



VICENTE GUIMARÃES

RESEARCH



ESPECIAL



# RELATÓRIO ESPECIAL

## Banco do Brasil

04 de outubro de 2023

### **Resumo**

*O relatório a seguir trata-se do Banco do Brasil, empresa pública de economia mista, cujas ações ainda se encontram descontadas, apesar da forte valorização percebida nos últimos anos.*

### **Visão Geral**

Fundado em 1808 com a vinda da família real portuguesa ao Brasil, o Banco do Brasil S.A. é uma companhia aberta de direito privado, de economia mista, controlada pelo Governo Federal e integra o Novo Mercado, segmento da B3 que reúne as companhias com as melhores práticas em governança corporativa. Outra curiosidade é que o BB é a primeira empresa listada em bolsa de valores do país, em 1906, além de ter desempenho socioambiental é atestado pela presença no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3 e no Índice Dow Jones de Sustentabilidade (DJSI) da Bolsa de Nova Iorque.

### **Operações**

As operações do Banco são bastante diversificadas e estão divididas basicamente em cinco segmentos: Bancário; Investimentos; Gestão de Recursos; Seguridade (seguros, previdência e capitalização); e Meios de Pagamento.



Fonte: Relações com investidores (2023).

Uma das verticais do banco que chama positivamente a atenção é a BB Gestão de Recursos DTVM S.A. que tem como principais atividades a administração, a gestão e a distribuição de fundos e carteiras administradas.

Vale lembrar também que historicamente vinculado ao setor rural, o BB é líder de mercado no crédito rural, beneficiando-se de algumas vantagens comparativas como: regulatórias, pelo custo de captação mais barato devido aos depósitos em poupança; capilaridade, com milhares de agências; tradição entre produtores; e tecnologia. O crédito rural tem grande representatividade na carteira da instituição financeira o que vemos muito positivamente diante das excelentes perspectivas do agronegócio brasileiro.

Além disso, o Plano Safra 2023/2024 destinará R\$364 bilhões de reais ao setor, um crescimento de 27% em relação à edição anterior, o que mostra uma preocupação do governo, apesar das graves restrições orçamentárias da União. Os recursos serão destinados ao crédito rural, abrangendo produtores enquadrados no Programa Nacional de Apoio ao Médio Produtor Rural (Pronamp) e demais produtores.



Fonte: Relações com investidores (2023).

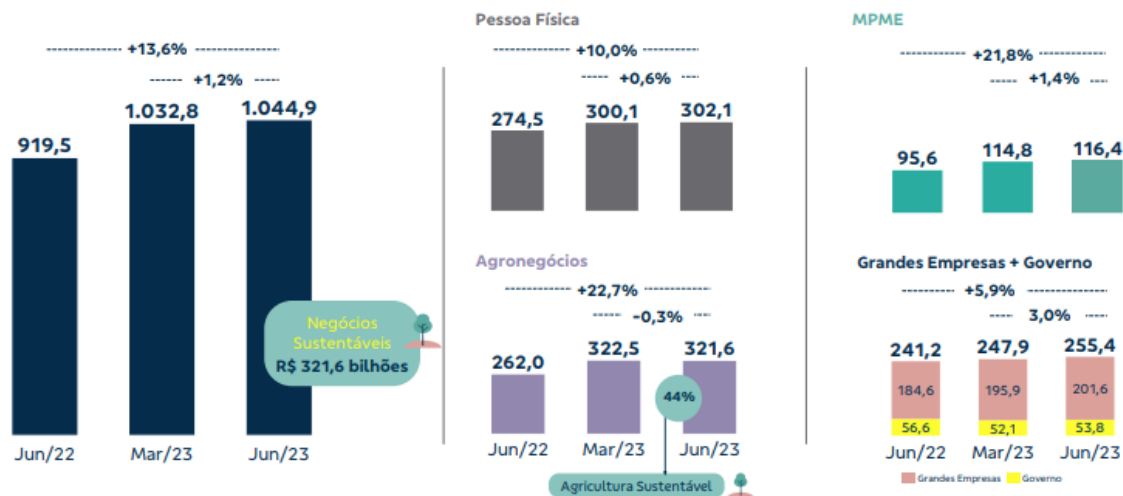
Dentro do mercado bancário brasileiro, o banco mais ligado ao agronegócio é, sem dúvidas, o Banco do Brasil, que, de longe, é o maior repassador do Plano Safra. É válido destacar que o BB já tem um relacionamento com os produtores rurais de décadas, ao passo que outros players entraram nesse mercado com atraso. Dessa forma, a instituição consegue realizar concessões de crédito com muita assertividade no que diz respeito à identificação da inadimplência dos eventuais tomadores dos empréstimos. Vale apontar que a atual carteira do agro do banco estatal gira em torno de R\$322 bilhões.

