



Análise da Itaúsa

Lucas Lima – Vicente Guimarães

Maio de 2019

AVISOS

Este documento não representa sugestão formal de compra do ativo. Trata-se de uma análise econômica e financeira exploratória destinada à educação financeira de nossos clientes e alunos.

Recomendamos o estudo, cautela e disciplina antes de tomar qualquer decisão de investimento.

Os resultados apresentados são projetados com base em estudos estatísticos e nas informações prestadas pela empresa e existe a possibilidade dos resultados estimados não se confirmarem.

Não compartilhe esse documento em todo ou em partes. Os conteúdos estão protegidos por direitos autorais constituindo crime o compartilhamento, facilitação de acesso, cópia ou comercialização deste conteúdo.

1. O que é a Itaúsa?

A Itaúsa – Investimentos Itaú S.A. (Itaúsa) é uma sociedade de participações de capital aberto (holding) que detém portfólio composto pelo Itaú Unibanco no setor financeiro, e Alpargatas, Duratex, NTS e Itautec no setor não financeiro. As principais empresas investidas também são companhias com marcas tradicionais e respeitadas em seus respectivos mercados e detêm ampla participação em negócios no Brasil e no mundo. Estas empresas têm atuação destacada nos seguintes segmentos de negócios:

- **Setor não Financeiro**

Alpargatas

É a maior empresa brasileira de calçados, se destacando nos segmentos de mercado em que atua. Detentora das marcas Havaianas, Dupé, Topper, Mizuno e Osklen. A Havaianas e Dupé lideram o mercado nacional de sandálias. Com 55 anos, Havaianas é a marca brasileira de bem de consumo com maior reconhecimento internacional. A Topper é a primeira marca de calçados esportivos da Argentina. A Mizuno tem presença relevante no mercado brasileiro de calçados de corrida de alta performance. O investimento na Osklen foi um passo relevante para a Alpargatas ingressar no segmento de moda lifestyle. Completam o portfólio as botas Sete Léguas.

Duratex

É uma empresa brasileira que atende há mais de seis décadas os mercados de construção civil e moveleiro. Por meio das marcas Deca, Hydra, Ceusa, Durafloor e Duratex, a Companhia produz metais e louças sanitárias, chuveiros elétricos, revestimentos cerâmicos, pisos laminados, painéis de partículas de média densidade (MDP), painéis de média e alta densidade (MDF e HDF) e chapas de fibra. Embora a Duratex atue prioritariamente no Brasil, a Companhia exporta seus produtos para mais de 50 países. Está entre as dez maiores empresas mundiais no seu setor de atuação, além de ser líder na produção de painéis de madeira, bem como

de louças e metais sanitários, não só no mercado brasileiro como em todo o Hemisfério Sul.

NTS

NTS (Nova Transportadora do Sudeste S/A - NTS) transporta gás natural por meio de um sólido sistema de gasodutos, conectando a região mais industrializada do Brasil. São mais de 2.000 quilômetros de malha com capacidade contratada de transporte de 158,2 milhões m³ de gás por dia. Os gasodutos da NTS atendem os estados do Rio de Janeiro, Minas Gerais e São Paulo (responsáveis por aproximadamente 50% do consumo de gás no Brasil). A malha da NTS também está conectada ao gasoduto Brasil-Bolívia, ao terminal de GNL no Rio de Janeiro (ora desativado pela Petrobras) e às plantas de processamento de gás que recebem gás não tratado produzido nas bacias de Santos, Campos e do Pré-Sal. A companhia opera com autorizações do órgão regulador de longo prazo e possui 100% da capacidade do serviço de transporte contratada (pela modalidade ship or pay).

- **Setor Financeiro**

Itaú Unibanco

É uma holding cuja principal atividade é deter participação societária no capital de instituições financeiras, que, por sua vez, possuem o objetivo de desenvolver atividade bancária em todas as modalidades autorizadas, incluindo transações cambiais. Adicionalmente, também possui participação em sociedades que exercem atividades relacionadas ao mercado de seguros e ao mercado de capitais.

2. Histórico da Empresa

06 de maio de 1966: A história do conglomerado começou com o primeiro banco de investimento a se constituir no País. Denominado Banco Federal Itaú de Investimentos S.A.

1970: Teve sua denominação alterada para Banco Itaú de Investimento S.A.

1973: Passou a denominar-se Banco Itaú Português de Investimento S.A. Expandiu sua atuação na área específica de bancos de investimento, acumulando simultaneamente vultosa carteira de ações, tornando-se acionista significativo de várias instituições financeiras do Itaú.

1974: Reformulando seus objetivos, deixou de ser um banco de investimento para se tornar a empresa líder das Instituições Financeiras Itaú, uma holding liderando um conglomerado, à época, de mais de 50 sociedades. Na Assembléia Geral de 9 de dezembro de 1974, foi aprovada a alteração da denominação para Investimentos Itaú S.A. e do objeto social, que passou a ser o de apoiar as empresas privadas nacionais de cujo capital participava.

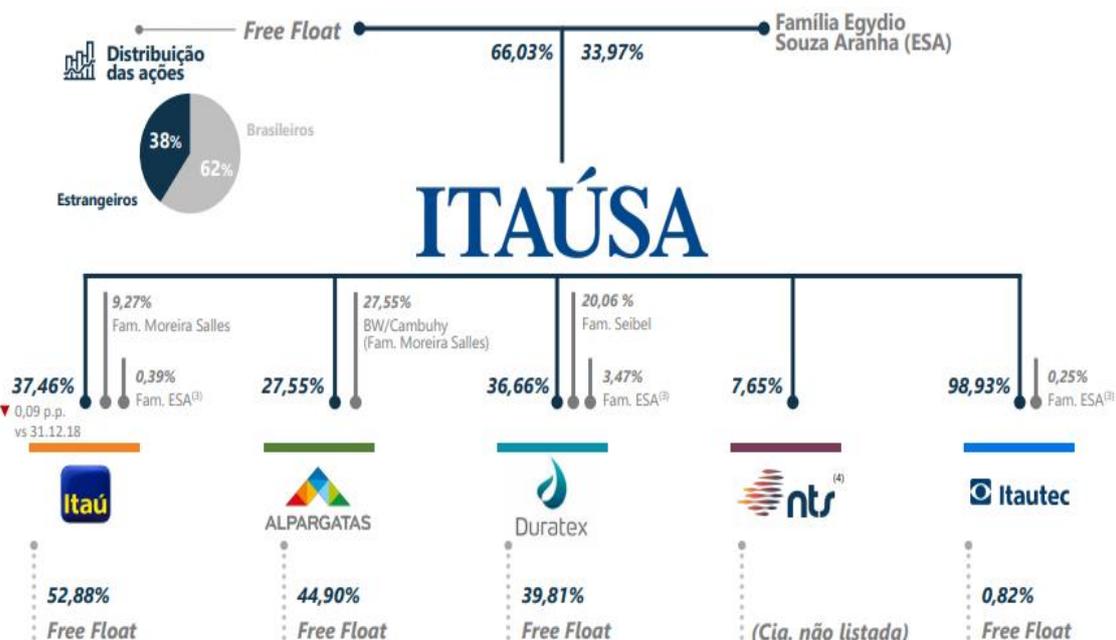
1991: Foi alterada a denominação social para Itaúsa - Investimentos Itaú S.A. O nome Itausa - Investimentos Itaú foi adotado a partir de 1991, incorporando assim, definitivamente, a sigla "Itausa" que o mercado consagrou.

