

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

Diego Caumo

**FERRAMENTAS PARA ANÁLISE DE EMPRESAS PARA
INVESTIDORES INICIANTEs:
SETOR BANCÁRIO**

Porto Alegre

2008

Diego Caumo

**FERRAMENTAS PARA ANÁLISE DE EMPRESAS PARA
INVESTIDORES INICIANTEs:
SETOR BANCÁRIO**

**Trabalho de conclusão de curso de graduação
apresentado ao Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade Federal do Rio
Grande do Sul, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em Administração.**

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner

Porto Alegre

2008

Diego Caumo

**FERRAMENTAS PARA ANÁLISE DE EMPRESAS PARA
INVESTIDORES INICIANTEs:
SETOR BANCÁRIO**

**Trabalho de conclusão de curso de graduação
apresentado ao Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade Federal do Rio
Grande do Sul, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em Administração.**

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner

Conceito final:.....

Aprovado emde.....de 2008

BANCA EXAMINADORA

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner – EA/UFRGS

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho para minha família, por estarem sempre ao meu lado, apoiando-me em todos os momentos nesta longa jornada. Dentro da minha família, não posso de deixar de citar minha mãe, uma pessoa que considero batalhadora, que me mostrou a diferença do certo e do errado, uma pessoa que merece todas as dedicações possíveis, ninguém mais do que ela, merece esta dedicação.

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, por me dar suporte para o seguimento deste trabalho, por toda sua presteza.

Ao Ricardo Grings, por me apoiar no meu projeto, mostrando o caminho certo a seguir.

A família da minha namorada, por todo sufrágio nesta jornada.

Aos meus irmãos e cunhadas, pelo voto de confiança.

A minha namorada, por todos os programas que deixei de fazer, por todas as noites que deixei de estar ao seu lado, pelo carinho e pelo apoio.

RESUMO

O presente trabalho estuda ferramentas de análise fundamentalista acessíveis para investidores iniciantes no mercado acionário. O mercado acionário vem crescendo fortemente nos últimos anos, devido a grande rentabilidade apresentada por investimentos em ações, como também a queda de rentabilidade em fundos de renda fixa. O número de pessoas físicas que entraram no mercado acionário é significativo neste período. Destes, muitos nunca aplicaram em ações, não possuindo conhecimento suficiente para uma análise de um ativo para apoio de tomada de decisão. Neste contexto, são estudados índices econômico-financeiros e relativos (análise relativa) acessíveis a um investidor iniciante. No decorrer do presente trabalho, estas ferramentas são aplicadas em 3 bancos de capital nacional.

Palavras chaves: índices econômico-financeiros, índices relativos, investidor iniciante, mercado acionário, setor bancário.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Cálculo do retorno esperado	23
Quadro 2 – Desencaixes (VP/R)	36
Quadro 3 – Escolha da empresa I	38
Quadro 4 – Escolha da empresa II	39
Quadro 5 - Retorno (%) sobre Ativos - País.....	45
Quadro 6 - Retorno (%) sobre Patrimônio líquido - País	45
Quadro 7 – Evolução do ativo total - Unibanco	53
Quadro 8 - Evolução do patrimônio líquido - Unibanco	53
Quadro 9 – Margem de Lucro - Unibanco	54
Quadro 10 – Margem Bruta - Unibanco	55
Quadro 11 – Evolução ROA e ROE - Unibanco	55
Quadro 12 - Índice de Eficiência - Unibanco.....	55
Quadro 13 – Índice de Basiléia e Imobilização - Unibanco	56
Quadro 14 – Retorno médio mensal - Unibanco	58
Quadro 15 – TRS – Unibanco	58
Quadro 16 – MVA – Unibanco	58
Quadro 17 – Evolução do ativo total - Itaú.....	62
Quadro 18 - Evolução do patrimônio líquido - Itaú	62
Quadro 19 – Margem de Lucro - Itaú	63
Quadro 20 – Margem Bruta - Itaú	64
Quadro 21 – Evolução ROA e ROE - Itaú	64
Quadro 22 - Índice de Eficiência - Itaú.....	64
Quadro 23 – Índice de Basiléia e Imobilização - Itaú	65
Quadro 24 – Retorno médio mensal - Itaú	66
Quadro 25 – TRS – Itaú	67

Quadro 26 – MVA – Itaú.....	68
Quadro 27 – Evolução do ativo total - Bradesco.....	71
Quadro 28 - Evolução do patrimônio líquido - Bradesco	71
Quadro 29 – Margem de Lucro - Bradesco	72
Quadro 30 – Margem Bruta - Bradesco	72
Quadro 31 – Evolução ROA e ROE - Bradesco	73
Quadro 32 – Índice de Eficiência - Bradesco.....	73
Quadro 33 – Índice de Basiléia e Imobilização - Bradesco	74
Quadro 34 – Retorno médio mensal - Bradesco	76
Quadro 35 – TRS - Bradesco	76
Quadro 36 – MVA – Bradesco	77
Quadro 37 – Análise P/L.....	78
Quadro 38 – Análise P/L/C.....	79
Quadro 39 – Análise P/VPA	79
Quadro 40 – Análise P/EBITDA	80
Quadro 41 – Ativos Totais - Resultados.....	81
Quadro 42 – Receita de Intermediação Financeira - Resultados.....	82
Quadro 43 – Lucro líquido recorrente - Resultados.....	82
Quadro 44 – MVA e <i>Market-to-capital</i> - Resultados	83
Quadro 45 – Índices Relativos - 2007	83

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 – Evolução do IBOVESPA	12
Gráfico 2 – Ativos Totais do setor bancário	42
Gráfico 3 – Ativo Total por Controle	43
Gráfico 4 - Relação de Total de Depósitos e Passivo Exigível	44
Gráfico 5 - Evolução Índice de Basileia.....	46
Gráfico 6 – Evolução do Crédito Total no SFN.....	48
Gráfico 7 - Evolução do Crédito Total no SFN por controle.....	49
Gráfico 8 – Evolução anual de taxas de juros	49
Gráfico 9 – Spreads médios anuais.....	50
Gráfico 10 – Evolução das units UBBR11	57
Gráfico 11 – Evolução das ações ITAU4	66
Gráfico 12 - Evolução das ações BBDC4	75

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN – Banco Central do Brasil

BIB – Banco de Investimento do Brasil

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

DCF – *Discounted Cash Flow* (Fluxo de Caixa Descontado)

EBITDA – Lucro antes de pagamento de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização

FCLE – Fluxo de Caixa Livre para a Empresa

FCLP – Fluxo de Caixa Livre para o Patrimônio

FEBRABAN – Federação Brasileira de Bancos

IBOVESPA – Índice do BOVESPA

IPO – *Initial Public Offering* (Oferta Pública Inicial)

MCT – *Market-to-Capital*

MVA – *Market Valued Added* (Valor de Mercado Agregado)

NOPLAT – Lucro Operacional Líquido Menos Impostos Ajustados

P/L – Preço/Lucro

P/L/C – Preço/Lucro/Crescimento

P/R – Preço/Receita

P/VPA – Preço/Valor Patrimonial

ROA – Retorno sobre Ativo

ROE – Retorno sobre Capital Próprio

ROIC – Retorno sobre Capital Investido

SFN – Sistema Financeiro Nacional

TRS – *Total Returns to Shareholders* (Retorno Total para os Acionistas)

UBB – União dos Bancos Brasileiros

VE/EBITDA – Valor Empresarial/EBITDA

VE/R – Valor Empresarial/Receita

VPL – Valor Presente Líquido

WACC - *Weighted Average Cost of Capital* (Custo Médio Ponderado de Capital)

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
2	ANÁLISE FUNDAMENTALISTA	17
2.1	ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA	17
2.1.1	ÍNDICE DE ENDIVIDAMENTO GERAL.....	17
2.1.2	MARGEM DE LUCRO	18
2.1.3	RETORNO SOBRE O ATIVO (ROA).....	19
2.1.4	RETORNO DO CAPITAL PRÓPRIO (ROE).....	19
2.1.5	ÍNDICES FINANCEIROS SETOR BANCÁRIO	20
2.2	ÍNDICES DE MERCADO/AÇÕES.....	22
2.2.1	TRS.....	22
2.2.2	MVA.....	22
2.3	RISCO E RETORNO.....	23
2.3.1	RETORNO ESPERADO	23
2.3.2	RETORNO INESPERADO	24
2.3.3	RISCO.....	24
2.3.3.1	RISCO NÃO SISTEMÁTICO	24
2.3.3.2	RISCO SISTEMÁTICO	25
2.4	MODELOS DE AVALIAÇÃO	25
2.4.1	MODELO DO LUCRO ECONÔMICO.....	25
2.4.2	DCF	27
2.4.3	WACC	28
2.4.4	MODELO DE AVALIAÇÃO RELATIVA	30
3	ANÁLISE RELATIVA	32
3.1	ÍNDICE P/L	32
3.2	P/L/C.....	33
3.3	P/VPA	34
3.4	VE/EBITDA	34
3.5	P/R	35
3.6	VE/R.....	36
3.7	EMPRESAS COMPARÁVEIS	36
4	MÉTODO DE PESQUISA.....	38
4.1	ESCOLHA DAS EMPRESAS	38
4.2	MÉTODO DE COMPARAÇÃO	39
4.3	PARTICULARIDADES	39
5	SETOR BANCÁRIO	41
5.1	ATIVOS.....	42
5.2	PASSIVOS E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	44
5.3	RESULTADOS.....	45
5.4	ÍNDICE DE BASILÉIA	46
5.5	ÍNDICE DE IMOBILIZAÇÃO	47
5.6	OPERAÇÕES DE CRÉDITO.....	48
5.7	TAXA DE JUROS	49
6	ANÁLISE DOS BANCOS.....	51
6.1	UNIBANCO	51
6.1.1	HISTÓRIA.....	51
6.1.2	ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA.....	53
6.1.3	ÍNDICES DE MERCADOS/AÇÕES.....	57

6.2	ITAU.....	60
6.2.1	HISTÓRIA.....	60
6.2.2	ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA.....	62
6.2.3	ÍNDICES DE MERCADOS/AÇÕES.....	66
6.3	BRADESCO.....	69
6.3.1	HISTÓRIA.....	69
6.3.2	ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA.....	71
6.3.3	ÍNDICES DE MERCADOS/AÇÕES.....	75
7	ANÁLISE RELATIVA DOS BANCOS.....	78
8	ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	81
9	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	85
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	87
	ANEXO A – DRE DO UNIBANCO.....	89
	ANEXO B – DRE DO BRADESCO.....	90
	ANEXO C – DRE DO ITAÚ.....	91
	ANEXO D – PREVISÃO DE CRESCIMENTO ANUAL.....	92

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, o mercado acionário tem apresentado um crescimento significativo no Brasil, de forma a estimular a entrada de novos investidores neste mercado. O índice BOVESPA (IBOVESPA) no final de 2002 fechou com 11.268 pontos, no final de 2007, o índice fechou com 63.886 pontos, uma variação de 467% em cinco anos. Para efeito de comparação, um fundo de investimento do Banco do Brasil (BB Renda Fixa LP 100), rendeu no mesmo período 60%. O gráfico 1 apresenta a evolução do IBOVESPA.

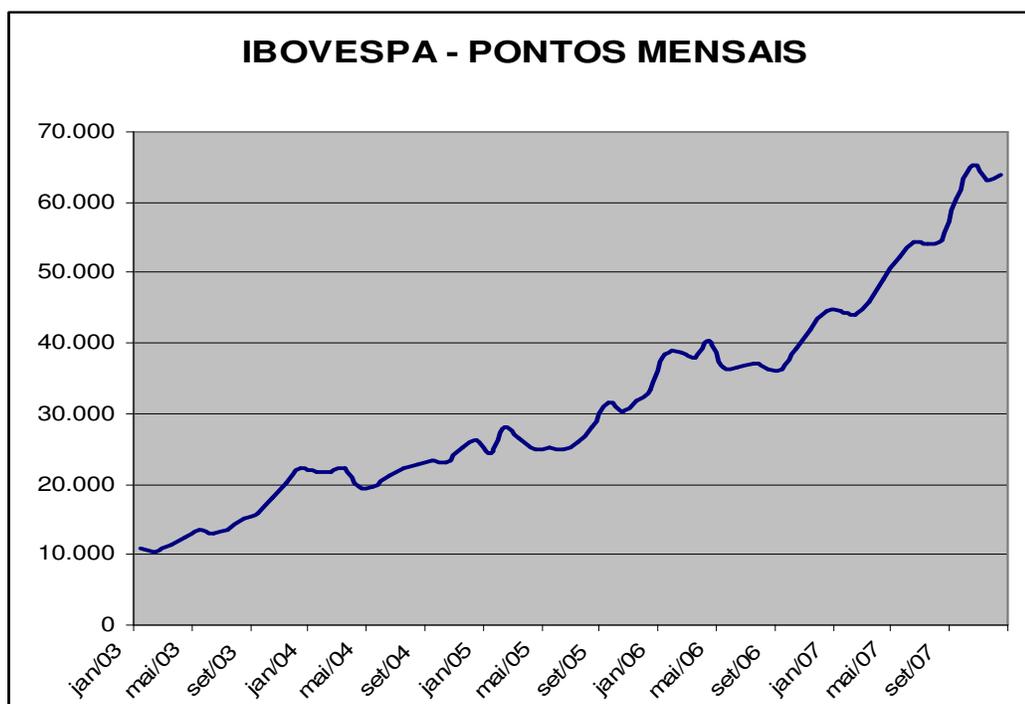


Gráfico 1 – Evolução do IBOVESPA

Fonte: BOVESPA

Os fundos de renda fixa estão, em boa parte, atrelados aos títulos do governo, remunerados pela taxa SELIC, que apresenta claro declínio em função de estrutura econômica brasileira mais robusta (entre 2003 e 2007, a taxa básica de juros teve uma queda de 52%).

O baixo rendimento representado pelos investimentos em renda fixa, o maior destaque dado ao mercado de capitais e os avanços tecnológicos da Bolsa de

Valores de São Paulo (BOVESPA), despertou uma atenção maior dos investidores. O número de pessoas físicas na BOVESPA passou de 85.249 em 2002, para 456.557 em dezembro de 2007, um crescimento de 436% (INFOMONEY 2007).

Os avanços tecnológicos ajudaram a colocar em evidência o mercado acionário. O início da utilização da ferramenta *home broker* serviu para popularizar o mercado de ações, dando mais agilidade e diminuindo os custos de transações. O *home broker* permite que o investidor, por meio do *site* das Corretoras na *Internet*, transmita sua ordem de compra ou de venda diretamente ao Sistema de Negociação da BOVESPA. A BOVESPA também inovou com o sistema *after market*, cuja finalidade é permitir o envio de ordens de compra e venda através da *internet* no período noturno.

Com o aumento de liquidez do mercado acionário, surgiram oportunidades para as empresas de capital fechado abrirem o capital para fins de financiamento. O início de negociação nas bolsas de valores é conhecido como Oferta Pública Inicial (IPO - *Initial Public Offering*). No ano 2007 teve 64 IPOs (BOVESPA, 2008 – informativo 115), um aumento de 146% em relação ao ano de 2006, quando foram realizadas somente 26 operações. O volume de captação em 2007 pelos IPOs foi de R\$ 55,5 bilhões, um incremento de 261% em relação ao volume de R\$ 15,2 bilhões de 2006. A BOVESPA tem 412 empresas listadas (BOVESPA, 2007 – informativo 106), as quais podem ser segmentadas por níveis de governança corporativa, onde se tem: 297 empresas listadas no mercado tradicional; 63 empresas listadas no novo mercado; 15 no mercado nível 2 e 37 no mercado nível 1.

Um investidor iniciante, com poucos conhecimentos sobre o mercado de capitais, tem razoável nível de dificuldade para selecionar seus investimentos, considerando o grande número de opções. Neste trabalho, consideram-se investidores iniciantes, pessoas físicas que nunca investiram no mercado de capitais ou investem a menos de um ano, aptas a aprender e investir neste mercado.

Neste contexto de decisão sobre investimento, como forma de auxílio na escolha, são utilizados dois tipos básicos de ferramentas: análise fundamentalista e análise técnica (ou gráfica).

A escola fundamentalista utiliza os fundamentos econômico-financeiros para a determinação do valor da empresa. Esta escola tem como objetivo principal avaliar o comportamento das empresas visando à determinação do valor delas. O uso desta escola está baseada em antecipar o comportamento futuro da empresa, ou seja,

adiantar-se ao mercado, para isto parte-se de uma premissa básica: o mercado não é eficiente. Entende-se como mercado eficiente o mercado em que seus preços reflitam toda a informação relevante disponível e o ajuste de novas informações seja instantâneo. Isto significa que os preços correntes refletem os valores presentes dos títulos e desta forma, não há maneira de obter lucros extraordinários¹, consoante Pinheiro (2005).

A escola técnica utiliza-se de ferramentas gráficas para prever a tendência das ações, possui como premissa que os preços futuros são fortemente dependentes dos preços das negociações anteriores.

Segundo Pinheiro (2005), dificilmente encontram-se no mercado profissionais que utilizem exclusivamente uma escola, em geral são utilizadas as duas, onde a escola fundamentalista sugere qual a ação deve ser comprada e a análise técnica sugere quando.

Descrição do problema

Este crescimento de empresas listadas na BOVESPA aumenta a quantidade de opções de investimentos. Dessa forma, o investidor terá que optar sobre qual empresa satisfaz sua expectativa de investimento. O aumento de empresas listadas contribui para o investidor diversificar o investimento, entretanto dificulta sua decisão, dado ao maior número de empresas listadas. Uma decisão de escolha desse tipo requer estudo sobre a empresa, e quanto maior a população, maior a necessidade de estudo.

Um investidor pode minimizar o estudo por critérios, tais como níveis de governança corporativa e setores da indústria. Porém, estes critérios ainda não são suficientes, servem somente para delimitar a opção de investimento.

A aplicação de ferramentas de análise fundamentalista, nesse contexto, se faz importante para avaliar a capacidade de que a empresa tem de gerar lucros em suas atividades e possibilitar o seu crescimento e valorização.

¹São lucros que excedem os lucros esperados pelo mercado devido às informações privilegiadas.

