

Itaúsa (ITSA4 – Compra)

Reunião Pública ressalta a gestão ativa de portfólio, práticas sustentáveis e geração de valor de longo prazo

A Itaúsa realizou ontem (23/set) sua Reunião Pública de 2020 onde foram abordados os principais aspectos relacionados a Holding e suas companhias investidas: Itaú Unibanco, Duratex, Alpargatas e NTS. O foco permanece no fortalecimento da gestão das investidas e geração de valor de longo prazo de forma sustentável, com base em negócios duradouros e impacto positivo na sociedade. A diversificação do seu portfólio de investimentos permanece no radar, sendo que a proposta pela aquisição da Liquigás segue em análise no CADE. No contexto de suas participações, destaque para alocação eficiente de capital, a melhoria contínua dos controles e processos internos, e uma cultura compartilhada com influência positiva na estratégia e governança das empresas.

Os resultados da Itaúsa não foram o foco da apresentação e já eram conhecidos: um lucro líquido recorrente de R\$ 2,5 bilhões no 1S20 (ROAE de 9,4%), com queda de 47% em relação aos R\$ 4,7 bilhões do 1S19 (ROAE de 17,8%). Com o objetivo de mitigar os efeitos negativos da pandemia nas operações, as companhias investidas têm atuado por meio de avanços nos canais digitais, na racionalização dos custos, automação de processos e investimentos em tecnologia. Seguimos com recomendação de COMPRA para ITSA4 e preço justo de R\$ 12,70/ação.

Destaques

Aperfeiçoamento contínuo nos aspectos de Governança, através do compromisso com a sustentabilidade e geração de valor de longo prazo. A companhia possui um Conselho Fiscal Permanente desde 2018; Comitê de Impacto Social desde 2019. Em 2020 a Adesão ao Pacto Contra a Corrupção e a Comissão de Governança Corporativa. Foram destacadas também as diversas iniciativas ESG nas investidas e as ações sociais para minimizar os impactos decorrentes da pandemia na sociedade. A Itaúsa foca na alocação eficiente de capital através da identificação de oportunidades com rentabilidade adequada; a melhoria contínua dos controles e processos internos; e uma cultura compartilhada com influência direta e positiva na estratégia e na governança das companhias investidas.

Estrutura acionária. A Itaúsa é controlada pela família ESA com 34% do capital sendo o free float de 66%. Destaque para a evolução de 133% da base de acionistas neste ano, de 364 mil em dezembro de 2019 para 848 mil acionistas em 31.08.2020.

Seu principal investimento continua sendo a participação no Itaú Unibanco, mas com visão de diversificação no longo prazo. A Itaúsa está “construindo um portfólio” e ressaltou que “reduzir a importância do banco” não é meta. A companhia tem como política, a distribuição de 100% dos dividendos recebidos do banco para seus acionistas. Os proventos recebidos das demais companhias são retidos para fazer frente ao “Custo de Holding”, estimado entre R\$ 350 milhões e R\$ 400 milhões em 2020.

- **Remuneração aos acionistas.** Com a redução no ritmo das atividades das empresas investidas, as condições de mercado, bem como as medidas regulatórias (como a limitação temporária de distribuição de dividendos para as instituições financeiras acima do percentual estatutário), a expectativa é de queda do fluxo de caixa recebido pela Itaúsa, com proporcional ajuste no *dividend yield* para o presente exercício e retomada a partir de 2021 em diante.

Endividamento reduzido cria oportunidade de crescimento e alavancagem. O passivo total da Itaúsa ao final de junho de 2020 era de R\$ 3,7 bilhões (6% do total), com destaque para R\$ 1,2 bilhão em debêntures; R\$ 2,1 bilhões em provisões e outras obrigações (notadamente por ações na justiça); e R\$ 400 milhões em dividendos e JCP a pagar, para um patrimônio líquido de R\$ 52,9 bilhões (94% do total).

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	8,80
Preço justo	R\$ /ação	12,70
Potencial	%	44,3
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	7,39 - 13,79

Dados da Ação		
Total de ações	milhões	8.410,8
Ações Ordinárias	%	34,4
Free Float	%	66,3
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	245,4
Valor de Mercado	R\$ milhões	77.627

Desempenho da Ação	Dia	Ano	52 Sem.
ITSA4	-2,0%	-34,9%	-29,8%
Ibovespa	-1,6%	-17,2%	-8,5%

Principais Múltiplos			
	2019	2020E	2021E
P/L (x)	11,7	11,5	9,0
ROE (%)	18,4	11,1	13,3
Lucro Líq. recorr. (R\$ mm)	9.765	6.425	8.250
Payout (%)	68,2	25,0	50,0
Retorno Dividendo (%)	5,8	2,2	5,6
Cotação/VPA (x)	2,3	1,2	1,2

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

Avaliação de oportunidades para maior eficiência na alocação de capital. A companhia busca empresas sólidas, com marcas fortes, posição relevante no mercado e baixo risco de execução. Empresas com boa geração de caixa, histórico consistente de resultados e alta rentabilidade. O investimento gira em torno de R\$ 1,5 bilhão com participação no bloco de controle ou sendo um acionista minoritário com boa influência.

