

Itaú Unibanco (ITUB4 – Compra)

Atualização das expectativas de retorno, manutenção do preço justo e recomendação de compra

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.

Participamos da Reunião Pública da Itaúsa onde foram abordados os principais aspectos relacionados a holding e suas companhias investidas, dentre elas a participação no Itaú Unibanco. Com o objetivo de mitigar os efeitos negativos da pandemia nas operações, o banco têm atuado por meio de avanços nos canais digitais, na racionalização dos custos, investimentos em tecnologia, foco no atendimento ao cliente, atenção ao bem-estar de colaboradores e na busca por eficiência. Esperamos uma recuperação gradual do resultado no 2º semestre por conta do menor custo do crédito e crescimento das despesas não decorrentes de juros, abaixo da inflação, por menores gastos, notadamente nas operações no Brasil.

O banco continua líquido, com capitalização adequada e gestão prudente de capital. Dentre os principais riscos, os efeitos da pandemia na economia; as questões regulatórias; o ambiente competitivo, notadamente nos serviços financeiros e na evolução tecnológica/ambiente digital com a presença das Fintechs e bancos digitais. Atualizamos o modelo do banco por conta do atual cenário macroeconômico e as perspectivas de retomada gradual da atividade econômica. Estamos mantendo o Preço Justo de R\$ 32,00/ação e a recomendação de COMPRA para ITUB4.

Destaques

A mensagem na reunião foi positiva, com destaque para os avanços do banco no combate aos efeitos da pandemia, centrado em 3 principais pilares de atuação: (i) foco no atendimento do cliente através das melhores soluções; (ii) manutenção do bom funcionamento operacional; (iii) atenção com o bem-estar dos colaboradores; e que no conjunto resultam na busca de maior eficiência.

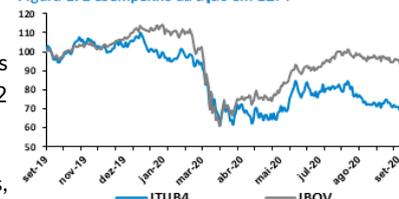
- Foi criado o “Programa Travessia” objetivando um tratamento estruturado do endividamento dos clientes, garantindo condições sustentáveis no longo prazo, através da flexibilização de R\$ 52 bilhões, e o atendimento de 1,8 milhão de pessoas físicas e 200 mil micro e pequenas empresas.
- No período de 16 de março a 17 de julho foram concedidos R\$ 96,8 bilhões em novos créditos, sendo de R\$ 14,1 bilhões para pessoas físicas, R\$ 17,1 bilhões para micro e pequenas empresas (inclusive o crédito emergencial para folha de pagamento e linha de crédito do Pronampe), R\$ 13,2 bilhões para médias empresas e R\$ 52,4 bilhões para grandes empresas.
- Dentre as iniciativas estratégicas, a centralidade no cliente, com a utilização do NPS (Net Promoter Score) para medir a satisfação nas atividades do banco. Os investimentos em TI devem crescer 40% este ano. Foram contatados mais de 802 analistas de tecnologia, que se somam aos 1.448 colaboradores incorporados pela aquisição da companhia de serviços de tecnologia ZupIT e aos 250 cientistas de dados. Esses investimentos buscam acelerar a transformação tecnológica com a oferta de novas funcionalidades e de produtos digitais aos clientes, e maior eficiência através da racionalização de custos.
- A chegada do Pix, o sistema de pagamentos instantâneos do Banco Central, deve reduzir as receitas dos bancos. O CEO do Itaú Unibanco calcula que o impacto sobre as receitas será de 1% ao mesmo tempo em que espera compensar essa queda com a captura de novos clientes.

