

Itaúsa (ITSA4 – Compra)

Queda do lucro trimestral reflete o resultado de equivalência do Itaú Unibanco e das empresas investidas

A companhia registrou no 1T20 um lucro líquido recorrente de R\$ 1,1 bilhão, com queda de 57% em relação ao lucro líquido recorrente de R\$ 2,5 bilhões do 1T19, explicado principalmente pela (i) queda de 45% no resultado de equivalência patrimonial do Itaú Unibanco impactado por maior despesa com PDD; (ii) pela redução do valor justo do resultado da NTS (classificado como ativo financeiro); e (iii) reflexo dos efeitos negativos de variação cambial sobre a parcela a prazo em dólar do valor investido. Nesta base de comparação o ROAE recorrente caiu de 18,8% no 1T19 para 7,9% no 1T20.

As atuais condições de mercado dificultam uma adequada precificação dos ativos, na medida em que muitas variáveis ainda não estão definidas. Perdas para as companhias deverão ocorrer ao longo deste primeiro semestre, dado a queda da atividade econômica em função do contingenciamento por conta dos efeitos do Covid-19. Temos como cenário, uma recuperação gradual a partir do terceiro trimestre e seguimos com recomendação de COMPRA para ITSA4 e Preço Justo de R\$ 12,70/ação.

Destaques

Investimentos por setor. Ao final do 1T20 a Itaúsa possuía Investimentos Totais de R\$ 53,1 bilhões, sendo de R\$ 48,2 bilhões (90,8%) no setor financeiro (leia-se Itaú Unibanco); R\$ 4,9 bilhões (9,1%) em empresas não financeiras (Alpargatas, Duratex e NTS) e R\$ 38 milhões (0,1%), correspondente a outros investimentos.

Aumento de Participação no capital da Alpargatas para 29,19%. A Itaúsa comunicou que, entre os dias 19.03.2020 e 16.04.2020, adquiriu 1.789.900 ações preferenciais da Alpargatas S.A. (ALPA4) por meio de negociação em bolsa de valores, ao preço médio de R\$ 22,72 por ação. O desembolso de caixa foi de aproximadamente R\$ 40,7 milhões e resultou no aumento da sua participação no capital total da Alpargatas S.A. em 0,31% para 29,19%.

Endividamento. O passivo total da Itaúsa ao final de março de 2020 era de R\$ 3,64 bilhões, com destaque para R\$ 1,22 bilhão em debêntures; R\$ 1,99 bilhão em provisões e outras obrigações e R\$ 426 milhões em dividendos e JCP a distribuir.

Fig.1 - Resultado do trimestre

Itaúsa - controladora R\$ milhões	1T19	4T19	1T20	var % trim	var % 12m
Lucro Líquido	2.486	3.450	1.012	-70,7	-59,3
Lucro Líquido recorr.	2.486	2.597	1.962	-24,5	-21,1
ROAE recorr. %	18,8	18,8	7,9	-10,9 pp	-10,9 pp
Patrimônio Líquido	50.402	55.232	51.962	-5,9	3,1
Valor de Mercado	100.760	118.508	73.763	-37,8	-26,8
P/VPA (x)	2,0	2,1	1,4		

Fonte: Itaúsa/Planner Corretora.

A Itaúsa é uma empresa Holding e 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. No 1T20 o REP somou R\$ 1,31 bilhão, sendo R\$ 1,34 bilhão proveniente do setor financeiro (Itaú Unibanco). Já o resultado de equivalência patrimonial das outras companhias não financeiras alcançou um prejuízo de R\$ 30 milhões. Quando incluímos o

Victor Luiz de F Martins, CNPI

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	8,42	
Preço justo	R\$ /ação	12,70	
Potencial	%	50,8	
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	7,44 - 13,88	
Dados da Ação			
Total de ações	milhões	8.410,8	
Ações Ordinárias	%	34,4	
Free Float	%	66,1	
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	273,1	
Valor de Mercado	R\$ milhões	75.558	
Desempenho da Ação			
	Dia	Ano	52 Sem.
ITSA4	-0,8%	-38,1%	-21,3%
Ibovespa	-1,5%	-31,6%	-16,1%
Cotação de 11/5/2020			
Principais Múltiplos			
	2019	2020E	2021E
P/L (x)	12,7	8,7	7,4
ROE (%)	18,4	14,0	15,0
Lucro Líq. recorr. (R\$ mm)	9.765	8.150	9.590
Payout (%)	68,2	25,0	50,0
Retorno Dividendo (%)	5,8	2,9	6,8
Cotação/VPA (x)	2,3	1,2	1,1

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

resultado de investimento em ativos financeiros, o Resultado das Empresas Investidas na Itaúsa reduz-se a R\$ 1,21 bilhão, sendo de 110,4% de participação relativa do Itaú Unibanco (Fig.2).