- Ainda está pendente de aprovação do CADE a entrada da Itaúsa no mercado de gás liquefeito de Petróleo, através da aquisição de aproximadamente 49% da Copagaz, parceira utilizada para a compra da totalidade das ações da Liqueigás. O investimento da Itaúsa será de aproximadamente R\$ 1,4 bilhão.
- Existe a possibilidade de aumento da posição na NTS, caso a Petrobras avance no processo de desinvestimento da sua participação nesta companhia, iniciado em maio de 2020.
- Foi sinalizado também tratativas para investimento em dois ou três negócios nos setores de educação, saúde e saneamento.

Companhias investidas

Itaú Unibanco (ITUB4). É o principal investimento da Itaúsa e o que mais contribui para o seu resultado de equivalência. O banco tem se mostrado preparado para o enfrentamento da pandemia através dos investimentos realizados no desenvolvimento das pessoas e em tecnologia, com destaque para a gestão dos riscos de mercado e de crédito. Como já anunciado, o lucro líquido recorrente do 1S20 registrou queda de 41% em base de doze meses somando R\$ 8,1 bilhões, com redução de 10,5pp no ROAE para 13,1%, refletindo o maior custo de crédito por reforço na PDD. Esperamos uma recuperação gradual do resultado no 2º semestre por conta do menor custo do crédito e despesas não decorrentes de juros com crescimento abaixo da inflação; aliado a menores gastos, notadamente nas operações no Brasil. O banco continua líquido, com capitalização adequada e gestão prudente de capital.

Alpargatas (ALPA4). No 1S20 o lucro líquido recorrente registrou queda de 51% em relação ao 1S19 para R\$ 67 milhões, um resultado construído a partir da redução de 14% da receita líquida e queda de 43% do EBITDA recorrente entre os semestres. Destaque para o fechamento de lojas físicas e ociosidade das fábricas. Em contraponto, as vendas online cresceram em todas as regiões. Ao final de junho sua posição de caixa era de R\$ 2,6 bilhões.

- Em 21 de setembro a Alpargatas alienou para a Vulcabras, 100% da unidade de negócio relativa à operação da marca "Mizuno" no Brasil, pelo valor de R\$ 200 milhões, fundamentado no montante de seu capital de giro. A venda está em linha com o planejamento estratégico da Alpargatas, intensificando o plano de crescimento através de investimentos em tecnologia e inovação, priorizando a expansão global, digital e de portfólio das marcas Havaianas e Osklen.

Duratex (DTEX3). Retração de 20% no lucro líquido recorrente do 1S20 para R\$ 71 milhões, com destaque para a estabilidade de receita (+0,7% ante o 1S19) e redução de 14% do EBITDA ajustado recorrente que alcançou R\$ 338 milhões. Um resultado sensibilizado por parada das fábricas e readequação fabril. Nesse cenário de pandemia a empresa manteve o foco na liquidez por meio de captação de R\$ 2,1 bilhões no semestre. Aquisição da Cecrisa reforçou o portfólio de produtos da companhia. Em adição a joint venture de celulose solúvel sinaliza melhores retornos à frente. A Duratex segue focada na geração de caixa e maximização de valor para o acionista, através de crescimento sustentável, aproveitando as oportunidades de inovação e digitalização, como instrumento de simplificar processos e alavancar os canais de vendas.

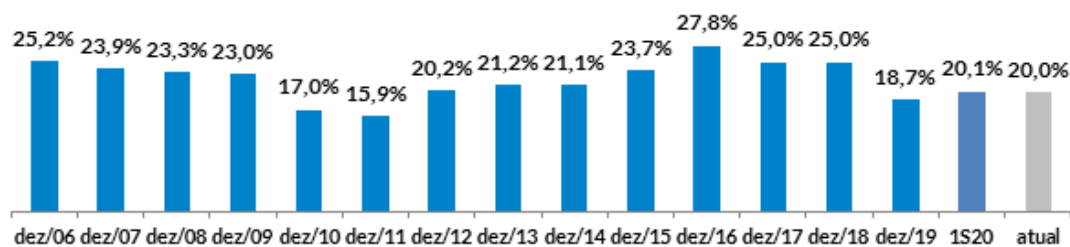
NTS. A companhia não registrou impactos relevantes nos resultados. Destaque para a postergação de obras civis e obras não urgentes e a retomada parcial das operações de campo em junho. A companhia possui contratos de transporte de gás (GTA) com vencimento até 2031 e autorizações de operação com vencimento até 2041. Sua concessão possui 100% da capacidade contratada (pela modalidade *ship or pay*) e transporta aproximadamente 50% do gás consumido no Brasil. O investimento realizado pela Itaúsa foi de R\$ 926 milhões e ela já recebeu R\$ 688 milhões em proventos desde a aquisição.

