

ITAÚSA

Conversa com analistas: Menor alavancagem e consolidação das investidas. JCP modificada pode ser trigger

Financials

Pontos principais:

Neste relatório, trazemos os principais destaques do evento realizado hoje (17/10) pela Itaúsa para analistas e investidores institucionais, incluindo: momento da gestão atual de portfólio de investimentos, alavancagem, extinção ou não dos juros sobre capital próprio (JCP) e a visão da empresa sobre o desconto de *holding* em relação a soma de suas partes.

Com a visão mais parcimoniosa sobre a economia brasileira e cenário de juros, a Itaúsa deve seguir usando o desinvestimento de sua participação da XP para desalavancar a *holding*. Concluída a etapa mais intensiva de investimento, a empresa se prepara para uma fase de consolidação de suas participações atuais.

Em relação ao *valuation*, as ações da Itaúsa negociam com 22% de desconto em relação ao valor de mercado de suas participações. Após readequar sua alavancagem, a estratégia da Itaúsa segue em continuar repassando 100% dos proventos recebidos do Itaú e usar os proventos das outras investidas para fazer frente a todas outras despesas (administrativas e financeiras). Ou seja, investir via Itaúsa continua sendo uma maneira mais barata de exposição ao fluxo de proventos do Itaú. Ademais, acreditamos que eventualmente a implementação de um JCP modificado copiando o modelo europeu possa destravar valor positivamente para a Itaúsa diminuindo o desconto de 22%.

Considerando nosso preço-alvo de R\$ 35,80 para o Itaú Unibanco e desconto de *holding* de 15%, chegamos a um *target* de R\$ 12,07 para as ações da Itaúsa, refletindo um *upside* de aproximadamente 36%.

Analistas

Eduardo Nishio

+55 (11) 3206-8244
eduardo.nishio@genial.com.vc

Wagner Biondo

+55 (11) 3206-8244
wagner.biondo@genial.com.vc

Lorenzo Giglioli

+55 (11) 3206-8244
lorenzo.giglioli@genial.com.vc

Companhias

ITSA4 BZ Equity

Comprar

Preço: R\$ 8,84 (17-Out-2023)

Target Price 12M: R\$ 12,07

Momento atual do portfólio: Maturação das investidas

O portfólio atual da Itaúsa é composto por 8 empresas, sendo que o término do ciclo mais intenso de investimentos ocorreu faz pouco tempo, finalizado em 2022 com a aquisição da CCR. O momento atual do portfólio é de maturar as teses e desinvestir as ações da XP visando pré-pagar a dívida de 2025 para reduzir a alavancagem, fazendo com que o portfólio se consolide com 7 companhias, todas líderes em seus mercados. Segundo a visão do CEO, Alfredo Setubal, as ações da XP devem ser integralmente vendidas até o 1S24 (saíram inicialmente de 15% de participação para atuais 2,7%). Apesar da diversificação do portfólio, o Itaú Unibanco representou 91,6% do resultado recorrente das empresas investidas no 1S23.

Setubal também ressaltou que a estratégia da Itaúsa não é gerir seu portfólio de investidas com um estilo de “*buy and hold*”, mas desinvestir ou aumentar participação ao longo do tempo quando entender necessário ou oportuno. Para acompanhar mais de perto suas investidas, a empresa criou uma área de acompanhamento, diferentemente da área de M&A (fusões e aquisições) que cuidará da prospecção de novos negócios. Assim, no longo prazo, o portfólio da Itaúsa pode mudar gradualmente.

Figura 1. Portfólio Itaúsa

| Empresa | Segmento | Participação |
|--------------------------------------|---|--------------|
| Itaú Unibanco | Instituição financeira (Banco) | 37,30% |
| XP Inc | Produtos e Serviços Financeiros | 2,70% |
| Alpargatas | Calçados e Vestuários | 29,60% |
| Dexco | Madeira, Louças, Metais Sanitários e Celulose Solúvel | 37,90% |
| CCR | Infraestrutura e Mobilidade | 10,30% |
| Aegea | Saneamento | 12,90% |
| Copa Energia | Distribuição de Gás (GLP) | 48,90% |
| Nova Transportadora do Sudeste (NTS) | Transporte de Gás Natural | 8,50% |