Dessa forma, busca-se compreender a aplicação de um método bastante utilizado por analistas de investimentos para avaliação de empresas e oportunidade de valorização. Levanta-se a seguinte questão: **de que maneira um investidor iniciante pode utilizar as ferramentas de análise fundamentalista? E essas ferramentas são efetivas de forma a subsidiar a decisão das melhores escolhas de ações e empresas nas quais investir?**

Busca-se nesse trabalho avaliar as ferramentas básicas de avaliação, disponíveis e viáveis de análise a um investidor iniciante, que tenha conhecimento básico sobre mercado de capitais e de análise financeira de empresas. Dependendo do nível de conhecimento do investidor iniciante, as ferramentas que serão apresentadas neste trabalho podem se tornar complexas, porém servirá como uma fonte de estudo para aprofundar o conhecimento de análise de empresas. Este trabalho não tem o objetivo de precificar nenhum ativo, mas sim oferecer condições para um investidor iniciante avaliá-lo.

As ferramentas estudadas serão utilizadas no setor bancário, tendo em vista que este setor está em grande expansão devido ao aumento do crédito, juros mais baixos e maior penetração bancária na população brasileira.

Objetivos

O objetivo geral deste trabalho é utilizar um conjunto de ferramentas de análise fundamentalista acessível a um investidor iniciante, para analisar três empresas do setor bancário avaliando a melhor opção de investimento. Os objetivos específicos são:

- Estudar indicadores econômico-financeiros e relativos (modelo de avaliação relativa);
- Estudar o setor bancário;
- Analisar as demonstrações financeiras das empresas selecionadas e compreender aspectos financeiros e operacionais;
- Comparar o desempenho das empresas em relação aos diversos índices econômico-financeiros e múltiplos das empresas.

No restante do trabalho, será abordada a análise fundamentalista no capítulo 2. No capítulo 3 é apresentado o modelo de avaliação relativa. No capítulo 4 apresenta-se o método utilizado. No capítulo 5, apresenta-se o setor bancário e suas

características. No capítulo 6 e 7 são apresentadas as análises dos bancos estudados. No capítulo 8 e 9, abordam-se os resultados e as considerações finais respectivamente.

2 ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Este capítulo buscará compreender a escola fundamentalista. As corretoras utilizam os conceitos desta escola como ferramenta de decisão, utilizam desde a uma análise de investimento, a escolha de empresas para formação de carteiras.

Este trabalho propõe apresentar algumas ferramentas desta escola as quais possam ser utilizadas por investidores iniciantes. Será focada a avaliação relativa por ser um modelo bastante utilizado e é de fácil compreensão, segundo Damodaran (2002).

2.1 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA

A análise econômico-financeira utiliza-se de índices como método de avaliação. Busca-se por meio dos índices analisar os aspectos econômico-financeiros, os quais servirão para uma análise mais detalhada sobre a empresa.

Os índices são ferramentas que facilitam as comparações entre as empresas. Segundo Jordan, Ross e Westerfield (2002). Os índices econômico-financeiros são ferramentas de comparação e investigação das relações entre diferentes informações financeiras.

Portanto, pode-se dizer que índices econômico-financeiros são relações determinadas a partir de dados financeiros com finalidade de comparação.

A maioria dos índices econômico-financeiros é utilizada em empresas industriais, os quais não fazem muito sentido quando calculados para empresas financeiras, tendo estas perspectivas, apresentam-se alguns índices que competem a esta verificação.

2.1.1 ÍNDICE DE ENDIVIDAMENTO GERAL

De acordo com Jordan, Ross e Westerfield (2002), o índice de endividamento geral leva em conta todas as dívidas, de diferentes prazos e de todos os credores. Segundo estes autores, uma das maneiras mais fáceis de calcular o índice é da seguinte forma:

$$\text{Índice de endividamento geral} = \frac{\text{Ativo total} - \text{Patrimônio líquido}}{\text{Ativo total}}$$

Este índice retrata o quanto de capital de terceiros financia a empresa. Este índice não pode ser avaliado pelo seu produto, pois isto depende muito da estrutura de capital da empresa, como também o seu custo. O custo de financiamento que definirá a estrutura, por exemplo: empresas com custo de financiamento de capital próprio alto tenderão a se financiar pela capital de terceiros, tendo em vista ser mais barato.

A avaliação deste índice pode ser feita juntamente com o custo do capital de terceiros e capital próprio, desta forma pode-se verificar a tendência da estrutura de capital.

2.1.2 MARGEM DE LUCRO

Este índice compara o lucro líquido da empresa em relação às vendas líquidas do período. Este cálculo nos proporciona o percentual de lucro que a empresa está obtendo em relação a seu faturamento. Segue a fórmula:

$$\text{Margem de lucro} = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Vendas líquidas}}$$

A interpretação deste índice é no sentido de que quanto maior, melhor.

Segundo SILVA (2006), uma empresa pode aumentar sua margem de lucro das seguintes maneiras:

- Diminuindo o custo de mercadorias vendidas;
- Aumento de preço de venda dos produtos;
- Aumento no volume de produção.

Normalmente a diminuição do custo é dada por uma inovação tecnológica, que agrega um menor custo de produção. O aumento no preço do produto como o aumento na produção aumenta o lucro líquido e diluem os custos de mercadorias vendidas, porém, dependerá muito da elasticidade de demanda em relação ao produto.

Na análise do setor bancário, será usada a receita de intermediação financeira ao invés das vendas líquidas. Pode-se considerar como vetor o *spread* bancário, diminuição dos custos operacionais e aumento das operações de crédito.

2.1.3 RETORNO SOBRE O ATIVO (ROA)

Este índice indica o retorno sobre o ativo, ou seja, a lucratividade que a empresa propicia em relação aos investimentos totais. Segue a fórmula:

$$\text{Retorno sobre o ativo} = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}}$$

A interpretação deste índice é no sentido de que quanto maior, melhor.

O ROA pode ser desmembrado, definido pela fórmula abaixo:

$$\text{ROA} = \text{Margem de lucro} \times \text{Giro do ativo}$$

A definição acima é conhecida como método *Du Pont*. De acordo Jordan, Ross e Westerfield (2002), o método *Du Pont* demonstra que o retorno sobre o ativo é afetado por seguintes aspectos:

- 1) Eficiência operacional (medida pela margem de lucro);
- 2) Eficiência no uso de ativos (medida pelo giro do ativo total).

Portanto, caso a empresa tenha dificuldades em termos de eficiência operacional como na utilização de ativos, poderá ocasionar uma diminuição do ROA.

2.1.4 RETORNO DO CAPITAL PRÓPRIO (ROE)

Este é um índice de rentabilidade, cujo objetivo é demonstrar o retorno que a empresa propiciou aos donos da empresa. Consoante SILVA (2006), o ROE indica quanto de prêmio os acionistas ou proprietários da empresa estão obtendo em relação a seus investimentos no empreendimento.

Jordan, Ross e Westerfield (2002) dizem que o ROE é a verdadeira medida de desempenho em termos de lucro.

O ROE é calculado geralmente da seguinte maneira:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

A interpretação deste índice é no sentido de quanto maior, melhor.

O ROE vem sendo muito utilizado por analistas de investimento para avaliar a saúde da empresa.

2.1.5 ÍNDICES FINANCEIROS SETOR BANCÁRIO

Os índices financeiros do setor bancário indicados nesta seção foram encontrados em consenso nos relatórios anuais das empresas deste setor. Alguns destes índices são fiscalizados pelo Banco Central do Brasil (BACEN), pois comprometem a saúde do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Serão apresentados os seguintes índices: índice de eficiência, índice de Basileia, índice de imobilização e margem bruta.

O índice de eficiência representa a eficiência das operações dos bancos. Este índice é calculado pela razão da despesa administrativa pela receita operacional, segue a fórmula:

$$\text{Índice de Eficiência} = \frac{\text{Despesa Administrativa}}{\text{Receita Operacional}}$$

Para efeitos de análise, este índice quando menor seu resultado, melhor é a interpretação. Se a receita aumentar, ou a despesa diminuir, este índice diminuirá, portanto, o banco que busque melhorar sua eficiência, buscará aumentar suas receitas, através de novos produtos, aumento da carteira de crédito ou poderá diminuir sua despesa administrativa, como por exemplo, com a ajuda de avanços tecnológicos.

O índice de Basileia corresponde a uma medida de solvência. O índice de Basileia verifica se o banco possui patrimônio para cobrir riscos de suas atividades ativas, passivas e registradas em contas de compensação.

No contexto internacional, o valor mínimo desse índice é de 8%, no Brasil a relação mínima exigida é dada pelo fator F, de acordo com as Resoluções n.º 2.099, de 17 de agosto de 1994, e n.º 2.891, de 26 de setembro de 2001 e normativos complementares, devendo ser observados os seguintes valores:

- a) 11% tratando-se de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, exceto cooperativas de crédito não filiadas a cooperativas centrais de crédito e agências de fomento;
- b) 15% tratando-se de cooperativas de crédito singulares não filiadas a cooperativas centrais de crédito; e
- c) 30% tratando-se de agências de fomento.

O cálculo do índice é efetuado de acordo com a seguinte fórmula:

$$\text{Índice de Basileia} = \text{PR} \cdot 100 / (\text{PLE} / \text{fator F})$$

Onde:

PR = Patrimônio de referência

PLE = Patrimônio líquido exigido

O índice de imobilização indica o percentual do ativo permanente em relação ao patrimônio líquido ajustado. Desde dezembro de 2002, o índice de imobilização não pode ser superior a 50%, ou seja, o ativo permanente não pode ultrapassar em valores 50% do patrimônio líquido ajustado.

A menor imobilização garante o maior grau de solvência, pois o banco possuirá mais recursos em ativos líquidos.

Margem bruta do setor bancário é uma importante medida, pois retrata a razão entre a receita de intermediação financeira com a receita bruta da intermediação financeira. Qualifica a eficiência dos bancos na tomada de recursos, como também a sua carteira de crédito. Um menor custo de captação e uma menor provisão de créditos duvidosos aumentam a margem bruta.

2.2 ÍNDICES DE MERCADO/AÇÕES

Apresentam-se nesta seção alguns índices/medidas utilizados pelo mercado para analisar as empresas.

2.2.1 TRS

Muitos analistas financeiros acreditam que o retorno total para os acionistas (TRS), ou seja, valorização das ações mais dividendos é a melhor maneira de se medir o desempenho de uma empresa, porém, segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), se usado incorretamente, podem gerar confusões na compreensão do desempenho, o que levam a tomadas de decisões erradas.

Se o desempenho de uma empresa for medido exclusivamente pelo TRS, os administradores estarão sendo recompensados ou penalizados por eventos que estão fora de controle.

A valorização das ações está fundamentada praticamente nas expectativas de desempenho da empresa. Se o desempenho efetivo de uma empresa for menor do que o desempenho esperado, suas ações tenderão a cair, caso contrário, as ações subirão de preços.

2.2.2 MVA

O MVA, também conhecido como valor de mercado agregado, é uma medida alternativa de desempenho com base no mercado. Nos Estados Unidos, esta medida vem ganhando popularidade especialmente com a publicação dos *rankings* de MVA, divulgado pela revista *Fortune*.

A fórmula para calcular o MVA é dada pela diferença do valor de mercado pelo capital investido. O MVA é assistido por outra medida, o *market-to-capital* (MCT). O *market-to-capital* é calculado pela razão do valor de mercado pelo capital investido, esta medida analisa quanto o mercado avalia a empresa por cada unidade monetária investida.

Consoante Copeland, Koller e Murrin (2002), as medidas MVA e *market-to-capital* medem a opinião do mercado financeiro a respeito do desempenho futuro em relação ao capital investido na empresa. O TRS mede o desempenho em relação às expectativas do mercado financeiro e às mudanças dessas expectativas.

Comparando duas empresas, não necessariamente a empresa que cria mais valor é a que possui uma variação na medida TRS maior, pois apesar do bom desempenho, a empresa pode não ter superado às expectativas do mercado.

2.3 RISCO E RETORNO

Todas as decisões financeiras são tomadas em ambientes de incertezas, desta maneira, é de extrema importância a noção de risco para tomadas de decisões. Um investidor deverá analisar quais os riscos e os retornos possíveis antes da escolha do investimento a ser feito.

2.3.1 RETORNO ESPERADO

Conforme Jordan, Ross e Westerfield (2002), retornos esperados são os que os investidores esperam receber em um investimento dado a estimativa de ganho em determinados estados da economia. O retorno esperado é determinado da seguinte maneira:

$$E(R) = \text{Probabilidade 1} \times \text{Estimativa de retorno 1} + \text{Probabilidade 2} \times \text{Estimativa de retorno 2} + \text{Probabilidade n} \times \text{Estimativa de retorno n}$$

Exemplificando, tem-se:

Estado da Economia	Probabilidade	Retorno	Retorno Esperado
Recessão	0,3	-0,5	0,42
Crescimento	0,7	0,6	

Quadro 1 – Cálculo do retorno esperado

Fonte: Autor

2.3.2 RETORNO INESPERADO

Como visto anteriormente, o retorno esperado é o retorno que os investidores esperam receber, entretanto há também o retorno inesperado, este retorno é procedente de informações não previstas. O retorno total é dado através da soma do retorno esperado com o retorno inesperado.

2.3.3 RISCO

Risco é geralmente definido como incerteza, os eventos de risco são caracterizados por variações aleatórias. O risco pode ser notado pela diferença do retorno real pelo retorno esperado. Uma das formas mais comuns para verificar o risco é pela base histórica do ativo imobiliário, sugere-se calcular a média dos retornos e verificar qual o desvio padrão.

Exemplificando: Uma ação cuja média dos retornos é 25% e o desvio padrão é 10%, tem a possibilidade de 95% de ter um retorno que varia de 15% a 35%, conforme teorema do limite central. Conforme Jordan, Ross e Westerfield (2002), têm-se dois tipos de riscos: não sistemático e sistemático.

2.3.3.1 RISCO NÃO SISTEMÁTICO

O risco não sistemático (específico) é aquele específico a um único ativo, este risco pode ser eliminado pela diversificação. Bernstein e Damodaran (1998) citam alguns componentes do risco específico:

- a) Risco de projetos: Risco de projetos existem quando o retorno esperado é diferente do real, ou pelo fato de um erro na projeção do fluxo de caixa;
- b) Risco competitivo: Risco criado pelos movimentos dos concorrentes;
- c) Risco específico da indústria: Risco causado por impactos nos lucros e fluxo de caixa num segmento industrial. Podem-se citar risco tecnológico, risco legal e risco de commodities;
- d) Risco externo: Risco causado pela variação de fluxo caixa devido a moedas do exterior. Este risco ocorre quando a empresa possui negócios fora do seu país.

2.3.3.2 RISCO SISTEMÁTICO

Risco sistemático é aquele que não pode ser eliminado pela diversificação, impacta praticamente todos os ativos. O risco sistemático, também conhecido como risco de mercado, é afetado principalmente pela taxa de juros, PIB e inflação.

Há alguns modelos que calculam os riscos não diversificáveis, os mais citados são o CAPM e APM.

Os modelos CAPM e APM são bastante similares, a diferença é que o CAPM mede o risco somente com um fator de mercado e o APM com diversos.

2.4 MODELOS DE AVALIAÇÃO

Existem vários modelos de avaliação de empresas, estes modelos auxiliam os analistas para a tomada de decisão. Copeland, Koller e Murrin (2002) citam dois modelos como principais: Fluxo de caixa descontado (DCF) e lucro econômico. Os principais modelos de DCF segundo Damodaran (2002) são: DCF patrimonial e DCF empresarial.

Além dos modelos citados acima, Damodaran (2002) cita também o modelo de análise relativa, o qual é calculado em relação a precificação de ativos similares.

Os modelos de avaliação de fluxo de caixa são uma medida de valor intrínseco, ou seja, baseiam-se a valores internos da empresa. O modelo de análise relativa é considerado uma medida de valor relativo, pois este método é fundamentado em relação a precificação de ativos similares.

Abaixo segue a descrição dos modelos:

2.4.1 MODELO DO LUCRO ECONÔMICO

O modelo do lucro econômico (*economic profit*) representa o volume de capital investido mais um ágio igual ao valor presente do valor criado a cada ano.

Para entender o modelo do lucro econômico, primeiramente deve-se conceituar o retorno sobre capital investido (ROIC) e o capital investido.

O **ROIC** é uma medida de desempenho bastante utilizada pelos analistas de investimentos. O ROIC é definido da seguinte maneira:

$$\text{ROIC} = \text{NOPLAT} / \text{Capital Investido}$$

Para Copeland, Koller e Murrin (2002), o ROIC é uma ferramenta analítica melhor para a compreensão de uma empresa do que outras medidas como o retorno sobre o patrimônio ou retorno sobre o ativo, porque se concentra no desempenho operacional efetivo.

Capital investido é quanto é investido na empresa. Capital operacional investido representa o valor investido nas operações da empresa, é a soma do capital de giro operacional, das instalações, planta e equipamentos líquidos e dos outros ativos líquidos. O capital investido, somado a qualquer investimento não operacional, mede o total de capital investido na empresa.

Conhecendo os conceitos supracitados, pode-se apresentar a fórmula do lucro econômico:

$$\text{Lucro econômico} = \text{Capital Investido} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

O resultado desta equação é o ganho que a empresa obteve com o capital investido. Caso a empresa não tenha ágio, ROIC igual ao custo médio ponderado de capital (WACC), o valor da empresa será igual ao capital investido. Com esta premissa, tem-se a equação do valor da empresa:

$$\text{Valor da empresa} = \text{Capital investido} + \text{ágio do lucro econômico}$$

O investidor ou analista, ao avaliar uma empresa, projetará o lucro econômico da empresa em anos de crescimento e na perpetuidade, e trará para valor presente a taxa do WACC. O resultado somado com o capital investido do ano vigente será o valor da empresa. Para chegarmos ao valor patrimonial, deve-se diminuir o valor da dívida conforme Copeland, Koller e Murrin (2002)

2.4.2 DCF

Os modelos de DCF são função de três variáveis: a capacidade de geração de caixa, o momento que este caixa será gerado e a incerteza a eles associados. A fórmula genérica do fluxo de caixa é:

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Onde:

n = Vida do ativo;

CF_t = Fluxo de caixa no período t

r = taxa de desconto que reflete os riscos associados ao fluxo de caixa.

