

# Capital Extreme

Analises para Investimento

AÇÕES EM DESTAQUE



# Itaúsa

Junho/Julho de 2018

# Informações

## Gerais

A Itaúsa é uma *holding*, tendo como principal controlada o Banco Itaú. A importância do Banco Itaú nesta Companhia é inegável. Comprar Itaúsa é basicamente comprar ITUB.

No entanto, a Itaúsa é mais que o Banco Itaú, ainda que, de fato, suas outras controladas e investidas não tenham tanta atratividade, mas por outro lado, representa uma pequena diversificação, que somada ao desconto de holding, torna tal companhia mais atraente que o próprio banco.

A composição da Itaúsa é a seguinte:

Alpargatas – A Itaúsa detém 42,89% das ações ordinárias e 10,82% das ações preferenciais da Alpargatas, representativas de 27,55% do total de ações.

Nova Transportadora do Sudeste S.A. – NTS – A Itaúsa tem uma pequena participação na companhia, tendo adquirido em abril de 2017, mediante compra de ações detidas pela Nova Infraestrutura Fundo de Investimentos em Participações (FIP), 7,65% no capital social.

Duratex – A Itaúsa detém 36,68% das ações ordinárias da companhia;

Elekeiroz – A Itaúsa vendeu 100% das ações que detinha.

Itautec – sem atividade, 98,93% da Itautec é da Itaúsa.

BANCO ITAÚ – A Itaúsa detém 50% das ações ordinárias e 100% das ações preferenciais da IUPAR, representando assim 66,53% do total das ações. Por sua vez, a IUPAR tem 51,71% das ações ordinárias do banco. Diretamente, a Itaúsa tem 39,21% das ações ordinárias do banco. As ações preferenciais do banco estão quase em sua totalidade *freefloat*, ou seja, pulverizadas no mercado e por isso com grande liquidez. Direta e indiretamente, a ITAÚSA detém 37,51% do Itaú.

Como já mencionado, o que importa mesmo aqui é o Banco Itaú, mas isso não nos exime de apresentar alguns números das demais investidas:

Alpargatas: ROE médio de 16,72%, lucro por ação médio de 6,36% ao se considerar a cotação de R\$12,08, endividamento de 0,71x o patrimônio líquido. É uma boa Companhia, mas hoje não recomendaria a

compra de Alpagatas isoladamente, mas no conjunto a Alpagatas incrementa a Itaúsa, inclusive para fins de diversificação associada ao desconto.

Duratex – ROE médio de 3,25%, lucro por ação médio de 2,78% com a cotação a R\$8,05, endividamento de 0,93x o patrimônio líquido. A companhia vem se recuperando de um período nebuloso, mas também não recomendo a compra direta neste momento, tampouco me parece útil para a Itaúsa.

## Números

Sendo uma holding, a primeira tarefa é reconhecer o desconto que o investidor tem ao comprar suas ações considerando o valor de suas investidas.

A Itaúsa reportou um desconto de 20,77% com as cotações de 30 de maio de 2018, mas para isso considera o valor de

mercado de suas investidas. De fato, para o Banco Itaú esse cálculo é justo, mas para as demais, em especial a Elekeiroz que foi vendida por preço muito inferior ao de mercado, o cálculo deve ser ajustado. Mesmo com o ajuste, o peso dessas empresas perto do banco é irrisório, então pouca coisa muda.

Companhia	Quantidade	Cotação Média <sup>1</sup>	Valor de Mercado	Part%	Valor/Part%
Itaú	6487678	36,62	R\$ 237.578.768,36	0,3751	R\$ 89.115.796,01
Duratex	689306	5,5	R\$ 3.791.183,00	0,3668	R\$ 1.390.605,92
Alpagartas	463053	11,45	R\$ 5.301.956,85	0,2755	R\$ 1.460.689,11
Itautec	11072	1	R\$ 11.072,00	0,9893	R\$ 10.953,53
Elekeiroz	31485	0,95	R\$ 29.910,75	0,9660	R\$ 28.893,78
NTS					R\$ 1.393.000,00
Outros					-R\$ 2.403.000,00
Soma					R\$ 90.996.938,36
VI Mercado	8414200	8,9	R\$ 74.886.380,00		R\$ 74.886.380,00
Desconto					17,705%

\* Ajustado a preço justo

<sup>1</sup> - Média aritmética entre ON e PN

Pelo resultado, comprar as ações da Itaúsa significa que você está comprando as ações das Companhias investidas com desconto de 17%, o que significa uma rentabilidade possivelmente maior do que ao comprar as ações das companhias separadamente, em especial do Banco Itaú.

