



Itaú Unibanco

O Campeão Voltou – Como a Nossa Nova *Top Pick*

Elevando o Preço-Alvo de R\$ 34,00 para R\$ 36,00 (2022E)

Itaú Unibanco (ITUB4)

O Campeão Voltou – Como a Nossa Nova Top Pick

Elevando o Preço-Alvo de R\$ 34,00 para R\$ 36,00 (2022E)

Henrique Navarro; Arnon Shirazi; Anahy Rios

Introduzindo a nossa nova Top Pick. Reiteramos a nossa recomendação de “Compra” para Itaú, que é agora a nossa nova Top Pick. Além de superar o *guidance* de 2021 e atingir um crescimento de lucro de 45% A/A em 2021, acreditamos que o banco tem potencial de atingir um crescimento de lucro de 16% em 2022, em decorrência de um forte crescimento de empréstimos e de um controle de ativos de qualidade. Além disso, embora as ações do Itaú tenham performado bem nas últimas semanas, ainda estimamos um potencial de alta de 38,9% em 2022.

Itaú vs. Bradesco. A principal razão pela qual substituímos o Bradesco pelo Itaú como nossa Top Pick é baseada em como cada banco está se voltando para o ano de 2022: ambos os bancos esperam registrar um aumento de lucratividade por meio de um crescimento no seu segmento de empréstimos de alta rentabilidade. No entanto, consideramos as estimativas de crescimento da linha de empréstimos de 12% e de provisões de 13% do Bradesco otimistas, considerando o cenário macroeconômico mais desafiador: crescer em um ambiente mais arriscado poderia incorporar maiores riscos e, portanto, maiores provisões e inadimplência, ao nosso ver. Por outro lado, o novo *guidance* do Itaú sugere um crescimento de 10% nas operações de empréstimos, com crescimento de 33% nas provisões. Isso pode significar que o banco espera uma maior deterioração dos créditos não produtivos (NPLs), mas dados recentes apontam (e os comentários da administração na teleconferência sugerem) exatamente o oposto, no nosso entendimento.

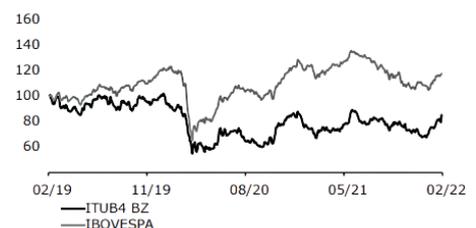
Ainda existe possibilidade de alta para o Itaú? Considerando que o Itaú subiu 23,2% no acumulado do ano (enquanto o IBOV subiu +9,5% no mesmo período), acreditamos que alguns podem supor que as notícias positivas recentes já estão precificadas. No entanto, acreditamos que os grandes bancos estão no centro das atenções: nós os vemos como defensivos, especialmente porque eles se beneficiam de taxas de juros mais elevadas no médio prazo. Além disso, embora os grandes bancos estejam agora entregando ROEs acima do histórico, com índices de inadimplência mais baixos e índices de cobertura acima da média, eles ainda estão negociando abaixo dos níveis pré-pandemia.

XP: e lá vamos nós de novo... Nas próximas semanas, o Itaú irá adquirir 11,4% da XP por um P/L de 19x de 2021 (um desconto de 51% ante ao atual P/L de 2021 da XP),

Compra

Preço-Alvo: R\$ 36,00

Desempenho de Preços (R\$)



equivalente a US\$ 76 bilhões. O Itaú ainda não definiu o que pretende fazer com essa nova participação na empresa, mas a administração já deixou claro que não vê propósito estratégico em mantê-la. Dito isso, acreditamos que o banco poderia extrair um valor adicional ao desinvestir a sua participação ao longo do ano.

Itaú

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–23E (R\$ em Milhões)