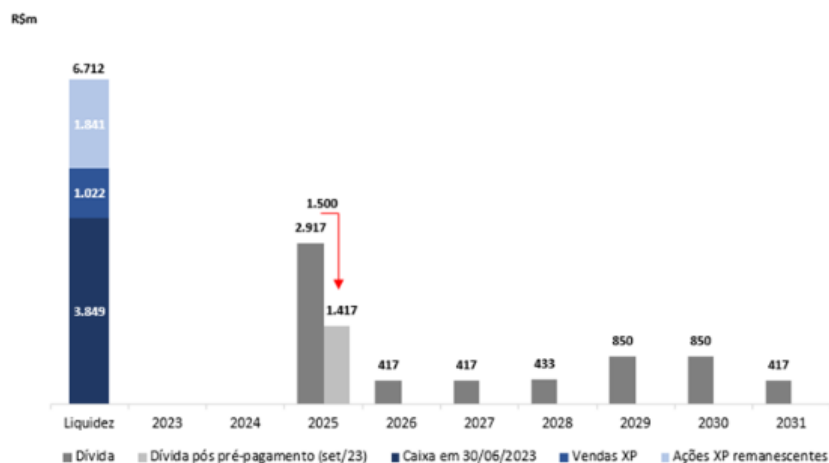
Fonte: Itaúsa, Genial Investimentos

Alavancagem: Foco na redução das dívidas

No 2T23, a Itaúsa apresentou uma dívida bruta de R\$ 6,6b com um custo médio de CDI + 1,61% ao ano. Segundo a companhia, o principal foco está em reduzir a dívida, principalmente a de curto prazo (2025) que estava em aproximadamente 2,9b (ex-pré pagamento de set/23), já que a longo prazo as amortizações devem ficar mais normalizadas.

Apesar da companhia ter fôlego em aguentar montantes mais elevados de dívida, a empresa está preocupada com as despesas financeiras, já que não quer utilizar os proventos recebidos do Itaú Unibanco para arcar com esses custos. Assim, a Itaúsa irá continuar com a estratégia de venda das ações da XP para pré-pagar a dívida.

Figura 2. Dívida bruta mais elevada no curto prazo



Fonte: Itaúsa, Genial Investimentos

Juros sobre Capital Próprio (JCP): Extinção não é o melhor cenário

A Itaúsa possui uma ineficiência fiscal de JCP, já que precisa pagar PIS/Cofins sobre o JCP recebido do Itaú e de outras investidas, o que leva a um custo de aproximadamente R\$ 500m – R\$ 600m por ano. Portanto, as discussões recentes sobre o término ou não do JCP são importantes para a companhia, pois caso seja extinto a empresa deixaria de ter essa despesa (ineficiência fiscal). Por outro lado, o resultado das investidas tende a ser menor se a extinção da JCP for aprovada, pois terão menor dedutibilidade de imposto e conseqüentemente menores lucros. Na visão do *management*, a extinção da JCP teria um efeito negativo para os acionistas pois o efeito líquido dessas duas forças seria prejudicial, ou seja, a redução do lucro das investidas seria pior que o ganho com fim da ineficiência fiscal. No final, nossa visão é que simplesmente o fim da JCP como proposta hoje (sem contrapartida de nenhum benefício tributário) seria ruim para o Itaú e para outras investidas, mas “menos ruim” para Itaúsa porque seria parcialmente compensada por término de sua ineficiência fiscal.

Porém, o melhor cenário seria alguma proposta no meio do caminho, algo em que reduza a ineficiência fiscal da Itaúsa e ainda tenha algum benefício para as investidas. O *management* chegou a mencionar o modelo da Europa (*ACE* ou *Allowance for Corporate Equity*), o qual comentamos em nosso relatório sobre o fim do JCP ([clique aqui](#)).

Desconto de holding: 20% é elevado na visão da companhia

Atualmente, as ações da Itaúsa negociam com aproximadamente 22% de desconto em relação ao valor de mercado (ex-não listadas), o que na visão do *management* é um desconto elevado. Segundo a companhia, o desconto mais adequado seria algo próximo entre 10%-15% pelo fato do portfólio estar mais maduro e pelo fato das empresas não listadas serem marcadas pelo valor de seu patrimônio líquido, não refletindo de fato o valor de mercado que tende a ser maior.

Em nossas estimativas, a Itaúsa possui uma ineficiência fiscal de aproximadamente 13,2% (9,25% de PIS/Cofins pagos pelo JCP da participação direta no Itaú e mais 3,9% de ineficiência gerada pela participação na IUPAR que também paga PIS/Cofins sobre o JCP recebido de Itaú), o que já justificaria um desconto dentro da faixa estipulada pelo *management*. Ainda, em nossa visão, há alguns outros fatores que justificam um maior desconto como as despesas da holding e a menor liquidez das ações, o que deveria levar o desconto para mais próximo de 15%.

