crescimento da economia doméstica.

Crédito. As linhas de crédito direcionado continuam ditando o ritmo de crescimento do crédito em dezembro (+2,4% M/M), com o BNDES apresentando alta de 3,6% M/M. O *mix* de crédito continua passando por ajustes, com crescimento mais acentuado em linhas de menor risco, como o crédito consignado (+0,9% M/M) e habitacional (+1,9% M/M). Já a carteira de crédito a veículos, que passou por um substancial ajuste ao longo dos últimos dois anos, encerrou 2014 com retração de 4,7%, porém, em dezembro, apresentou crescimento de 0,5% M/M, após queda por dezesseis meses consecutivos.

Inadimplência. O indicador de inadimplência dos recursos livres chegou a 4,8%, com redução mensal de 10 bps tanto no segmento PF, quanto no segmento PJ. A inadimplência do Sistema Financeiro Nacional (SFN) apresentou o mesmo recuo de 10 bps e encerrou 2014 em 2,9%, o menor nível desde setembro de 2008.

Spread. O spread apresentou redução pelo segundo mês consecutivo, desta vez de 50 bps M/M, impactado pelo aumento no custo de captação, ajuste no mix de crédito, e redução de taxas em algumas linhas que sazonalmente apresentam crescimento mais forte no último mês do ano, como antecipação de recebíveis, no segmento de pessoas jurídicas e do crédito pessoal (não consignado) no segmento de pessoas físicas.

Perspectivas. Apesar do arrefecimento do ritmo de concessões e do cenário desafiador, continuamos acreditando na manutenção do crescimento do crédito em dois dígitos em 2015. Nos próximos dias teremos a divulgação do resultado dos maiores bancos privados, com os respectivos *guidances* para o ano. Acreditamos que os bancos privados continuarão seletivos na concessão de crédito e deverão novamente apresentar taxas inferiores às do SFN. A manutenção do ciclo de alta da Selic na reunião do Copom do último dia 21 beneficiará o resultado dos bancos ao longo do ano e ajudará a minimizar os impactos do ajuste no *mix* da carteira. Acreditamos que o setor financeiro será um dos poucos setores com uma dinâmica favorável de resultados em 2015.

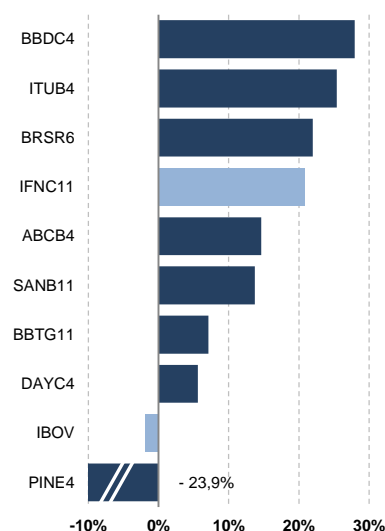
R\$ bilhões	dez/14	M/M	A/A	T/T
Crédito/PIB	58,9%	0,9 p.p.	2,8 p.p.	1,5 p.p.
Operações de Crédito	3.021,7	2,0%	11,3%	4,1%
Recursos Direcionados	1.443,0	2,4%	19,6%	5,5%
Pessoa Física (*)	785,9	1,6%	5,5%	2,5%
Pessoa Jurídica (*)	792,9	1,9%	3,9%	3,3%
Inadimplência (*)	4,8%	-0,1 p.p.	0,1 p.p.	-0,2 p.p.
PF - Inadimplência (*)	6,5%	-0,1 p.p.	-0,2 p.p.	-0,1 p.p.
PJ - Inadimplência (*)	3,4%	-0,1 p.p.	0,3 p.p.	-0,2 p.p.
Spread	12,1%	-0,5 p.p.	1,0 p.p.	-0,6 p.p.