2003: Foi escolhida para compor a carteira Dow Jones Sustainability World Index (DJSI), principal ranking de sustentabilidade empresarial do mundo. A carteira é integrada por 317 empresas de 30 países, das quais apenas sete brasileiras – entre elas a Itaúsa e Itaú Unibanco Holding S.A. Além disso, a Itaúsa e o Itaú Unibanco foram selecionados para compor a carteira Dow Jones Sustainability Emerging Markets Index.

2006: A Itaúsa participa da carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão (ISE). Também figuram nesta seleta lista o Itaú Unibanco e a Duratex.

3. Estrutura Societária

As ações da Itaúsa estão listadas no segmento de listagem nível 1 da B3, composta por ações ON (com direito a voto) e ações PN (preferência no recebimento de dividendos) com 80% de Tag-Along em ambas ações.



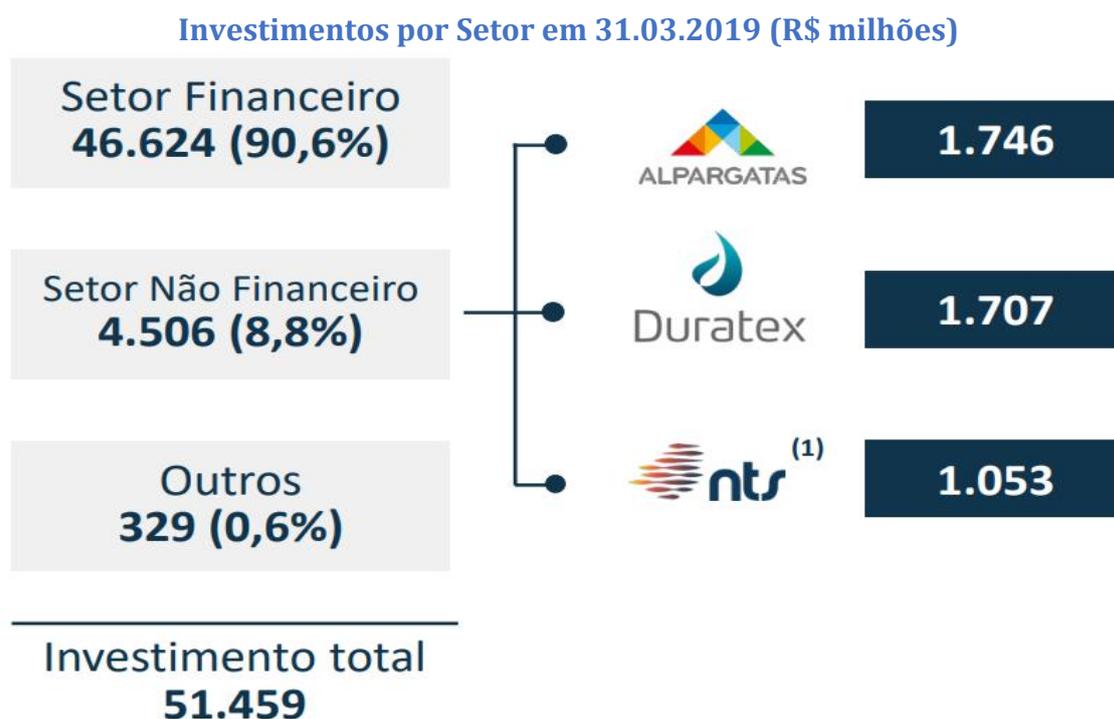
Fonte: RI da companhia

Na estrutura acima, podemos notar a incorporação recente das ações da Itautec, onde foi aprovada em Assembleia Geral. A empresa possui um total de 8.610.698 ações em seu capital social, sendo distribuídas da seguinte forma:

- **33,97%** Controladores
- **66,03%** de Free Float na Bolsa de São Paulo (B3)

4. Ativos

Os ativos da Itaúsa são compostos, essencialmente, pelos **investimentos realizados nas empresas do portfólio**, dos quais se destaca o setor financeiro, com o Itaú Unibanco. Compõem investimentos no setor não financeiro as participações detidas em Duratex, Alpargatas e NTS.



Fonte: RI da companhia

O Itaú Unibanco continua sendo o maior ativo da companhia, entretanto, a Itaúsa está atenta para outras oportunidades que permitam ampliar o portfólio e tragam retornos atrativos. Visando companhias estabelecidas, com boa geração de fluxo de caixa, histórico consistente de resultados, preferencialmente com marcas reconhecidas e setores que apresentem riscos reduzidos de execução e regulatórios.

A empresa vem revisando seu portfólio de investimentos, concluindo em 2018 a venda da participação detida na Elekeiroz pelo valor de R\$ 160 milhões e a venda da parcela remanescente de 10,3% detida pela Itautech na Oki Brasil.



Fonte: RI da companhia

Adicionalmente, em setembro de 2018, celebrou parceria estratégica com a Ticket, prevendo a integralização de capital, já realizada no início de 2019, que permitiu ao banco deter participação minoritária de 11% na Companhia, adicionando assim os benefícios emitidos pela Ticket a seus clientes dos segmentos de atacado, micro, pequenas e médias empresas.

No caso do Itaú, houve também em 2018, a **conclusão da aquisição de 49,9% da XP Investimentos**, um negócio que irá fortalecer os resultados do Itaú via participação minoritária.

5. Análise Setorial

Em 2010, o então presidente norte-americano, Barack Obama, com o seu plano financeiro de injetar US\$ 2 trilhões para salvar os bancos, deixou claro que **não há nação forte sem um sistema financeiro sólido** que possibilite o fluxo de crédito para famílias e para os comércios. No Brasil, apesar da instabilidade econômica

instaurada nos últimos anos, o sistema financeiro se mostra como o mais forte e resiliente frente aos demais setores da economia.