Normalmente, o fluxo de caixa é calculado em duas fases: fase de alto crescimento (taxa de crescimento acima da taxa de crescimento da economia) e fase de crescimento estável (perpetuidade).

Damodaran (2002) cita dois modelos de DCF patrimonial: o modelo de dividendos e o modelo fluxo de caixa livre para o patrimônio (FCLP).

O modelo de dividendo somente é válido para empresas que distribuem dividendos periodicamente. Se os dividendos tender ao crescimento constante, é possível estimar o valor patrimonial pelo conhecido modelo de Gordon, segue o modelo:

$$\text{Valor patrimonial} = \frac{E(\text{Dividendo do exercício seguinte})}{(\text{Custo patrimônio} - \text{crescimento estável})}$$

Nos casos que a empresa esteja em alto crescimento, o valor patrimonial deverá ser calculado em duas fases. A primeira deve calcular o valor presente em alto crescimento e a segunda fase deve calcular o valor presente do crescimento estável. Para cálculo do valor presente da fase do crescimento estável, deve-se estimar o próximo dividendo após o último ano do alto crescimento e aplicar o modelo de Gordon, o valor encontrado chama-se de preço terminal. Segue a fórmula:

$$\text{Valor patrimonial} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(\text{dividendos}_t)}{(1 + Ke)^t} + \frac{\text{Preço terminal}_N}{(1 + Ke)^N}$$

Onde:

Ke = Custo de capital do patrimônio.

O FCLP é um modelo patrimonial mais robusto, pois não se limita para empresas que não costumam pagar dividendos. O resultado do FCLP é encarado como dividendos em potencial ou o que a empresa poderia estar distribuindo como dividendos. Segue a fórmula:

$$\text{FCLP} = \text{Receita líquida} - \text{Necessidade de reinvestimento} - (\text{Principal pago} - \text{Emissão de nova dívida})$$

Após a estimação do FCLP, o processo de estimativa de valor é similar ao modelo de dividendos.

As empresas não possuem somente investidores patrimoniais, existem também pessoas que possuem direitos sobre ela, os quais financiam as atividades da empresa. O modelo de DCF patrimonial preocupa-se somente com o patrimônio, porém a empresa é mais complexa que isto. O modelo de DCF empresarial preocupa-se com o valor da empresa, não somente com o valor do patrimônio, tem-se então o Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE). Segue a fórmula:

$$\text{FCLE} = \text{Receita operacional após impostos} - \text{Necessidade de reinvestimento}$$

O processo de estimativa de valor do FLPE é similar ao FCLP, porém a taxa de desconto neste modelo é o custo de capital da empresa e não o custo do patrimônio.

2.4.3 WACC

O WACC significa o custo de uma empresa como um todo e pode ser interpretado com retorno mínimo exigido para a empresa toda.

Em um novo investimento, análises como valor presente líquido (VPL) necessitam descontar os fluxos de caixas futuros a uma taxa, e uma das taxas aconselhada pelos autores é o WACC.

Para calcular o WACC de uma empresa, primeiramente tem-se que calcular o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros.

Segundo Jordan, Ross e Westerfield (2002), o custo de capital próprio é mais difícil de calcular, pois não existe maneira de observar diretamente o retorno exigido pelos investidores. O jeito para calcular o custo de capital é estimando valores, as abordagens sugeridas são: o modelo de crescimento de dividendos e a abordagem CAPM.

Pelo modelo de crescimento de dividendos, tem-se a seguinte equação:

$$D1 = D0 \times (1+g)$$

$$Re = (D1/Po) + g$$

Onde:

Re = Retorno exigido (Custo de capital de próprio);

D1= Dividendo projetado para o próximo período;

D0 = Último dividendo pago;

g = Taxa constante de crescimento

Para estimar g, existem duas maneiras consoante Jordan, Ross e Westerfield (2002): utilizar taxas futuras, ou utilizar taxas históricas. Para determinar g através de taxas históricas, sugere-se observar a taxa de dividendos dos cinco anos anteriores, calcular a taxa de crescimento e após tirar uma média, esta média usa-se como g. O modelo de crescimento possui a vantagem pela simplicidade do cálculo, porém este modelo somente tem aplicação em empresas que paguem dividendos.

Pela abordagem CAPM, depende-se de três variáveis: a taxa livre de risco (Rf); o prêmio pelo risco (Rm – Rf) e pelo coeficiente beta.

A equação é definida por:

$$Re = Rf + \beta e \times (Rm - Rf)$$

Onde Re é igual ao retorno exigido e βe é o beta da ação.

A vantagem desta abordagem é o prêmio pelo risco, outra vantagem é que este modelo pode ser utilizado em qualquer tipo de empresa. As desvantagens citadas por Jordan, Ross e Westerfield (2002) seriam o prêmio pelo risco e o coeficiente beta. O coeficiente beta é facilmente encontrado em software de análise financeira, como por exemplo, o Económica.

O custo de capital de terceiros equivale ao retorno esperado pelos credores. O custo de capital de terceiros é mais fácil de ser observado, normalmente é verificado pela taxa de juros que a empresa necessita para obter novos empréstimos. Outra forma de observar o custo de capital de terceiros é pelo custo das obrigações emitidas.

Após a estipulação dos custos de capitais próprios e de terceiro, será possível calcular o custo de capital da empresa com a seguinte fórmula:

$$WACC = (E/V) \times Re + (D/V) \times Rd \times (1 - Tc)$$

Onde:

E/V = Percentual de capital próprio

V = Valor de mercado da empresa

Re = Retorno exigido pelo capital próprio

D/V = Percentual de capital de terceiros

Rd = Retorno exigido pelo capital de terceiros

Tc = Alíquota de imposto de renda

Os juros pagos pela empresa são dedutíveis para o pagamento do imposto de renda, por isso que é adicionada na fórmula a variável $(1 - Tc)$.

2.4.4 MODELO DE AVALIAÇÃO RELATIVA

Este modelo visa encontrar ativos baratos ou caros em relação a ativos similares precificados pelo mercado. O grande desafio deste modelo é encontrar os ativos similares e verificar se o ativo em estudo está subavaliado ou superavaliado. Consoante Damodaran (2002), a avaliação relativa possui dois componentes: os preços precisam ser padronizados e encontrar empresas similares. A premissa dos

preços serem padronizados permitem a verificação se a empresa avaliada está subavaliada ou superavaliada quando comparada às empresas similares.

Conforme Damodaran (2002), análise relativa tem como objetivo avaliar os ativos com base na precificação de outros ativos semelhantes no mercado. Este modelo será aprofundado no próximo capítulo.

3 ANÁLISE RELATIVA

O modelo de avaliação por análise relativa, como já definido, busca encontrar ativos subavaliados através de uma análise de ativos similares. Para Bernstein e Damodaran (1998), a atratividade por indicadores relativos é proveniente de sua simplicidade de utilização e na facilidade de relacioná-los. A avaliação por este modelo se torna mais simples quando o mercado possui grande número de empresas comparáveis. A análise relativa representa o sentimento do mercado em relação a estimativas, e se tornam mais úteis quando o mercado está em média, corretamente precificado.

3.1 ÍNDICE P/L

O índice Preço/Lucro (P/L) é um dos mais utilizados do mercado segundo Damodaran (2002), por se tratar justamente de vetores que impactam na decisão do investidor. A análise deste índice poderá ser feita pelo lucro corrente da empresa ou pelo lucro projetado. Existe a premissa que lucros projetados se repitam, portanto, pode-se também dizer que o P/L projetado como o tempo de retorno do investimento. Por se tratar de lucro contábil, existem algumas limitações, pois o lucro não representa de fato o caixa gerado.

Para o cálculo de P/L justo, podem ser relacionados os mesmos dados de um fluxo de caixa descontado: taxa de crescimento, *payout* e risco.

$$P/L = \frac{FCLA}{(r - g)}$$

Onde:

FCLA = Fluxo de caixa livre para o acionista;

g = crescimento na perpetuidade;

r = taxa de retorno sobre o patrimônio na perpetuidade

Considerando FCLA = dividendos, tem-se então:

$$P/L = \frac{\textit{Payout}}{(r - g)}$$

Através desta fórmula, nota-se que os vetores para o cálculo deste índice estão voltados à distribuição de dividendos, crescimento do lucro e a taxa de atratividade para o acionista.

Em uma avaliação corrente, o P/L é calculado pelo preço da ação dividido pelo lucro por ação.

Segundo Bernstein e Damodaran (1998), índices P/L baixos são melhores que os altos, porém não se deve tomar uma decisão de investimento somente por este motivo.

3.2 P/L/C

É comum administradores de carteiras e analistas de investimentos utilizarem o múltiplo P/L juntamente com a taxa prevista de crescimento do lucro por ação. Em uma abordagem simplista, comparando empresas que apresentam o mesmo valor da ação e mesmo lucro por ação, a empresa com menor P/L/C tende a estar com o preço da ação subestimado. Segue a fórmula:

$$P/L/C = \text{Razão P/L} / \text{Taxa prevista de crescimento.}$$

A taxa de crescimento do lucro por ação pode ser calculada através dos lucros passados, usar taxas previstas por analista e outras fórmulas de projeções. O importante que na comparação, o cálculo deste múltiplo deve ser calculado da mesma maneira para todas as empresas, conforme Damodaran (2002).

Os fundamentos do cálculo deste múltiplo assemelham-se ao P/L, o qual está baseado no modelo de avaliação patrimonial.

3.3 P/VPA

Este índice indica a relação entre o valor de mercado da empresa e o valor contábil líquido. Este índice representa a cotação da ação dividida pelo patrimônio líquido por ação.

Da mesma forma que o índice P/L, o Preço/Valor Patrimonial (P/VPA) justo é atrelado ao fluxo de caixa descontado, conclui-se então que o P/VPA é a função do *payout*, retorno sobre patrimônio líquido, crescimento do lucro líquido e a taxa de desconto para o acionista.

O ROE é o principal vetor deste índice, pois a variação do patrimônio líquido está fortemente ligada à variação do ROE.

Analisando a relação entre P/VPA e ROE, é factível que as ações com altos ROEs possuam valor de mercado acima do valor contábil. Para uma tomada de decisão, os investidores deveriam procurar empresas que possuem altos ROEs e baixos P/VPAs.

3.4 VE/EBITDA

O múltiplo valor empresarial/EBITDA (VE/ EBITDA) é bastante utilizado pelos analistas de investimento, pois trabalha com o valor da empresa e a capacidade de geração de caixa pelas atividades operacionais. Falando um pouco sobre EBITDA, do inglês "*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*", cuja tradução é "lucro antes de pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização", reflete o desempenho operacional, pois corresponde ao potencial de recursos decorrentes da atividade operacional da empresa. O EBITDA pode ser comparado em âmbito internacional, desta maneira pode-se comparar o desempenho operacional com empresas de demais países. Este indicador também é usado para o cálculo de outro indicador: margem do EBITDA ou margem operacional, o qual representa a eficiência operacional da empresa e eficiência no controle dos custos.

Já VE/EBITDA, é um famoso múltiplo, ele relaciona o valor total de mercado da empresa somado à dívida, líquido de caixa, aos lucros antes dos juros, impostos e depreciação.

O indicador VE/EBITDA procura avaliar, em teoria, quanto tempo pela geração operacional de caixa da empresa leva para pagar os acionistas e credores.

Para o setor Bancário, este indicador não é utilizado pelo mercado. O cálculo do valor da empresa torna-se pouco inviável, pois é complicado de encontrar de fato as fontes de financiamento da empresa. O EBITDA é um indicador bastante utilizado para empresas industriais, porém para empresas financeiras, não se aplica. Para o cálculo deste índice, serão necessários alguns ajustes: o VE será substituído pelo valor de mercado das ações e o EBITDA será identificado como o resultado operacional, encontrado no DRE de cada banco analisado.

3.5 P/R

O múltiplo Preço/Receita (P/R) é dado pela razão do valor de mercado das ações pela receita. Este múltiplo é popular entre os analistas e informa a magnitude do valor de mercado das ações dado a receita, consoante Damodaran (2002). Este múltiplo deve ser bem analisado, pois em empresas alavancadas, este múltiplo tende a ser baixo.

Por ser um múltiplo patrimonial, este múltiplo pode ser extraído de um modelo patrimonial, consoante Damodaran (2002). O modelo que este múltiplo pode ser extraído é o modelo de desconto de dividendos. Pelo modelo de dividendos, pode-se conhecer os vetores (determinantes), os quais facilitam a entendimento do múltiplo. Os vetores são: margem de lucro líquido, razão distribuindo de dividendos, risco e taxa de crescimento.

Os investidores podem buscar desencaixes através dos vetores consoante Damodaran (2002), os quais verificam empresas que podem estar subestimadas ou superestimadas. O ideal é utilizar o vetor médio do setor e comparar com a empresa para verificar se está alto ou não. O quadro 2 demonstra os possíveis casos de desencaixes.

Valor Patrimonial/Receita (VP/R)	Superestimada MLL Baixa P/R	MLL Alta
	VP/R Baixa	Superestimada MLL Alta VP/R Baixa
	Margem de Lucro Líquido (MLL)	

Quadro 2 – Desencaixes (VP/R)

Fonte: Damodaran (2002)

3.6 VE/R

O VE/R é calculado pela razão do valor empresarial pela receita. Comparado com o múltiplo P/R, o VE/R torna-se mais robusto pelo fato de ser calculado em cima do seu valor empresarial, desta maneira não há limitações pela sua alavancagem.

Por ser o modelo empresarial, este múltiplo pode extraído pelo modelo de fluxo de caixa empresarial (FCLE), cujas determinantes são: taxa de crescimento, taxa de reinvestimento, margem operacional e WACC.

3.7 EMPRESAS COMPARÁVEIS

Boa parte dos analistas que usam múltiplos como método de avaliação, empregam-no em empresas que possam ser denominadas “comparáveis” para concluir se uma empresa de fato esta bem precificada.

Bernstein e Damodaran (1998) descrevem que em uma análise simplista, a avaliação por índices relativos começa por duas decisões: escolher os múltiplos e quais as empresas que deverão ser escolhidas para a comparação.

Empresas comparáveis devem possuir fluxos similares de caixa, potencial de crescimento e risco. Analistas normalmente definem como sendo comparáveis as empresas de um mesmo setor/ramo.

Se o analista/investidor quiser avaliar poucas empresas em um setor que existem dezenas de empresas, sugere-se limitar a escolha por critérios, como por exemplo: tamanho e níveis de governança.

4 MÉTODO DE PESQUISA

Não existe um modelo de método mais apropriado para realizar um trabalho, mas sim um modelo mais coerente. Se o projeto implica medir relações entre variáveis, ou avaliar resultados, recomenda-se a utilização do método da pesquisa quantitativa, conforme Roesch (2005).

O delineamento de pesquisa quantitativa que será utilizada neste trabalho será a pesquisa exploratória. Roesch (2005) recomenda a pesquisa exploratória para explorar temas poucos estudados, ou para esclarecimento de idéias já trabalhadas. Neste contexto, a análise dos bancos ocorrerá utilizando ferramentas fundamentalista, de modo que o investidor iniciante possa ter conhecimentos básicos para uma avaliação.

4.1 ESCOLHA DAS EMPRESAS

Para demonstração das ferramentas que serão utilizadas no presente trabalho, serão avaliadas três empresas do setor bancário. Procura-se neste trabalho avaliar os maiores bancos privados com capital nacional em termos de lucros. Desta forma, foram selecionados os seguintes critérios para a determinação dos bancos a serem avaliados:

- Ser um banco privado nacional;
- Possuir lucro líquido anual acima de um bilhão de reais;
- Caso tenham mais de três empresas nos critérios acima, deverão ser escolhidas as empresas com os melhores lucros por ação (LPA).

Pelos dois primeiros critérios, chega-se a quatro empresas, conforme demonstra o quadro 3.

EMPRESA	LUCRO LÍQUIDO
Itaú	R\$ 8.473.604.000,00
Bradesco	R\$ 8.009.724.000,00
Unibanco	R\$ 3.447.825.000,00
Santander Br	R\$ 1.845.396.000,00

Quadro 3 – Escolha da empresa I

Fonte: Economática

Quatro empresas foram encontradas pelos primeiros critérios, desta forma, será aplicado o critério LPA para a escolha das três empresas.

EMPRESA	LPA
Bradesco	R\$ 3,97
Itaú	R\$ 3,54
Unibanco	R\$ 1,23
Santander Br	R\$ 0,01

Quadro 4 – Escolha da empresa II

Fonte: Economática

Conforme o quadro 4, pelos critérios indicados, as empresas avaliadas serão: Bradesco, Itaú e Unibanco.

Para a avaliação dos bancos, serão retiradas as informações do software Economática, demonstrações financeiras dos bancos, dados do BACEN e da FEBRABAN.

4.2 MÉTODO DE COMPARAÇÃO

O método de comparação seguirá conforme os passos a seguir:

- Estudo do setor bancário;
- Apresentação das empresas;
- Avaliação através das ferramentas de análise fundamentalista (índices econômico-financeiros e relativos);
- Resultados.

4.3 PARTICULARIDADES

Para o processo de análise dos bancos, algumas particularidades são definidas:

- Margem de Lucro: por características do setor bancário, a fórmula para o cálculo da Margem de Lucro será:

$$\text{Margem de Lucro Líquido} = \frac{\text{Receita Intermediação Financeira}}{\text{Lucro Líquido}}$$

- Lucro Líquido: em todos os índices que o lucro líquido compor, referirá sempre ao lucro líquido recorrente;

- A análise relativa e os indicadores de ações serão calculados em função das ações mais líquidas de cada banco no ano de 2007, segundo o *software* Economática.

Para o Bradesco, as ações mais líquidas foram as preferenciais, que detiveram 96,8% dos negócios (647.795), enquanto as ordinárias detiveram somente 3,2%.

Para o Itaú, as ações mais líquidas também foram as preferências, responsáveis por 99,16% dos negócios (515.895), enquanto as ordinárias responderam por apenas 0,84%.