Além disso, o Banco do Brasil também se destaca pela forte participação na carteira de crédito consignado, com mais de 20% de participação de mercado. O crédito consignado representa também é representativo na carteira do banco é uma modalidade de crédito resiliente, relativamente menos suscetível às iniciativas do Open Finance.

Vale apontar que a carteira de crédito do banco estatal ultrapassou a marca de R\$1 trilhão. A alta concentração de crédito rural, consignado, além de crédito direto para funcionários públicos nos levam a crer que carteira do BB seja mais defensiva e menos arriscada em relação a outros bancos incumbentes com um NIM (Net Interest Margin) mais estável, sendo a instituição menos dependente de volumes de varejo.

# Carteira de Crédito Ampliada<sup>1</sup>

R\$ bilhões



Fonte: Relações com investidores (2023).

## Forte presença física e digital

O Banco do Brasil tem ampla capilaridade em todo o território brasileiro e está presente em mais de 96% dos municípios, com 3.985 agências, 6998 postos de atendimento e 19.571 unidades da MaisBB.

Além da rede física, em junho de 2023, o banco estatal conta com 28,0 milhões de clientes ativos nas plataformas digitais. As transações realizadas nestes canais representaram 93,1% das operações dos clientes, um aumento de 1,9% em comparação com o mesmo período de 2022.

Além disso, hoje existem 22,4 milhões de usuários da instituição no App, através do qual o cliente realiza consultas, mas também compra, investe e faz suas transações financeiras. As plataformas digitais representaram 32,8% do desembolso em crédito pessoal e 14,6% do desembolso de crédito consignado. Vale apontar que, apenas no 2T23, 26,7% de operações de serviços (tais como investimento, solicitação de cartão, abertura de contas e negócios com capitalização, seguros e consórcios) foram realizadas por meio de solução digital.

## Considerações políticas

É de fundamental importância ponderar que os valuations dos bancos brasileiros, de maneira geral, são muito sensíveis aos ciclos políticos e econômicos pelos quais passa o país e isso é especialmente verdade para o Banco do Brasil por ser uma empresa pública de capital misto.

Sobretudo a partir da eleição do atual presidente Lula, do Partido dos Trabalhadores, as incertezas sobre um possível aumento de ingerência estatal no Banco do Brasil aumentaram.

Existe um temor que o governo eleito venha a aumentar o crédito subsidiado e direcione a carteira da instituição para produtos com menores spreads, o que poderia vir a deteriorar do ROE do banco. No entanto, o banco estatal conta com uma governança relativamente blindada contra as intervenções políticas por possuir um planejamento estratégico de longo prazo a ser seguido independentemente da presidência do banco. Além disso, 50% do conselho de administração do banco é formado por conselheiros independentes que também participam dos comitês de assessoramento.

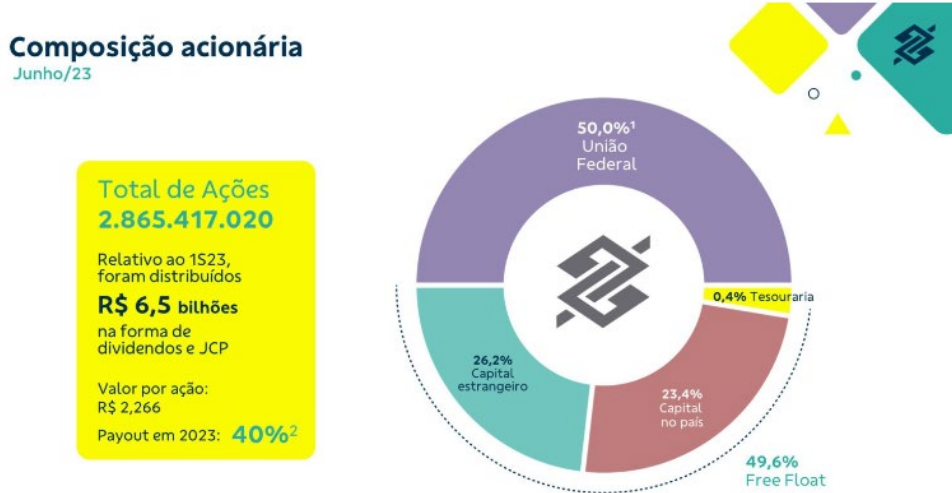
A governança corporativa do BB é mais bem estruturada em comparação a outras empresas estatais, no entanto, uma rotação da carteira em direção a produtos de menores spreads poderia diminuir a lucratividade da empresa e, conseqüentemente, o volume total de proventos repassados aos acionistas.