(*) Recursos Livres

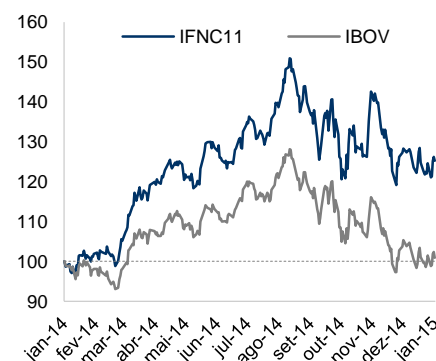
Preço Alvo (R\$)

Ação	Preço Alvo	Upside	Recomendação
BBDC4	41,30	14,9%	Market Perform
ITUB4	41,90	21,7%	Outperform
SANB11	-	-	-
BBTG11	37,70	31,1%	Market Perform
BRSR6	15,00	22,0%	Market Perform
ABC4	15,50	35,6%	Market Perform
DAYC4	10,70	27,2%	Market Perform
PINE4	7,70	78,7%	Underperform

Varição (últimos doze meses - %)

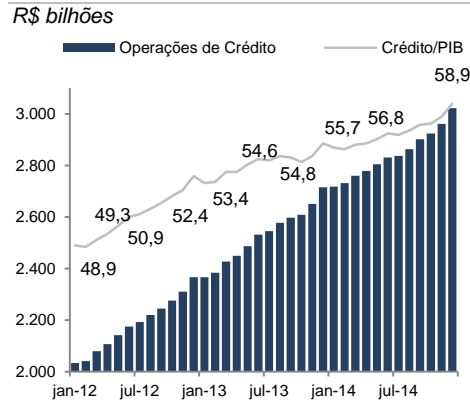


Ibovespa vs. IFinanceiro

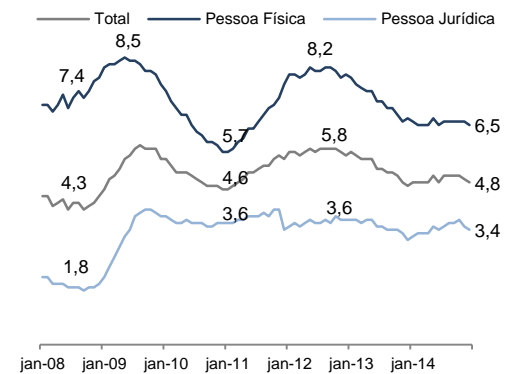


Queda de 10 bps no indicador de inadimplência dos recursos livres, beneficiados pelo recuo de mesma magnitude tanto no segmento PF, quanto no PJ.

Crédito vs. PIB

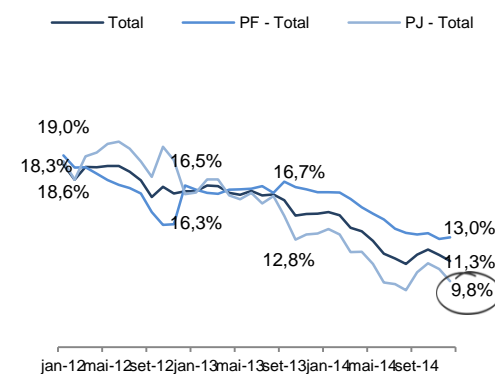


Inadimplência – Recursos Livres

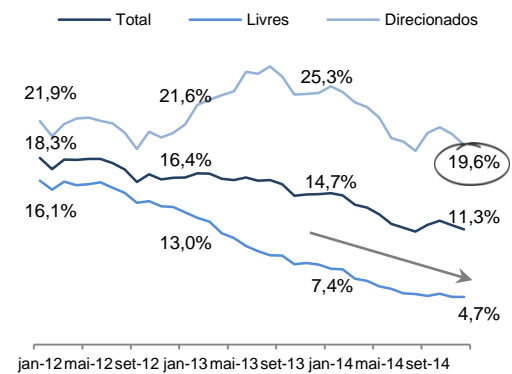


Nova redução no ritmo de crescimento dos recursos direcionados impactou crescimento do total do crédito.