Para o Unibanco, as ações mais líquidas foram as *units* (equivalente a 1 ação preferencial do Unibanco e 1 ação preferencial do Unibanco Holdings) , responsáveis por 97,80% dos negócios (490.037);

- O ganho anual do TRS é calculado comparando o preço da ação do início com o fim de cada ano;

- O MVA será calculado através do valor de mercado das ações mais o valor patrimonial do passivo, subtraído do capital investido. O valor de mercado será calculado em referência as ações mais líquidas. O capital investido para o cálculo do MVA será idêntico ao ativo total.

Para o cálculo do MVA do Unibanco, cuja *units* representam 1 ação preferencial do Unibanco e 1 ação preferencial do Unibanco *Holdings*, será utilizado as informações do balanço consolidado.

- Na análise relativa, os índices calculados serão: P/L, P/L/C, P/VPA, P/EBITDA. O mercado não calcula índices relativos para o setor bancário com as informações de EBITDA e valor empresarial;

- As empresas que compreendem o setor na análise relativa são: Itaú, Unibanco, Bradesco e Banco do Brasil.

5 SETOR BANCÁRIO

As ferramentas de análise estudadas neste trabalho serão utilizadas no setor bancário. Para uma maior compreensão, este setor será analisado neste capítulo.

As informações contidas neste capítulo foram retiradas da Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN), do relatório de Estabilidade Financeira (Volume 6, novembro de 2007) e do relatório 50 maiores bancos e o consolidado do Sistema Financeiro Nacional (ambos do BACEN).

Para facilitar o entendimento, seguem alguns conceitos:

Instituições Bancárias Independentes I: Instituições financeiras do tipo Banco Comercial, Banco Múltiplo com Carteira Comercial ou Caixa Econômica que não integrem conglomerado.

Instituições Bancárias Independentes II: Instituições financeiras do tipo Banco Múltiplo sem Carteira Comercial, Banco de Investimento e Banco de Desenvolvimento, que não integrem conglomerado.

Instituições Não-Bancárias Independentes: Demais instituições financeiras, exceto aquelas qualificadas como Instituições Bancárias Independentes I ou II e Cooperativas de Crédito.

Conglomerado Bancário I: Conglomerado em cuja composição se verifica pelo menos uma instituição do tipo Banco Comercial ou Banco Múltiplo com Carteira Comercial.

Conglomerado Bancário II: Conglomerado em cuja composição não se verificam instituições do tipo Banco Comercial e Banco Múltiplo com Carteira Comercial, mas que conta com pelo menos uma instituição do tipo Banco Múltiplo sem Carteira Comercial, Banco de Investimento e Banco de Desenvolvimento.

Conglomerado Não-Bancário: Conglomerado de instituições financeiras que não se enquadra nos conceitos de Conglomerado Bancário I ou II.

Consolidado Bancário I: Aglutinado das posições contábeis das instituições bancárias do tipo Conglomerado Bancário I e Instituições Bancárias Independentes I.

Consolidado Bancário II: Aglutinado das posições contábeis das instituições bancárias do tipo Conglomerado Bancário II e Instituições Bancárias Independentes II.

Consolidado Bancário III: Aglutinado das posições contábeis das Cooperativas de Crédito.

Consolidado Não-Bancário: Aglutinado das posições contábeis dos Conglomerados Não-Bancários e Instituições Financeiras Não-Bancárias Independentes.

Patrimônio de Referência: Patrimônio base utilizado na verificação do atendimento aos limites operacionais de natureza regulamentar, tais como o Limite de Patrimônio Líquido Exigido (Limite de Basileia) e o Limite de Aplicação de Recursos no Ativo Permanente (Limite de Imobilização). Atualmente é definido pela Resolução n.º 2.837, de 30 de maio de 2001.

Patrimônio Líquido Exigido: Patrimônio Líquido Exigido das instituições financeiras, decorrente dos riscos a que estão expostas, em função das atividades por elas desenvolvidas. É calculado de acordo com a regulamentação em vigor, alcançando os registros nas contas ativas, passivas e de compensação. Atualmente é definido pela Resolução 2.099, de 17 de agosto de 1994, com alterações posteriores.

5.1 ATIVOS

Os ativos totais do setor bancário, composto pelos consolidados I, II e III, apresentaram um crescimento bem superior a da economia (PIB), tornando o setor bancário cada vez mais comum na economia.

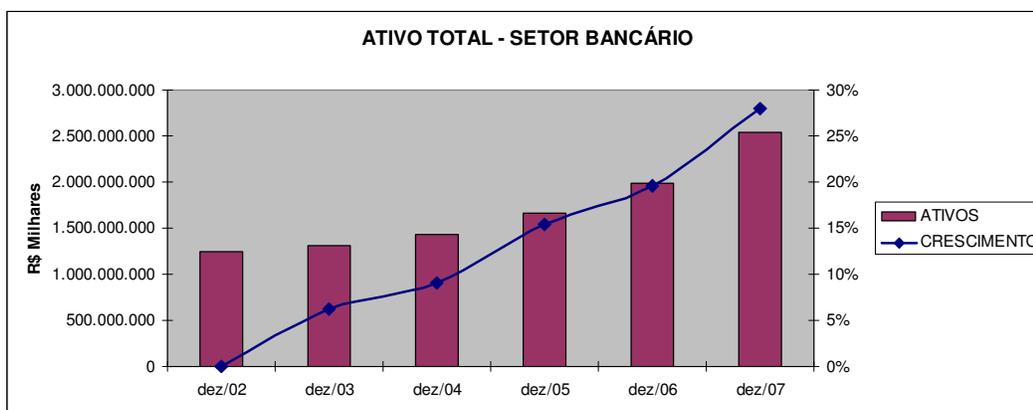


Gráfico 2 – Ativos Totais do setor bancário

Fonte: BACEN

O crescimento do ativo total vem em ascensão, em 2003 o crescimento verificado foi de 6,24%, já em 2007 o crescimento foi de 27,97%.

O consolidado I é o que possui o maior percentual sobre o total do ativo do SFN, e este percentual vem crescendo ao passar dos anos. Em dezembro de 2002, o consolidado I representava 84,1%, em dezembro de 2007 representava 87,8%. Conclui-se que a solidificação do setor bancário está sustentada principalmente pelo consolidado I.

A inserção do sistema bancário na economia vem crescendo no Brasil, e é superior a da América Latina, porém é menor do que as economias asiáticas emergentes ao final de 2006, conforme o relatório de estabilidade financeira.

Com maior agressividade na forma de atuação, os bancos privados e estrangeiros aumentaram sua fatia na participação do ativo total no consolidado bancário I.

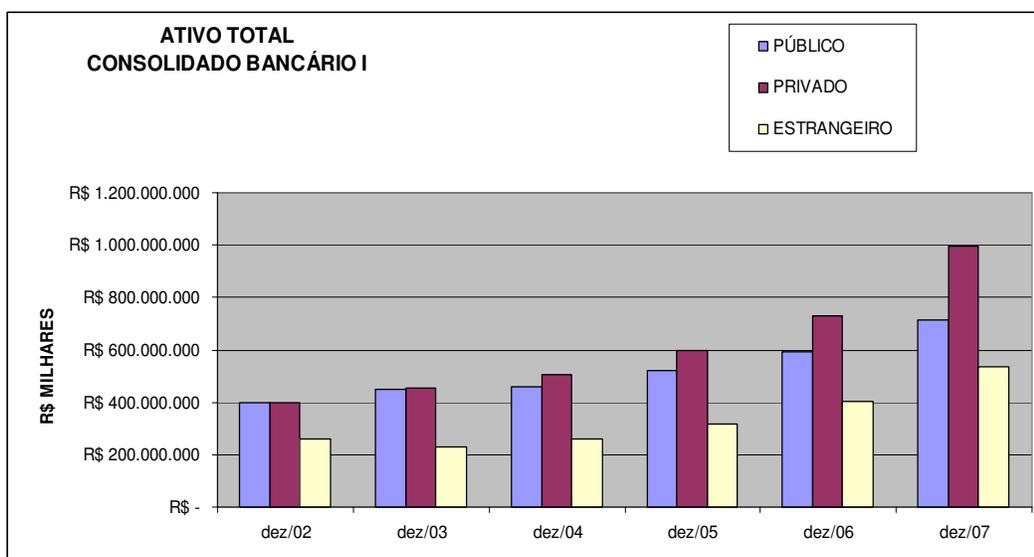


Gráfico 3 – Ativo Total por Controle

Fonte: BACEN

A partir de 2005 o crescimento dos bancos privados e estrangeiros ficou mais evidente, como se verifica ver no gráfico 3. Neste período (dez 2002 – dez 2007), ressalta-se que os três segmentos apresentaram crescimento, com destaque aos bancos privados, que apresentaram um crescimento de 150,52% neste período.

5.2 PASSIVOS E PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Os depósitos continuam sendo a maior fonte de captação dos bancos, porém vêm perdendo participação sobre o total de passivo exigível.

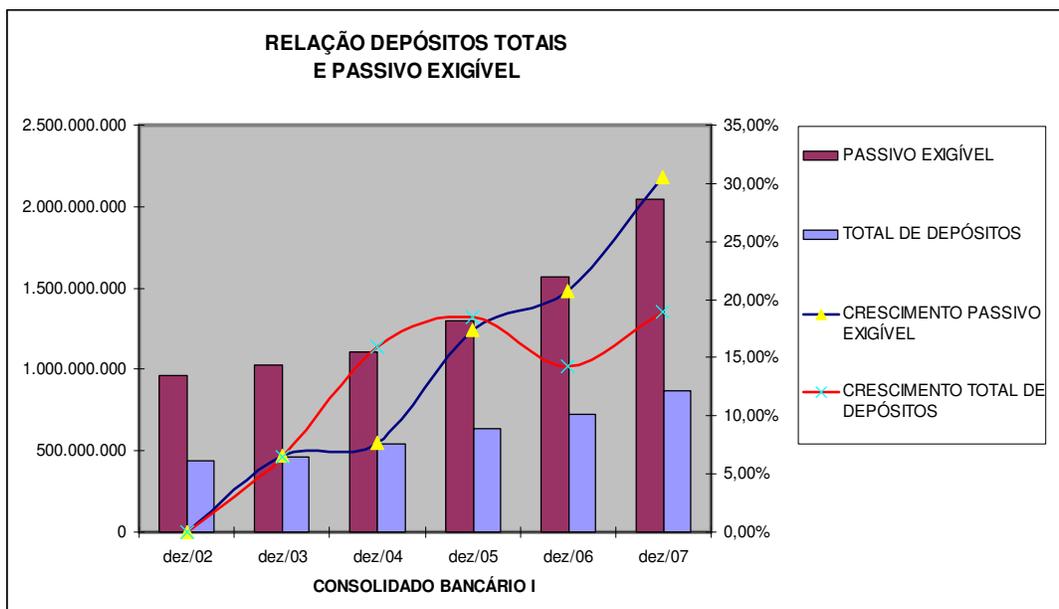


Gráfico 4 - Relação de Total de Depósitos e Passivo Exigível

Fonte: BACEN

Conforme o gráfico 4, nota-se que o crescimento do passivo exigível é superior ao crescimento do total de depósitos, o que comprova a afirmação anterior. Desde 2003, segundo relatório de estabilidade financeira, as obrigações por operações compromissadas são a modalidade com o maior crescimento, com taxa média anual de 23,6%.

A relação de capital de terceiros e capital próprio mantêm-se estável, porém não homogêneo entre os segmentos. A alavancagem dos bancos públicos vem diminuindo nos últimos anos, cujo crescimento do patrimônio líquido foi maior que o capital de terceiros. Os bancos privados com controle estrangeiro apresentam crescimento em sua alavancagem, o que prova que apesar de terem perdido percentual no patrimônio líquido, mantiveram sua participação nos Ativos segundo relatório de estabilidade financeira. A alavancagem dos bancos Brasileiros é muito pequena comparada com demais economias, conforme BACEN.

5.3 RESULTADOS

Os bancos brasileiros vêm apresentando resultados significativos nos últimos anos, sustentado pela diminuição da taxa SELIC até o ano de 2007. O sistema bancário brasileiro, quando comparado com outras economias, apresenta alto grau de rentabilidade sobre o patrimônio. Quando a métrica é o retorno sobre os ativos, a rentabilidade é mais elevada, devida a uma menor alavancagem dos bancos brasileiros, conforme relatório de estabilidade financeira.

PAÍS	2002	2003	2004	2005	2006
ARGENTINA	-8,9	-3	-0,5	0,9	2,0
AUSTRÁLIA	1,4	1,6	1,5	1,8	
BRASIL	1,8	1,5	1,9	2,5	2,0
CHILE	1,1	1,3	1,2	1,3	1,2
MÉXICO	-1,1	1,6	1,8	2,7	3,1
ESPAÑA	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0
CANADÁ	0,4	0,7	0,8	0,7	1,0

Quadro 5 - Retorno (%) sobre Ativos - País

Fonte: Relatório de Estabilidade Financeira (BACEN)

Pelo quadro 5, nota-se que o Brasil, juntamente com o México são os países que apresentam os maiores retornos sobre os ativos. Até 2004, a Argentina apresentava retornos negativos, devido a forte crise ocorrida.

As receitas de serviços contribuem com grande importância para os resultados do setor bancário. O índice de coberturas (Receita de serviços por despesas administrativas) vem apresentando continua melhoria nos últimos anos. No 1º semestre de 2007, o índice de cobertura manteve estável em 56%.

PAÍS	2002	2003	2004	2005	2006
ARGENTINA	-59,2	-22,7	-3,8	15,0	15,7
AUSTRÁLIA	20,2	24,2	22,8	25,3	
BRASIL	18,7	16,3	19,3	25,2	25,2
CHILE	14,4	16,7	16,7	17,9	17,4
MÉXICO	-10,4	16,1	17,2	24,4	26,2
ESPAÑA	12,1	13,2	14,1	16,9	19,9
CANADÁ	9,3	14,7	16,7	14,9	20,9

Quadro 6 - Retorno (%) sobre Patrimônio líquido - País

Fonte: Relatório de Estabilidade Financeira (BACEN)

Em uma comparação unilateral, nota-se que o setor bancário australiano é muito mais alavancado que o setor bancário brasileiro. Esta análise é de fácil conclusão, pois o setor bancário brasileiro apresentou um retorno sobre Ativos superior ao setor bancário australiano, porém na análise de retorno sobre patrimônio líquido (quadro 6), o setor bancário australiano foi superior ao brasileiro, desta forma, conclui-se que a relação patrimônio líquido por ativo do setor australiano foi menor que ao setor brasileiro.

5.4 ÍNDICE DE BASILÉIA

O índice de Basileia é obtido pela relação entre o patrimônio de referência e o patrimônio líquido exigido das instituições financeiras, que devem manter o valor do patrimônio de referência compatível com o grau de risco da estrutura dos ativos, conforme estabelece a resolução 2.099/1994 e suas alterações. A alocação do capital tem o objetivo de garantir que as instituições financeiras mantenham recursos próprios suficientes para manter a solvência em caso de perdas de ativos expostos ao risco. No Brasil, o índice de Basileia para os bancos deve ser maior que 11%.

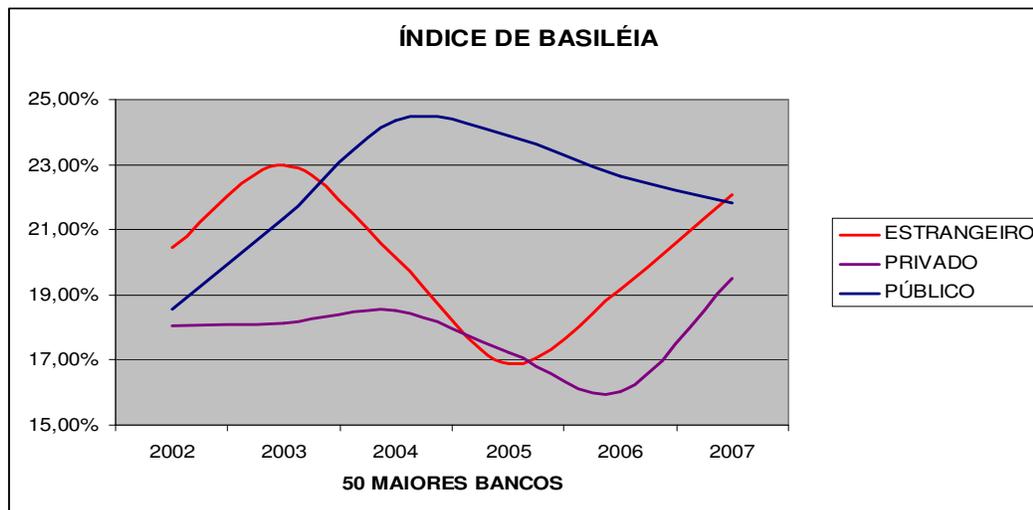


Gráfico 5 - Evolução Índice de Basileia

Fonte: FEBRABAN

O gráfico 5 mostra a evolução do índice de Basileia do período de 2002 à 2007. Para evitar distorções, não foram contabilizados índices superiores a 50%.

Os bancos privados apresentaram uma maior homogeneidade, ficando sempre por ordem dos 18%. Os bancos públicos e estrangeiros, ao contrário dos bancos privados, tiveram uma maior variabilidade.

5.5 ÍNDICE DE IMOBILIZAÇÃO

O índice de Imobilização é obtido pela relação entre o saldo do ativo permanente e o patrimônio de referência ajustado das instituições financeiras, que devem manter o valor do ativo permanente menor que 50% do patrimônio de referência ajustado, conforme estabelecem as resoluções 2.283/1996 e 2669/1999.

Os dois principais objetivos deste limite são garantir que os recursos de terceiros não sejam aplicados no ativo imobilizado e que as instituições trabalhem com um capital mínimo de capital próprio.

Realizando uma análise de dezembro de 2006 e junho de 2007 por segmentos têm-se:

- Bancos Públicos apresentaram o crescimento de 16,3% no patrimônio de referência ajustado e redução de 0,6% no ativo permanente, com o índice de Imobilização em 14,3%, o que representou uma redução de 2,4 pontos percentuais quando comparado a dezembro de 2006;

- Bancos Privados apresentaram o crescimento de 15,1% no patrimônio de referência ajustado e redução de 8,6% no ativo permanente, com o índice de Imobilização em 29,8%, o que representou uma redução de 7,7 pontos percentuais quando comparado a dezembro de 2006;

- Bancos Estrangeiros apresentaram o crescimento de 14,6% no patrimônio de referência ajustado e redução de 3,5% no ativo permanente, com o índice de Imobilização em 22,7%, o que representou uma redução de 5,5 pontos percentuais quando comparado a dezembro de 2006.