Mas não basta o desconto para ser um bom investimento e muito menos para estar neste relatório, é preciso dar

segurança ao investidor e bons retornos, e para isso precisamos entender que mais de 90% do que se compra, se está comprando Banco Itaú, o maior Banco da América Latina, com números consistentes, de pouco risco quando comparado com seus pares, e também de baixo risco ao comparado com as demais companhias listadas na bolsa. Aliás, nem seria preciso calcular o beta do Banco Itaú para dizer isso.

O endividamento da Itaúsa é de apenas 0,21x o patrimônio líquido, o ROE médio é de 18,65%, e com a cotação a R\$8,90, o lucro médio por ação está em 12,08%.

## Retorno

## Esperado

O Retorno esperado (exigido) para ITAUSA, considerando seus aspectos, em especial o beta, apontam como sendo atualmente de 8,35% ao ano, quando na verdade o papel apresenta uma taxa de

retorno para o acionista de 10%. Não podemos confundir essa taxa de retorno com o lucro por ação, tampouco com retorno em dividendos.

O retorno com dividendos é apenas uma parte do retorno para o acionista, uma vez que parte dos recursos são reinvestidos na companhia, a taxa ROE; o lucro por ação também não pode ser considerado como única fonte de retorno, justamente porque o que é reinvestido tem uma taxa diferente (ROE).

## Preço Justo

Para a definição do preço justo, utilizamos basicamente o modelo CAPM para encontrar a taxa de retorno esperada, e com ela o preço baseado nos dividendos e na sua taxa de crescimento.

Os dividendos devem ser considerados aqueles esperados para o próximo ano.

Dividendos estimados 2019: R\$0,60 a R\$0,90.

Estamos estimando a taxa de aumento dos dividendos em 2,33%, considerando o aumento do lucro entre os anos de 2016/2017, sendo uma taxa bem conservadora.

Considerando essas estimativas, o preço justo deve ser fixado em R\$12,00 por ação; estando negociadas no momento em que este relatório é feito no valor de R\$8,90 (ITSA4). Isso significa dizer que há um *upside* (potencial de valorização) de aproximadamente 34,83% para as ações ITSA4.

Pelo exposto, nossa recomendação é de compra de ITSA4.

# Informações

## Adicionais

Começo com uma crítica: para mim foi incompreensível a venda da Elekeiroz pelo preço ajustado. A Companhia estava em um processo de recuperação, não que significasse um bom investimento pelo preço de mercado, mas pelo preço que foi negociada valeria a pena permanecer com ela, ainda que isso representasse um custo adicional de administração.

A Itaúsa teve insucesso com a Itaotec, fez um péssimo negócio com a Elekeiroz, e isso nos faz acender a luz amarela quanto aos demais investimentos e sua administração, até porque a Duratex não é um sonho de consumo. É claro que estamos basicamente a tratar aqui do Banco Itaú que dispensa apresentações, mas nem por isso se pode ficar feliz ao ver nossa Companhia jogando dinheiro fora.

O Lucro do último trimestre (R\$2.4Bi) foi muito bom, com um

aumento significativo quando comparado ao mesmo trimestre do ano anterior (1.94Bi). No entanto, tal percentual de aumento cai quando se leva em consideração apenas o lucro líquido recorrente, algo em torno de 16%, o que também não é ruim.

