

## Itaúsa (ITSA4 – Compra)

### Trimestral reflete resultado de equivalência do setor financeiro

Da mesma forma que o Itaú Unibanco, sua controladora Itaúsa, registrou no 2T18 um lucro líquido recorrente em linha com o trimestre anterior e que somou R\$ 2,2 bilhões. No acumulado do semestre o lucro líquido recorrente foi de R\$ 4,3 bilhões e ROAE recorrente de 17,2% e que representou um crescimento de 1,1% em relação ao lucro do 1S17 e ROAE recorrente de 18,1%.

Este resultado, mais uma vez, pode ser explicado, pela área de serviços financeiros, que através da participação no Itaú Unibanco, contribuiu com 97,7% do resultado de equivalência patrimonial consolidado. Seguimos com recomendação de COMPRA para ITSA4 e preço justo de R\$ 14,54/ação.

A Itaúsa é uma empresa Holding que controla o Itaú Unibanco e as companhias não financeiras, Alpargatas, Duratex, NTS, e a Itaútec, entre outros ativos. Os ativos da Elekeiroz foram alienados em 4 de junho de 2018 e contribuíram com apenas dois meses de equivalência nesse trimestre. Desta maneira, seu resultado é composto basicamente pelo Resultado de Equivalência Patrimonial (REP), apurado a partir destas controladas.

Itaúsa - controladora R\$ milhões	2T17	1T18	2T18	var % trim	var % 12m	1S17	1S18	var %
Lucro Líquido	2.190	2.400	2.047	-14,7	-6,5	4.120	4.447	7,9
Lucro Líquido recorrente	2.447	2.169	2.172	0,1	-11,2	4.295	4.341	1,1
ROAE recorr. %	19,4	17,3	17,1	-0,2 pp	-2,3 pp	18,1	17,2	-0,9 pp
Patrimônio Líquido	48.710	48.500	51.081	5,3	4,9	48.710	51.081	4,9
Valor de Mercado	67.337	103.136	77.304	-25,0	14,8	67.337	77.304	14,8
P/VPA (x)	1,4	2,1	1,5			1,4	1,5	

Fonte: Itaúsa/Planner Corretora.

No 1º semestre de 2018 o REP recorrente foi de R\$ 4,6 bilhões, em linha com o 1S17. O resultado recorrente proveniente do setor financeiro alcançou R\$ 4,5 bilhões (98,7% do total recorrente), após decréscimo de 1,8% em relação a igual semestre de 2017.

Estratégia de diversificação do portfólio de investimentos segue no radar da companhia, e visa redução da participação relativa do segmento de serviços financeiros, através de investimentos que façam sentido e agregue valor aos

Mario Roberto Mariante, CNPI\*

[mmariante@plannercorretora.com.br](mailto:mmariante@plannercorretora.com.br)

+55 11 2172-2561

Victor Luiz de F Martins

[vmartins@plannercorretora.com.br](mailto:vmartins@plannercorretora.com.br)

+55 11 2172-2565

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

Código	ITSA4		
Recomendação	COMPRA		
Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	9,96	
Preço justo	R\$ /ação	14,54	
Potencial	%	46,0	
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	8,14 - 12,69	
<b>Dados da Ação</b>			
Total de ações	milhões	8.414,2	
Ações Ordinárias	%	38,7	
Free Float	%	65,6	
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	208,3	
Valor de Mercado	R\$ milhões	85.510	
<b>Desempenho da Ação</b>			
	Dia	Ano	52 Sem.
ITSA4	-0,5%	7,5%	22,3%
Ibovespa	1,3%	1,4%	15,1%
Cotação de 13/8/2018			
<b>Principais Múltiplos</b>			
	2017	2018E	2019E
P/L (x)	9,6	8,7	7,7
ROE (%)	18,2	17,4	18,2
Lucro Líq. recorr. (R\$ mm)	9.120	9.650	10.950
Payout (%)	42,1	55,0	55,0
Retorno Dividendo (%)	4,9	6,3	7,2
Cotação/VPA (x)	1,6	1,5	1,3

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

acionistas. Mesmo assim, a participação relativa das ações do Itaú Unibanco na Itaúsa, permanece relevante. Novas aquisições não estão descartadas embora não exista nada de concreto no momento.

Resultado de Equiv. Patrimonial 1S18 Controladas (R\$ milhões)	Itaú Unibanco	Alpargatas	Duratex	Elekeiroz(*)	Itautec	Outras Empresas	Total
Lucro Líquido Recorrente	12.139	129	58	33	-1	-3	
(x) Partic. Direta/Indireta	37,58%	27,55%	36,67%	96,60%	98,93%	100,00%	
(=) Partic. no Lucro Líquido Recorrente	4.562	36	21	32	-1	-3	4.647
(+/-) Result. Equiv. não decorrente do Luc. Líq.	-22	-25	0	0	0	0	-47
<b>Result. Equivalência Patrimonial recorrente</b>	<b>4.540</b>	<b>11</b>	<b>21</b>	<b>32</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>4.600</b>
Resultado não recorrente	139	1	51	0	0	0	191
<b>Resultado de Equivalência Patrimonial</b>	<b>4.679</b>	<b>12</b>	<b>72</b>	<b>32</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>4.791</b>
<b>participação relativa (%)</b>	<b>97,7%</b>	<b>0,2%</b>	<b>1,5%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>100,0%</b>

(\*) Participação alienada em junho/18; Fonte: Itaúsa/Planner Corretora.