Fig.2 - Companhias investidas

Resultado das cias Investidas - 1T20 (R\$ milhões)	Itaú Unibanco	Alpargatas	Duratex	NTS	Outras Empresas	Total
Lucro Líquido	3.784	48	51	0	-1	
(x) Partic. Direta/Indireta	37,4%	29,0%	36,7%	7,7%	100,0%	
(=) Partic. no Lucro Líquido Recorrente	1.415	13	19	0	-1	1.446
(+/-) Result. Equiv. não decorrente do Luc.Líq.	-84	-4	0	0	0	-88
Result. Equivalência Patrimonial recorrente	1.331	9	19	0	-1	1.358
Resultado não recorrente	8	-58	0	0	0	-50
Resultado de Equivalência Patrimonial	1.339	-48	19	0	-1	1.308
Resultado Inv. Ativos Fin.(vlr justo)	0	0	0	-95	0	-95
Resultado das Empresas Investidas na Itaúsa	1.339	-48	19	-95	-1	1.213
participação relativa (%)	110,4%	-4,0%	1,6%	-7,8%	-0,1%	100,0%

Fonte: Itaúsa/Planner Corretora.

Valor de Mercado das Partes (soma das companhias investidas) versus o Preço da Itaúsa aponta para um "desconto" de 19,6% no fechamento de 11 de maio de 2020. A posição da Itaúsa no capital do Itaú Unibanco era de 37,4% e representava 92,5% em Valor de Mercado, seguido de Alpargatas cuja participação de 29,1% representava 4,7% do Valor de Mercado da Itaúsa. Demais participações seguem indicadas na Fig.3 (Duratex com 2,7%, NTS com 1,3% e demais ativos -1,3%). Somadas, estas participações nas companhias investidas totalizavam um Valor de Mercado de R\$ 88,1 bilhões, que se compara a R\$ 70,8 bilhões de Valor de Mercado da Itaúsa ao preço da PN na mesma data, resultando em um desconto de 19,6% da Itaúsa em relação à soma das partes, abaixo da média de 21,9% do período entre dez/06 e maio de 2020.

Fig.3 - Desconto de holding

Empresas R\$ milhões	Código	Nº ações milhões	Cotação R\$/ação	Valor de Mercado	Partic. Itaúsa	Valor Merc. Participação	%
ItaúUnibanco	ITUB4	9.746	22,38	218.107	37,4%	81.550	92,5%
Alpargatas	ALPA4	579	24,76	14.332	29,1%	4.173	4,7%
Duratex	DTEX3	690	9,26	6.387	36,6%	2.340	2,7%
Nova Transportadora do Sudeste - NTS*					7,7%	1.166	1,3%
Demais ativos e passivos líquidos**						-1.106	-1,3%
Soma das partes em	11/05/2020					88.123	100,0%
Itaúsa	ITSA4	8.411	8,42	70.819		70.819	
Desconto						19,6%	

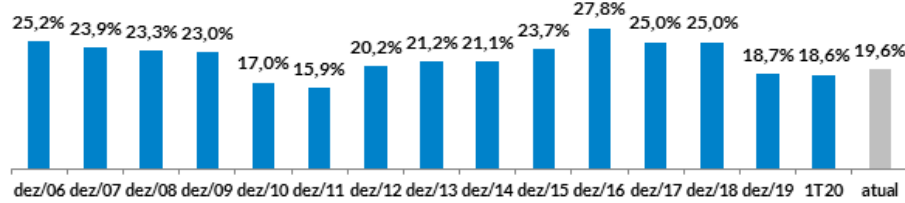
Fig.4 - Precificação

Ativo Código	Preço Justo R\$/ação	Vlr Merc. R\$ bi	%
ITUB4	32,00	116,6	91,6%
DTEX3*	21,00	5,3	4,2%
ALPA4*	32,00	5,4	4,2%
NTS	n/a	1,2	0,9%
Outros Ativos	n/a	-1,1	-0,9%
Holding Itaúsa	15,14	127,4	100,0%
Desconto	16,1%		
ITSA4	12,70		

Fonte: Mercado*/Itaúsa/Planner Corretora.

Histórico do desconto (Itaúsa versus a Soma das partes)

média 2006 - cot.atual: 21,9%



(*) Refere-se ao valor contábil da participação no capital da NTS (31/03/200);

(**) Valor Líquido de demais ativos e passivos (balanço patrimonial em 31/mar/20); Fonte: Itaúsa/Planner Corretora.

Fig.5 - Análise de sensibilidade

Desconto	Preço Justo ITSA4 R\$/ação
16,1%	12,70
17,0%	12,57
18,0%	12,42
19,0%	12,27
19,6%	12,17
21,0%	11,96
21,9%	11,83

Fonte: Planner Corretora.