Código	ITUB4		
Recomendação	COMPRA		
Cotação atual (R\$)	R\$ /ação		22,91
Preço Justo	R\$ /ação		32,00
Potencial	%		39,7
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação		19,89 - 36,88
Dados da Ação			
Total de ações	milhões		9.762,5
Ações Ordinárias	%		50,6
Free Float	%		52,4
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões		868,0
Valor de Mercado	R\$ milhões		223.658
Desempenho da Ação			
	Dia	Ano	52 Sem.
ITUB4	-0,5%	-35,9%	-31,3%
Ibovespa	0,0%	-16,1%	-7,2%
Cotação de 25/9/2020			

Principais Múltiplos	2019	2020E	2021E
P/L (x)	12,4	12,0	9,5
ROE (%)	23,7	14,6	16,6
Lucro Líq. recorr. (R\$ mm)	28.363	18.590	23.550
Payout (%)	85,0	25,0	50,0
Retorno Dividendo (%)	6,9	2,1	5,3
Cotação/VPA (x)	2,9	1,6	1,5

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

RATINGS	Itaú Unibanco	
	Local	Global
Fitch	AAA (bra)	BB
Moody's	A1.br	Ba3
Standard & Poor's	br AAA	BB-

Fonte: Itaú Unibanco/Planner Corretora.

Os resultados do 1º semestre deste ano já haviam sido reportados, um lucro líquido recorrente de R\$ 8,1 bilhões e queda de 41% em relação ao 1S19, com redução de 10,5pp no ROAE para 13,1%. Um resultado explicado principalmente pelo aumento de 127% do custo do crédito por reforço de PDD (no banco de varejo e no banco de atacado no Brasil). A margem financeira com clientes (praticamente estável) foi sensibilizada negativamente pela mudança regulatória na taxa de juros do cheque especial, pelo do mix de crédito e a redução da taxa de juros na remuneração do capital de giro próprio, no conjunto, compensados pelo aumento no volume de crédito. Já a margem com o mercado caiu 27% por maior volatilidade no primeiro trimestre de 2020.

- Destaque para estabilidade das receitas de serviços devido ao incremento das operações de banco de investimento, corretagem e administração de fundos, compensados por menor receita nas atividades de aquisição e seguros. As despesas não decorrentes de juros caíram 2,6% nesta base de comparação, reflexo da gestão estratégica de custos e dos investimentos em tecnologia.
- A carteira de crédito com garantias e títulos privados cresceu 2,9% no trimestre e 20,3% em doze meses para R\$ 811,3 bilhões, devido a maior demanda por crédito, com destaque para o desempenho do segmento de Grandes Empresas que cresceram 27,5% em 12 meses. O segmento de PF registrou alta de 2,9% e o de Micro, Pequenas e Médias Empresas cresceram 29,3% frente junho de 2019.
- A inadimplência medida pelos créditos em atraso (NPL) acima de 90 dias, caiu de 3,1% no 1T20 para 2,7% no 2T20 (sendo de 3,2% no Brasil e 1,4% na América Latina), explicado pela flexibilização das condições de pagamento de empréstimos dos clientes. Nesse contexto, o índice de cobertura acima de 90 dias elevou-se de 239% em março/20 para 281% em junho/20.

Precificação. Com base no resultado do 1S20 e nas perspectivas de crescimento, adequamos a geração de caixa e lucros do banco, reduzindo proporcionalmente o retorno esperado, no horizonte de projeção. Reduzimos o custo de capital (ke) de 12,5% para 10,5% e o crescimento na perpetuidade de 3,5% para 3,0%. Consideramos um *payout* para 2020 de 25%, elevando a 50% nos demais períodos. No horizonte de projeção de 5 anos e perpetuidade a partir do 6º ano, o ROAE médio recuou de 21,5% (projeção anterior) para 18,4% na projeção atual. Chegamos ao Preço Justo de R\$ 32,00/ação (equivalente a 2,5x o seu valor patrimonial atual).

O crescimento da carteira de crédito do banco foi de 20% no 1S20 e deve permanecer em dois dígitos altos com destaque para o segmento das pessoas jurídicas. O ambiente conduz a uma potencial redução adicional da taxa média da margem financeira com clientes (NIM) devido ao mix mais conservador e o impacto da redução da taxa de juros na remuneração do capital de giro próprio e margem de passivos.

De acordo com o banco, a carteira de crédito, no curto prazo, seguirá com expansão proporcionalmente maior no segmento de grandes empresas, com estabilidade nos créditos para pessoas físicas, micro e pequenas empresas. A reversão desta tendência de mudança de mix depende de maior demanda das famílias e/ou pelo incremento da atividade no mercado de capitais.