Varição Anual Crédito

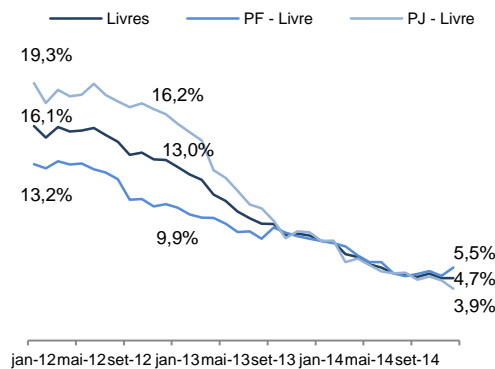


Varição Anual Crédito por tipo de recurso

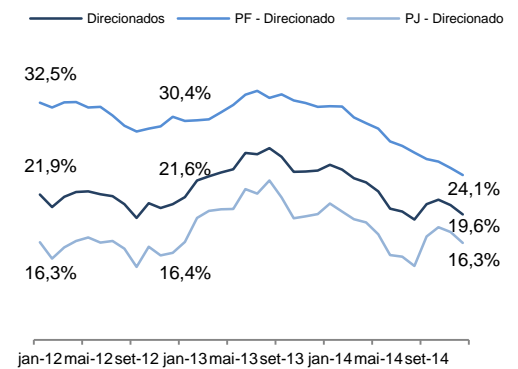


Recursos livres mantêm tendência de arrefecimento.

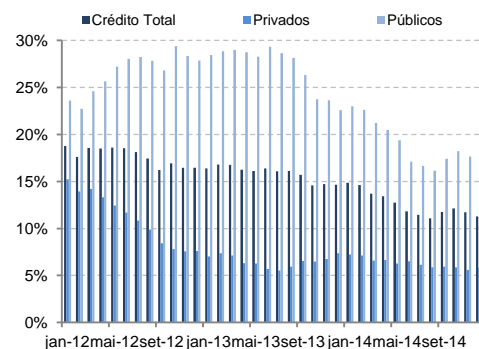
Varição Anual - Recursos Livres



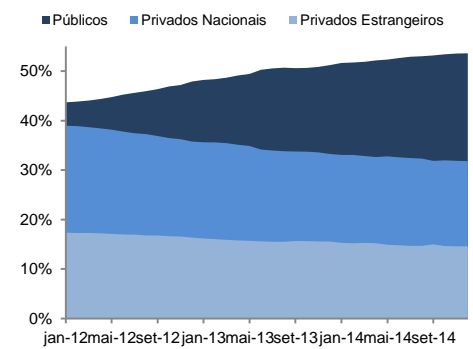
Varição Anual - Recursos Direcionados



Varição Anual - Origem dos recursos



Participação no crédito total

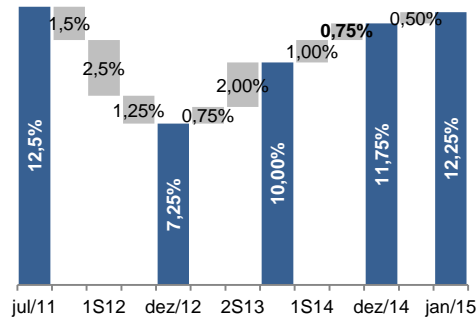


Fonte: Banco Central

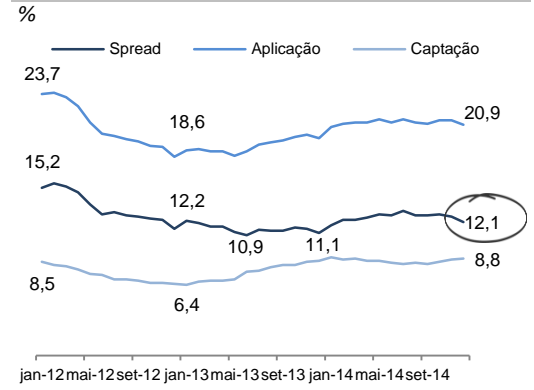
Nova elevação de 50 bps da Selic na última reunião do Copom deverá ajudar na recomposição dos *spreads* das carteiras de crédito dos bancos.

Retração, pelo segundo mês consecutivo, no *spread* médio, impactado pela alta do custo de captação (+50 bps T/T).

