

Itaúsa: Resultado de 2017 reflete principalmente a participação da holding no Itaú Unibanco

A Itaúsa registrou no 4T17 um lucro líquido recorrente de R\$ 2,51 bilhões (ROAE de 19,0%) com crescimento de 7,6% em relação aos R\$ 2,33 bilhões do 4T16 (ROAE de 19,7%), e alta de 8,1% em relação ao trimestre imediatamente anterior. Com este resultado, o lucro líquido recorrente de 2017 somou R\$ 9,12 bilhões (ROAE de 18,2%), equivalente a um crescimento de 5,5% em relação ao lucro recorrente de R\$ 8,64 bilhões de 2016 (ROAE de 18,6%).

Mais uma vez o resultado de 2017 pode ser explicado principalmente pela área de serviços financeiros, que através da participação no Itaú Unibanco, contribuiu com 98,8% do resultado de equivalência patrimonial. Seguimos com recomendação de COMPRA e elevamos o preço justo para a Itaúsa de R\$ 14,00/ação para R\$ 16,00/ação.

Mario Roberto Mariante, CNPI*

mmariante@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2561

Victor Luiz de F Martins

vmartins@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2565

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

Itaúsa - controladora R\$ milhões	4T16	3T17	4T17	var % trim	var % 12m	2016	2017	var %
Lucro Líquido	1.898	2.350	1.942	-17,4	2,3	8.211	8.403	2,3
Lucro Líquido recorrente	2.334	2.323	2.511	8,1	7,6	8.643	9.120	5,5
ROAE recorr. %	19,7	18,3	19,0	0,7 pp	-0,7 pp	18,6	18,2	-0,4 pp
Patrimônio Líquido	47.729	51.662	53.229	3,0	11,5	47.729	53.229	11,5
Valor de Mercado	60.855	81.986	80.865	-1,4	32,9	60.855	80.865	32,9
P/VPA (x)	1,3	1,6	1,5			1,3	1,5	

Fonte: Itaúsa/Planner Corretora.

Resultado recorrente de 2017 acompanha principalmente o desempenho de sua principal controlada o Itaú Unibanco. A Itaúsa é uma empresa Holding que controla o Itaú Unibanco e as companhias não financeiras, Alpargatas, Duratex, NTS, Elekeiroz e Itautec, entre outros ativos. Seu resultado é composto basicamente pelo Resultado de Equivalência Patrimonial (REP), apurado a partir do resultado destas controladas.

No 4T17 o REP recorrente foi de R\$ 2,35 bilhões, apresentando um crescimento de 3,4% em comparação com o 4T16. O resultado recorrente proveniente do setor financeiro foi de R\$ 2,25 bilhões (95,5% do total), após leve retração de 1,7% em relação a igual trimestre de 2016. Em 2017 o REP recorrente somou R\$ 9,26 bilhões, um aumento de 6,7% em relação a 2016, explicado basicamente por elevação de 4,4% no resultado proveniente do Itaú Unibanco (R\$ 9,14 bilhões) e que representou 98,8% do total.

Resultado de Equiv. Patrimonial 2017 Controladas (R\$ milhões)	Itaú Unibanco	Alpargatas	Duratex	Elekeiroz	Itautec	Outras Áreas	Total
Lucro Líquido Recorrente	24.399	173	181	40	-23	-6	
(x) Partic. Direta/Indireta	37,64%	27,55%	36,68%	96,60%	96,93%	100,00%	
(=) Partic. no Lucro Líquido Recorrente	9.184	48	66	39	-23	-6	9.308
(+/-) Result. Equivalencia não decorrente do Luc.Liq.	-49	0	0	0	0	0	-49
Result. Equivalencia Patrimonial recorrente	9.135	48	66	39	-23	-6	9.259
Resultado não recorrente	-589	-29	2	7	0	0	-609
Resultado de Equivalência Patrimonial	8.546	19	68	46	-23	-6	8.650
participação relativa (%)	98,8%	0,2%	0,8%	0,5%	-0,3%	-0,1%	100,0%

Fonte: Itaúsa/Planner Corretora.

