

## Itaúsa (ITSA4 – Compra)

### Trimestral melhor que o esperado reflete principalmente o resultado de equivalência do Itaú Unibanco

A Itaúsa registrou no 4T18 um lucro líquido recorrente de R\$ 2,7 bilhões, acumulando em 2018 R\$ 9,4 bilhões, com crescimento de 5,7% em relação a 2017. Nesta base de comparação o ROAE recorrente manteve-se estável em 18,1%. Um trimestre acima do esperado e que refletiu o bom resultado do Itaú Unibanco e das companhias investidas não financeiras. Revisamos nosso preço justo de R\$ 14,54/ação para R\$ 16,00/ação, e seguimos com recomendação de COMPRA.

Itaúsa - controladora R\$ milhões	4T17	3T18	4T18	var % trím	var % 12m	2017	2018	var %
Lucro Líquido	1.695	2.482	2.507	1,0	47,9	8.144	9.436	15,9
Lucro Líquido recorrente	2.264	2.336	2.689	15,1	18,8	8.861	9.366	5,7
ROAE recorr. %	18,9	17,7	21,4	3,7 pp	2,5 pp	18,1	18,1	0,0 pp
Patrimônio Líquido	51.926	52.691	55.143	4,7	6,2	51.926	55.143	6,2

Fonte: Itaúsa/Planner Corretora.

#### Destaques de 2018

**Dividendos e JCP.** Somaram R\$ 8,4 bilhões pagos e a pagar relativos ao exercício de 2018 (R\$ 1,0/ação), com crescimento de aproximadamente 28% em relação a 2017, equivalente a um *payout* de 94% e um retorno de 7,4% (base dez/18). Nesse contexto não existe qualquer previsão de chamada de capital em 2019, como foi feita em 2018, dado uma posição de caixa de R\$ 936 milhões em dez/18. Ressalte-se, no entanto, que a companhia não descarta alguma aquisição ainda este ano, citando como exemplo o setor de gás, havendo então a necessidade de *funding*.

**Concluída a alienação do controle da Elekeiroz, com valor atribuído de R\$ 160 milhões, com base no Enterprise Value; e a venda da participação da Itautech na Oki Brasil.** Em dezembro de 2018, a Itautech concluiu a venda da parcela remanescente de 10,3% detida pela Itautech na Oki Brasil, deixando de atuar nos segmentos de automação comercial e bancária e de serviços de tecnologia.

**Término de usufruto sobre ações do Itaú Unibanco.** Em 2008 a Itaúsa conferiu ações do Itaú Unibanco (IU) à IUPAR com usufruto de dividendos/JCP por 10 anos. Em nov/18 houve o término do usufruto de ações do Itaú Unibanco equivalentes a 15,3% de participação indireta no IU. Com isso a Itaúsa passa a receber os JCP diretamente e estima um aumento no recolhimento de PIS/Cofins de aproximadamente R\$ 120 milhões/ano (efeito caixa).

**Sustentabilidade e Governança Corporativa.** Destaque para o aprimoramento contínuo da governança corporativa através dos valores éticos, zelando pela transparência e boas práticas internacionais. Selecionada pelo 15º ano entre as 10 melhores do mundo em seu setor (índice DJSI) e pelo 12º ano (ISE). Ressalte-se a instalação do Conselho Fiscal permanente; o relançamento do Código de Conduta e implementação do canal de denúncias independente.

Victor Luiz de F Martins, CNPI

[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	12,96	
Preço justo	R\$ /ação	16,00	
Potencial	%	23,5	
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	8,29 - 13,81	
<b>Dados da Ação</b>			
Total de ações	milhões	8.410,7	
Ações Ordinárias	%	34,3	
Free Float	%	66,0	
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	342,9	
Valor de Mercado	R\$ milhões	117.817	
<b>Desempenho da Ação</b>			
	Dia	Ano	52 Sem.
ITSA4	-2,0%	7,3%	15,9%
Ibovespa	-1,0%	9,8%	14,2%
<i>Cotação de 18/2/2019</i>			
<b>Principais Múltiplos</b>			
	2018	2019E	2020E
P/L (x)	11,0	10,0	8,9
ROE (%)	18,2	20,1	21,3
Lucro Líq. recorrente (R\$ mm)	9.366	10.950	12.225
Payout (%)	94,0	75,0	75,0
Retorno Dividendo (%)	8,7	7,5	8,4
Cotação/VPA (x)	1,9	1,9	1,8

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

**Endividamento.** Ao final do 4T18 o passivo total da holding era de R\$ 3,3 bilhões, com destaque para R\$ 1,2 bilhão em debêntures com custo de 106,9% do DI; e R\$ 1,7 bilhão em provisões e outras obrigações.