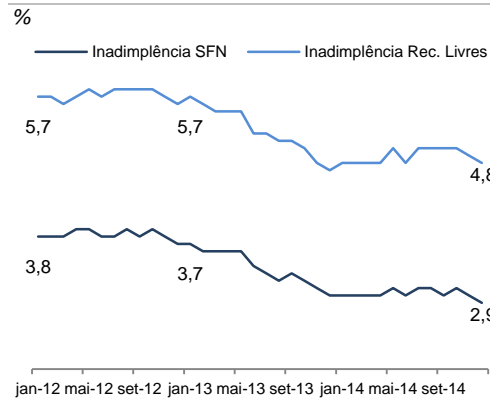
SELIC



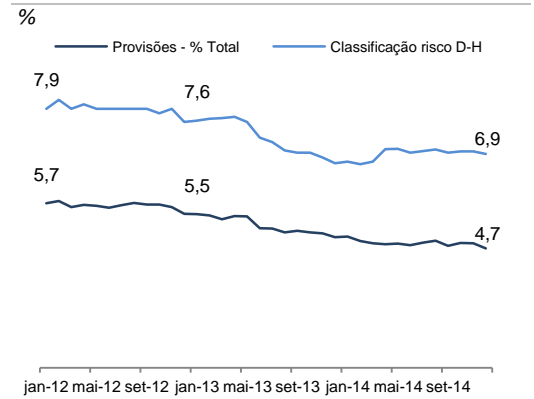
Spread médio



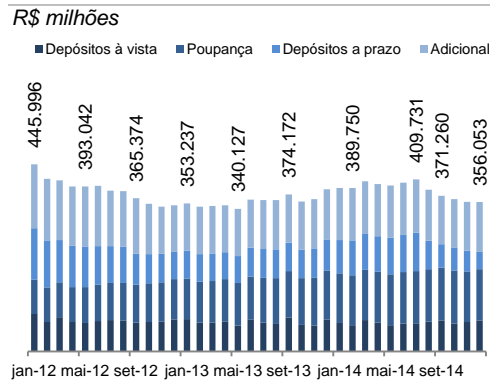
Inadimplência



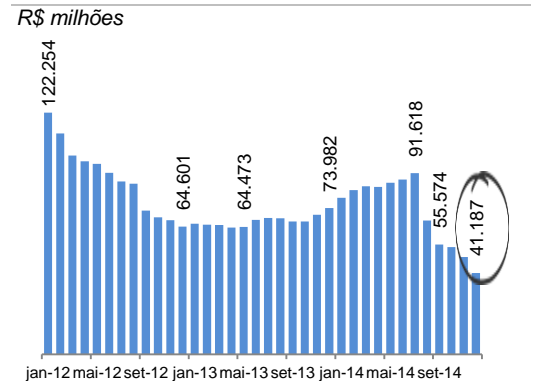
Provisões e Risco da Carteira



Compulsório



Compulsório sobre depósitos a prazo



Após as medidas anunciadas pelo Banco Central em julho, o total do compulsório a prazo apresentou recuo de 55% ou R\$ 50 bilhões.

Fonte: Banco Central e BB Investimentos

Valuation

Na avaliação dos bancos, o 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% para os grandes bancos, 16% para os médios de varejo e de investimento e 16,5% para os médios de nicho, com um crescimento nominal na perpetuidade (g) de 6%. Nossas *top picks* para o setor em 2015 são o Bradesco e o Itaú.

Para avaliarmos empresas de serviços financeiros, utilizamos modelo de desconto de dividendos (DDM) de dois estágios para a Multiplus e Smiles e assumimos um custo de *equity* (K_e) de 13% e um crescimento na perpetuidade (g) de 5%. Já para a Cielo, nosso preço é baseado em uma avaliação por desconto de fluxo de caixa (DCF) de dois estágios, no qual assumimos um custo de capital (WACC) de 11,5% e um crescimento na perpetuidade (g) de 5%. Nossas *top picks* para o setor em 2015 são Cielo e Smiles.

Ativo	Código	Cotação 26/01/15	Preço Alvo	Upside	Recomendação	Ke
Bradesco	BBDC4	35,94	41,30	14,9%	Market Perform	15,5
Itaú Unibanco	ITUB4	34,43	41,90	21,7%	Outperform	15,5
Santander BR	SANB11	13,52	N.R.	-	-	15,5
BTG Pactual	BBTG11	28,75	37,70	31,1%	Market Perform	16,0
Banrisul	BRSR6	12,30	15,00	22,0%	Market Perform	16,0
ABC Brasil	ABCB4	11,43	15,50	35,6%	Market Perform	16,5
Daycoval	DAYC4	8,41	10,70	27,2%	Market Perform	16,5
Pine	PINE4	4,31	7,70	78,7%	Underperform	16,5
Cielo	CIEL3	37,66	51,50	36,7%	Outperform	11,5 (*)
Multiplus	MPLU3	34,83	42,00	20,6%	Outperform	13,0
Smiles	SMLE3	47,00	55,00	17,0%	Outperform	13,0

Fonte: Bloomberg e BB Investimentos; (*) WACC

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