Código	ITSA4
Recomendação	COMPRA
Cotação atual (R\$)	R\$ /ação 13,70
Preço justo	R\$ /ação 16,00
Potencial	% 16,8
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação 7,82 - 13,99

Dados da Ação		
Total de ações	milhões	7.473,6
Ações Ordinárias	%	37,8
Free Float	%	65,6
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	289,9
Valor de Mercado	R\$ milhões	103.095

Desempenho da Ação	Dia	Ano	52 Sem.
ITSA4	-0,3%	34,3%	50,6%
Ibovespa	-0,2%	11,9%	30,0%

Cotação de 7/3/2018

Principais Múltiplos	2017	2018E	2019E
P/L (x)	9,6	10,4	9,4
ROE (%)	18,2	17,8	18,2
Lucro Liq. recorr. (R\$ mm)	9.120	9.850	10.950
Payout (%)	42,1	55,0	55,0
Retorno Dividendo (%)	5,0	5,3	5,9
Cotação/VPA (x)	1,6	1,8	1,6

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

Revisão de Portfólio de Investimentos. Esta questão segue como prioridade e visa a diversificação do portfólio de investimentos com a consequente redução da participação relativa do segmento de serviços financeiros. Com esse objetivo realizou no ano passado dois investimentos importantes, (i) o primeiro de R\$ 1,37 bilhão na participação acionária de 7,65% e debêntures conversíveis da Nova Transportadora do Sudeste (NTS). Em adição (ii) comprou, junto com a Holding que cuida dos investimentos da Família Moreira Salles, o controle da Alpargatas, através de um desembolso de R\$ 1,74 bilhão equivalente a 27,12% do capital total da Alpargatas.

O foco são investimentos que façam sentido e agreguem valor aos acionistas. Eventual recompra de ações também está contemplada. Mesmo assim, a participação relativa das ações do Itaú Unibanco na Itaúsa, permanece relevante, e neste 4T17 foi de 95,5% (sendo de 98,8% em 2017). Atentar que recentemente, houve uma troca na base de acionistas minoritários da Itaúsa. A Petros que tinha 15% do capital votante deu lugar a Fundação Antonio e Helena Zerrenner (FAHZ) - antiga controladora da Antarctica e sócia relevante da Ambev.

Novas aquisições não estão descartadas embora não exista nada de concreto no momento. Foi objeto de questionamento na teleconferência de resultados, o eventual interesse da Itaúsa no processo de venda de 90% da participação da Petrobras na sua subsidiária Transportadora Associada de Gás (TAG), que detém autorizações de longo prazo para operar e administrar um sistema de gasodutos de 4,5 mil quilômetros de extensão, localizado principalmente nas regiões Norte e Nordeste do Brasil. A companhia confirmou que estuda o negócio da NTN após a aquisição de parte da NTS, mas que não tem nada definido e que possa ser objeto de divulgação.

Foi perguntado também sobre o interesse na venda de sua participação na Elekeiroz para um Fundo Americano. A empresa disse que não tem nenhuma proposta na mesa, mas que, poderá estudar caso a oferta seja adequada. Eventual diversificação de portfólio com aquisições no setor elétrico estão descartadas.

Programa de Recompra/Cancelamento de Ações da Itaúsa. Em 07/08/2017, o Conselho de Administração da Itaúsa deliberou cancelar as 50.970.229 ações ordinárias escriturais de emissão própria existentes na tesouraria, mediante absorção de R\$ 448,7 milhões consignados nas reservas de lucros. Na mesma reunião foi renovada a autorização para aquisição, no período de 18 meses e a preço de mercado, de até 50 milhões de ações ordinárias e igual quantidade de ações preferenciais de emissão própria para tesouraria. Posteriormente, em 10/10/2017, o Conselho de Administração elevou os limites para até 153.700.000 ações escriturais de emissão própria, sendo 103.700.000 ordinárias e 50.000.000 preferenciais.

A política de distribuição de proventos permanece. Assim todo o volume de dividendos e/ou JCP recebidos do Itaú Unibanco serão 100% distribuídos pela Itaúsa aos seus acionistas. Nesse contexto, como as ITSA4 são negociadas com desconto em relação a soma das partes de suas companhias investidas, o *yield* via Holding é proporcionalmente acima do retorno do banco.

Pagamento de proventos. Reunido em 19/fev/18 o Conselho de Administração da Itaúsa deliberou pagar em 07/03/2018 o JCP declarado em 19/12/2017, tendo como data-base 22/12/2017, no valor de R\$ 0,168060/ação (líquido de R\$ 0,142851/ação).

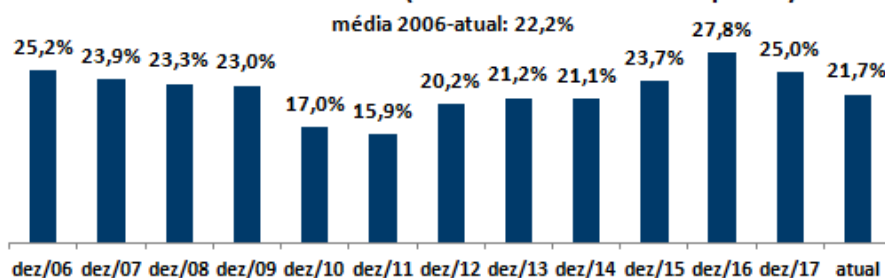
Em adição declarou JCP e dividendos adicionais, tendo como data-base 22/02/2018: (1) JCP no valor de R\$ 0,37400/ação (líquido de R\$ 0,31790/ação) a serem pagos em 07.03.18; (2) dividendos no valor de R\$ 0,11025/ação a serem pagos em 07.02.18; e (3) pagar dividendos em 05/04/2018 no valor de R\$ 0,18500/ação, de modo que nesse caso, esse valor possa ser utilizado para integralização das ações que eventualmente vierem a ser subscritas pelos acionistas na chamada de capital aprovada (e descrita a seguir). Esses 3 proventos somam líquidos R\$ 0,61315/ação e corresponderam a um retorno líquido de 4,6% para os acionistas.