Valor de Mercado das Partes (soma das companhias investidas) versus o Preço da Itaúsa. Em 23.09.20 a posição da Itaúsa no capital do Itaú Unibanco era de 37,4% e representava 88,7% em Valor de Mercado, seguido de Alpargatas cuja participação de 29,2% representava 6,5% do Valor de Mercado. Demais participações seguem indicadas abaixo. Somadas, estas participações nas companhias investidas totalizavam um Valor de Mercado de R\$ 92,5 bilhões, que se compara a R\$ 74,0 bilhões de Valor de Mercado da Itaúsa ao preço da PN na mesma data, resultando em um desconto de 20,0% da Itaúsa em relação à soma das partes. Lembrando que ha 30 dias (em 23. ago.20) esse desconto havia sido reduzido para a casa de 16%.

Empresas R\$ milhões	Código	Nº ações milhões	Cotação R\$/ação	Valor de Mercado	Partic. Itaúsa	Valor Merc. Participação	%
ItaúUnibanco	ITUB4	9.762	22,48	219.456	37,4%	82.054	88,7%
Alpargatas	ALPA4	579	35,85	20.751	29,2%	6.057	6,5%
Duratex	DTEX3	690	16,96	11.698	36,6%	4.285	4,6%
Nova Transportadora do Sudeste - NTS*					7,7%	1.191	1,3%
Demais ativos e passivos líquidos**						-1.047	-1,1%
Soma das partes em 23/09/2020						92.540	100,0%
Itaúsa	ITSA4	8.411	8,80	74.015		74.015	
Desconto						20,0%	

Histórico do desconto (Itaúsa versus a Soma das partes)

média 2006 - cot.atual: 21,9%

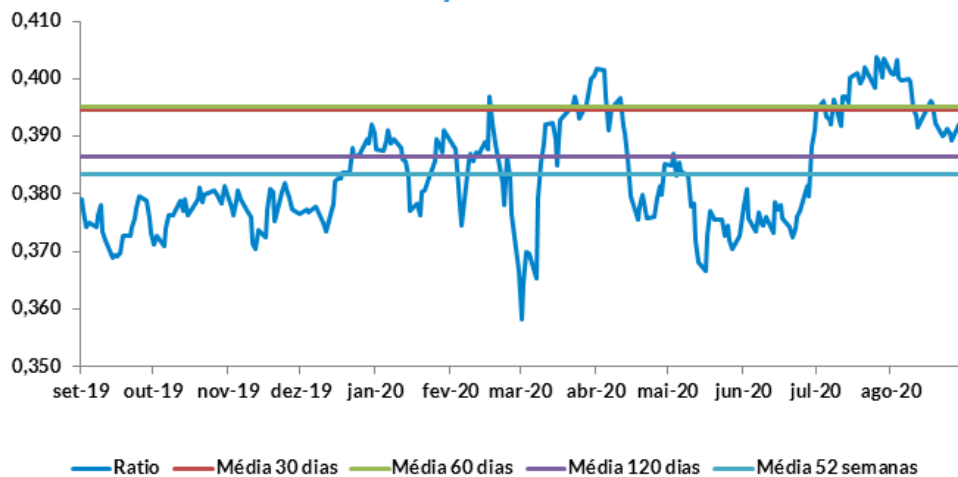


(*) Refere-se ao valor contábil da participação no capital da NTS;

(**) Valor Líquido de demais ativos e passivos (balanço patrimonial em 30/jun/20); Fonte: Itaúsa/Planner Corretora.

Arbitragem Itaúsa versus Itaú Unibanco. Considerando a correlação entre as duas ações, adquirir ITSA4 é uma forma de comprar ITUB4. Com base nas cotações atuais (23/set) e olhando a média de 30 dias, os preços relativos estão favorecem o posicionamento nas ações da Itaúsa (+0,8% no par), alternando para as ações do Itaú Unibanco nos prazos mais longos. Reiteramos a recomendação de COMPRA para ambas as companhias.

Relação ITSA4 / ITUB4



Fonte: Economática/Planner Corretora.

Cotações atuais (R\$/ação)		
ITSA4		8,80
ITUB4		22,48
Histórico dos ratios		
ITSA4 / ITUB4	Ratio	Potencial
Ratio atual:	0,391
Ratio 52 semanas:	0,383	-2,1%
Ratio 120 dias:	0,387	-1,3%
Ratio 60 dias:	0,395	0,9%
Ratio 30 dias:	0,395	0,8%
Operação Sugerida		
LONG & SHORT		
ITSA4		ITUB4
Faixa de entrada		
Ratio máximo de entrada:	0,397	
Stop (ganho e perda)		
Ratio alvo (30 dias):	0,395	
Potencial pelo atual:	0,8%	
Potencial pelo máximo:	-0,7%	
Ratio para stop de perda:	0,374	
Limite de perda:	4,5%	

Data última cotação: 23/09/2020

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.