Conforme o relatório de estabilidade financeira, em junho de 2007, 79 instituições do SFN estavam desenquadradas, para o ajuste dessa deficiência seria necessário um aporte de R\$ 407,2 milhões de capital.

5.6 OPERAÇÕES DE CRÉDITO

Segundo os dados do BACEN elaborados pela FEBRABAN, o volume total de crédito total cresceu 142,5% no período de dezembro de 2002 a dezembro de 2007, a uma taxa média anualizada 7,35%, chegando a uma cifra superior a 900 bilhões de reais em 2007.

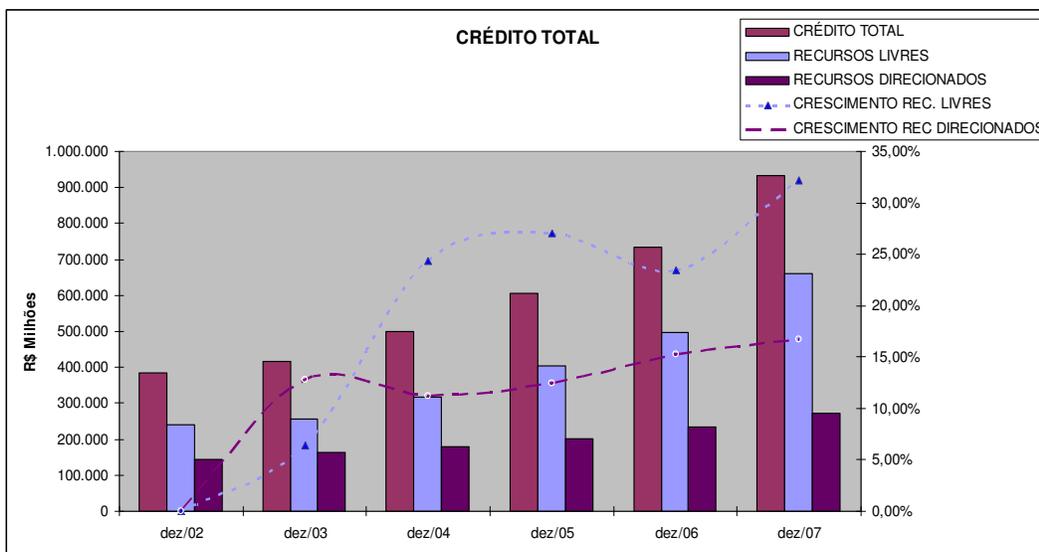


Gráfico 6 – Evolução do Crédito Total no SFN

Fonte: FEBRABAN

Segmentando as operações de créditos, têm-se os recursos livres (crédito em geral) e os recursos direcionados (BNDES e Habitação principalmente). Pelo gráfico 6, nota-se que os recursos livres tiveram um crescimento maior que os recursos direcionados, impulsionado pela grande avanço das operações de crédito dos grandes bancos.

As operações de crédito numa óptica por tipo de controle mostra que o sistema financeiro público e estrangeiro vêm perdendo *market share* nos últimos anos para o sistema financeiro privado, como pode-se ver no gráfico 7.

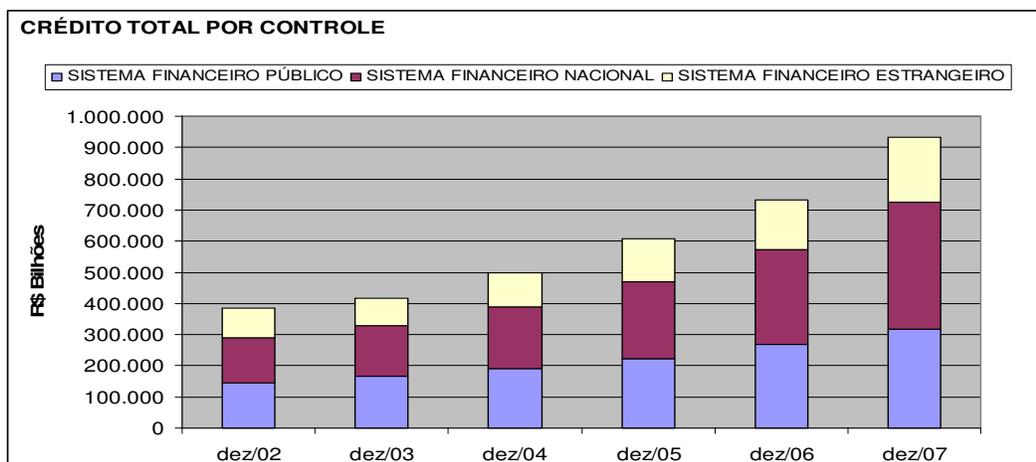


Gráfico 7 - Evolução do Crédito Total no SFN por controle

Fonte: FEBRABAN

5.7 TAXA DE JUROS

A taxa de juros vem caindo juntamente com a taxa SELIC, o que permite a população brasileira um crédito mais barato.

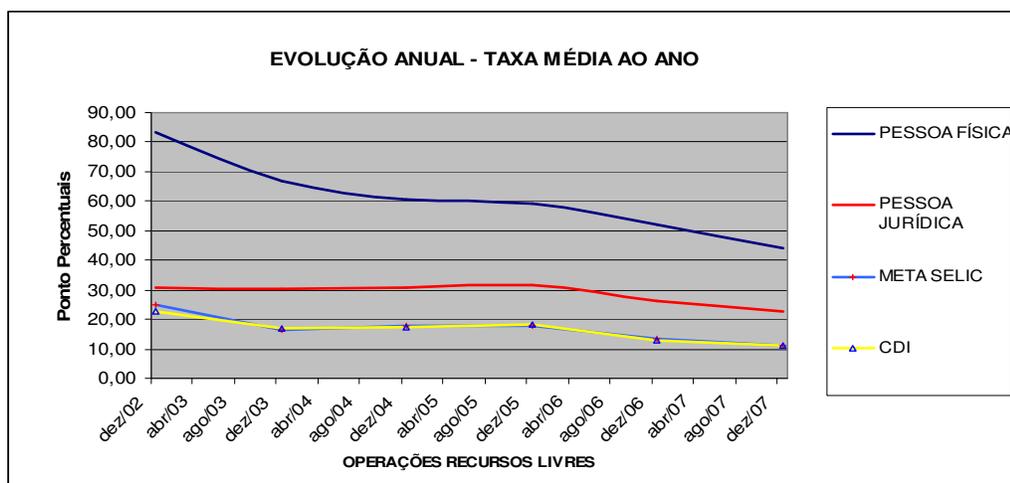


Gráfico 8 - Evolução anual de taxas de juros

Fonte: FEBRABAN

A taxa de juros de pessoa jurídica teve menos impacto a queda da meta SELIC comparado com a taxa de juros pessoa física. Uma menor taxa de juros permitem um aquecimento da economia, pois o volume de crédito tende aumentar, movimentando mais dinheiro na economia.

Embora a taxa de juros tenha caído nos últimos anos, o spread bancário permaneceu praticamente estável para clientes pessoas jurídicas e teve uma queda de 14 pontos percentuais para clientes pessoas físicas.

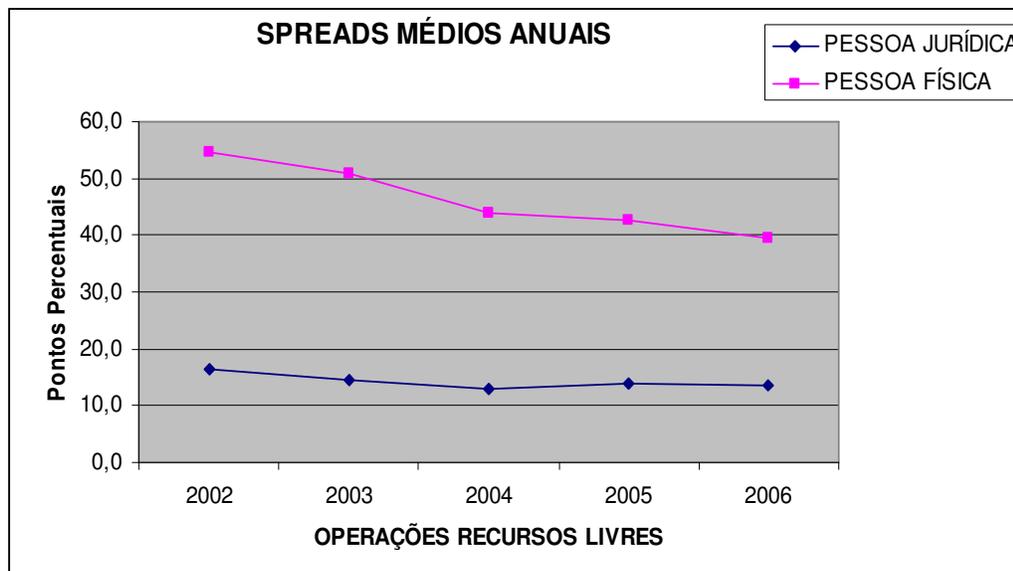


Gráfico 9 – Spreads médios anuais

Fonte: FEBRABAN

6 ANÁLISE DOS BANCOS

Neste capítulo serão demonstrados os principais indicadores econômico-financeiros dos bancos avaliados como também os índices de mercados/ações. Cada banco será estudado separadamente.

6.1 UNIBANCO

6.1.1 HISTÓRIA

Em 27 de setembro de 1924, uma carta patente do governo federal do Brasil autoriza o funcionamento da seção bancária da Casa Moreira Salles, uma das mais importantes lojas de comércio de Poços de Caldas, Minas Gerais, fundada por João Moreira Salles em 1918.

Com a prosperidade dos negócios, surge, em julho de 1940, o Banco Moreira Salles, resultado da fusão entre a Casa Bancária Moreira Salles, o Banco Machadense e a Casa Bancária de Botelhos.

A partir da década de 1940, o banco começa a abrir agências fora do estado de Minas Gerais. Em 1950, havia 63 agências espalhadas pela Brasil, 14 anos depois, a banco já dispunha de 191 agências.

Em 1966, é inaugurado o Banco de Investimento do Brasil (BIB). A criação do BIB decorreu da absorção de duas organizações com tradição no mercado de ações no país: a Deltec e o Ibec (*International Basic Economy Corporation*).

Em maio de 1967, o Banco se funde com o Agrimer, Banco Agrícola Mercantil, e surge a sua nova denominação: União dos Bancos Brasileiros (UBB). A UBB nasceu com 8.570 funcionários, 333 agências e mais de 1 milhão de correntistas, distribuídos em nove estados além do Distrito Federal.

Em 1970, há a segunda grande incorporação, com a absorção do Banco Predial do Estado do Rio de Janeiro. Em 1972, outro fato importante ocorre: a UBB assume o controle do BIB comprando as participações da Deltec (20%) e do Ibec (19%). Em 1975, o banco denomina-se como Unibanco, o qual integraria todas as empresas do grupo.

Em 1983, o Unibanco é pioneiro em oferecer serviços 24 horas por dia, conhecido como Banco 24 horas.

Oito anos depois, em 1991, nasce o Banco 30 Horas, marca de sucesso incontestável do Unibanco. O novo serviço tornava o Unibanco disponível a seus clientes por 30 horas: seis na agência e outras 24 ao alcance do telefone.

Em 1995, o Unibanco adquiriu parte dos ativos do Banco Nacional S/A

Um dos fatores que contribuíram para tal crescimento foi a aquisição de parte dos ativos, em 1995, do Banco Nacional S.A., operação sem precedentes no mercado brasileiro, com ela o Unibanco passou a ter uma rede de 1.446 dependências no Brasil, cerca de 2,1 milhões de clientes e uma base de 1,4 milhão de portadores de cartão de crédito.

Em 1996, o Unibanco adquire 50% da Fininvest, financeira com grande experiência no segmento de crédito direto ao consumidor e pertencente ao grupo Icatu. Em 1997 dois outros movimentos importantes ocorrem: o Unibanco lança suas ações na NYSE, tornando-se o primeiro banco brasileiro a negociar seus títulos na bolsa de Nova York e associa-se com o grupo financeiro AIG (*American International Group*).

O ano de 2000 termina com marcas históricas para o Unibanco: 1.623 pontos de atendimento no Brasil, crescimento do lucro líquido no ano de 25% e aumento de 50% na base de clientes. Isso se deve em parte ao crescimento orgânico, mas também é resultado da aquisição do controle integral da Fininvest, do Credibanco e do Banco Bandeirantes.

O novo milênio começou com novas parcerias: com a Globex/Ponto Frio, por meio de seu banco InvestCred (atualmente PontoCred); com o Magazine Luiza, formando o LuizaCred. Juntas, as parcerias permitiram a ocupação de posição de destaque na oferta de produtos e serviços a um mercado com grau de bancarização inferior. Em 2003, o Unibanco adquire a Creditec, consolidando ainda mais sua posição de liderança no segmento de crédito ao consumidor.

Não faltaram motivos para as comemorações dos 80 anos do Unibanco, em 2004. O ano começa com a compra do HiperCard, cartão de crédito *private label* e principal meio de pagamento das lojas Bompreço, aceito em mais de 70.000 estabelecimentos comerciais do Nordeste. O Unibanco também adquire as operações brasileiras do BNL, Banca Nazionale del Lavoro, e fecha importante parceria com o grupo Sonae para a criação de uma financeira.

6.1.2 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA

ATIVO

A relação do ativo total do Unibanco com o do SFN manteve-se constante no período de 2005 a 2007 como mostra o quadro 7.

R\$ Mil			
ANO	ATIVO UNIBANCO	ATIVO SFN	RELAÇÃO
2005	91.831.000	1.674.624.008	5,48%
2006	103.777.000	1.997.735.742	5,19%
2007	149.597.000	2.559.533.135	5,84%

Quadro 7 – Evolução do ativo total - Unibanco

Fonte: FEBRABAN e Unibanco

O crescimento do ativo total do Unibanco no período de 2005 a 2007 foi de 62,90%, um pouco superior ao apurado pelo SFN, que atingiu 52,84%. Este resultado demonstra que embora o Unibanco tenha apresentado um grande crescimento no ativo total, seu crescimento praticamente acompanhou o crescimento do mercado.

PATRIMÔNIO LÍQUIDO

O patrimônio líquido Unibanco cresceu 26,95% no período 2005 a 2007, enquanto o patrimônio líquido do SFN evoluiu 52,20%. Este resultado impactou na diminuição do percentual do patrimônio líquido que o Unibanco detinha do SFN.

Este crescimento inferior ao SFN em relação ao patrimônio líquido pode ser explicado pelo fato do banco não se financiar com o patrimônio líquido.

R\$ Mil			
ANO	PL UNIBANCO	PL SFN	RELAÇÃO
2005	9.324.000	164.234.598	5,68%
2006	9.921.000	198.834.353	4,99%
2007	11.837.000	249.957.904	4,74%

Quadro 8 - Evolução do patrimônio líquido - Unibanco

Fonte: FEBRABAN e Unibanco

MARGEM DE LUCRO

A receita de intermediação financeira do Unibanco teve um baixo crescimento no período de 2005 a 2007, conforme o quadro 9. O crescimento foi de apenas 10,44%, porém, no mesmo período, o lucro líquido cresceu 41,40%.

O crescimento do lucro líquido do Unibanco é impacto da redução da despesa de intermediação financeira no período. Com o crescimento do lucro e a receita de intermediação financeira estável, proporcionou um aumento de 3,3 pontos percentuais na margem de lucro.

R\$ Mil			
ANO	RECEITA INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA	LUCRO LÍQUIDO	MARGEM DE LUCRO
2005	15.621.671	1.838.483	11,77%
2006	17.277.353	2.209.340	12,79%
2007	17.252.001	2.599.555	15,07%

Quadro 9 – Margem de Lucro - Unibanco

Fonte: Unibanco

O lucro líquido somado com os itens extraordinários em 2007 foi de praticamente R\$ 3,5 bilhões, retirado os eventos não recorrentes, tais como alienação da Serasa, ganho com as ofertas públicas (Redecard, BOVESPA e BM&F) e participação na controlada (UPS), o lucro recorrente foi de R\$ 2,6 bilhões.

MARGEM BRUTA

No ano de 2005 e 2006, a margem bruta do Unibanco esteve estável, devida à pequena variação da receita de intermediação financeira e receita bruta de intermediação.

Em 2007, apesar da receita de intermediação financeira ter mantido estável, com uma leve redução, a margem bruta evoluiu 6,19 pontos percentuais comparado a 2006. Esta evolução é explicada pela redução de 11% na despesa de intermediação financeira, que proporcionou uma receita bruta de intermediação financeira de R\$ 8,353 bilhões.

R\$ Mil			
ANO	RECEITA DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA	RECEITA BRUTA DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA	MARGEM BRUTA
2005	15.621.671	6.493.283	41,57%
2006	17.277.353	7.296.311	42,23%
2007	17.252.001	8.353.711	48,42%

Quadro 10 – Margem Bruta - Unibanco

Fonte: Unibanco

ROA E ROE

No ano de 2006, os índices ROA e ROE apresentaram um pequeno crescimento comparado ao ano de 2005. Este crescimento explica-se pela evolução do ativo total e do patrimônio líquido, que evoluíram neste período 13,01% e 6,4% respectivamente, enquanto o lucro líquido recorrente evoluiu 20,17%.

ANO	ROA	ROE
2005	2,00%	19,72%
2006	2,13%	22,27%
2007	1,74%	21,96%

Quadro 11 – Evolução ROA e ROE - Unibanco

Fonte: Unibanco

ÍNDICE DE EFICIÊNCIA

O índice de eficiência do Unibanco caiu 3,3 pontos percentuais no período de 2005 a 2007, como demonstra o quadro 12.

ANO	ÍNDICE DE EFICIÊNCIA
2005	51,50%
2006	49,30%
2007	48,20%

Quadro 12 - Índice de Eficiência - Unibanco

Fonte: Unibanco

A maioria dos bancos vem apresentando bons resultado referente ao índice de eficiência, o que indica a preocupação dos bancos em redução de custos.