Chamada de Capital. Eventualmente a Itaúsa poderá fazer emissão privada de ações para recompor seu caixa, como é o caso da chamada de capital aprovada pelo Conselho de Administração, que deliberou sobre a elevação do capital social da companhia em R\$ 1,37 bilhão, mediante emissão de novas ações para subscrição particular, ao preço de subscrição de R\$ 7,80 por ação ordinária ou preferencial, ajustada com deságio de aproximadamente 30%. Os acionistas poderão exercer o direito de preferência à subscrição no período de 28/02/2018 a 29/03/2018, na proporção de 2,3501435% sobre as ações da mesma espécie que possuem em 22/02/2018. Recomendamos aos acionistas que façam a subscrição utilizando os dividendos (R\$ 0,18500/ação brutos) propostos e que serão pagos em 05.04.2018.

Valor de Mercado das Partes (soma das companhias investidas) versus Desconto no Preço da Itaúsa. Em 07 de março de 2018 a posição da Itaúsa no capital do Itaú Unibanco era de 37,64% e representava 96,5% em Valor de Mercado, seguido de Duratex cuja participação de 36,68% no capital representava 2,2% do Valor de Mercado da Holding Itaúsa. A participação de 27,55% no capital da Alpargatas, por sua vez, representava 1,7% do valor de mercado. A participação de 98,93% na Itautec significava 0,1% no total de ativos. Os 96,60% na Elekeiroz correspondiam a 0,2% dos ativos. NTS com 1,1% e demais ativos com participação de -1,7% completam o portfólio.

Empresas R\$ milhões	Código	Nº ações milhões	Cotação R\$/ação	Valor de Mercado	Partic. Itaúsa	Valor Merc Partic	%
ItaúUnibanco	ITUB4	6.465	51,85	335.191	37,64%	126.166	96,5%
Alpargatas	ALPA4	463	16,93	7.839	27,55%	2.160	1,7%
Duratex	DTEX3	689	11,25	7.755	36,68%	2.844	2,2%
Elekeiroz	ELEK4	31	10,10	318	96,60%	307	0,2%
Itautec	ITEC3	11	15,61	173	98,93%	171	0,1%
Nova Transportadora do Sudeste - NTS*						1.387	1,1%
Demais ativos e passivos líquidos (balanço individual)						-2.273	-1,7%
Soma das partes em 07/03/2018						130.762	100,0%
Itaúsa	ITSA4	7.474	13,70	102.389		102.389	
Desconto						21,7%	

Histórico do desconto (Itaúsa versus a Soma das partes)