Iniciando com uma análise macroeconômica, visualizamos que a **economia global** avançou 3,7% em 2018, e segundo estimativas apresentadas pelo Itaú **deverá apresentar uma expansão de 3,3% em 2019**, perdendo um pouco do fôlego. Reflexo de um desempenho mais fraco de algumas economias relevantes, como as revisões negativas que estão sendo feitas para zona do euro, EUA e Ásia.

No **cenário doméstico**, temos um PIB avançando 1,1% em 2018 contra 1,0% registrados em 2017, uma melhora em relação à contração vivenciada na economia em 2015 e 2016. Entretanto, para o ano de 2019 foram realizadas diversas revisões para baixo no crescimento do PIB, por conta dos diversos dados abaixo do esperado em alguns setores da economia, como a queda da Produção Industrial. A expectativa do Itaú para crescimento no PIB em 2019 atingiu 1,0% de crescimento, abaixo do registrado em 2018.

Economia Mundial	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*	2020*
PIB - MUNDO	3,5%	3,6%	3,5%	3,3%	3,7%	3,7%	3,3%	3,4%
PIB - EUA	1,8%	2,5%	2,9%	1,6%	2,2%	2,9%	2,4%	1,7%
PIB - ZONA DO EURO	-0,2%	1,4%	2,0%	1,9%	2,5%	1,8%	1,0%	1,0%
PIB - CHINA	7,9%	7,4%	6,9%	6,7%	6,8%	6,6%	6,2%	6,0%
Economia Brasileira	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*	2020*
PIB - BRASIL	3,0%	0,5%	-3,5%	-3,3%	1,1%	1,1%	1,0%	2,0%
SELIC	10,0%	11,8%	14,3%	13,8%	7,0%	6,5%	5,8%	5,5%
INFLAÇÃO - IPCA	5,9%	6,4%	10,7%	6,3%	2,9%	3,7%	3,6%	3,6%
DÓLAR	2,36	2,66	3,96	3,26	3,31	3,88	3,8	3,9
TAXA NACIONAL DE DESEMPREGO	6,8%	7,1%	9,6%	12,7%	12,4%	12,2%	11,9%	11,6%

*Fonte: Itaú (*projeções Maio/2019)*

Em outubro de 2016, o BACEN (Banco Central) iniciou um **ciclo de cortes de taxas de juros**, onde a taxa Selic foi reduzida de 14,25% para 6,5% atualmente, e segundo expectativas do Boletim Focus, não deverá ser superior a 8% até 2022.

Em relação à análise setorial das empresas investidas pela Itaúsa, podemos abordar mais profundamente o cenário do **setor financeiro**, dado a maior importância, mas também brevemente o cenário do setor de construção civil, calçados e gás natural.

Setor Industrial



Setor Financeiro



Fonte: RI da companhia

Com os anos de **queda do PIB (-6,7%) entre 2016 e 2017**, sendo bastante influenciada pela diminuição do consumo das famílias, ocorreu uma retração da carteira de crédito que precisou receber ajustes de eficiência e de estrutura dos bancos múltiplos. Entretanto, atualmente é esperado que o País possa caminhar para um ciclo de recuperação econômica mais forte nos próximos anos.

O atual cenário econômico beneficia o setor financeiro, onde dados do Banco Central mostram que ao longo de 2018 a **inadimplência voltou a patamares mais baixos, o que permite uma retomada mais acelerada do crédito**. Em resposta a essa retomada, é de se esperar o aumento do volume de empréstimos e pressão sobre os spreads bancários.

O cenário esperado de queda das taxas de juros, maior estabilidade econômica e reforma previdenciária têm levado a população brasileira, que tem por cultura ser

pouco poupadora quando comparada a de outros países, a aumentar os níveis de poupança e a buscar alternativas a investimentos tradicionais.

Números divulgados pela Brasil, Bolsa, Balcão (B3) e pelo Tesouro Direto, vem mostrando consecutivos recordes de investidores ativos, o que ilustra o aumento da demanda por investimentos e diversificação, onde alinhado com as menores taxas de juros, deverá aquecer o mercado de dívida e fomentar a demanda e a criação de novos produtos de investimento.

Setorial – Itaú Unibanco

Com esse cenário, o Itaú Unibanco, vem conseguindo reduzir seus níveis de inadimplência nos últimos anos, e se favorecendo da retomada da economia, o que tende a aumentar a concessão de crédito, em especial para consumo de pessoas físicas, crédito imobiliário e micro, pequenas e médias empresas.

Importante citar alguns fatos recentes que são relevantes para o Banco Itaú, através da Rede, anunciou que as vendas no cartão de crédito à vista com a maquininha da Rede e recebíveis no Itaú serão depositadas em dois dias com custo zero de antecipação. Essas condições estão valendo desde o dia 2 de maio para atuais e novos clientes da Rede com faturamento de até R\$ 30 milhões ao ano.

Evolução na Transformação Digital: o Itaú Unibanco alcançou 11,5 milhões de correntistas pessoas físicas que utilizam os canais digitais via internet ou aplicativos móveis em março de 2019. Em clientes pessoas jurídicas, esse número totalizou 1,2 milhão. Mais de 221 mil contas foram abertas pelo aplicativo Abreconta neste início de ano, de forma totalmente digital, o que representa um aumento de 144% em comparação com o mesmo período do ano anterior.

Setorial – Duratex

Com a perspectiva de recuperação do setor imobiliário, dos níveis de emprego e renda, a Duratex tem buscado acelerar suas iniciativas de revisão do portfólio, com foco na produção e na venda de produtos de maior valor agregado. Segundo a Itausa

a Duratex tem implementado iniciativas internas com ganhos em eficiência operacional e redução de custos.

Setorial – Alpargatas

A Alpargatas, com base nas perspectivas do setor calçadista, revisou em 2018 seu planejamento estratégico com foco na aceleração da internacionalização da marca Havaiana e no fortalecimento no Brasil. Essa nova estrutura, aliada ao cenário esperado para o setor para os próximos anos, pode contribuir para o posicionamento da companhia no mercado calçadista global.

Setorial – NTS

A NTS permanece uma peça importante na cadeia logística do gás no Brasil, parte integrante da matriz energética brasileira. O crescimento econômico do país previsto para os próximos anos pode aumentar a demanda por energia, e a companhia, que opera nas principais regiões industrializadas e demograficamente adensadas do Brasil, pode se beneficiar dessa expansão. Adicionalmente, não se vislumbram riscos que possam afetar a continuidade das autorizações de longo prazo em vigor.