A Itaúsa é uma empresa Holding que controla o Itaú Unibanco e as companhias não financeiras, Alpargatas, Duratex, NTS e Itautec. O seu resultado é composto do Resultado de Equivalência Patrimonial (REP), apurado a partir destas controladas. Em 2018 o REP somou R\$ 9,7 bilhões, sendo R\$ 9,5 bilhões ou 97,8%, proveniente do setor financeiro (Itaú Unibanco).

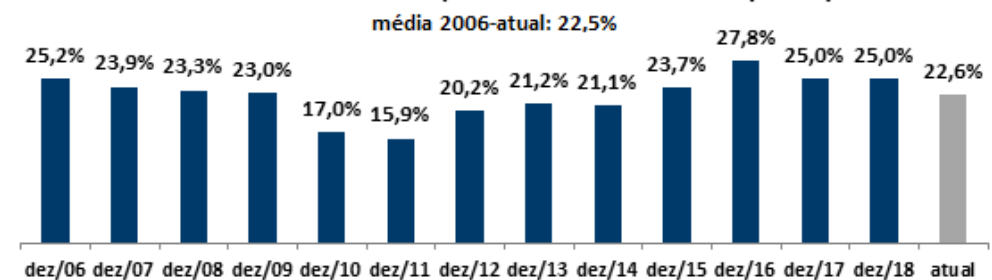
Resultado de Equiv. Patrimonial (REP) em 2018 Controladas (R\$ milhões)	Itaú Unibanco	Alpargatas	Duratex	Itautec	Outras Empresas	Total Holding
Lucro Líquido Recorrente	25.082	275	271	-7	35	
(x) Partic. Direta/Indireta	37,5%	27,6%	36,7%	98,9%	n/a	
(=) Partic. no Lucro Líquido Recorrente	9.418	76	99	-7	34	9.620
(+/-) Result. Equiv. não decorrente do Luc.Liq.	-24	-65	0	0	0	-89
<b>Result. Equivalência Patrimonial recorrente</b>	<b>9.394</b>	<b>11</b>	<b>99</b>	<b>-7</b>	<b>34</b>	<b>9.531</b>
Resultado não recorrente	118	16	59	0	0	193
<b>Resultado de Equivalência Patrimonial</b>	<b>9.512</b>	<b>27</b>	<b>158</b>	<b>-7</b>	<b>34</b>	<b>9.724</b>
<b>participação relativa (%)</b>	<b>97,8%</b>	<b>0,3%</b>	<b>1,6%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>0,3%</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Itaúsa/Planner Corretora.

**Valor de Mercado das Partes (soma das companhias investidas) versus o Preço da Itaúsa.** Em 18.02.19 a posição da Itaúsa no capital do Itaú Unibanco era de 37,6% e representava 95,5% em Valor de Mercado, seguido de Duratex cuja participação de 36,7% representava 2,1% do Valor de Mercado da Itaúsa. Demais participações seguem indicadas na figura abaixo. Somadas, estas participações nas companhias investidas totalizavam um Valor de Mercado de R\$ 140,9 bilhões, que se compara a R\$ 109,0 bilhões de Valor de Mercado da Itaúsa ao preço da PN na mesma data, resultando em um desconto de 22,6% da Itaúsa em relação à soma das partes, em linha com a média de 22,5% do período entre dez/06 e fevereiro de 2019.

Empresas R\$ milhões	Código	Nº ações milhões	Cotação R\$/ação	Valor de Mercado	Partic. Itaúsa	Valor Merc. Participação	%
ItaúUnibanco	ITUB4	9.713	36,90	358.419	37,6%	134.586	95,5%
Duratex	DTEX3	689	11,85	8.169	36,7%	2.996	2,1%
Alpargatas	ALPA4	463	19,61	9.080	27,6%	2.502	1,8%
Itautec	ITEC3	11	15,08	167	98,9%	165	0,1%
Nova Transportadora do Sudeste - NTS*						1.030	0,7%
Demais ativos e passivos líquidos **						-389	-0,3%
<b>Soma das partes em 18/02/2019</b>						<b>140.890</b>	<b>100,0%</b>
Itaúsa	ITSA4	8.412	12,96	109.016		109.016	
<b>Desconto</b>							<b>22,6%</b>