ÍNDICE DE BASILÉIA E IMOBILIZAÇÃO

O índice de Basileia do Unibanco manteve-se estável no período de 2005 a 2006, porém houve uma queda em 2007, conforme demonstra o quadro 13. Esta queda deixa índice perto do regulamentado pelo BACEN, que permite aos bancos possuírem um índice de Basileia de até 11%.

O índice de Imobilização teve um crescimento no período de 2005 a 2006, entretanto, em 2007 houve uma grande queda. Devido a queda do índice de Imobilização em 2007, permite ao Unibanco investir em ativo permanente, sem que haja a necessidade de aumento do patrimônio.

ANO	ÍNDICE DE BASILÉIA	ÍNDICE DE IMOBILIZAÇÃO
2005	15,64%	41,91%
2006	15,99%	44,85%
2007	14,72%	34,57%

Quadro 13 – Índice de Basileia e Imobilização - Unibanco

Fonte: FEBRABAN

6.1.3 ÍNDICES DE MERCADOS/AÇÕES

Como definido anteriormente na metodologia, serão avaliados os índices das *units* do Unibanco.

RETORNO MÉDIO E VOLATILIDADE

Para está análise, será utilizada a base histórica das *units* do Unibanco do ano de 2005 ao ano de 2007.

As *units* do Unibanco apresentaram um forte crescimento, cuja variação foi de 222% no período de 2005 a 2007. Em uma análise comparativa ao lucro, as ações subiram, porém os lucros cresceram em patamares inferiores.



Gráfico 10 – Evolução das *units* UBBR11

Fonte: Economática

As *units* do Unibanco apresentaram retorno positivo, porém com alta volatilidade, conforme o quadro 14. Está volatilidade também é vista nas ações do Bradesco e Unibanco, o que podem ocasionar impactos nas decisões dos investidores, devida a uma errada percepção.

ANO	RETORNO MÉDIO MENSAL	VOLATILIDADE
2005	5,27%	11,17%
2006	3,70%	11,11%
2007	2,09%	6,98%

Quadro 14 – Retorno médio mensal - Unibanco

Fonte: Economática

TRS

O retorno total para o acionista mostrou-se atrativo para o investidor nos anos de 2005 e 2006, cujo retorno foi superior ao IBOVESPA, conforme o quadro 15.

ANO	VARIAÇÃO	DIVIDENDO/ JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO	TRS	%	IBOVESPA
2005	R\$ 5,68	R\$ 1,79	R\$ 7,47	98%	28%
2006	R\$ 6,03	R\$ 1,21	R\$ 7,24	54%	33%
2007	R\$ 4,81	R\$ 1,69	R\$ 6,50	34%	44%

Quadro 15 – TRS – Unibanco

Fonte: BOVESPA, Economática e Unibanco

Em 2007, o retorno total para o acionista foi inferior ao IBOVESPA, não se mostrando atrativo comparado ao mercado. A queda do retorno total está fortemente ligada às expectativas do investidor com o banco.

MVA

O valor de mercado agregado do Unibanco mantém um crescimento constante, como sugere o quadro 16. O MVA cresceu 103% de 2005 a 2007, chegando ao valor de R\$ 22 bilhões.

R\$ milhares				
ANO	VALOR MERCADO + PASSIVO	CAPITAL INVESTIDO	MVA	MARKET-TO-CAPITAL
2005	R\$ 102.704.054	R\$ 91.830.733	R\$ 10.873.321	1,12
2006	R\$ 122.138.932	R\$ 103.777.871	R\$ 18.361.061	1,18
2007	R\$ 171.658.307	R\$ 149.596.947	R\$ 22.061.360	1,15

Quadro 16 – MVA – Unibanco

Fonte: Unibanco e Economática

O *market-to-capital* do Unibanco cresceu em 2006, porém teve uma pequena queda em 2007, ocasionada pelo aumento do capital investido. No ano de 2007, o mercado estava avaliando em R\$ 1,15 a cada real investido no Unibanco.

6.2 ITAU

6.2.1 HISTÓRIA

Em 1944 foi constituído o Banco Central de Crédito S.A. por obra de Alfredo Egydio de Souza Aranha, advogado e empresário empreendedor. O Central de Crédito seria o braço financeiro dos negócios a que Alfredo Egydio estava ligado na Companhia Brasileira de Seguros. Após um período de organização administrativa do Banco, foram obtidas as primeiras cartas patentes pela Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária, autorizando o Banco a realizar operações bancárias, com a abertura de quatro agências em locais diferentes.

De posse das primeiras cartas patentes autorizando-o a realizar operações bancárias, o Banco Central de Crédito S.A. abre sua primeira agência na sede situada na rua Benjamin Constant, 187, em São Paulo. Ao final do primeiro ano de atuação, o Banco já contava com três agências - a sede e duas no interior de São Paulo (Campinas e São João da Boa Vista), com 22 funcionários no total.

Em 1952, o governo federal recomenda a alteração da razão social do Central de Crédito, objetivando reservar essa denominação para a instituição que passaria a ser o Banco Central do Brasil. Assim, a razão social é alterada para Banco Federal de Crédito S.A. No ano de 1962, é inaugurada a primeira agência fora do estado de São Paulo, dois anos após, é adquirido o primeiro computador para acelerar o crescimento do Banco, porém como o processamento era lento, a estratégia optada foi de fusão. Assim, a primeira fusão se deu com o Banco Itaú S.A., um banco ligado a empresários mineiros, com essa fusão, surge o Banco Federal Itaú S.A.

Após a reforma bancária de 1964, os bancos foram autorizados a criar bancos de investimento no Brasil. O Banco Federal Itaú foi o pioneiro nessa iniciativa, obtendo a primeira carta patente para um banco de investimentos do país, com a constituição do Banco Federal Itaú de Investimentos. No ano de 1966 foi realizada uma nova fusão, desta vez com o Banco Sul Americano do Brasil S.A., que também tinha interesse nessa mesma operação. Com nova denominação, o Banco Federal Itaú Sul Americano S.A. iniciou suas atividades com 184 agências concentradas nos estados de São Paulo (129 agências) e Paraná (33 agências), além de algumas em Minas Gerais (13 agências), Rio de Janeiro (6 agências), Mato Grosso (2 agências) e uma no Distrito Federal.

Em uma estratégia de ampliar a participação no ranking nacional, uma nova fusão é realizada, agora com o banco da América S.A. Assim, o novo Banco Itaú América S.A. passava a contar com uma rede de 274 agências distribuídas pelos Estados de São Paulo, Minas Gerais, Rio de Janeiro, Paraná, Rio Grande do Sul, Mato Grosso, Distrito Federal e Bahia.

No início dos anos 70, a estratégia para consolidação de deu por incorporações, neste sentido, incorpora-se a instituição os bancos Aliança em S.A e o Português do Brasil. Em 1974 é criada a ITAÚSA - Investimentos Itaú S.A., para exercer a liderança acionária do Conglomerado Itaú, abrangendo as empresas financeiras, industriais e securitárias.

Nos anos de 1980, começa a internacionalização do banco, com a abertura da agência em Nova York. Nesta mesma década, é lançado o banco eletrônico, fruto do desenvolvimento da Itautec, empresa de tecnologia criada no final dos anos 70. Na década de 90, o Itaú foca em fortalecer a marca, com a campanha "Itaú é feito para você". Neste período o banco continua a fazer aquisições.

Na década atual, para solidificar ainda mais a instituição, o Itaú incorpora outros bancos com a movimentação de privatizações no início da década. Em 2003, o banco é reestruturado e é criado o banco Itaú Holding Financeira S.A., que passou a controlar as empresas financeiras do Conglomerado. Em 2006 o Itaú adquiri as operações BankBoston no Brasil e do direito de exclusividade para adquirir as operações do BankBoston no Chile e no Uruguai e outros ativos financeiros de clientes da América Latina. Está operação permitiu ao Itaú aproximar-se ao Bradesco em ativos, maior banco privado do Brasil.

6.2.2 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA

ATIVO

Os ativos do Itaú aumentaram 93,44% no período de 2005 a 2007, enquanto os ativos do SFN cresceram 52,84%. Percebe-se que embora o crescimento dos ativos do SFN terem crescido de forma considerável, o crescimento do Itaú foi praticamente o dobro. No ano de 2006, o Itaú adquiriu as operações do banco Boston do Brasil, aquisição a qual incrementou o ativo total do banco.

R\$ Mil			
ANO	ATIVO ITAU	ATIVO SFN	RELAÇÃO
2005	152.434.899	1.674.624.008	9,10%
2006	209.691.160	1.997.735.742	10,50%
2007	294.876.000	2.559.533.135	11,52%

Quadro 17 – Evolução do ativo total - Itaú

Fonte: FEBRABAN e Itaú

PATRIMÔNIO LÍQUIDO

O patrimônio líquido do Itaú apresentou um crescimento de 86,18% no período de 2005 a 2007. Este crescimento é bem superior da economia como também do patrimônio líquido do SFN no mesmo período, que apresentou um crescimento de 52,2%.

No ano de 2006, o patrimônio do Itaú cresceu 51,45% pela a aquisição do banco Boston do Brasil, que injetou praticamente R\$ 6 bilhões no patrimônio líquido do banco.

A participação do Itaú em relação ao SFN cresceu entre o ano de 2005-2006 pela aquisição do banco Boston do Brasil, e manteve-se constante em 2006-2007, conforme o quadro 18.

ANO	PL ITAU	PL SFN	RELAÇÃO
2005	15.559.656	164.234.598	9,47%
2006	23.564.471	198.834.353	11,85%
2007	28.969.086	249.957.904	11,59%

Quadro 18 - Evolução do patrimônio líquido - Itaú

Fonte: FEBRABAN e Itaú

MARGEM DE LUCRO

A receita de intermediação financeira do Itaú cresceu 58,34 % no período de 2005 a 2007. No mesmo período, o lucro líquido cresceu 36,71%. O lucro líquido utilizado para esta análise é o lucro líquido recorrente. No ano de 2006, o Itaú teve um lucro líquido R\$ 4,3 bilhões, acrescentando os efeitos extraordinários, que no ano de 2006 pode-se citar a aquisição do banco Boston do Brasil, o lucro recorrente de 2006 foi de R\$ 6,9 bilhões. Em 2007, o lucro líquido noticiado foi de R\$ 8,4 bilhões, porém o lucro recorrente foi menor, retirando as alienações realizadas (Serasa, Redecard, BOVESPA Holding e BM&F), o valor verificado é de R\$ 7,1 bilhões.

A margem de lucro do Itaú caiu significativamente em 2006, devido praticamente ao crescimento da despesa de captação no mercado, que evoluiu 95% comparado com o ano de 2005. Em 2007, a despesa com captação de mercado, manteve-se constante, e com o crescimento do lucro, a margem de lucro cresceu cerca de 2 pontos percentuais, conforme o quadro 19.

R\$ Mil			
ANO	RECEITA INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA	LUCRO LÍQUIDO	MARGEM DE LUCRO
2005	20.292.190	5.251.334	25,88%
2006	29.740.487	6.194.885	20,83%
2007	32.129.740	7.178.961	22,34%

Quadro 19 – Margem de Lucro - Itaú

Fonte: Itaú

MARGEM BRUTA

A margem bruta do Itaú caiu bruscamente em 2006, impactado pelo aumento das despesas de captação de mercado. Em 2007, a margem bruta cresceu novamente, pois a despesa de intermediação financeira manteve-se constante comparado a 2006 e a receita cresceu 8% neste período.

R\$ Mil			
ANO	RECEITA DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA	RECEITA BRUTA DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA	MARGEM BRUTA
2005	20.292.190	11.156.714	54,98%
2006	29.740.487	12.529.696	42,13%
2007	32.129.740	15.476.486	48,17%

Quadro 20 – Margem Bruta - Itaú

Fonte: Itaú

ROA E ROE

Os índices ROA e ROE do Itaú vem decrescendo no período analisado, que compreende os anos de 2005 a 2007. O motivo deste declínio está pela grande evolução do ativo total e do patrimônio líquido que cresceram 93,44% e 86,18% respectivamente, enquanto o lucro líquido evoluiu 36,71%.

ANO	ROA	ROE
2005	3,44%	33,75%
2006	2,95%	26,29%
2007	2,43%	24,78%

Quadro 21 – Evolução ROA e ROE - Itaú

Fonte: Itaú

ÍNDICE DE EFICIÊNCIA

Utilizando a estratégia de diminuição de custos e maximização a receita, o Itaú vem aumentando sua eficiência na operação.

No período de 2005 a 2007, o índice diminuiu 4,1 pontos percentuais, conforme o quadro 22.

ANO	ÍNDICE DE EFICIÊNCIA
2005	50,30%
2006	47,60%
2007	46,20%

Quadro 22 - Índice de Eficiência - Itaú

Fonte: Itaú

ÍNDICE DE BASILÉIA E IMOBILIZAÇÃO

O índice de Basileia do Itaú vem crescendo nos últimos anos, conforme o quadro 23. Este crescimento apresenta um maior grau de solvência, porém no mercado estável, este índice tende a se aproximar ao nível regulamentado.

O índice de Imobilização manteve-se constante em 2006, comparado a 2005, entretanto em 2007 o índice caiu drasticamente, possibilitando ao banco investir mais em ativos permanentes.

ANO	ÍNDICE DE BASILÉIA	ÍNDICE DE IMOBILIZAÇÃO
2005	16,66%	44,75%
2006	18,30%	42,18%
2007	18,74%	23,80%

Quadro 23 – Índice de Basileia e Imobilização - Itaú

Fonte: FEBRABAN

6.2.3 ÍNDICES DE MERCADOS/AÇÕES

Na análise do banco Itaú, os resultados serão referentes as ações preferenciais.

RETORNO MÉDIO E VOLATILIDADE

Para efeito desta análise, será utilizada a base histórica das ações preferenciais do Itaú do ano de 2005 ao ano de 2007.



Gráfico 11 – Evolução das ações ITAU4

Fonte: Economática

As ações preferenciais do Itaú apresentaram uma valorização de 145%, no período. No gráfico 11, é demonstrada a evolução do preço da ação ITAU4 no período de 2005 a 2007. As ações apresentaram retornos mensais médios positivos, como demonstra o quadro 24.

ANO	RETORNO MÉDIO MENSAL	VOLATILIDADE
2005	3,25%	5,75%
2006	3,09%	7,11%
2007	1,73%	5,50%

Quadro 24 – Retorno médio mensal - Itaú

Fonte: Economática

A volatilidade da ação preferencial permaneceu estável em 2007, comparado com 2005. Percebe-se que o retorno médio é muito baixo comparado com a volatilidade, resultando em retornos negativos em alguns meses. Alguns investidores, com visão de curto prazo, podem ter sua decisão de permanecer com papéis influenciadas pelos retornos negativos.

TRS

O retorno total para o acionista vem caindo nos últimos anos. Em 2005 e 2006, o retorno foi superior ao IBOVESPA, mostrando-se rentável para o investidor que dispusesse do papel naquele momento.

ANO	VARIAÇÃO	DIVIDENDO/ JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO	TRS	%	IBOVESPA
2005	R\$ 8,08	R\$ 1,67	R\$ 9,75	54%	28%
2006	R\$ 10,61	R\$ 1,89	R\$ 12,50	48%	33%
2007	R\$ 7,69	R\$ 1,44	R\$ 9,13	25%	44%

Quadro 25 – TRS – Itaú

Fonte: BOVESPA, Economática e Itaú

Em 2007, as ações preferenciais do Itaú não apresentaram um rendimento igual ao do mercado, sendo bastante inferior. O lucro líquido vem apresentando crescimento, mantendo as ações preferenciais sólidas, porém a expectativa do mercado pode ter sido maior que o registrado, e desta forma, as ações do Itaú apresentaram rendimento inferior ao IBOVESPA.

Nesta análise, não estão sendo apurados os dividendos e os juros sobre capital próprio sobre as ações que compreende o IBOVESPA.

MVA

O Itaú apresentou um crescimento robusto no seu valor de mercado agregado. No ano de 2007, este valor chegou a praticamente R\$ 80 bilhões, 72% superior ao ano de 2005.

R\$ milhares				
ANO	VALOR MERCADO + PASSIVO	CAPITAL INVESTIDO	MVA	MARKET-TO-CAPITAL
2005	R\$ 199.007.769	R\$ 152.434.899	R\$ 46.572.870	1,31
2006	R\$ 278.762.629	R\$ 209.691.160	R\$ 69.071.469	1,33
2007	R\$ 374.944.221	R\$ 294.876.251	R\$ 80.067.970	1,27

Quadro 26 – MVA – Itaú

Fonte: Itaú e Economática

O *market-to-capital* do Itaú também tem apresentado crescimento no período de 2005 a 2007. No ano de 2007, a cada real aplicado no Itaú, o mercado avaliou em R\$ 1,27.

6.3 BRADESCO

6.3.1 HISTÓRIA

O Bradesco foi fundado em 1943, em Marília, no interior de São Paulo, com o nome de Banco Brasileiro de Descontos S.A. Ao contrário da tendência de mercado da época, na qual eram priorizados os grandes proprietários rurais, empresários e pessoas de posses, sua estratégia inicial consistia em atrair o pequeno comerciante, o funcionário público e as pessoas de poucos recursos, numa demonstração de seu esforço para a inclusão do maior número de brasileiros no mundo bancarizado. Em 1946, a matriz foi transferida para o centro de São Paulo, na rua Álvares Penteado. Com apenas oito anos de existência, em 1951, torna-se o maior Banco privado do Brasil. Naquela década, o Bradesco já alcançava o norte rural do Paraná. Decide também erguer sua nova sede em Osasco, a Cidade de Deus, cuja construção inicia em 1953, sendo concluída seis anos mais tarde.

Em 1962 o Bradesco reafirma o seu pioneirismo, ao ser a primeira empresa da América Latina a adquirir um computador, possibilitando o acesso a extratos diários pelos clientes, prestação de serviço inédita para a época. Seguindo a estratégia de oferecer serviços inovadores, implanta em 1968 o Cartão de Crédito Bradesco, o primeiro no Sistema Bancário brasileiro.

Nos anos 1970, época do chamado “milagre econômico” brasileiro, o país registra taxas de crescimento anuais acima de 10%. Nesse cenário, o Bradesco atua fortemente no segmento de crédito, principalmente no financiamento de veículos e expande sua presença nacionalmente. Nessa década, incorpora 17 outros bancos e, ao inaugurar duas novas unidades em 1978, uma no Oiapoque (AP) outra no Chuí (RS), pontos extremos do país, chega à milésima agência.