6. Itaúsa no setor

No setor, por ser uma holding, a Itaúsa tem como principal desafio fazer a **gestão do capital e portfólio de investimentos** de forma eficiente e com foco na criação de valor.

É uma holding não financeira que, na verdade, funciona basicamente como um grande veículo para se investir no Banco Itaú. Como em praticamente toda holding não financeira, seus resultados são apurados a partir do método da equivalência patrimonial, que é construído a partir da somatória do lucro líquido das companhias controladas, ajustados pela sua participação no capital de cada uma delas. Com isso, para que Itaúsa seja rentável e consiga manter uma constância na distribuição de dividendos, é necessário que seus negócios mantenham boa lucratividade. Atualmente, quase todo resultado é proveniente dos lucros e dividendos auferidos e distribuídos pelo banco Itaú. O quadro a seguir mostra a relevância de cada empresa pertencente ao conglomerado.

Resultado de Equivalência Patrimonial (REP) – R\$ milhões

Apuração do Resultado das Investidas	Setor Financeiro		Setor não Financeiro				Holding					
	Itaú		ALPARGATAS	Duratex	nts ⁽¹⁾	OUTRAS ^{(2) (3)} EMPRESAS	ITAÚSA					
	1T19	1T18	1T19	1T18	1T19	1T18	1T19	1T18				
Lucro Líquido das Empresas Investidas	6.747	6.389	53	114	24	31	n.a	n.a	(4)	13		
(x) Participação Direta / Indireta	37,46%	37,51%	27,55%	27,55%	36,66%	36,68%	7,65%	7,65%				
(=) Participação no Lucro Líquido	2.527	2.396	14	31	9	11	n.a	n.a	(4)	12	2.546	2.450
(+/-) Resultado da Equivalência não Decorrente do Lucro Líquido	88	214	(5)	(8)	-	-	-	-	-	-	83	206
(=) Resultado da Equivalência Patrimonial	2.615	2.610	9	23	9	11	-	-	(4)	12	2.629	2.656
(+) Resultado de Investimentos em Ativos Financeiros - VJR ^{(4) (5)}	-	-	-	-	-	-	58	56	-	-	58	56
(=) Resultado das Empresas Investidas na Itaúsa	2.615	2.610	9	23	9	11	58	56	(4)	12	2.687	2.712
	97,3%	96,2%	0,3%	0,8%	0,3%	0,4%	2,2%	2,1%	-0,1%	0,4%	100,0%	100,0%

Fonte: Ri da companhia

Analisando a tabela acima, verificamos que os resultados obtidos com Alpargatas e Duratex pouco influenciam no resultado final, por não representarem nem 1% do total. Entretanto, isso não significa que não devemos olhar para essas companhias, o valor de mercado de Alpargatas e Duratex são bastante relevantes no valor de liquidação da Itaúsa, ou seja, se for feito um bom trabalho esses negócios podem criar bastante valor para a Holding.

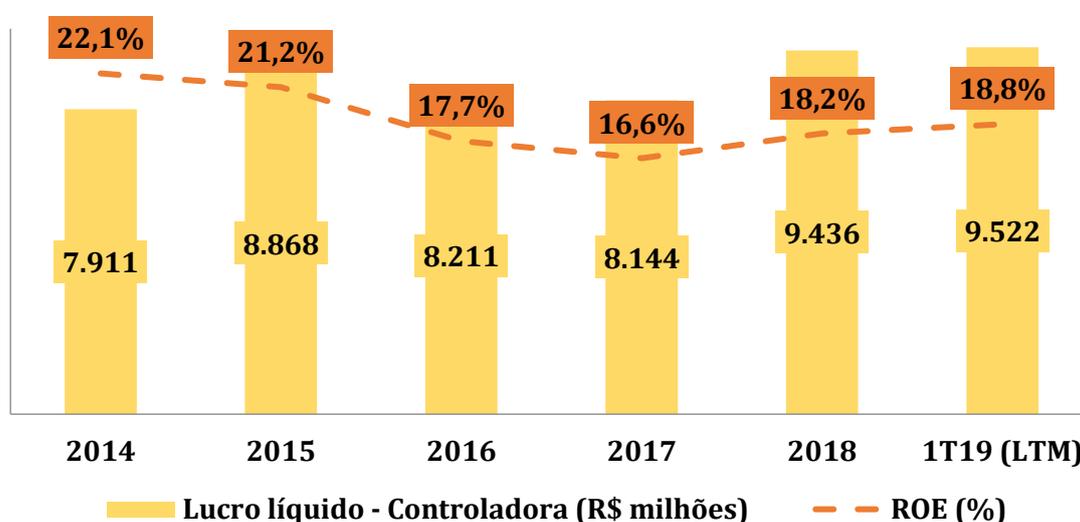
7. Análise Financeira

Como vimos na atuação da Itaúsa no setor, a companhia tem seu resultado composto basicamente pelo **Resultado de Equivalência Patrimonial (REP)**, apurado a partir do lucro líquido de suas empresas investidas, e do resultado de investimentos em

ativos financeiros. Com isso, vamos dar uma visão geral dos resultados das empresas que compõem o portfólio da Itaúsa.

A Itaúsa possui um histórico forte de resultados, apenas em 2018 a companhia reportou um lucro líquido de R\$ 9,436 bilhões, sendo um crescimento de 15,9% em relação ao ano de 2017. No 1T19, a companhia reportou um lucro líquido de R\$ 2,486 bilhões, um crescimento de 3,6% em relação ao 1T18.

No gráfico abaixo, conseguimos visualizar um excelente histórico de lucro e rentabilidade que a Itaúsa carrega ao longo dos anos.



Fonte: Elaboração própria, RI da companhia

(LTM) Últimos doze meses

Principal investimento da Itaúsa e com unidades nas Américas, Europa e Ásia, o Itaú Unibanco é o maior banco privado brasileiro em ativos totais e o líder na América Latina em valor de mercado, além de ter sua marca considerada a mais valiosa entre as brasileiras pela *Interbrand*, com valor de R\$ 29,8 bilhões. Como instituição universal, atende aproximadamente 50 milhões de clientes, entre correntistas e não correntistas, com uma estrutura que inclui mais de 100 mil colaboradores e cerca de cinco mil agências no Brasil e exterior.