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



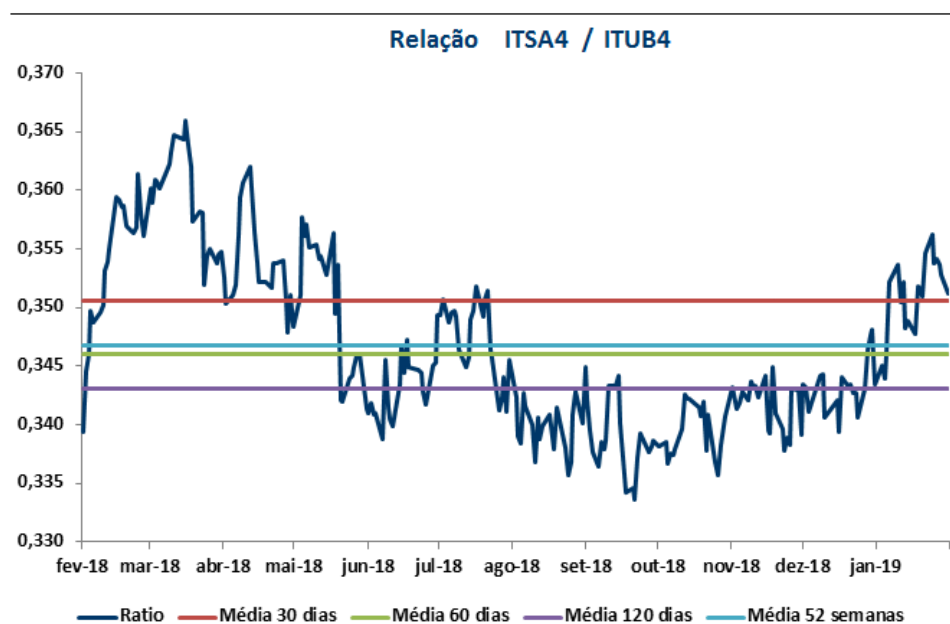
(\*) Refere-se ao valor contábil da participação no capital da NTS; Fonte: Itaúsa/Planner Corretora.

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

**Forte distribuição de proventos.** Com base no resultado reportado em 2018 o Conselho de Administração da Itaúsa aprovou em 18/fev/19 o pagamento em 07.03.2019 de juros sobre o capital próprio (JCP) no valor de R\$ 0,3111/ação, e de dividendos adicionais no valor de R\$ 0,4532/ação. Serão consideradas as posições de ações em 21.02.2019, que passam a ser negociadas na condição “ex” proventos em 22 de fevereiro de 2019. O retorno líquido é de 5,5%.

Como prática da companhia, todo o dividendo e/ou JCP recebidos do Itaú Unibanco são 100% distribuídos pela Itaúsa aos acionistas. Dado que ITSA4 é negociada com desconto em relação à soma das partes de suas companhias investidas, o *yield* via Holding é proporcionalmente acima do retorno do banco. Assim, considerando a expressiva participação do setor financeiro no capital da Itaúsa, equivalente a 97,8% em 2018, comprar ITSA4 é uma forma de comprar ITUB4. Com base nas cotações atuais e olhando a média de 30 dias, os preços relativos embutem um potencial de -0,2% na arbitragem entre os dois ativos, ou seja, indiferente. Seguimos com recomendação de COMPRA para ambas as ações.

### Arbitragem entre ITSA4 e ITUB4



Cotações atuais (R\$/ação)	
ITSA4	12,96
ITUB4	36,90
Histórico dos ratios	
ITSA4 / ITUB4	Ratio Potencial
Ratio atual:	0,351 .....
Ratio 52 semanas:	0,347 -1,3%
Ratio 120 dias:	0,343 -2,3%
Ratio 60 dias:	0,346 -1,5%
Ratio 30 dias:	0,351 -0,2%
Operação Sugerida	
<b>LONG &amp; SHORT</b>	
ITSA4	ITUB4
Faixa de entrada	
Ratio máximo de entrada:	0,356
Stop (ganho e perda)	
Ratio alvo (30 dias):	0,351
Potencial pelo atual:	-0,2%
Potencial pelo máximo:	-1,7%
Ratio para stop de perda:	0,335
Limite de perda:	4,5%

Fonte: Economatica/Planner Corretora.

Data da última cotação: 18/02/2019

### 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, CNPI  
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.