Eventual recompra de ações, como forma de agregar valor aos acionistas, permanece em pauta. No 1S18 a Itaúsa adquiriu 2,5 milhões de ações preferenciais no montante de R\$ 23,0 milhões. No 3T18 até 13/ago/18 foram adquiridas 1,0 milhão de ações preferenciais, por R\$ 9,0 milhões.

A política de distribuição de proventos permanece. Desta maneira, todo o volume de dividendos e/ou JCP recebidos do Itaú Unibanco são 100% distribuídos pela Itaúsa aos seus acionistas. Nesse contexto, como as ITSA4 são negociadas com desconto em relação a soma das partes de suas companhias investidas, o *yield* via Holding é proporcionalmente acima do retorno do banco.

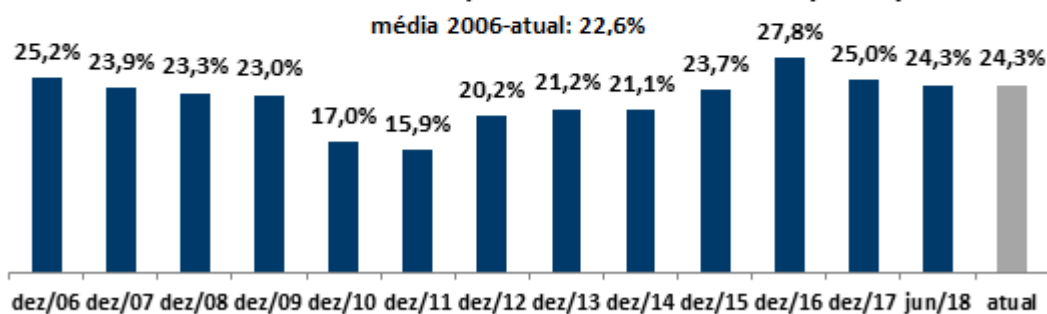
O Conselho de Administração da Itaúsa aprovou em 13/ago/18 a distribuição de R\$ 1,74 bilhão em dividendos e juros sobre o capital próprio, a serem creditados em 30 de agosto de 2018. Serão R\$ 0,1992/ação em dividendos e JCP de R\$ 0,0096/ação. Serão consideradas as posições de ações em 17 de agosto de 2018 e o retorno líquido é de 2,1%.

Ações do Itaú Unibanco estão sendo negociadas “cheias” de bonificação de 50%. Atentar que em 27 de julho de 2018, foi deliberado e aprovado em AGE o desdobramento de 50% das ações do banco, onde cada um dos acionistas receberá 1 (uma) nova ação para cada 2 (duas) ações da mesma espécie de que forem titulares. Os dividendos mensais serão mantidos em R\$ 0,015/ação. A data-base será posteriormente comunicada após a homologação pelo Banco Central do Brasil. Em adição, o Conselho de Administração do banco aprovou o pagamento, em 30.08.2018, de (i) R\$ 0,62400/ação em dividendos; e (ii) JCP no valor de R\$ 0,12520/ação, com base nas posições de ações no dia 17.08.2018. O *yield* líquido é de 1,7%.

Valor de Mercado das Partes (soma das companhias investidas) versus Desconto no Preço da Itaúsa. Em 13 de agosto de 2018 a posição da Itaúsa no capital do Itaú Unibanco era de 37,58% e representava 95,8% em Valor de Mercado, seguido de Duratex cuja participação de 36,67% no capital representava 2,4% do Valor de Mercado da Holding Itaúsa. A participação de 27,55% no capital da Alpargatas, por sua vez, representava 1,4% do valor de mercado. A participação de 98,93% na Itautec significava 0,1% no total de ativos. A NTS com 0,9% e demais ativos com participação de -0,6% completam o portfólio.