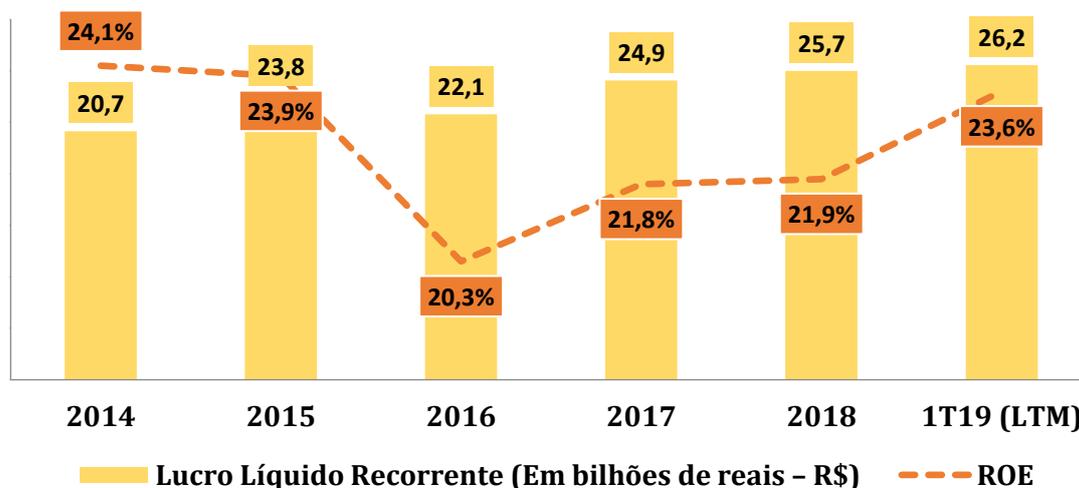
Ao longo de 2018, o banco Itaú apresentou um ótimo crescimento no lucro líquido, muito influenciado pelas maiores receitas com prestações de serviços e de um

menor custo de crédito. A aquisição da XP Investimento foi de grande valia para o Itaú, para dar uma maior consistência em seus resultados, a aquisição atingiu o valor de R\$ 5,7 bilhões.

Ao fim do exercício de 2018, a carteira de crédito atingiu R\$ 636,9 bilhões, sendo 25% representada pelas operações da América Latina, excluindo Brasil. O lucro líquido recorrente atingiu R\$ 25,7 bilhões, 3,2% superior ao de 2017, e apresentou retorno sobre o patrimônio líquido de 21,9%.

No 1T19, O lucro líquido recorrente foi de R\$ 6,9 bilhões no primeiro trimestre de 2019, um crescimento de 6,2% em relação ao trimestre anterior com retorno sobre o patrimônio líquido de 23,6%.

No gráfico abaixo, podemos visualizar o ótimo histórico de rentabilidade apresentado pelo Banco Itaú.



Fonte: Elaboração própria, RI da companhia
(LTM) Últimos doze meses

Fato que grande parte dos resultados da holding estão ligados ao desempenho do Itaú Unibanco, mas também podemos visualizar uma melhoria interessante nos resultados das empresas não-financeiras, o que mostra que a Itaúsa tem uma excelente capacidade de alocação de capital em seus investimentos.

Duratex: Ao Longo de 2018, a Duratex também apresentou forte crescimento nos lucros, atingindo um lucro líquido recorrente de R\$ 271,2 milhões, sendo um incremento 50,1% em relação ao ano de 2017.

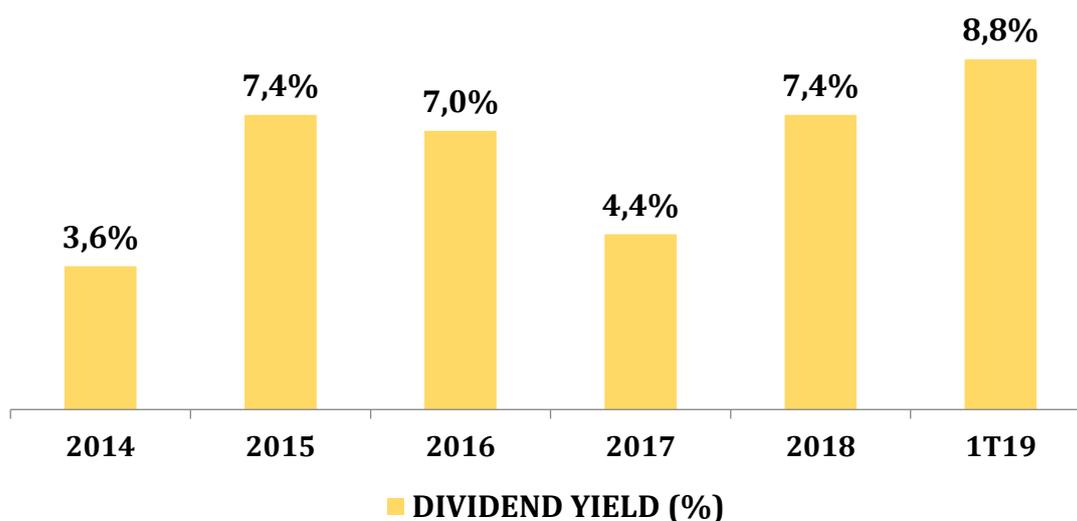
NTS: No 1T19 o lucro líquido atingiu R\$ 538 milhões, um incremento de 18,1% em relação ao 1T18. O EBITDA atingiu R\$ 979 milhões, sendo 10,2% maior que o 1T18. Mas o importante é destacar os proventos brutos pagos à Itaúsa, sendo R\$ 38 milhões no 1T19.

8. Proventos

Primeiramente, é importante destacar que a Itaúsa teve aumento importante na distribuição de dividendos aos seus acionistas, com incremento de 33% nos dividendos trimestrais e aumento do payout para 94%, o que resultou em um dos

melhores **dividend yields** no ano de 2018 dentre as empresas negociadas na B3 – em torno de 7,4%.

A expectativa do Itaú Unibanco é que em 2019 ocorrerá um aumento acentuado na carteira de crédito e na margem financeira, o que pode impulsionar o lucro do banco daqui para a frente. Portanto, a Itaúsa deverá ser beneficiada nos próximos trimestre, distribuindo proventos cada vez maiores.