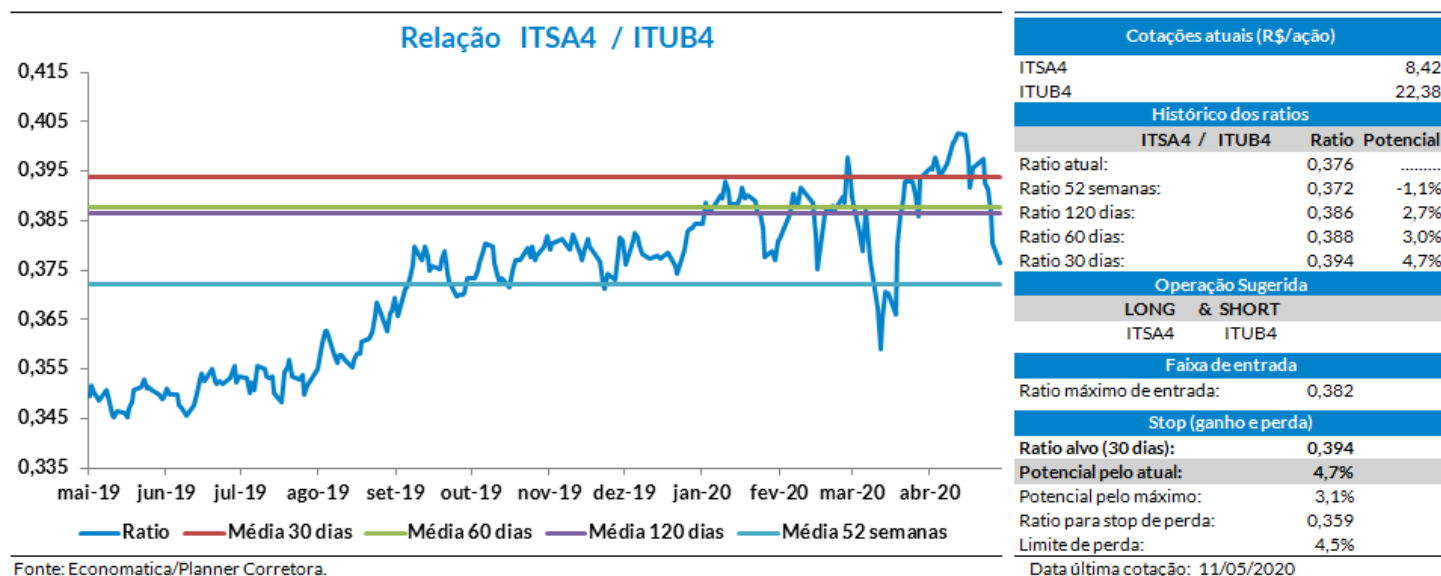
Para a precificação estamos utilizando um desconto de holding de 16,1% (Fig.4). Sabemos que as atuais condições de mercado dificultam uma adequada precificação dos ativos, na medida em que muitas variáveis ainda não estão definidas. Perdas para as companhias deverão ocorrer ao longo deste primeiro semestre, dado a queda da atividade econômica em função do contingenciamento por conta dos efeitos do Covid-19.

Temos como cenário, uma recuperação gradual a partir do terceiro trimestre. Temos um preço justo de R\$ 32,00/ação para o Itaú Unibanco (ITUB4), sendo de R\$ 21,00/ação para DTEX3 e R\$ 32,00/ação para ALPA4. O valor contábil da NTS soma R\$ 1,2 bilhão e o preço dos demais ativos e passivos líquidos da companhia (base mar/20) soma R\$ 1,1 bilhão negativo. Desse modo, chegamos a um valor para Itaúsa, proporcional a estas respectivas participações, de R\$ 127,4 bilhões, equivalente a R\$ 15,15/ação, que após o desconto de 16,1% se traduz no Preço Justo de R\$ 12,70/ação.

Análise de sensibilidade do Desconto versus o Preço Justo. Fizemos uma análise de sensibilidade, cujos resultados podem ser vistos na Fig.5, variando o desconto de holding no intervalo entre 16,1% e 21,9% (média de longo prazo) e chegamos a um intervalo de Preço Justo de, respectivamente, R\$ 12,70/ação a R\$ 11,83/ação, com base nas premissas descritas anteriormente, equivalente a importante potencial de alta em todos os valores.

A arbitragem, no curto prazo (30) dias, entre a Itaúsa (ITSA4) versus Itaú Unibanco (ITUB4) aponta para um spread de 4,7%, favorecendo o posicionamento na Holding Itaúsa. Dada a estreita correlação entre as duas ações, em função da significativa participação do banco no resultado da Itaúsa, adquirir ITSA4 é uma forma de comprar ITUB4. Reiteramos que temos recomendação de COMPRA para ambos os papéis (ITSA4 com Preço Justo de R\$ 12,70/ação e ITUB4 com Preço Justo de R\$ 32,00/ação).

Fig.4 - Long&Short (ITSA4 vs ITUB4)



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

Karoline Sartin Borges
kborges@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.