Na década de 1980, o Bradesco constitui o Grupo Bradesco Seguros, com negócios nos segmentos de previdência privada aberta e de capitalização, além de seguros. O Bradesco populariza o uso do cartão magnético entre os clientes ao longo desses anos e são implantadas as primeiras agências com Auto-Atendimento e o Telecompras Bradesco. Em 1986, o serviço Telesaldo, hoje Fone Fácil Bradesco, entra em operação.

No início da década de 1990, todas as Agências Bradesco passam a trabalhar on-line e o Auto-Atendimento se expande por todo o Brasil, com máquinas

automáticas de saques, recolhimento de depósitos e emissão de cheques. O sistema de *Internet Banking*, pioneiro no Brasil, também conquista os clientes e passa a ser um dos mais importantes canais de atendimento, com milhões de usuários atualmente cadastrados.

Na primeira década do século 21, o Bradesco reafirma sua vocação para o varejo, cria o Banco Postal, em parceria com os Correios, em linha com os seus objetivos de inclusão bancária, viabilizando o acesso a produtos e serviços financeiros principalmente em localidades então desassistidas de serviços bancários. Posiciona-se também entre os líderes em diferentes segmentos, como *Prime, Corporate, Private* e no atendimento a micro, pequenas e médias empresas.

Nesta trajetória, alguns marcos cabem ser citados:

- 1978: Inaugurada a milésima agência;
- 1980: Constituição do Grupo Bradesco Saúde;
- 1985: Criação do Alô Bradesco;
- 1990: Operação totalmente *on-line*;
- 1996: Criação do primeiro *Internet Banking*;
- 2001: Lançamentos das ADRs, negociadas na NYSE.

O Bradesco é o maior Banco privado do Brasil e da América Latina, com ativos consolidados de R\$ 341,184 bilhões (Relatório anual de 2007), mais de 36 milhões de clientes, dos quais 18,8 milhões são correntistas, e uma rede de 26.459 pontos de atendimento, entre Agências, Postos Bancários, Pontos Externos de Auto-Atendimento e outros.

6.3.2 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA

ATIVO

O Bradesco vem apresentando um grande crescimento em seu ativo total nos últimos anos. De 2005 a 2007, o ativo total do Bradesco cresceu 63,5%. Em relação ao SFN, o Bradesco aumentou sua participação, como segue no quadro 27.

R\$ Mil			
ANO	ATIVO BRADESCO	ATIVO SFN	RELAÇÃO
2005	208.683.000	1.674.624.008	12,46%
2006	265.547.000	1.997.735.742	13,29%
2007	341.184.000	2.559.533.135	13,33%

Quadro 27 – Evolução do ativo total - Bradesco

Fonte: FEBRABAN e Bradesco

PATRIMÔNIO LÍQUIDO

O Patrimônio líquido do Bradesco, igualmente ao ativo total, também vem crescendo a taxas superior a da economia. De 2005 a 2007, o patrimônio líquido variou 56,4%. Em relação ao patrimônio líquido do SFN, o Bradesco manteve-se estável em sua participação, conforme o quadro 28.

R\$ Mil			
ANO	PL BRADESCO	PL SFN	RELAÇÃO
2005	19.409.000	164.234.598	11,82%
2006	24.636.000	198.834.353	12,39%
2007	30.357.000	249.957.904	12,14%

Quadro 28 - Evolução do patrimônio líquido - Bradesco

Fonte: FEBRABAN e Bradesco

MARGEM DE LUCRO

A receita de intermediação financeira do Bradesco cresceu 23,45% no período de 2005 a 2007. O lucro líquido no mesmo período evoluiu 45,26%.

R\$ Mil			
ANO	RECEITA INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA	LUCRO LÍQUIDO	MARGEM DE LUCRO
2005	33.701.225	5.514.074	16,36%
2006	38.221.635	6.363.000	16,65%
2007	41.604.523	8.009.724	19,25%

Quadro 29 – Margem de Lucro - Bradesco

Fonte: Bradesco

No relatório anual do Bradesco de 2006, o lucro líquido reportado foi de R\$ 6, 363 bilhões, superior a quantia de R\$ 5, 054 bilhões (anexo B - DRE do Bradesco). Está diferença se dá pelo evento não recorrente realizado pelo Bradesco em uma antecipação de R\$ 1, 309 bilhões na amortização de ágio.

A margem de lucro aumentou cerca de 3 pontos percentuais, representando a evolução da eficiência do Bradesco.

MARGEM BRUTA

O Bradesco manteve a margem bruta estável. A receita de intermediação financeira aumentou, porém com ela também aumentaram as despesas com a intermediação financeira.

R\$ Mil			
ANO	RECEITA DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA	RECEITA BRUTA DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA	MARGEM BRUTA
2005	33.701.225	14.774.823	43,84%
2006	38.221.635	15.982.117	41,81%
2007	41.604.523	18.032.173	43,34%

Quadro 30 – Margem Bruta - Bradesco

Fonte: Bradesco

ROA E ROE

O quadro 31 demonstra a evolução do ROE e ROA no período compreendido de 2005 a 2008.

ANO	ROA	ROE
2005	2,64%	28,41%
2006	2,40%	25,83%
2007	2,35%	32,51%

Quadro 31 – Evolução ROA e ROE - Bradesco

Fonte: Bradesco

Verifica-se que no ano de 2006, tanto ROA como ROE tiveram uma queda no percentual. Este fato se explica, pois a variação do lucro líquido de 2005-2006 foi de 15,40%, enquanto o ativo total e o patrimônio líquido variaram 27,25% e 26,93% respectivamente no mesmo período.

Em 2007 o ROA manteve-se constante e o ROE passou para 32,51%. O aumento do ROE e a queda do ROA pode explicar-se pelo Bradesco estar mais alavancado comparado com os outros anos.

ÍNDICE DE EFICIÊNCIA

O Bradesco adota algumas metodologias de custos que vem dando resultados. As metodologias utilizadas são *activity based cost* (ABC) o qual racionaliza os custos com os clientes e *activity based management* (ABM) o qual procura diminuir custos com processos.

ANO	ÍNDICE DE EFICIÊNCIA
2005	45,60%
2006	42,10%
2007	41,80%

Quadro 32 - Índice de Eficiência - Bradesco

Fonte: Bradesco

ÍNDICE DE BASILÉIA E IMOBILIZAÇÃO

Os índices do Bradesco estão próximos aos valores regulamentados pelo BACEN, conforme o quadro 33.

ANO	ÍNDICE DE BASILÉIA	ÍNDICE DE IMOBILIZAÇÃO
2005	17,26%	45,33%
2006	18,76%	48,01%
2007	15,65%	45,81%

Quadro 33 – Índice de Basiléia e Imobilização - Bradesco

Fonte: FEBRABAN

O Bradesco está praticamente no limite dos 50% regulamentado pelo BACEN referente ao índice de Imobilização. Já o índice de Basiléia está no valor semelhante aos grandes bancos, o que pode ser considerado uma tendência.

Quanto mais perto dos valores regulamentado, aumenta a possibilidade do banco tornar-se insolvente. No relatório anual de 2007 o Bradesco declara possuir capacidade financeira para honrar suas obrigações.

6.3.3 ÍNDICES DE MERCADOS/AÇÕES

Como definido anteriormente na metodologia, serão avaliados os índices das ações preferenciais do Bradesco.

RETORNO MÉDIO E VOLATILIDADE

Para efeito desta análise, será utilizada a base histórica das ações preferenciais do Bradesco do ano de 2005 ao ano de 2007.

As ações preferenciais do Bradesco cresceram 273% em 3 anos, como demonstra o gráfico 12.



Gráfico 12 - Evolução das ações BBDC4

Fonte: Economática

No período de 2005 a 2007, as ações preferenciais do Bradesco apresentaram retornos positivos, porém com uma alta volatilidade, como se pode notar no quadro 34.

ANO	RETORNO MÉDIO MENSAL	VOLATILIDADE
2005	7,12%	10,19%
2006	2,90%	10,71%
2007	2,60%	6,69%

Quadro 34 – Retorno médio mensal - Bradesco

Fonte: Economática

Pela volatilidade, pode-se dizer que em alguns meses o Bradesco apresentou retornos negativos, podendo impactar na decisão do investidor de manter ou comprar/vender o papel. Nota-se que em uma visão fundamentalista, dependendo do resultado obtido, o investidor irá manter em posição comprada mesmo que as ações tenham desvalorizado, pois este movimento tende a ser de curto prazo.

TRS

Os portadores das ações preferenciais do Bradesco tiveram um ganho extraordinário, como demonstra o quadro 35. O ganho em 2005 chegou a 151% sobre o capital investido (valor gasto pelo investidor). Em 2006 e em 2007 apresentou um grande ganho, porém em declínio. Comparado com o IBOVESPA, as ações preferenciais permaneceram mais vantajosas. Nesta análise, não estão sendo apurados os dividendos e os juros sobre capital próprio sobre as ações que compreende o IBOVESPA.

ANO	VARIAÇÃO	DIVIDENDO/ JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO	TRS	%	IBOVESPA
2005	R\$ 11,34	R\$ 3,26	R\$ 14,59	151%	28%
2006	R\$ 6,94	R\$ 2,64	R\$ 9,57	46%	33%
2007	R\$ 10,84	R\$ 1,51	R\$ 12,35	44%	44%

Quadro 35 – TRS - Bradesco

Fonte: BOVESPA, Economática e Bradesco

Pela visão do índice TRS, as ações preferenciais do Bradesco oferecem ganho acima do mercado, o que oportuniza como uma boa opção de compra.

Como se verificou anteriormente, os lucros também vêm em crescimento, o que solidifica a qualidade das ações do Bradesco.

MVA

O valor de mercado agregado do Bradesco vem crescendo conforme o quadro 36. Em 2007 o MVA do Bradesco alcançou R\$ 82 bilhões, sendo 76% superior ao MVA de 2005.

R\$ milhares				
ANO	VALOR MERCADO + PASSIVO	CAPITAL INVESTIDO	MVA	MARKET-TO-CAPITAL
2005	R\$ 255.544.423	R\$ 208.682.930	R\$ 46.861.493	1,22
2006	R\$ 327.445.722	R\$ 265.547.273	R\$ 61.898.449	1,23
2007	R\$ 423.707.720	R\$ 341.184.404	R\$ 82.523.316	1,24

Quadro 36 – MVA – Bradesco

Fonte: Bradesco e Economática

O *market-to-capital* manteve-se constante no período de 2005 a 2007. Em 2007, o mercado estava avaliando em R\$ 1,24 cada real investido no Bradesco.

7 ANÁLISE RELATIVA DOS BANCOS

Este capítulo tem o objetivo de analisar as ações mais líquidas dos bancos em estudo na óptica de cada índice relativo que este trabalhou apresentou.

P/L

O quadro 37 demonstra os P/Ls dos últimos 3 anos dos bancos estudados, como também do setor.

P/L				
ANO	UNIBANCO	BRADESCO	ITAÚ	SETOR
2005	11	12	11,8	10,73
2006	16,2	17,1	21,5	15,88
2007	9,8	14,1	12,9	13,03

Quadro 37 – Análise P/L

Fonte: Economática, Unibanco, Bradesco e Itaú

O investidor deve tomar sua decisão baseado no múltiplo mais recente, pois representa a expectativa do mercado naquele instante. A análise para tomada de decisão avaliando somente um índice é bastante arriscada, conforme Damodaran (2002).

Analisando o índice P/L, em 2007 as *units* do Unibanco mostram-se subavaliada em relação ao setor. As ações preferenciais do Bradesco mostram-se superavaliadas comparada ao setor. Já as ações preferenciais do Itaú estão precificadas praticamente igual ao mercado.

P/L/C

O índice P/L/C está sendo muito aplicado pelos analistas, conforme Damodaran (2002). Este índice é praticamente igual ao P/L, agregado a taxa de crescimento prevista. Quanto menor o valor deste índice, mais atrativo se torna o investimento. No quadro 38, seguem os P/L/Cs dos bancos estudados.

P/L/C				
ANO	UNIBANCO	BRADESCO	ITAÚ	SETOR
2005	0,52	0,35	0,62	0,46
2006	0,77	0,50	1,13	0,70
2007	0,47	0,41	0,68	0,56

Quadro 38 – Análise P/L/C

Fonte: Economática, Unibanco, Bradesco e Itaú

Sob óptica do índice P/L/C, as ações preferenciais do Bradesco mostram-se atrativas e subavaliadas comparada ao setor. As *units* do Unibanco mostram-se também atrativas comparas ao setor. As ações preferenciais do Itaú mostram-se superavaliadas. As ações do Itaú apresentam uma taxa de crescimento inferior aos outros bancos estudados.

P/VPA

O índice P/VPA está bastante atrelado ao ROE, desta forma procura-se por empresas que possuem baixos P/VPA e com altos ROEs. Empresas que se encontram no ambiente supracitado comparado ao mercado/setor, tendem a ser uma ótima opção de investimento.

O quadro 39 apresenta os P/VPAs e os ROEs de cada banco estudado.

ANO	UNIBANCO		BRADESCO		ITAÚ		P/VPA SETOR
	P/VPA	ROE	P/VPA	ROE	P/VPA	ROE	
2005	2	19,72%	3	28,41%	4	33,75%	2,75
2006	3	22,27%	4	25,83%	4	26,29%	3,5
2007	3	21,96%	4	32,51%	4	24,78%	3,5

Quadro 39 – Análise P/VPA

Fonte: Economática, Unibanco, Bradesco e Itaú

Em 2007, o Unibanco foi o único banco a estar com o índice P/VPA abaixo do setor, porém apresentou o menor ROE comparado ao Bradesco e Itaú. As ações preferenciais do Bradesco em um contexto geral mostram-se atrativa sob a óptica do P/VPA apoiado pelo ROE, pois apresenta o ROE bastante superior comparado ao Unibanco e Itaú.

P/EBITDA

O múltiplo calculado pelo mercado é o VE/EBITDA, porém como dito anteriormente, o VE é complicado de ser calculado para empresas financeiras. Pela complexidade do cálculo do VE, este indicador será calculado pelo valor de mercado das ações.

O indicador P/EBITDA avalia, em teoria, quanto tempo pela geração operacional de caixa leva para pagar o capital investido pelo acionista. Quanto menor este indicador, melhor o resultado. O quadro 40 demonstra o índice P/EBITDA dos bancos estudados.

P/EBITDA				
ANO	UNIBANCO	BRADESCO	ITAÚ	SETOR
2005	6,91	8,44	7,82	6,99
2006	8,04	13,57	15,24	11,34
2007	8,27	12,08	9,87	10,21

Quadro 40 – Análise P/EBITDA

Fonte: Economática, Unibanco, Bradesco e Itaú

Analisando os índices do quadro 40, em 2007, as ações preferenciais do Bradesco sugerem estar superavaliadas comparada à média do setor em relação ao índice P/VPA. Sob ótica deste índice, as *units* do Unibanco apresentam maior atratividade perante os bancos avaliados e está subavaliada comparada ao setor.

8 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Um investidor não deve tomar sua decisão somente usando a análise relativa. No capítulo anterior, análise relativa dos bancos, verificou-se que dependendo do índice, o investidor poderia tomar diferentes decisões. Neste contexto, a análise econômico-financeira contempla a análise relativa, municiando o investidor de informações para a tomada de decisão.

O capítulo 7 apresentou as principais informações econômico-financeiras e da análise relativa estudada, facilitando de esta forma à visualização e a tomada de decisão.

Para análise de resultados, serão comparados os seguintes vetores para a análise financeira e indicadores de ações:

- Ativos;
- Receita de intermediação financeira;
- Lucro líquido recorrente;
- TRS

R\$ Mil				
ANO	UNIBANCO	ITAÚ	BRADESCO	SFN
2005	91.831.000	152.434.899	208.683.000	1.674.624.008
2006	103.777.000	209.691.160	265.547.000	1.997.735.742
2007	149.597.000	294.876.000	341.184.000	2.559.533.135
CRESCIMENTO NO PERÍODO	62,90%	93,44%	63,49%	52,84%

Quadro 41 – Ativos Totais - Resultados

Fonte: Unibanco, Bradesco e Itaú

Conforme o quadro 41, os 3 bancos apresentaram crescimento maior que o SFN no período. Destaca-se o crescimento do Itaú, com 93,44%. O crescimento das empresas está fortemente ligado aos investimentos realizados, e nesta perspectiva, o Itaú parece estar mais focado para o crescimento.

R\$ Mil			
ANO	UNIBANCO	ITAÚ	BRADESCO
2005	15.621.671	20.292.190	33.701.225
2006	17.277.353	29.740.487	38.221.635
2007	17.252.001	32.129.740	41.604.523
CRESCIMENTO NO PERÍODO	10,44%	58,34%	23,45%

Quadro 42 – Receita de Intermediação Financeira - Resultados

Fonte: Unibanco, Bradesco e Itaú

Na comparação realizada pela receita de intermediação financeira, o Itaú apresentou um crescimento bastante superior comparado ao Bradesco e Unibanco, chegando a 58,34% no período. Na análise do Unibanco, o crescimento foi muito baixo, atribuindo péssimas perspectivas em relação à capacidade de geração de resultado da empresa.

R\$ Mil			
ANO	UNIBANCO	ITAÚ	BRADESCO
2005	1.838.483	5.251.334	5.514.074
2006	2.209.340	6.194.885	6.363.000
2007	2.599.555	7.178.961	8.009.724
CRESCIMENTO NO PERÍODO	41,40%	36,71%	45,26%

Quadro 43 – Lucro líquido recorrente - Resultados

Fonte: Unibanco, Bradesco e Itaú

Na análise do lucro líquido recorrente, o Bradesco apresentou o melhor crescimento no período, com a marca de 45,26%. O Unibanco apresentou o segundo maior rendimento, porém em uma análise detalhada, o Unibanco apresentou crescimento nos lucros devido a uma queda da despesa de intermediação financeira, e não pelo aumento das receitas.

O Itaú apresentou bom crescimento no período, mas ficou abaixo do Unibanco e Bradesco.