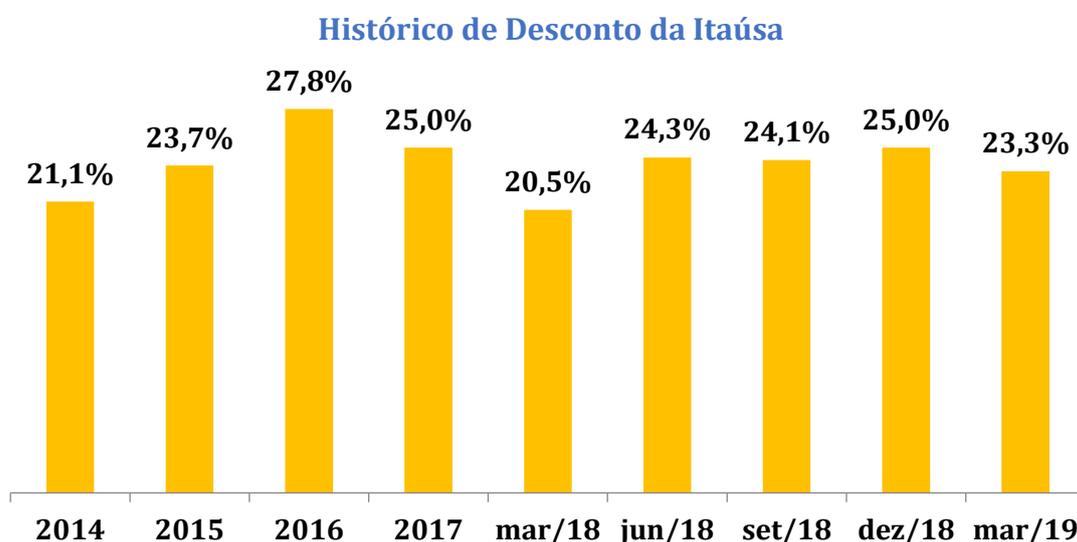


Fonte: RI da companhia

9. Múltiplos Comparáveis

Historicamente, as ações da Itaúsa sempre foram negociadas com um desconto de 20% em média. Uma ideia inicial é de que por a Itaúsa obter mais de 90% dos resultados provenientes do Itaú, a companhia seria uma forma de comprar Itaú com mais de 20% de desconto.

O gráfico a seguir mostra a evolução do indicador que mede a relação entre o valor de mercado (total de ações x preço médio por ação no mês) e o valor patrimonial (soma das partes) de Itaúsa. Em março de 2019, por exemplo, você teria comprado as ações da empresa com um desconto de aproximadamente 23,3%.



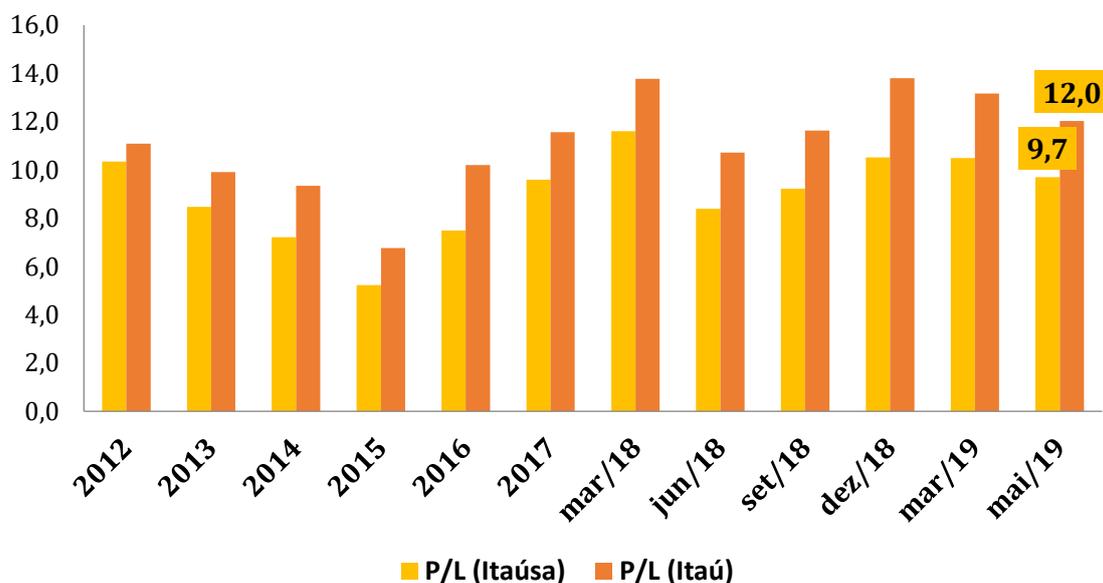
Fonte: Elaboração própria, RI da companhia

Na imagem abaixo, conseguimos visualizar mais detalhadamente o cálculo de desconto.

	Valor de Mercado das Empresas ⁽²⁾ (a)	Participação da Itaúsa nas Empresas (%) (b)	Valor de Mercado das Participações (c) = (a) x (b)	Soma das Partes (d)	Valor de Mercado da Itaúsa ⁽²⁾ (e)
	335.446	37,46%	125.670	+ 131.367	ITAÚSA 100.760
	8.902	27,55%	2.453		
	7.565	36,66%	2.773		
	167	98,93%	165		
	-	-	1.053		
Demais Ativos e Passivos⁽⁴⁾	-	-	(747)		
					Desconto (e/d)-1 23,3%

Em relação aos múltiplos de preço, que são métricas que podem ser utilizadas para avaliação do preço relativo do ativo, vamos usar as relações P/L (Preço/Lucro), que têm o objetivo avaliar o quanto o investidor está disposto a pagar pela geração de lucro. Atualmente, as ações do Itaú são negociadas a 12x o lucro, enquanto as ações da Itaúsa estão sendo negociadas a 9,7x o lucro.