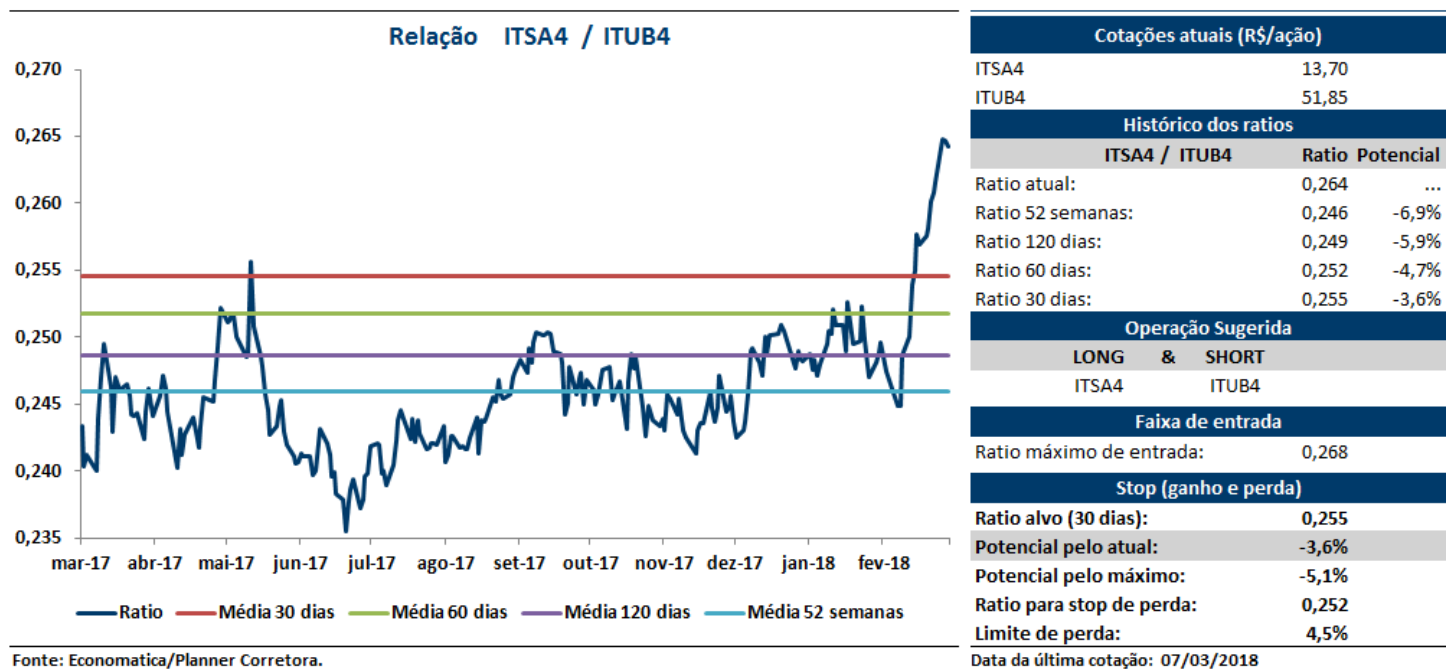


(*) Refere-se ao valor contábil das debêntures e da participação no capital da NTS;

Fonte: Itaúsa/Planner Corretora.

Somadas, estas participações proporcionais nas companhias investidas totalizavam um Valor de Mercado de R\$ 130,76 bilhões. Este montante se compara a R\$ 102,39 bilhões de Valor de Mercado da Itaúsa ao preço da preferencial, na mesma data, resultando em um desconto de 21,7% da Holding Itaúsa em relação à soma das partes. Atentar que este desconto está pouco abaixo da média de 22,2% do período de 12 anos, entre dezembro de 2006 e a relação atual.

Arbitragem entre Itaúsa (ITSA4) e o Itaú Unibanco (ITUB4). Uma maneira de analisar os números entre as companhias é ver a relevância da participação relativa das ações do Itaú Unibanco na Itaúsa, que em 07.03.2018 era de 96,5%. Desta forma, comprar Itaúsa (ITSA4) é uma forma de comprar ITUB4, considerando a forte correlação entre os resultados. Com base nos preços atuais dos dois ativos e olhando a média de 30 dias, os preços relativos embutem uma perda potencial de 3,6% na compra de Itaúsa frente os papéis do Itaú Unibanco. Ou seja, no momento vemos um maior potencial para as ações do banco. Mantemos opção de compra para ambas as companhias, Itaúsa (ITSA4) com preço justo de R\$ 16,00/ação (elevado de R\$ 14,00/ação) e Itaú Unibanco (ITUB4) com preço justo de R\$ 59,00/ação (elevado de R\$ 52,00/ação).



Elevamos nosso preço justo para as ações da Itaúsa e permanecemos com recomendação de COMPRA. Tomando por base principalmente a alteração de preço justo para sua principal controlada (Itaú Unibanco), elevamos o preço justo para as ações ITSA4, de R\$ 14,00/ação para R\$ 16,00/ação e mantivemos a recomendação de COMPRA para seus papéis.

Esperamos que o Itaú Unibanco possa continuar entregando resultados crescentes, norteado pelas estimativas previstas em seu *guidance*, com uma melhor dinâmica de crescimento das operações de crédito, estabilidade de margem com clientes, somada a queda do custo do crédito, bom crescimento das receitas de serviços e comportamento das despesas não decorrentes de juros abaixo da inflação. Nesse contexto, aliado a novas premissas macroeconômicas e de custo de capital próprio, seguimos com recomendação de COMPRA e elevamos o preço para R\$ 59,00/ação.

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

Cristiano de Barros Caris
ccaris@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI
lcaetano@plannercorretora.com.br

Karoline Sartin Borges
kborges@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins
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 à 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.

(*) Conforme o artigo 16, parágrafo único, da ICVM 483, declaro ser inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise.

Declaração do(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento), nos termos do art. 17 da ICVM 483

O(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que as recomendações contidas neste refletem exclusivamente sua(s) opinião(ões) pessoal(is) 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.

Declaração do empregador do analista, nos termos do art. 18 da ICVM 483

A Planner Corretora e demais empresas do Grupo declaram que podem ser remuneradas por serviços prestados à(s) companhia(s) analisada(s) neste relatório.