Empresas R\$ milhões	Código	Nº ações milhões	Cotação R\$/ação	Valor de Mercado	Partic. Itaúsa	Valor Merc Partic	%
ItaúUnibanco	ITUB4	6.476	43,57	282.138	37,58%	106.027	95,8%
Duratex	DTEX3	689	10,38	7.156	36,67%	2.624	2,4%
Alpargatas	ALPA4	463	12,17	5.635	27,55%	1.553	1,4%
Itautec	ITEC3	11	15,08	167	98,93%	165	0,1%
Nova Transportadora do Sudeste - NTS*						996	0,9%
Demais ativos e passivos líquidos **						-664	-0,6%
<b>Soma das partes em 13/08/2018</b>						<b>110.701</b>	<b>100,0%</b>
Itaúsa	ITSA4	8.412	9,96	83.781		83.781	
<b>Desconto</b>						<b>24,3%</b>	

### Histórico do desconto (Itaúsa versus a Soma das partes)



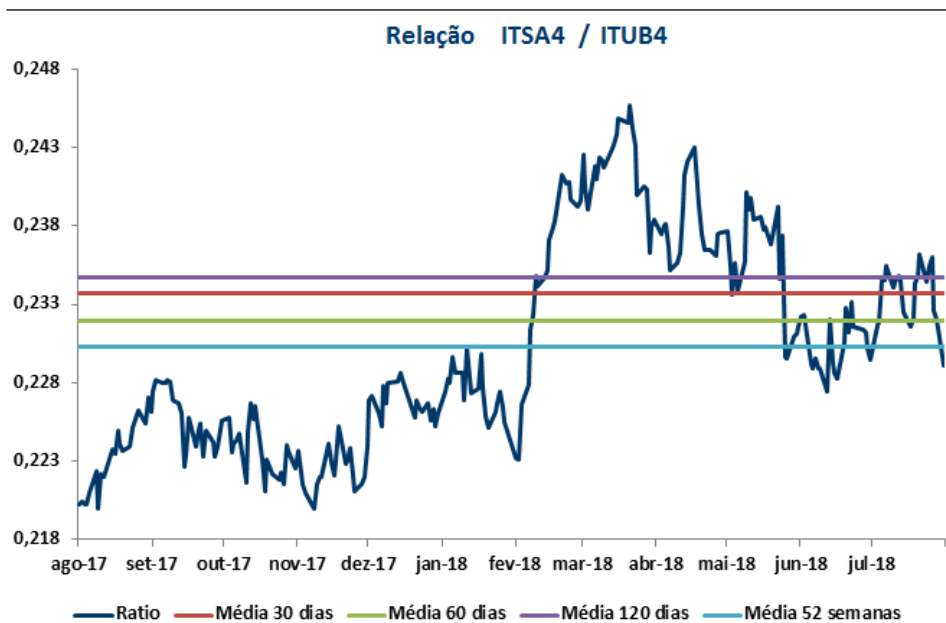
(\*) Refere-se ao valor contábil da participação no capital da NTS; Fonte: Itaúsa/Planner Corretora.

(\*\*) Valor Líquido de demais ativos e passivos (balanço individual).

Somadas, estas participações proporcionais nas companhias investidas totalizavam um Valor de Mercado de R\$ 110,7 bilhões. Este montante se compara a R\$ 83,8 bilhões de Valor de Mercado da Itaúsa ao preço da PN, na mesma data, resultando em um desconto de 24,3% da Holding Itaúsa em relação à soma das partes. Atentar que este desconto está acima da média de 22,6% do período de aproximadamente 13 anos, entre dezembro de 2006 e agosto de 2018.

**Arbitragem entre Itaúsa (ITSA4) e o Itaú Unibanco (ITUB4).** Uma maneira de analisar os números entre as companhias é ver a relevância da participação relativa das ações do Itaú Unibanco na Itaúsa, que em 13.08.2018 era de 95,6%. Desta forma, comprar Itaúsa (ITSA4) é uma forma de comprar ITUB4, considerando ainda a forte correlação entre os resultados. Com base nos preços atuais dos dois ativos e olhando a média de 30 dias, os preços relativos embutem um potencial de 2,0% na compra de Itaúsa frente os papéis do Itaú Unibanco.

Lembrando que mantemos opção de compra para ambas as companhias, Itaúsa (ITSA4) com preço justo de R\$ 14,54/ação e Itaú Unibanco (ITUB4) com preço justo de R\$ 59,00/ação.



Cotações atuais (R\$/ação)		
ITSA4	9,96	
ITUB4	43,57	
Histórico dos ratios		
ITSA4 / ITUB4	Ratio	Potencial
Ratio atual:	0,229	...
Ratio 52 semanas:	0,230	0,5%
Ratio 120 dias:	0,234	2,5%
Ratio 60 dias:	0,231	1,3%
Ratio 30 dias:	0,233	2,0%
Operação Sugerida		
LONG & SHORT		
ITSA4	ITUB4	
Faixa de entrada		
Ratio máximo de entrada:	0,232	
Stop (ganho e perda)		
Ratio alvo (30 dias):	0,233	
Potencial pelo atual:	2,0%	
Potencial pelo máximo:	0,5%	
Ratio para stop de perda:	0,218	
Limite de perda:	4,5%	

Fonte: Economática/Planner Corretora.

Data da última cotação: 13/08/2018

### Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

**Compra:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

**Neutro:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

**Venda:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

### EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI\*  
mmariante@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI  
lcaetano@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins  
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI  
rmartins@planner.com.br

### DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Planner Corretora.

As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Instrução CVM 598/18:

O(s) analista(s) de investimento declara(m) que as opiniões contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.