O que eu posso dizer, é que Itaúsa entrega bons resultados, conseguiu superar a crise com bastante resiliência, mas nem por isso podemos nos esquecer que reflexos da crise ainda podem comprometer parte dos resultados futuros, inclusive do Banco Itaú, chamando a atenção para grandes devedores como Odebrecht:

### Bancos esperam receber da Odebrecht R\$ 47 bi em dívidas

Com BNDES, BB e Caixa, a conta é de R\$ 30 bi, com Itaú e Bradesco, R\$ 9 bi



Escritório a Odebrecht em São Paulo: sem caixa, o grupo registrou prejuízo da ordem de R\$ 3 bilhões no último balanço - Andre Penner - 12.abr.2018/Associated Press

Josette Goulart

SÃO PAULO O risco de o grupo Odebrecht [não pagar parte de sua dívida](#) pode afetar diretamente os bancos brasileiros, que têm cerca de R\$ 47 bilhões a [receber da companhia](#).

Itaú e Bradesco, que fazem parte desses credores, estão na fase final de negociação de um [novo empréstimo](#) para a Odebrecht a ser anunciado nesta semana.

Em resumo, nossa recomendação é de compra, mas qualquer investimento em ação merece constante vigilância.

## Conclusão

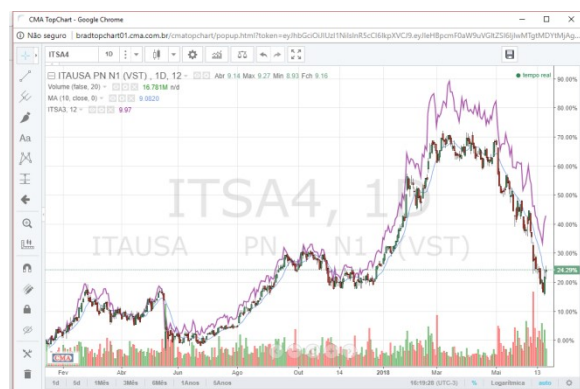
Itaúsa é uma ótima opção de investimento, guardando todos os atributos necessários para a sua indicação. O Itaú é uma companhia bem administrada, e isso é importantíssimo porque estamos a tratar aqui de sua *holding*, com um desconto significativo quando comparado com suas investidas, boa rentabilidade, enfim, não há como se falar em investimento de longo prazo em ações sem ter em sua carteira um espaço reservado para ITSA.

Na hora da compra, é importante observar a diferença de preço de entre ITSA3 e ITSA4, dando preferência a de menor valor, uma vez que uma e outra têm suas vantagens e desvantagens comparativamente, e as variações entre

ON e PN nos permite aproveitar oportunidades de *long and short*<sup>1</sup>.

Para entender melhor, as preferenciais por muitos anos foram mais valorizadas, mas recentemente a situação se inverteu e nada impede que no futuro haja nova inversão, já que não vejo risco da Itaúsa ter algum conflito societário.

Quando isso acontecer, será hora de fazer um long and short, e se você estiver comprado em ITSA3, a hora pode ser agora:



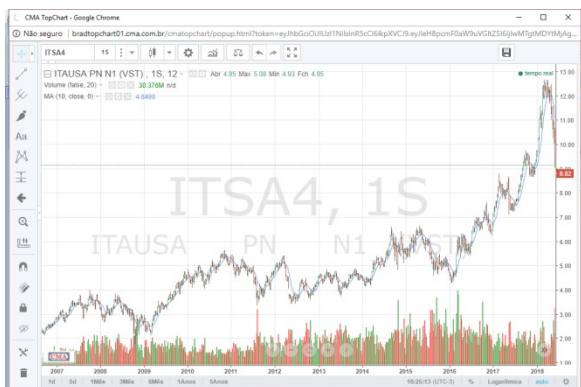
Fonte: Bradesco Corretora

<sup>1</sup> Operação casada de compra e venda de ativos com variação momentânea na distância entre os preços, Neste caso, operação de venda de ações de uma classe para a compra de outra da mesma Companhia, se beneficiando com a desvalorização temporária da segunda, revertendo a operação quando os preços retornarem a condição normal. Ex.: vendendo ações ordinárias para a compra de preferências, já que neste momento as ações ordinárias estão mais valorizadas.