A inadimplência acima de 90 dias caiu para 2,7% ao final de junho, explicada pela flexibilização das condições de pagamento de empréstimos dos clientes, elevando o índice de cobertura para 281%. A tendência é de aumento proporcional da inadimplência ao longo dos próximos trimestres, dependendo da intensidade da retomada econômica.

O custo do crédito já foi menor no 2T20 em relação ao 1T20, notadamente por menor volume de provisões em todos os principais segmentos. A sinalização é de redução no 2º semestre por melhora no ambiente de mercado mostrado pelos modelos de risco do banco.

As receitas de serviços se mostraram pressionadas por aumento de competição, menor atividade econômica e nas operações de mercado de capitais. A tendência é de melhora, em linha com a tendência de recuperação da atividade econômica e reabertura do mercado de capitais. O resultado de seguros mais fraco segue sensibilizado por menor resultado financeiro, mesmo com redução da sinistralidade.

As despesas não decorrentes de juros devem registrar queda nominal em 2020 após redução de 2,6% no 1S20, sendo que “a gestão estratégica de custos baseada no contínuo investimento em tecnologia, nas novas formas de trabalho, na otimização dos canais de distribuição, e dos projetos estruturais de eficiência continuará trazendo benefícios nos próximos trimestres”.

Fig.1 – Precificação e análise de sensibilidade

	2020	2021	2022	2023	2024	Perpetuidade
Lucro Líquido (R\$ milhões)	18.590	23.550	27.350	30.819	34.728	37.000
LPA (R\$/ação)	1,90	2,41	2,80	3,16	3,56	3,79
P/L (x)	12,0	9,5	8,2	7,3	6,4	6,0
P/VPA (x)	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3	1,3
NPV	2020	2021	2022	2023	2024	Perpetuidade
ROAE	14,6%	16,6%	18,2%	19,5%	20,9%	20,5%
Ke	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Nº ações (milhões)	9.762	9.762	9.762	9.762	9.762	9.762
VPA	13,78	14,99	15,69	16,48	17,37	18,32
RI = (ROAE - Ke)*VPA	0,56	0,92	1,20	1,49	1,81	24,53
anos	0,3	1,3	2,3	3,3	4,3	5,3
PV RI	0,55	0,81	0,96	1,07	1,18	14,49
VPA Atual (BV)	12,94					
PV RI	19,06					
Preço Justo	32,00					
Preço atual	R\$ 22,91					
Upside %	39,7%					

Sensibilidade	perpetuidade (g)				
	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Ke 9,0%	32,48	35,73	40,05	46,11	55,19
9,5%	30,53	33,31	36,95	41,91	49,08
10,0%	28,80	31,21	34,30	38,42	44,19
10,5%	27,26	29,35	32,00	35,47	40,20
11,0%	25,87	27,70	29,99	32,94	36,87
11,5%	24,61	26,23	28,23	30,76	34,06
12,0%	23,48	24,91	26,66	28,85	31,66

Fonte: Itaú Unibanco/Planner Corretora.

Modelo de Desconto de Dividendos (DDM). Adicionalmente realizamos a precificação do banco com base no modelo de desconto de dividendos. Utilizamos o lucro por ação do FCD em cada ano prospectivo, um *payout* de 25% para 2020 e 46,6% para os demais exercícios (Fig.2), patamar de distribuição futura de resultados que aponta para o mesmo Preço Justo de R\$ 32,00/ação. Ou seja, vemos aderência à projeção de resultados e ao preço.

Fig.2 - Modelo de Desconto de dividendos (DDM)

	2020	2021	2022	2023	2024	Perpetuidade
LPA (R\$/ação)	1,90	2,41	2,80	3,16	3,56	3,79
Fator	1,03	1,15	1,27	1,39	1,51	1,63
VP_LPA (R\$/ação)	1,84	2,09	2,20	2,27	2,35	30,96
Payout	25,00%	46,64%	46,64%	46,64%	46,64%	46,64%
VP_Div. (R\$/ação)	0,46	0,98	1,03	1,06	1,10	14,44
Total VP_Div. (R\$/ação)	19,06					
Patr. Líq. atual (R\$/ação)	12,94					
Preço Justo por ação	R\$ 32,00					

Fonte: Planner Corretora.

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.