

Itaú

Experiência e expertise.

Atualizando o otimismo

Continuamos otimistas com as ações do Itaú para investidores de longo prazo. As quedas recentes do papel, valuation atrativo e resultados consistentes sustentam nossa recomendação.

Resultados recentes satisfatórios

O Itaú apresentou resultados satisfatórios no 1T17, com expansão de quase 20% do lucro líquido em relação ao mesmo período de 2016, totalizando R\$ 6,2 bilhões. O principal indicador de rentabilidade (ROE) ficou em 22%, com expansão de 2,4 p.p. em relação ao 1T16. Segue a evolução de outros indicadores: Margem financeira com clientes -2,7%; margem financeira com o mercado +7,5%; despesas com provisão -31,1%; receitas de serviços e resultado de seguros +6,3%; índice de eficiência +0,1%. O índice de inadimplência continua sendo o grande assunto para 2017. Tanto micro e pequenas empresas como pessoa física continuam apresentando constante queda nos indicadores (inadimplência 90 dias), terminando o trimestre em 5,6% e 5,3%, respectivamente. Por outro lado, grandes empresas apresentaram leve expansão, para 1,6% no 1T17. As despesas com provisão para créditos de liquidação duvidosa passaram de R\$ 7,8 bi no 1T16 para R\$ 5,4 bi neste trimestre. O capital principal terminou o período em 15,4%. Se considerarmos regras integrais de Basileia III e consolidação do Citibank (além do payout), o capital ficaria em 13,8%, bastante confortável em relação às exigências regulatórias.

Projeções e expectativas positivas

A carteira de crédito do Itaú deverá apresentar expansão entre 0% e 4% no ano de 2017, sinalização ainda modesta. No entanto, deveremos ver expansão. A margem financeira com clientes deve cair para intervalo entre -4% e -0,5%; resultado de créditos de liquidação duvidosa deve somar entre R\$ 14,5 e R\$ 17 bi; receitas de prestação de serviços e resultados de seguros devem expandir entre 0,5% e 4,5% e por fim as despesas não decorrentes de juros devem subir entre 1,5% a 4,5%.

Dividendos consistentes, diferenciais e avenidas de crescimento

A política atual do Itaú de distribuição de lucros foi elevada (a partir de fevereiro de 2017) para um patamar entre 35% e 45%. Ou seja, não só por conta dos bons resultados, mas também pela forte estrutura de capital, o Banco Itaú conseguirá distribuir boa parte dos lucros. Para manter a trajetória de crescimento o banco deve (i) acelerar o processo de transformação digital; (ii) avançar no processo de internacionalização e (iii) continuar evoluindo na gestão de riscos. Não descartamos novas aquisições ao longo do tempo, contudo, movimentos marginais e estratégicos para o banco devem ser o foco.

Cenários e avaliação

Após os resultados do 1º trimestre, acreditamos que o Itaú tenha condições de reportar lucro líquido próximo a R\$ 24 bi no ano de 2017, ou seja, com ROE muito próximo de 20%. Quando comparamos com a taxa básica de juros, que caminha para patamar de um dígito, chegamos em uma rentabilidade relativa bastante satisfatória. Assim, consideramos justo o Itaú ser negociado acima de 2x P/B (preço em relação ao valor patrimonial). Se olharmos para outro múltiplo, P/L, também vemos desconto em relação à média do Ibovespa. Em resumo, não esperamos grandes mudanças nos fundamentos do Itaú no curto/médio prazo e também não concordamos com as quedas recentes do papel. Portanto, vemos esse movimento como uma oportunidade de entrada para investidores com perfil de longo prazo. O dividend yield de cerca de 4,4% também é um atrativo do papel, especialmente em um cenário de queda das taxas de juros.

Positivo

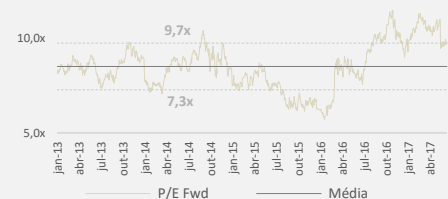
Preço Atual: R\$ 36,09
13-jun-17

Celson Plácido, CNPI
(11) 3526-1866
celson.placido@xpi.com.br

Marco Saravalle, CNPI
(11) 3027-2285
marco.saravalle@xpi.com.br

Bruna Pezzin, CNPI
(11) 3526-1452
bruna.pezzin@xpi.com.br

Evolução P/E Est - ITUB4



Cenários de Preço

	P/E	Preço	Var %
Hoje	9,8x	R\$ 36,09	-
Base	11,4x	R\$ 42,00	16% ↑
Ótimo	11,9x	R\$ 44,00	22% ↑
Stress	8,1x	R\$ 29,90	-17% ↓

Fontes: XP Investimentos

Principais Múltiplos

	2017E	2018E
P/E	9,8x	9,4x
EV/EBITDA	-	-
P/B	1,9x	1,7x
Dividend Yield*	4,4%	
Dívida Líq/EBITDA**	-	

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. *2017. **1T17.

Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

CENÁRIO BASE

R\$ 42,00 (+16%)

Em nosso cenário base o Banco Itaú continua entregando expansão de lucro satisfatória, com rentabilidade sob o patrimônio próximo de 20% a.a.

CENÁRIO ÓTIMO

R\$ 44,00 (+22%)

Em nosso cenário otimista o Banco Itaú apresenta forte expansão do lucro com rentabilidade sob o patrimônio mais próximo de 22% a.a.

CENÁRIO STRESS

R\$ 29,90 (-17%)

Em nosso cenário de stress, o Banco Itaú pode apresentar algumas "surpresas" negativas, sobretudo em provisões adicionais ou desempenho abaixo da expectativa, com destaque para o segmento de grandes empresas, que nos traz maior preocupação.

Tabela 1. Consenso Bloomberg

R\$ Milhões	2015	2016	2017E	2018E
Receita Líquida	147.337	193.150	107.643	111.439
Crescimento A/A		31%	-44%	4%
EBITDA	-	-	-	-
Crescimento A/A		-	-	-
Margem EBITDA	-	-	-	-
Lucro Líquido	26.156	23.582	23.991	24.852
Crescimento A/A		-10%	2%	4%
Margem Líquida	17,8%	12,2%	22,3%	22,3%

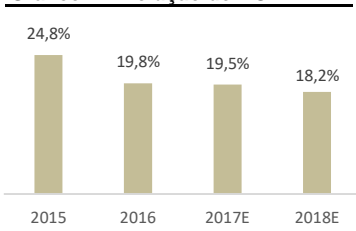
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

Tabela 2. Outras Informações

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquido	-
Ações em Circulação	6.513
Market Capitalization	226.863
Performance da Ação	
Últ. Semana	1%
Últ. Mês	-10%
Acumulada Ano	9%
Últimos 12 Meses	46%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos

Gráfico 2. Evolução do ROE



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

CATALISADORES

1. Crescimento das carteiras. Reforçamos nossa visão de que o ano de 2017 não deverá apresentar forte recuperação na demanda por crédito. No entanto, lembramos que o indicador certamente se expandirá e que poderemos ter surpresas positivas ao longo do 2º semestre do ano.

2. Inadimplência controlada. Os bancos se prepararam ao longo dos últimos anos para adequar o perfil de suas carteiras, com isso, não acreditamos em movimentos radicais, e sim em tendência de melhora ao longo do ano, como já pudemos ver em algumas linhas neste 1T17. O segmento de grandes empresas continua sendo a principal dúvida em termos de expansão das carteiras e provisionamentos.

3. Aquisições, dividendos ou recompra. O Itaú encontra-se em posição privilegiada no mercado brasileiro, ou com baixa alavancagem, o que pode ser entendido como potencial para fazer aquisições, aumentar a distribuição de dividendos e/ou fazer recompra. O último nos parece o mais provável no curto prazo. Até maio/17, o Banco Itaú Unibanco informou ter recomprado 28,4 milhões de ações preferenciais no ano.

RISCOS

1. Velocidade da recuperação econômica. O setor depende da demanda por crédito, o que ainda não deu sinais consistentes de recuperação. Um possível cenário de atraso na recuperação local, poderá se traduzir em revisões negativas para as perspectivas de resultados do banco.

2. Novos impactos em PJ (sobretudo em grandes empresas). Alguns provisionamentos foram realizados ao longo de 2016. Bem acima da média histórica, mesmo quando comparamos a anos de recessão no país. Num possível cenário de aumento do número de empresas em recuperação judicial ou falência, poderemos ver os indicadores piorando antes de apresentar melhora. Questões políticas e investigações poderão trazer incertezas adicionais em relação ao crédito à grandes empresas.

3. Regulação ou tributação. Não acreditamos que seja preocupação de curto prazo, mas já vimos a ação aumentar a volatilidade, sobretudo com preocupações com possíveis aumentos de impostos para o setor. Cenários adversos poderão afetar as

Disclaimer

- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Instrução CVM nº 483/10 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- 5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- 6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
- 7) Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.
- 8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- 9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- 10) A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- 11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: www.xpi.com.br.
- 12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
- 14) *O investimento em ações é indicado para investidores de perfil moderado e agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.*
- 15) *O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.*
- 16) *O investimento em termos é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. São contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.*
- 17) *O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos, e por isso é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.*
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.