ANO	UNIBANCO		ITAÚ		BRADESCO	
	TRS	MTC	TRS	MTC	TRS	MTC
2005	98%	R\$ 1,12	54%	R\$ 1,31	151%	R\$ 1,22
2006	54%	R\$ 1,18	48%	R\$ 1,33	46%	R\$ 1,23
2007	34%	R\$ 1,15	25%	R\$ 1,27	44%	R\$ 1,24

Quadro 44 – MVA e Market-to-capital - Resultados

Fonte: Economática, Unibanco, Bradesco e Itaú

Na comparação pelo MTC e TRS, as ações dos três bancos apresentaram queda sob óptica do TRS. Em 2007 as ações preferenciais do Bradesco apresentaram maior retorno para o acionista. As ações preferenciais do Itaú foram as que apresentaram o menor retorno dentre as ações estudadas.

Sob óptica do MTC, as ações dos três bancos apresentaram-se constante. Em 2007, as ações preferências do Itaú eram as mais valorizadas, a cada R\$ 1,00 investido, o mercado avaliou em R\$ 1,27.

Na comparação pelos índices relativos, conforme o quadro 45, o Itaú não se mostrou atrativo em nenhum dos múltiplos analisados.

O Bradesco e o Unibanco apresentaram mais atrativos. Os dois bancos empataram em questão de atratividade.

2007	UNIBANCO	BRADESCO	ITÁU	SETOR
P/L	9,8	14,1	12,9	13,01
P/L/C	0,47	0,41	0,68	0,56
P/EBITDA	8,27	12,08	9,87	10,21
P/VPA	3	4	4	3,5
ROE	21,96%	32,51%	24,78%	-

Quadro 45 – Índices Relativos - 2007

Fonte: Economática, Unibanco, Bradesco e Itaú

CONCLUSÃO

Tendo como premissa a avaliação relativa para tomada de decisão, o investidor optaria entre as *units* do Unibanco e/ou as ações preferenciais do Bradesco. A análise econômico-financeira dos bancos estudados serve com complemento da avaliação relativa. Avaliando os índices relativos juntamente com a análise financeira, as *units* do Unibanco não se mostram tão atrativas como sugere

os índices relativos. O Unibanco apresenta menor crescimento no lucro líquido recorrente comparado ao Bradesco e sua receita de intermediação financeira está estável. O Bradesco possui o maior crescimento do lucro líquido recorrente dos bancos estudados e a receita de intermediação financeira é superior comparado ao Unibanco.

Neste contexto, pelas ferramentas apresentadas neste trabalho, o investidor deveria optar pelas ações preferenciais do Bradesco.

9 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado acionário vem ganhando bastante popularidade na população brasileira, devido principalmente a grande rentabilidade apresentada nos últimos 5 anos e aos avanços tecnológicos que propiciaram um maior contato direto com o investidor.

O número de pessoas físicas que aplicam em ações apresentou grande crescimento. Muitos desses investidores são considerados iniciantes, o que sugere que eles não possuem conhecimento suficiente a analisar um ativo. Neste contexto, o objetivo geral deste trabalho foi de aplicar ferramentas de análise fundamentalista acessíveis a um investidor iniciante para que este possa analisar uma empresa, cuja análise possa servir de apoio para tomada de decisão.

Os objetivos específicos foram elencados de forma que objetivo geral tenha sido atingido. No atendimento aos objetivos específicos, foram estudados os índices econômico-financeiros e relativos (análise relativa), os quais estruturam a análise do investimento deste trabalho. Os índices foram calculados para 3 bancos do setor bancário brasileiro. Os bancos foram estudados separadamente para as características particulares de cada banco ficassem mais claras.

Após o estudo do setor, e comparações entre os bancos, ficou evidenciado que a análise relativa sozinha necessita de outras ferramentas. Dependendo de qual índice relativo calculado, a análise de investimento apontaria para diferentes empresas. Os índices econômico-financeiros subsidiaram juntamente com os índices relativos a análise da empresa para suporte a toma de decisão.

O objetivo geral deste trabalho é atendido. As ferramentas apresentadas possibilitaram para que a tomada de decisão esteja baseada em fundamentos concretos, possibilitando uma tomada de decisão a partir de fundamentos econômico-financeiros como também de uma análise relativa. As ferramentas apresentadas proporcionam aos investidores iniciantes um maior conhecimento intrínseco das empresas, como também as expectativas do mercado.

Este trabalho está limitado ao conhecimento do investidor iniciante, como mencionado anteriormente, dependendo do nível de conhecimento do investidor, as ferramentas apresentadas tendem a ser complexas, porem servem como um guia de estudos e aprimoramento.

Segundo Damodaran (2002), os índices relativos tornam-se mais robustos quando utilizada com regressões. A utilização de regressões neste trabalho solidificaria a análise, em contrapartida, aumentaria a complexidade da análise para investidores iniciantes.

O setor bancário, estudado neste trabalho, apresenta-se em grande crescimento. Em setores em crescimento, o melhor modelo de avaliação seria o fluxo de caixa descontado. Novas pesquisas podem focar métodos de como um investidor com pouco conhecimento pode analisar uma empresa através do método de avaliação por fluxo de caixa descontado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BACEN. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 13 abr. 2008.

BANCO Bradesco. Disponível em: <www.bradesco.com.br/ri>. Acesso em: 25 abr. 2008.

BANCO do Brasil. Disponível em: <www.bb.com.br>. Acesso em: 05 jun. 2008.

BANCO Itaú. Disponível em: <www.itaui.com.br>. Acesso em: 21 abr. 2008.

BANCO Unibanco. Disponível em: <www.ri.unibanco.com.br>. Acesso em: 30 abr. 2008.

BERNSTEIN, Peter L./ DAMODARAN, Aswath. **Administração de investimentos**. São Paulo: Bookman. 1998.

BOVESPA. Disponível em: <www.BOVESPA.com.br>. Acesso em: 26 nov. 2007.

COPELAND, Tom. **Avaliação de Empresas - Valuation** : calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **A face oculta da avaliação**: avaliação de empresas da velha tecnologia, da nova tecnologia e da nova economia. São Paulo: Makron, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Investment valuation** : tools and techniques for determining the value of any asset. New York: John Wiley & Sons, 1996.

FEBRABAN. Disponível em: <www.febraban.org.br>. Acesso em: 20 abr. 2008.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro**: produtos e serviços. 14. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2001.

GEWEHR, Daniel Henrique. **Avaliação relativa de ações baseada em múltiplos de mercado projetados e passados**: um estudo comparativo de performance na

BOVESPA. 2007. 109 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007.

INFOMONEY. Disponível em: <www.infomoney.com.br>. Acesso em: 10 nov. 2007.

JORDAN, Brandford D./ROSS, Stephen A./ WESTERFIELD, Randolph W. **Princípios de Administração Financeira**. 2.ed. São Paulo: Atlas. 2002.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais** : fundamentos e técnicas. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração**: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

SILVA, José Pereira. **Análise Financeira das Empresas**. 8.ed. São Paulo: Atlas. 2006.

ANEXO A – DRE DO UNIBANCO

DEMONSTRAÇÃO CONSOLIDADA RESULTADO - R\$ Mil			
DESCRIÇÃO	2007	2006	2005
Receitas da Intermediação Financeira	17.252.001	17.277.353	15.621.671
Operações de crédito	10.163.073	10.542.301	9.628.520
Operações de arrendamento mercantil	599.459	235.831	144.549
Resultado de títulos e valores mobiliários	4.197.033	4.129.761	3.792.618
Resultado financeiro de seguros, previdência e capitalização	1.228.883	1.108.572	1.058.736
Resultado com instrumentos financeiros derivativos	593.252	752.750	627.974
Resultado de câmbio	41.436	18.717	(203.380)
Aplicações compulsórias	428.865	489.421	572.654
Despesas da Intermediação Financeira	(8.898.290)	(9.981.042)	(9.128.388)
Operações de Captação no Mercado	(5.126.596)	(6.181.287)	(6.108.181)
Atualização e Juros de Provisões Técnicas de Seguros, Previdência e Capitalização	(891.823)	(775.486)	(658.136)
Operações de Empréstimos e Repasses	(725.180)	(601.558)	(458.243)
Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa	(2.154.691)	(2.422.711)	(1.903.828)
Resultado Bruto da Intermediação Financeira	8.353.711	7.296.311	6.493.283
Outras Receitas/Despesas Operacionais	(4.257.059)	(3.776.809)	(3.572.118)
Receitas de prestação de serviços	3.639.738	3.581.789	3.269.509
Prêmios de seguro, capitalização e previdência privada	5.264.992	4.278.995	3.981.868
Variações de provisões técnicas de seguros, capitalização e previdência privada	(1.834.376)	(1.526.696)	(1.579.397)
Sinistros	(1.251.029)	(1.018.657)	(902.041)
Despesas com benefícios de planos de previdência privada	(531.301)	(585.081)	(648.347)
Despesas de comercialização e outras de seguros e de previdência privada	(902.983)	(592.262)	(331.972)
Despesas de comercialização de cartão de crédito	(263.307)	(289.808)	(283.977)
Despesas de pessoal	(2.281.607)	(2.200.124)	(1.911.383)
Outras despesas administrativas	(3.438.485)	(3.512.932)	(3.180.734)
Despesas tributárias	(1.207.909)	(951.313)	(996.502)
Resultado da equivalência patrimonial	101.952	63.403	39.210
Outras receitas operacionais	100.535	290.457	184.883
Outras despesas operacionais	(1.653.279)	(1.314.580)	(1.213.235)
Resultado Operacional	4.096.652	3.519.502	2.921.165
Resultado Não Operacional	(10.170)	(52.563)	8.616
Eventos Não Recorrentes	848.270	(459.329)	-
Resultado antes da Tributação sobre o Lucro e Participações	4.934.752	3.007.610	2.929.781
Imposto de Renda e Contribuição Social	(753.999)	(601.709)	(600.597)
Participação no Lucro	(560.220)	(479.187)	(325.390)
Participação Minoritária nas Controladas	(172.708)	(176.703)	(165.311)
Lucro Líquido	3.447.825	1.750.011	1.838.483
Exclusão de efeitos não recorrentes	(848.270)	459.329	-
Lucro Líquido Recorrente	2.599.555	2.209.340	1.838.483

ANEXO B – DRE DO BRADESCO

DEMONSTRAÇÃO CONSOLIDADA RESULTADO - R\$ Mil			
DESCRIÇÃO	2007	2006	2005
Receitas da Intermediação Financeira	41.604.523	38.221.635	33.701.225
Operações de Crédito	21.056.446	20.055.120	16.704.318
Operações de Arrendamento Mercantil	916.745	653.260	444.389
Resultado de Operações com Títulos e Valores Mobiliários	6.546.676	6.207.096	5.552.008
Resultado Financeiro de Seguros, Previdência e Capitalização	7.643.626	6.989.951	6.498.435
Resultado com Instrumentos Financeiros Derivativos	3.551.443	2.259.974	2.389.002
Resultado de Operações de Câmbio	646.352	729.647	617.678
Resultado das Aplicações Compulsórias	1.243.235	1.326.587	1.495.395
Despesas da Intermediação Financeira	23.572.350	22.239.518	18.926.402
Operações de Captações no Mercado	11.996.743	11.994.711	11.285.324
Atualização e Juros de Provisões Técnicas de Seguros, Previdência e Capitalização	4.616.356	4.004.823	3.764.530
Operações de Empréstimos e Repasses	1.453.221	1.819.413	1.360.647
Operações de Arrendamento Mercantil	8.321	8.158	8.695
Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa	5.497.709	4.412.413	2.507.206
Resultado Bruto da Intermediação Financeira	18.032.173	15.982.117	14.774.823
Outras Receitas/Despesas Operacionais	(8.690.852)	(9.606.174)	(6.921.319)
Receitas de Prestação de Serviços	10.805.490	8.897.882	7.348.879
Prêmios Retidos de Seguros, Planos de Previdência e Capitalização	16.432.092	15.179.418	13.647.089
Varição de Provisões Técnicas de Seguros, Previdência e Capitalização	(5.047.097)	(3.901.893)	(2.755.811)
Sinistros Retidos	(6.014.455)	(6.126.664)	(5.825.292)
Sorteios e Resgates de Títulos de Capitalização	(1.377.758)	(1.221.626)	(1.228.849)
Despesas de Comercialização de Planos de Seguros, Previdência e Capitalização	(1.083.800)	(1.022.737)	(961.017)
Despesas com Benefícios e Resgates de Planos de Previdência	(2.197.470)	(2.268.123)	(2.582.351)
Despesas de Pessoal	(6.569.547)	(5.932.406)	(5.311.560)
Provisão Complementar para Processos Trabalhistas	(232.398)	(308.875)	-
Outras Despesas Administrativas	(6.911.514)	(5.870.030)	-5.142.329
Despesas Tributárias	(2.498.721)	(2.192.130)	-1.878.248
Resultado de Participações em Coligadas	42.268	72.324	76.150
Outras Receitas Operacionais	1.486.767	1.420.217	1.096.968
Outras Despesas Operacionais	(4.572.166)	(4.222.808)	-3.404.948
Amortização Integral de Ágios	(952.543)	(2.108.723)	-
Resultado Operacional	9.341.321	6.375.943	7.853.504
Resultado Não Operacional	1.202.854	(8.964)	(106.144)
Resultado antes da Tributação sobre o Lucro e Participações	10.544.175	6.366.979	7.747.360
Imposto de Renda e Contribuição Social	(2.523.238)	(1.303.932)	(2.224.455)
Participação Minoritária nas Controladas	(11.213)	(9.007)	(8.831)
Lucro Líquido	8.009.724	5.054.040	5.514.074

ANEXO C – DRE DO ITAÚ

DEMONSTRAÇÃO CONSOLIDADA RESULTADO - R\$ Mil			
DESCRIÇÃO	2007	2006	2005
Receitas da Intermediação Financeira	32.129.740	29.740.487	20.292.190
Operações de Crédito, Arrendamento Mercantil e Outros Créditos	21.054.632	18.295.781	12.949.461
Resultado de Operações com Títulos e Valores Mobiliários e Instrumentos Financeiros Derivativos	7.830.790	8.339.986	4.377.615
Resultado Financeiro das Operações com Seguros, Previdência e Capitalização	2.210.270	2.117.128	1.893.555
Resultado de Operações de Câmbio	147.596	67.820	146.184
Resultado das Aplicações Compulsórias	886.452	919.772	925.375
Despesas da Intermediação Financeira	(16.653.254)	(17.210.791)	(9.135.476)
Operações de Captação no Mercado	(9.444.942)	(9.276.922)	(4.758.254)
Despesas Financeiras de Provisões Técnicas de Previdência e Capitalização	(1.840.601)	(1.704.078)	(1.510.000)
Operações de Empréstimos e Repasses	127.184	(725.169)	(39.968)
Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa	(5.494.895)	(5.504.622)	(2.827.254)
Resultado Bruto da Intermediação Financeira	15.476.486	12.529.696	11.156.714
Outras Receitas/Despesas Operacionais	(4.431.014)	(6.452.768)	(3.209.355)
Receitas de Prestação de Serviços	10.174.445	9.096.573	7.737.051
Resultado de Operações com Seguros, Previdência e Capitalização	1.218.943	1.126.390	798.239
Despesas de Pessoal	(5.522.765)	(4.823.491)	(4.034.370)
Outras Despesas Administrativas	(6.403.231)	(5.840.923)	(4.916.453)
Despesas Tributárias	(2.532.627)	(2.315.614)	(1.949.938)
Resultado de Participações em Coligadas	219.563	294.367	53.958
Outras Receitas Operacionais	521.397	558.998	517.816
Outras Despesas Operacionais	(2.106.739)	(4.549.068)	(1.415.658)
Resultado Operacional	11.045.472	6.076.928	7.947.359
Resultado Não Operacional	2.873.321	383.474	18.151
Resultado antes da Tributação sobre o Lucro e Participações	13.918.793	6.460.402	7.965.510
Imposto de Renda e Contribuição Social	(4.756.443)	(1.436.599)	(2.277.796)
Participação no Lucro	(743.657)	(669.753)	(480.962)
Participação Minoritária nas Controladas	54.911	(45.123)	44.582
Lucro Líquido	8.473.604	4.308.927	5.251.334
Exclusão de efeitos não recorrentes	(1.294.643)	1.885.958	-
Lucro Líquido Recorrente	7.178.961	6.194.885	5.251.334

ANEXO D – PREVISÃO DE CRESCIMENTO ANUAL

R\$ Milhares		ITAÚ
ANO	LUCRO LÍQUIDO	CRESCIMENTO
2002	R\$ 3.079.732,00	
2003	R\$ 3.716.910,00	20,69%
2004	R\$ 4.870.039,00	31,02%
2005	R\$ 5.251.334,00	7,83%
2006	R\$ 6.194.885,00	17,97%
2007	R\$ 7.178.961,00	15,89%
CRESCIMENTO PREVISTO		18,68%

R\$ Milhares		BRADESCO
ANO	LUCRO LÍQUIDO	CRESCIMENTO
2002	R\$ 2.022.588,00	
2003	R\$ 2.306.339,00	14,03%
2004	R\$ 3.060.151,00	32,68%
2005	R\$ 5.514.074,00	80,19%
2006	R\$ 6.363.000,00	15,40%
2007	R\$ 8.009.724,00	25,88%
CRESCIMENTO PREVISTO		33,64%

R\$ Milhares		UNIBANCO
ANO	LUCRO LÍQUIDO	CRESCIMENTO
2002	R\$ 1.010.000,00	
2003	R\$ 1.052.000,00	4,16%
2004	R\$ 1.283.000,00	21,96%
2005	R\$ 1.838.483,00	43,30%
2006	R\$ 2.209.340,00	20,17%
2007	R\$ 2.599.555,00	17,66%
CRESCIMENTO PREVISTO		21,45%

R\$ Milhares		BANCO DO BRASIL
ANO	LUCRO LÍQUIDO	CRESCIMENTO
2002	R\$ 2.160.000,00	
2003	R\$ 2.619.000,00	21,25%
2004	R\$ 2.997.000,00	14,43%
2005	R\$ 3.441.000,00	14,81%
2006	R\$ 3.664.000,00	6,48%
2007	R\$ 5.748.000,00	56,88%
CRESCIMENTO PREVISTO		22,77%