Pelo menos até o momento, não parecem ter havido mudanças estruturais na relação do banco com o Governo Federal, que inclusive, nomeou Tarciana Medeiros, uma executiva de carreira da instituição, para CEO do BB. Até o momento, a CEO sinaliza compromisso com a rentabilidade da instituição e não tem provocado reações negativas no mercado.

## Administração e Controladores

Por ser uma empresa cujo sócio majoritário é a União Federal, o banco está sujeito a riscos políticos em Brasília, no entanto em comparação a outras estatais, a instituição financeira é relativamente mais

protegida de interferências políticas por conta dos comitês, que dão relativa autonomia decisória à companhia. Vale lembrar que o Estado brasileiro é detentor de pouco mais de 50% das ações.



Fonte: Relações com investidores (2023).

Na estrutura de governança corporativa do Banco do Brasil, estão presentes:

- a) o Conselho de Administração (CA), assessorado pelo Comitê de Auditoria (Coaud), pelo Comitê de Pessoas, Remuneração e Elegibilidade (Corem), pelo Comitê de Riscos e de Capital (Coris), pelo Comitê de Tecnologia, Estratégia e Inovação (Cotei) e pela Auditoria Interna (Audit);
- b) o Conselho Fiscal (CF);
- c) a Diretoria Executiva (Direx), composta pelo Conselho Diretor (CD), formado pelo Presidente e pelos Vice-Presidentes e pelos Diretores Estatutários.



Fonte: Relações com investidores (2023).

## Histórico de Resultados e Métricas Operacionais

Uma importante métrica financeira comumente utilizada para bancos é o ROE (Return on Equity) que seria o retorno sobre o patrimônio líquido. É importante salientar que os ROEs dos bancos brasileiros, inclusive o Banco do Brasil, no início do milênio, já foram ainda mais altos do que são atualmente. Nota-se que, em 2016, após o impeachment de Dilma Rousseff e ascensão de um governo mais pró-mercado, o ROE do BB tem tido uma trajetória de recuperação, temporariamente interrompida pelo alto volume de PDDs que foram realizadas em 2020, por conta da grave crise sanitária do Covid-19.

É interessante destacar que em 2016, o Banco do Brasil apresentou um ROE mísero de 8,5% de ROE em 2016, se destacando em 10% abaixo de seus concorrentes, ao passo que hoje a instituição ostenta o ROE de aproximadamente 21%, o maior do setor, dentre as instituições incumbentes, superando, inclusive, o Itaú.