Histórico de Preço/Lucro entre Itaú e Itaúsa



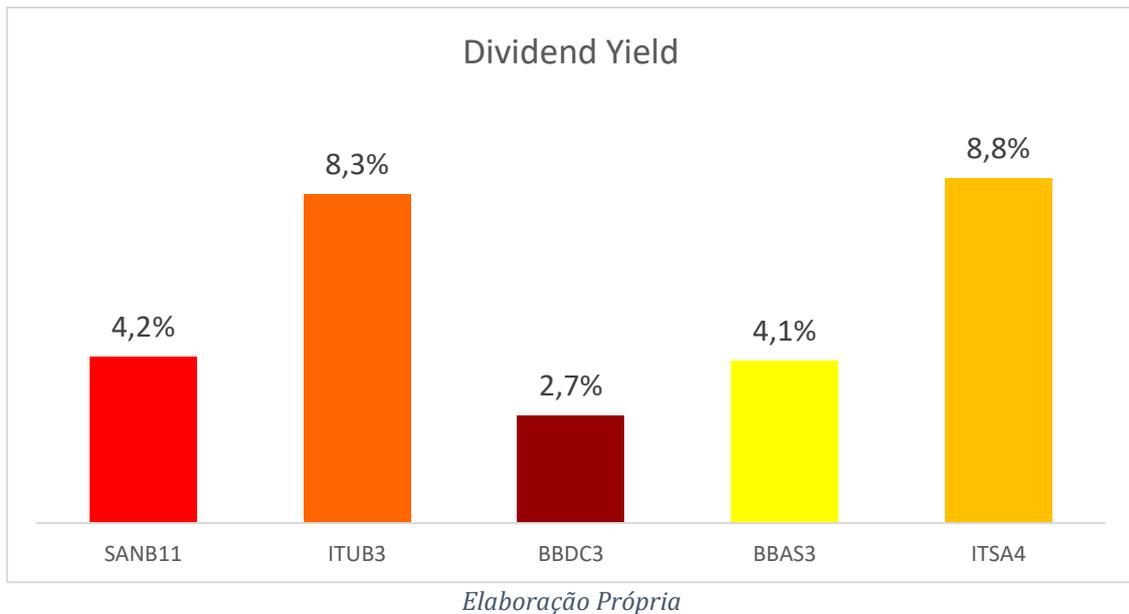
Fonte: Elaboração própria, Economática

Por último, iremos fazer uma análise comparativa com outras empresas forte no segmento financeiro, como os grandes bancos tradicionais. Utilizaremos para análise o **múltiplo Preço/Lucro e o Preço/Valor Patrimonial por Ação**, onde vimos que têm o objetivo avaliar o quanto o investidor está disposto a pagar pela geração de lucro e pelo patrimônio da companhia. Com isso, visualizamos a Itaúsa como um dos players mais descontados do setor, ficando abaixo da média setorial nos dois indicadores utilizados.

MÚLTIPLOS*	SANTANDER	ITAÚ	BRADESCO	BANCO DO BRASIL	ITAÚSA	MÉDIA DO SETOR
P/L	10,8	10,2	9,7	7,2	8,7	9,5
P/VPA	1,7	2,5	2,5	1,3	1,9	2,0

Fonte: Elaboração própria, Bloomberg (*Projeção 2020)

Itaúsa também é o “ativo bancário” com maior Dividend Yield, acima do ITAU e praticamente o dobro dos demais ativos bancários. É um ativo que atrai muito a atenção dos investidores focados em dividendos e geração de renda passiva.



10. Valuation

Cenário 1 - Pessimista:

Nesse cenário assumimos que o nível de risco Brasil medido pela NTN B 2050 volte para patamares elevados como o da greve dos caminhoneiros (yields de 6% a.a) e uma taxa de desconto próxima a 11% real.

Nós assumimos um valuation de R\$ 28,00 para o Itaú Unibanco com um desconto de 20% no patrimônio líquido, seria uma média histórica (no 1T19 esse desconto foi de 23,3% conforme imagem na página 18). Nosso preço justo neste cenário é baseado na metodologia de soma das partes.

Nesse cenário o preço justo da ITSA4 seria R\$ 10,30.

Cenário 2 – Base:

No cenário base não demos benefício à dívida com reformas macroeconômicas, utilizamos uma taxa livre de risco medida pela NTN B 2050 (yields de 5% a.a) e uma taxa de desconto próxima a 10,5% real.

Nós assumimos um valuation de R\$ 43,00 para o Itaú Unibanco com um desconto de 20% no patrimônio líquido, seria uma média histórica (no 1T19 esse desconto foi de 23,3% conforme imagem na página 18). Nosso preço justo neste cenário é baseado na metodologia de soma das partes.

Nesse cenário o preço justo da ITSA4 seria R\$ 15,50.

	Ações	Preço Justo	Preço Atual	Participação	Valor de mercado
<i>Itau</i>	9743	R\$ 43,00		37,5%	R\$ 157.106
<i>Duratex</i>	690		R\$ 9,92	36,7%	R\$ 2.512
<i>Alpagartas</i>	579		R\$ 17,80	27,6%	R\$ 2.845
<i>Itautec</i>	11		R\$ 43,70	98,9%	R\$ 475
<i>NTS</i>					R\$ 1.053
<i>Other</i>					-R\$ 747
Total					R\$ 163.244
<i>Desconto (-20%)</i>					R\$ 32.649
<i>Itausa Valor do Equity</i>					R\$ 130.595
Ações Itausa					8411
<i>ITSA4</i>	R\$ 15,5				

Cenário 3 – Otimista:

Nesse cenário assumimos um maior otimismo com as reformas estruturais, fazendo o nível de risco Brasil medido pela NTN20 voltar a patamares históricos como de 2013 (yields de 3% a.a) e uma taxa de desconto próxima a 8% real. Nós assumimos um valuation de R\$ 50,00 para o Itaú Unibanco com um desconto de 20% no patrimônio líquido, seria uma média histórica (no 1T19 esse desconto foi de 23,3% conforme imagem na página 18). Nosso preço justo neste cenário é baseado na metodologia de soma das partes.

Nesse cenário o preço justo da ITSA4 seria R\$ 18,00.

Principais Riscos

Entre os principais riscos podemos citar que as Fintechs (Financial Technology) têm impulsionado mudanças no futuro do setor financeiro e na forma como os produtos e serviços financeiros são oferecidos aos clientes. Diante disso, surgem novas

exigências dos consumidores que são essenciais para os players do setor. Com isso, os bancos mais tradicionais tendem a focar mais no cliente ao invés do produto.

Se o Itaú Unibanco não conseguir competir com esses mercados e modelos de negócios revolucionários, poderá perder participação no mercado e, como resultado, ter suas margens e lucratividade reduzidas e, indiretamente, afetar a Itaúsa. Um dos grandes desafios do Itaú hoje é o desenvolvimento dos canais digitais do banco, que estão apresentando melhoras, entretanto, a eficiência ainda deixa a desejar em relação a outros canais no mercado.

Atualmente, o Itaú começou a olhar para as Fintechs de forma mais atenciosa, dado que em outros países os bancos sofreram com a agressividade imposta por essas fintechs. Com isso, a movimentação do Itaú adquirindo grande parte da XP, visualizamos como muito benéfica para controlar esse risco, dado que a XP estava se apropriando de uma parte considerável dos clientes de grandes Bancos como o Itaú.

Como vimos, a Itaúsa está bem posicionada para realizar novas aquisições, porém, isso pode ocasionar em um efeito adverso nos resultados da companhia, com o risco desses novos investimentos não gerarem os retornos esperados, o que poderia impactar a distribuição de proventos da Itaúsa. No curto prazo, o foco permanecerá na reforma da Previdência, fundamental para se conseguir o cumprimento dos limites de gastos no futuro.

Por fim, riscos para ficar atento são das deteriorações das contas fiscais do Governo, que podem afetar as Investidas da Itaúsa e, indiretamente, a Itaúsa. O resultado primário do setor público brasileiro tem sido deficitário desde 2014.

A continuidade da deterioração das contas fiscais do governo poderia gerar uma perda de confiança dos investidores locais e estrangeiros.