Figura 3. Cálculo do desconto

| Empresa | Valor de mercado/Valor de livro (R\$b) | Participação | Valor da Participação (R\$b) |
|--------------------------------------|--|--------------|------------------------------|
| Itaú Unibanco | R\$ 267,70 | 37,30% | R\$ 99,85 |
| XP Inc | R\$ 58,97 | 2,70% | R\$ 1,59 |
| Alpargatas | R\$ 5,00 | 29,60% | R\$ 1,48 |
| Dexco | R\$ 5,60 | 37,90% | R\$ 2,12 |
| CCR | R\$ 24,30 | 10,30% | R\$ 2,50 |
| Aegea | R\$ 19,80 | 12,90% | R\$ 2,55 |
| Copa Energia | R\$ 2,80 | 48,90% | R\$ 1,37 |
| Nova Transportadora do Sudeste (NTS) | R\$ 23,60 | 8,50% | R\$ 2,01 |
| Demais ativos e passivos | - | - | (R\$ 3,50) |
| Valor das participações | R\$ 109,98 | | |
| Valor de mercado da Itaúsa | R\$ 85,76 | | |
| Desconto | | | -22,0% |

Fonte: Itaúsa, Genial Investimentos

Disclaimer

A Genial pode fazer negócios com empresas que constam nos seus relatórios de pesquisa. Como resultado, os investidores devem estar cientes de que a empresa pode ter um conflito de interesses que poderia afetar a objetividade deste relatório. Os investidores devem considerar este relatório como apenas um dos fatores na tomada de sua decisão de investimento. Para as declarações do analista e outros disclaimers importantes, consulte a Seção de Disclaimers, localizada no final deste relatório.

Genial Rating

| | Definição | Cobertura |
|------------|--|-----------|
| Comprar | Retorno esperado acima de +10% em relação ao média do setor da Companhia | 53% |
| Manter | Retorno esperado entre +10% e -10% em relação ao média do setor da Companhia | 33% |
| Vender | Retorno esperado abaixo de -10% em relação ao média do setor da Companhia | 3% |
| Em revisão | Rating está em revisão | 11% |

DISCLAIMER GERAL

Este relatório foi produzido pelo departamento de Research da Genial. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Genial. A Genial não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

Este relatório de Research destina-se à distribuição somente em circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório de Research não leva em consideração os objetivos específicos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de qualquer indivíduo em especial, mesmo quando enviado a um único destinatário. Este relatório de Research não se propõe a ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos aqui referidos. Nem a Genial nem qualquer um de seus conselheiros, diretores, funcionários ou representantes terá qualquer responsabilidade decorrente de qualquer erro, imprecisão ou imperfeição de fato ou opinião contida neste relatório, ou será responsabilizado por quaisquer perdas ou danos que possam surgir a partir da utilização deste relatório de Research.

A Genial poderá contar com barreiras de informação, tais como "chinese walls", para controlar o fluxo de informações dentro de suas áreas, unidades, divisões, grupos ou afiliadas.

O desempenho passado não é necessariamente um indicador de resultados futuros e nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita pela Genial em relação ao desempenho futuro. Rendimentos de aplicações podem variar. O preço ou valor dos investimentos aos quais este relatório de Research se refere, direta ou indiretamente, podem cair ou subir contra o interesse dos investidores. Qualquer recomendação ou opinião contida neste relatório de pesquisa pode se tornar desatualizada em consequência de alterações no ambiente em que o emitente dos valores mobiliários sob análise atua, além de alterações nas estimativas e previsões, premissas e metodologia de avaliação aqui utilizadas.

DECLARAÇÕES DO ANALISTA

O analista de investimento declara que as opiniões contidas nesse relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma, inclusive em relação a GENIAL.

A remuneração dos analistas está, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela GENIAL. Além disso, o analista certifica que nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será direta ou indiretamente relacionada com as recomendações ou opiniões específicas expressas neste relatório de Research.

O analista declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e atende às exigências da Resolução CVM nº 20/2021.

O analista declara que pode ser diretamente, em nome próprio, titular de valores mobiliários objeto do presente relatório. Salvo disposição em contrário, os indivíduos listados na capa deste relatório são analistas devidamente credenciados.