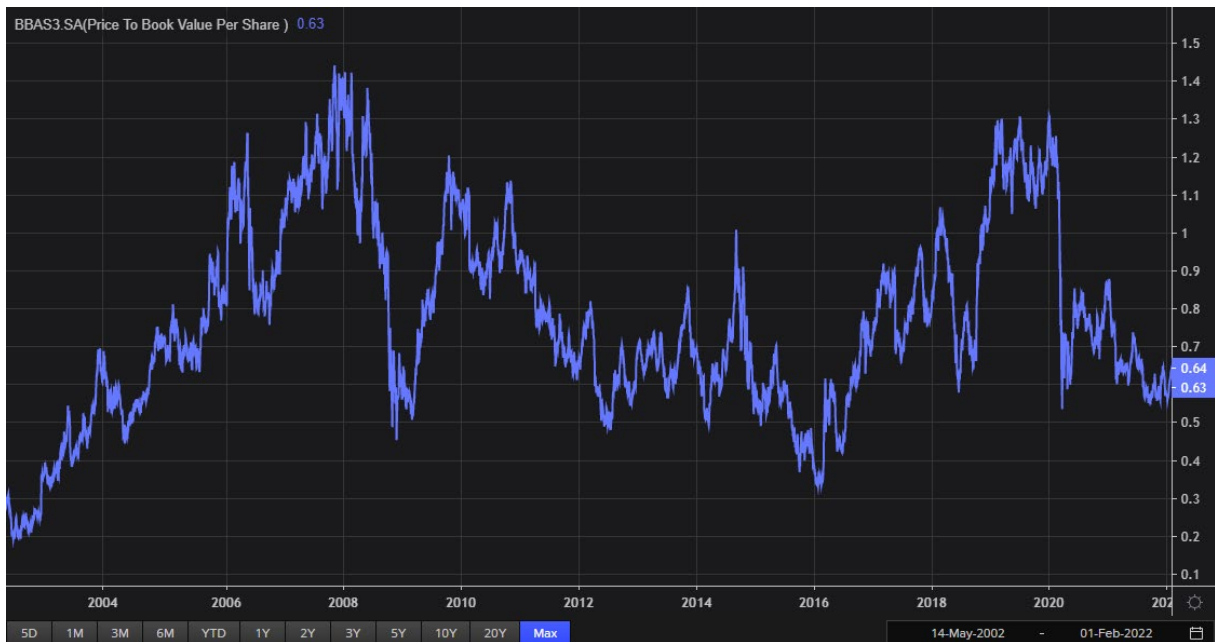


Fonte: Thomson Reuters

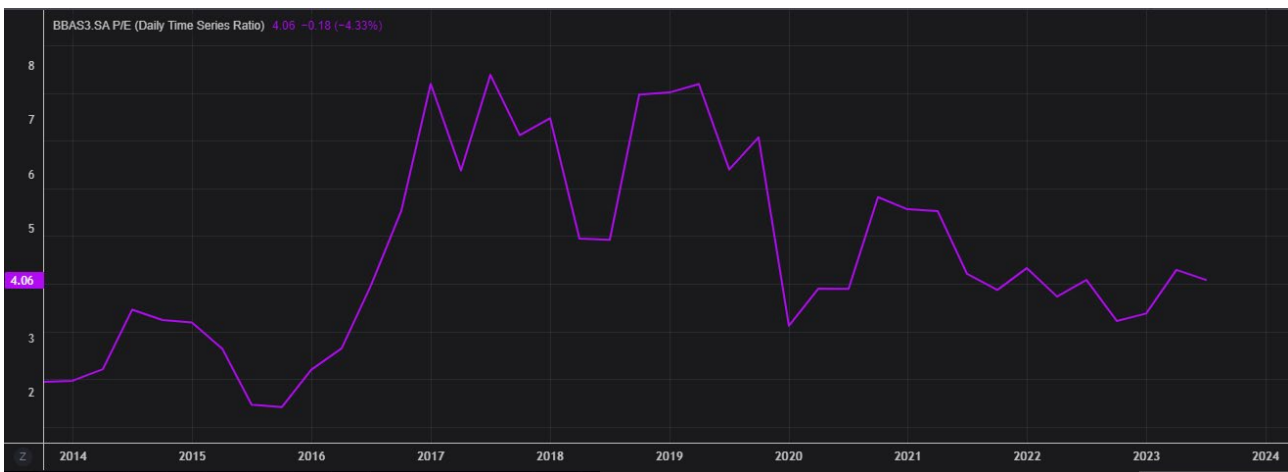
Outra métrica interessante a ser analisada é o P/VP (Preço sobre o valor Patrimonial) que está em 0,82, o que significa que a instituição ainda negocia abaixo do seu valor patrimonial. É interessante apontar que o P/VP chegou a negociar a 0,6 no biênio 2015-2016, no auge da crise política do Governo Dilma, quando a economia brasileira enfrentava uma dura recessão. A descompressão parcial do P/VP ao longo



dos últimos pode ser compreendida, inclusive, pela notável evolução do seu ROE, conforme mencionado anteriormente.



De acordo com o gráfico abaixo, observa-se que o P/L do banco, no momento, é de aproximadamente 4 vezes, num patamar ainda bastante depreciado, sobretudo quando analisado o período do último bull market brasileiro ocorrido entre 2016 e o início de 2020.



É importante contextualizar que os bancos incumbentes, inclusive o Banco do Brasil, realizaram grandes PDDs (Provisões para Devedores Duvidosos) a partir de 2020, a partir da eclosão da pandemia do Corona Vírus.