Não podemos deixar de considerar que o ágio pago pela ITAÚSA ao se considerar a relação Valor Patrimonial/Valor de Mercado, está em pouco mais de 50% (1,54), ou seja, paga-se hoje 50% a mais pela empresa que o seu valor patrimonial, o que pode ser considerado pouco diante de uma Companhia com esses fundamentos.

Por fim, é interessante pontuar que nos últimos 10 anos ITSA4 se valorizou 2,9x ou 190%, de R\$3,06 para R\$8,90, o que representa um retorno anual de 11,23%. Nossa expectativa é que o retorno para os próximos 10 anos seja melhor, mas nada extraordinário. Itaúsa representa segurança no mercado de ações e não retornos extraordinários.



Fonte: Bradesco Corretora

É claro que aqui quando falamos em segurança, não estamos falando em renda fixa, mas o tamanho e os números do Banco Itaú nos permitem dizer que se trata de um dos investimentos mais seguros da Bolsa brasileira:

#### Lucro do Itaú Unibanco é maior que economia de 33 países

O lucro de R\$ 7,055 bilhões do Itaú Unibanco no primeiro semestre, divulgado na semana passada, é maior do que toda a economia de 33 países. De acordo com um levantamento feito pelo UOL com dados do Banco Mundial, os ganhos do maior banco privado brasileiro apenas no primeiro semestre (cerca de US\$ 3,11 bi) são maiores do que o PIB (Produto Interno Bruto) de Aruba, Cabo Verde e Butão, por exemplo.

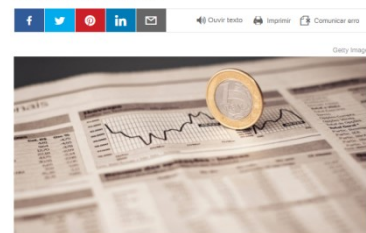
Os 33 países mais pobres do mundo ficam principalmente na África, Oceania, Ásia e América Central. O ranking do Banco Mundial compara a economia de 190 países.

Em 2012, a economia brasileira foi considerada a sétima maior do mundo, atrás de Estados Unidos, China, Japão, Alemanha, França e Reino Unido.

Fonte: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2013/08/06/controladora-itaun-tem-lucro-de-r-2565-bilhoes-em-1-semestre.htm>

#### Itaú é empresa da Bolsa que mais lucrou; Petrobras tem maior prejuízo

Do UOL, em São Paulo 30/03/2017 17h50



Os bancos Itaú Unibanco e Bradesco são as empresas que registraram os maiores lucros em 2016 entre as empresas com ações negociadas na Bolsa brasileira. A Petrobras, por outro, foi a que teve o maior prejuízo.

Fonte: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2017/03/30/itau-e-empresa-da-bolsa-que-mais-lucrou-petrobras-tem-maior-prejuizo.htm>

Valença-RJ, 20 de junho de 2018.

## DECLARAÇÃO DO ANALISTA:

### *Disclaimer*

Este relatório é um conjunto de informações públicas organizadas de acordo com a opinião do analista, não podendo ser utilizado como único elemento para compra ou venda do ativo analisado. Não representa, pois, compromisso com resultados futuros, cuja intenção é auxiliar o investidor na tomada de decisão, mas sem qualquer vinculação.

O Investidor foi cientificado quando da contratação dos riscos que o mercado de renda variável representa, por sua própria natureza, podendo sujeitar o investidor a perdas significativas e, por isso, deve estar sempre respaldado pelo conhecimento e diversificação.

O analista responsável por este relatório é Antonio Marcus Ermida, certificado CNPI número 1949, observando o cumprimento da instrução CVM 598/2018\*, tendo sido elaborado de modo independente, sem qualquer ingerência ou sugestão de terceiros, representando as opiniões pessoais do responsável e seus colaboradores.

Fotografias, gráficos e outros elementos retirados de livros, sites, revistas ou outras fontes, são reproduções parciais autorizadas por lei cuja fonte está indicada, em regra, logo após a informação ou imagem utilizada.

**ATENÇÃO: O INVESTIMENTO EM RENDA VARIÁVEL É ARRISCADO, PODENDO HAVER PERDAS SIGNIFICATIVAS.**

● <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst598.pdf>