A Genial, suas afiliadas, coligadas, controladoras e/ou subsidiárias têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação aos emissores ou aos valores mobiliários objetos da análise.

DISCLOSURES ADICIONAIS

(i) Este documento foi preparado pelo Research da Genial e é publicado com o único propósito de fornecer informações sobre as empresas e seus valores mobiliários.

(ii) As informações contidas neste documento são fornecidas apenas para fins informativos e não constituem uma oferta para comprar ou vender, e não devem ser interpretadas como uma solicitação para adquirir quaisquer valores mobiliários em qualquer jurisdição. As opiniões aqui expressas, no que diz respeito à compra, venda ou detenção de valores mobiliários, ou com relação à ponderação de tais valores mobiliários numa carteira real ou hipotética, são baseadas em uma análise cuidadosa feita pelos analistas que elaboraram este relatório e não devem ser interpretadas por investidores como recomendações para qualquer decisão de investimento. A decisão final do investidor deve ser tomada levando em consideração todos os riscos e as taxas envolvidas. Este relatório é baseado em informações obtidas de fontes públicas primárias ou secundárias, ou diretamente das empresas, e é combinado com estimativas e cálculos elaborados pela GENIAL. Este relatório não pretende ser uma declaração completa de todos os fatos relevantes relacionados a qualquer estratégia da empresa, indústria, segurança ou mercado mencionados. As informações foram obtidas de fontes consideradas confiáveis; a GENIAL não faz nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, quanto à integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento são baseadas em dados atuais e estão sujeitas a alterações. Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. A GENIAL não está obrigada a atualizar ou revisar este documento, ou a avisar sobre quaisquer alterações em tais dados.

(iii) Os valores mobiliários discutidos neste relatório, bem como as opiniões e recomendações contidas neste documento, podem não ser apropriados para todo tipo de investidor. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de um determinado investidor. Os investidores que desejam comprar, vender ou investir em títulos que são abrangidos por este relatório devem procurar aconselhamento financeiro independente que leve as características individuais e necessidades em consideração, antes de tomar qualquer decisão de investimento em relação aos valores mobiliários em questão. Cada investidor deve tomar decisões de investimento independentes depois de analisar cuidadosamente os riscos, taxas e comissões envolvidas. Se um instrumento financeiro for denominado numa moeda diferente da moeda do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar adversamente o preço ou valor, ou da renda derivada do instrumento financeiro e o leitor deste relatório assume todos os riscos cambiais. Resultados com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. As informações, opiniões e recomendações contidas neste relatório não constituem e não devem ser interpretadas como uma promessa ou garantia de um retorno especial em qualquer investimento. O desempenho passado não necessariamente indica resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, é aqui feita sobre o desempenho futuro. Portanto, a GENIAL, suas empresas afiliadas, e os analistas envolvidos neste relatório não assumem qualquer responsabilidade por qualquer perda direta, indireta ou decorrente do uso das informações contidas no presente, e qualquer pessoa que use este relatório se compromete a indenizar irrevogavelmente a GENIAL e suas afiliadas por quaisquer reclamações e demandas.

(iv) Os preços neste relatório são considerados confiáveis a partir da data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes expressamente especificadas junto aos dados relevantes; (ii) preço cotado no principal mercado regulamentado para o ativo em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; ou

(iv) dados de propriedade da GENIAL ou disponíveis para a GENIAL.

(v) Nenhuma garantia expressa ou implícita é fornecida em relação à exatidão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas à GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas. Em todos os casos, os investidores deverão realizar sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação a títulos ou mercados que são analisados neste relatório.

(vii) Uma vez que as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, a GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas podem ter publicado ou podem vir a publicar outros relatórios que não apresentem uniformidade e/ou cheguem a conclusões diferentes daquelas aqui contidas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma garantia de que os assuntos nelas referidas de fato ocorrerá. O preço e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. Resultado com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. 01 de fevereiro de 2023.2.

(viii) Este documento não pode ser: (a) fotocopiado ou duplicado de qualquer forma, no todo ou em parte, e/ou (b) distribuído sem o prévio consentimento por escrito da GENIAL. A GENIAL não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

(ix) Nem a GENIAL nem quaisquer de suas afiliadas ou seus respectivos diretores, funcionários ou agentes, aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano resultante do uso de toda ou qualquer parte deste relatório.

(x) Genial Investimentos é a plataforma de negociações da Genial Investimentos Corretora de Valores Mobiliários, uma empresa do Grupo Genial.