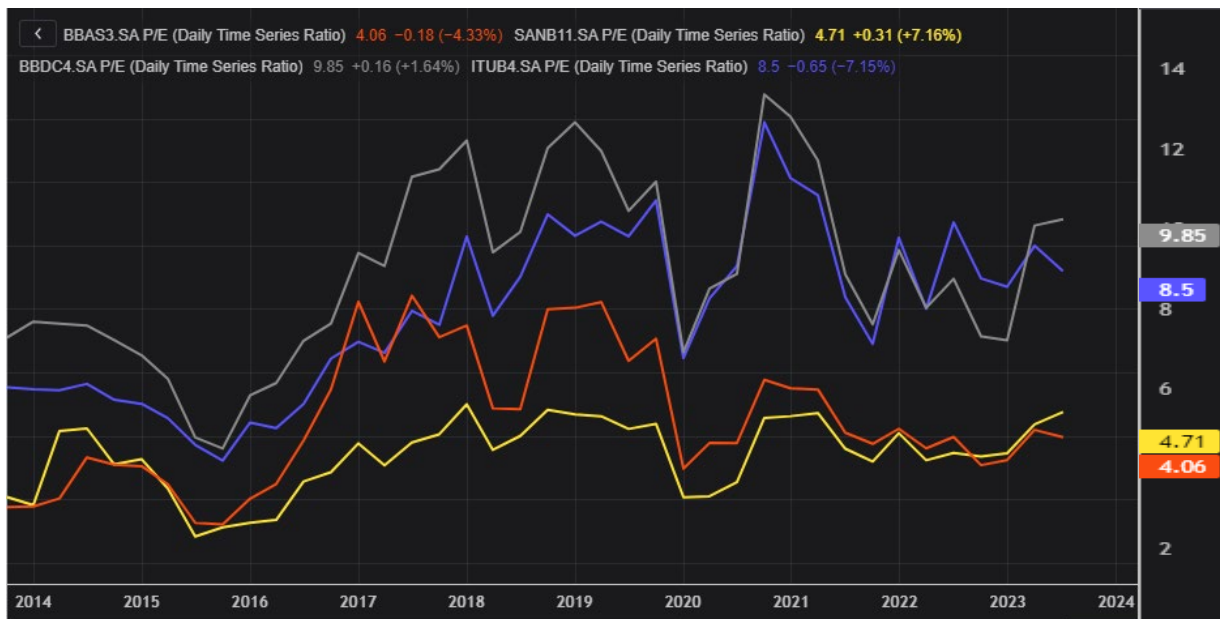
Essas provisões são uma espécie de “fundo” que as empresas deixam reservadas para fazer frente a possíveis aumentos na inadimplência, dada a gravidade da crise sanitária pela qual passou e ainda tem passado todo o mundo. Essas PDDs diminuem o lucro corrente das companhias, mas podem ser revertidas nos exercícios seguintes caso a inadimplência venha melhor do que esperado, o que, de fato, tem acontecido.

Além disso, é interessante contextualizar que os preços das ações dos grandes bancos estão pressionados há algum tempo por conta do acirramento da concorrência com os novos players digitais que passaram a oferecer serviços gratuitos de conta corrente os quais há alguns anos eram cobrados pelos bancos incumbentes. O avanço da agenda BC#, que estimula a concorrência no concentrado sistema bancário brasileiro, e mudanças nos hábitos dos clientes, impulsionadas pelas dificuldades de locomoção impostas pela pandemia, levaram à abertura de milhões de contas em bancos digitais.

É possível visualizar é que esses novos players digitais, de maneira geral, foram muito bem-sucedidos em captar clientes com relativo baixo custo de aquisição, porém seus modelos de negócios até o momento não têm se mostrado rentáveis, ao contrário dos modelos de negócios dos grandes bancos, como o Banco do Brasil. É razoável ponderar, contudo, que a competição desses novos entrantes pressionam as receitas de serviços dos bancos tradicionais, sobretudo às relacionadas a conta corrente.

Conforme exposto no início do relatório, acreditamos que o Banco do Brasil esteja bem posicionado nesse contra-ataque digital com um aplicativo bem avaliado e considerável engajamento dos clientes nas plataformas digitais.