Risco de diversificação de investimentos.

Este risco vem sendo discutido nos últimos tempos devido à aquisição da NTS em R\$ 1,4 bilhão e à aquisição da Alpargatas em R\$ 1,75 bilhão. Embora reconheçamos que as aquisições em potencial podem se mostrar neutras ou mesmo intensivas para

os acionistas da Itaúsa, acreditamos que os investidores continuarão a exigir desconto enquanto a economia não é clara.

Ineficiências tributárias.

A estrutura acionária da Itaúsa cria ineficiências fiscais (ISS e PIS) que acreditamos devam dar à companhia um desconto em relação ao seu valor intrínseco.

Custos da holding.

Apesar de pequenos, os custos da Itaúsa representaram cerca de 1% Lucro operacional da Itaúsa em 2018.

Performance Itaú.

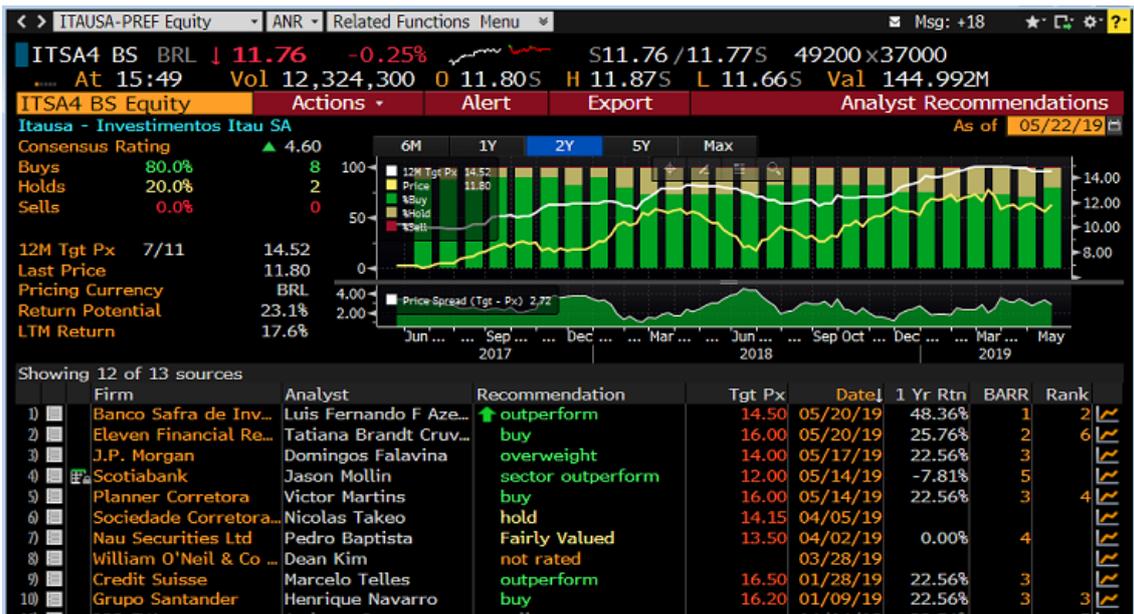
O Itaú Unibanco pode entregar resultados abaixo do esperado. Principais riscos negativos incluem cenário de crescimento econômico mais fraco do que o esperado, levando a um crescimento de empréstimos mais lento do que o esperado e perdas de empréstimos acima do previsto e políticas governamentais que possam reduzir os spreads de empréstimos e as taxas mais baixas.

Performance Duratex.

A Duratex pode entregar resultados abaixo do esperado. A Duratex, empresa de painéis de madeira e metais sanitários, é o segundo investimento mais relevante para a Itaúsa. Os principais riscos incluem 1) mudança nos gostos dos consumidores no Brasil, afetando negativamente demanda por produtos da Duratex; 2) contração no setor de habitação no Brasil, levando a uma queda na venda de bens duráveis; e 3) pressão global de custos sobre matérias-primas.

11. O que o mercado pensa da Itaúsa?

O preço médio projetado para a ITSA4 é de R\$ 14,52 o que fornece um retorno de 23,1% em relação aos níveis atuais. Os analistas mais otimistas projetam a ação na faixa dos R\$ 16,50. Entre os 10 analistas que cobrem a empresa, 8 recomendam compra enquanto 2 estão com recomendação neutra, de forma geral vemos um otimismo do mercado com a performance futura das ações (figura abaixo).



Fonte: Bloomberg (cotação dia 22/05/19)

12. Tese de Investimento

- A tendência de retomada da atividade creditícia do país, com o saldo de crédito total do sistema crescendo aproximadamente 6% em 2018 e perspectivas de algo em torno de 9% nos demais anos, devido ao intenso processo de desalavancagem das famílias e empresas.

- A Itaúsa continuará captando os bons resultados entregues pelo rentável banco Itaú, talvez poucas empresas hoje no Brasil tenham uma marca tão forte e as vantagens competitivas que o Itaú possui.
- A Itaúsa possui uma posição privilegiada de capital e dar liberdade de buscar entrar em negócios rentáveis através de aquisições que possam agregar valor.
- O segmento financeiro é altamente resiliente e rentável, e para se posicionar no setor, a Itaúsa carrega com si um desconto ao longo dos anos, se tornando mais acessível do que investir em Itaú por exemplo. Isso acontece tanto pelo desconto em torno de 20%, como pela cotação em bolsa das duas companhias.
- Os bancos são altamente rentáveis, com o Itaú em posição de destaque entre eles, somado a isso, temos uma baixa necessidade de reinvestimentos dos mesmos. Com isso, podemos esperar uma continuidade de um alto *dividend yield* da Itaúsa, atualmente em torno de 9,4%.

13. Conclusão

Por fim, podemos perceber que quando falamos de Itaúsa, estamos falando diretamente de Itaú. Aproximadamente 90% dos ativos de Itaúsa são ações do Itaú que representam 95% dos lucros da holding. Com isso, vemos uma posição privilegiada da Itaúsa em torno de um dos bancos mais rentáveis do mundo.

Em relação às principais perspectivas para o ano corrente e os próximos anos, está a recuperação e maior estabilidade econômica, que irá beneficiar o ambiente de negócios das empresas do portfólio da Itaúsa. A aprovação de reformas previdenciária e fiscal, investimentos em infraestrutura, avanço do crédito e retomada do consumo serão vitais para sustenta o crescimento econômico nos próximos anos.

Diante do exposto, vale lembrar que a Itaúsa está com algumas companhias em seu radar de aquisições, com objetivo de adquirir empresas que possuem posição dominante no mercado, estáveis e com grande rentabilidade, podendo assim agregar de forma ampla os negócios da Itaúsa.