Além das questões macro setoriais acima expostas, é importante destacar o desconto historicamente alto com o qual as ações do Banco do Brasil têm sido negociadas frente aos seus pares privados, o que pode ser compreendido diante dos riscos políticos que pairam sob empresas estatais. Como se sabe, o banco tem controle público e foi usado com fins políticos, sobretudo durante o Governo Dilma, e não se pode excluir a possibilidade de esse cenário novamente ocorrer.



Fonte: Thomson Reuters

## Valuation

Na ótica de Valuation, utilizamos o modelo de dividendos descontados.

Utilizamos as seguintes premissas para realizar o *valuation* do Banco do Brasil:

1. Empregamos a metodologia dos Dividendos Descontado utilizando um custo de capital próprio (Ke) 11,9% nominal;
2. Consideramos um ROE na perpetuidade de 16,3% e um crescimento real nulo;

Considerando as premissas determinadas para o Banco do Brasil, nosso cenário-base considera um **Valor Justo de R\$60,00 para as ações da BBAS3**. Ademais, por meio da tabela abaixo, é possível observar as projeções financeiras da companhia para os próximos anos. Utilizando uma margem de segurança de 30%, estabelecemos um **Preço Teto para compra de R\$ 42,00 para as ações da BBAS3**.

## Recomendação para o Banco do Brasil (BBSA3)

Dessa maneira, diante do exposto acima, apesar da valorização recente, acreditamos que as ações ainda estão relativamente baratas, ainda que não estejam mais a barganha que estavam há dois anos. Apesar do valuation ainda convidativo, somos céticos em relação à capacidade do Banco do Brasil em continuar entregando resultados tão estelares e com crescimentos de lucros tão robustos, beneficiados do vertiginoso crescimento do agronegócio. Além de acreditarmos que poderá haver uma estabilização do lucro da instituição no médio prazo, os riscos políticos não devem ser descartados, em função das restrições orçamentárias da União. Dentre os incumbentes, para o longo prazo, temos preferência por bancos com preços e resultados mais penalizados pelo ciclo de aperto monetário iniciado em 2021.

## Disclaimer

Este relatório de investimentos tem o objetivo de fornecer recomendações de aplicações para os clientes da VG RESEARCH. Salientamos que as decisões de compra, venda ou manutenção dos títulos e valores mobiliários contidos nas carteiras são de responsabilidade do investidor.

Nossas projeções são realizadas por meio da utilização de informações públicas sobre a empresa-alvo do relatório, seu setor de atuação e o ambiente de abrangência dos seus negócios. Apesar de realizarmos os maiores esforços para a elaboração das análises, não podemos assegurar a ocorrência dos resultados previstos em razão da incerteza inerente ao mercado de capitais. A carteira é produzida de forma tempestiva, de modo que informações relevantes sobre as empresas podem alterar nossas projeções iniciais. Sendo assim, é possível que as projeções realizadas nesta data possam ser alteradas posteriormente.

Informamos que alguns membros da VG RESEARCH possuem investimentos em determinadas empresas de nossa carteira, sendo cumpridos os prazos de negociação dos títulos e valores mobiliários da empresa-alvo constantes na Resolução CVM nº 20/2021. Salientamos ainda a imparcialidade e a independência das recomendações emitidas aos nossos clientes, em relação aos interesses próprios, de clientes ou de terceiros (corretoras, bancos, empresas listadas, fundos, etc), conforme disposto no Art.16 da Resolução CVM nº 20/2021.

Os relatórios de recomendação de ações e demais ativos mobiliários são enviados à APIMEC conforme estabelecido no Art. 23 da Resolução CVM nº 20/2021 e os mesmos ficarão arquivados durante o período de 5 anos. A VG RESEARCH tem a ciência e vem desenvolvendo com prioridade regras, procedimentos e controles internos de forma a observar e respeitar o efetivo cumprimento do Inciso I do Art.16 da Resolução CVM nº 20/2021.

Por fim, advertimos os usuários deste relatório que as informações expostas são destinadas aos clientes da VG RESEARCH, não sendo permitida sua reprodução, cópia ou distribuição, de maneira total ou parcial e qualquer que seja o seu propósito, sem o prévio consentimento da nossa empresa. A não observância deste quesito poderá acarretar na imputação do responsável em processo civil.

***Luan Alves***

*Analista de Valores Mobiliários*  
*CNPI nº EM 2392*

***Milton Rabelo***

*Analista de Valores Mobiliários*  
*CNPI nº EM 2444*