	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Net Interest Income	78,146	88,186	95,060
Fees and Commissions	47,455	49,909	52,312
Other Revenues	(9,327)	(10,182)	(10,285)
Revenues	125,601	138,094	147,373
Provisions	(20,234)	(25,973)	(27,427)
Non-Interest Expenses	(51,186)	(53,776)	(55,754)
Profit Before Taxes	44,853	48,164	53,906
Net Profit	26,880	31,291	34,212
Adj Net Profit	24,988	31,291	34,212
Balance Sheet			
Securities	706,306	706,306	706,306
Loans (Gross)	819,074	930,960	1,018,854
Loans (Net)	774,927	874,066	960,702
Total Assets	2,166,019	2,558,902	2,778,746
Deposits	850,372	1,024,615	1,121,351
Shareholders' Equity	144,554	166,325	179,543
Tangible Equity	144,554	166,325	179,543
Common Equity Tier 1	130,716	154,184	171,290
Risk Weighted Assets	1,153,841	1,341,365	1,499,849
Key Ratios (%)			
NIM	4.04	4.08	3.97
Risk Adj NIM	2.99	2.88	2.83
C/I Ratio	43.6	41.6	40.3
Tax rate	36.5	31.5	33.0
ROE (%)	17.8	20.1	19.8
RoTE (%)	17.8	20.1	19.8
RoCET1 (%)	19.9	22.0	21.0
ROA (%)	1.3	1.3	1.3
NPL Ratio	2.5	2.5	2.3
Loans / Deposits	96.3	90.9	90.9
RWA / Total Loans	140.9	144.1	147.2
Coverage Ratio	240.9	247.1	246.4
Core Tier 1 Ratio	13.0	12.9	12.7

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

Mudanças de Estimativas

Revisamos as nossas estimativas para o Itaú de acordo a divulgação dos resultados do 4T21 e do *guidance* para 2022, além de incorporarmos as novas estimativas do time de macroeconomia do Santander.

Crescimento de empréstimos: O *guidance* do Itaú para 2022 sugere um crescimento de empréstimos de 10,5% no A/A no meio do intervalo do *guidance*, com cerca de 13% de crescimento do crédito na sua divisão brasileira. Acreditamos que isso deve ser liderado principalmente pelas frentes de varejo – ressaltamos os segmentos de cartões de crédito e de crédito pessoal. Enquanto isso, esperamos que os grandes empréstimos corporativos se contraiam no período, beneficiando os *spreads*. No geral, cremos que a combinação desses fatores deve contribuir para melhorar o seu *mix* e deve implicar um crescimento de 22,3% na receita líquida de juros com clientes, ao nosso ver – alinhado com o *guidance* do banco.

Qualidade dos ativos: Embora reconheçamos que a mudança no seu *mix* para linhas de crédito mais arriscadas (por exemplo, cartões de crédito), combinada à normalização da qualidade dos ativos do seu portfólio, deva levar à deterioração do seu NPL de 90 dias (estimamos que o seu NPL atingirá os 2,5% no final de 2022), acreditamos que isso ainda não justifica o crescimento de 33% nas provisões implícitas no *guidance* de 2022 do Itaú. Nessa análise, acreditamos que esse *guidance* ou implica uma inadimplência maior do que esperávamos – o que o banco já descartou na teleconferência de resultados – ou é excessivamente conservador. Dito isso, projetamos um crescimento de 28% nas provisões em 2022, o que acreditamos ser um crescimento razoável quando comparado ao crescimento de 10,5% da sua frente de empréstimos, com linhas de crédito mais arriscadas e com uma normalização na qualidade dos ativos.

Receita de tarifas e seguros: Esperamos um leve aumento de 5,2% A/A nas receitas de comissões e de tarifas, colocando as nossas estimativas no meio do intervalo do *guidance*, favorecidas principalmente por (i) tarifas de originação de crédito, (ii) atividades de cartões e (iii) emissões de cartões, enquanto as suas atividades referentes ao mercado de capitais e à gestão de fundos devem ser negativas para os resultados. Também esperamos um crescimento positivo de 6% vindo do seu segmento de seguros. É importante destacar que o *guidance* do Itaú e as nossas estimativas excluem o efeito do desinvestimento na XP, concluído em 2021 pelo Itaú.

Despesas não decorrentes de juros: O reajuste salarial coletivo de 11% de setembro para o setor bancário, combinado aos efeitos da inflação, deve contribuir para um crescimento de 5,1% A/A nas despesas não decorrentes de juros, conforme as nossas estimativas.

Lucro Líquido: A combinação dos fatores mencionados acima sustenta a nossa estimativa de lucro líquido recorrente de R\$ 31,4 bilhões para 2022, implicando um crescimento de lucro de 16% e ROAE de 20,0%.

Figura 1. *Guidance* para 2022 do Itaú vs. Estimativas do Santander (% em A/A, a menos que seja afirmado o contrário)

	Consolidated 2022 Guidance			Santander	Santander Estimates vs. Guidance
	Low	Middle	High		
Total Credit Portfolio	9.0%	10.5%	12.0%	10.5%	+0 bps
Financial Margin with Clients	20.5%	22.0%	23.5%	22.3%	+30 bps
Financial Margin with the Market	R\$1.0 bn	R\$2.0 bn	R\$3.0 bn	R\$2.0 bn	+2%
Cost of Credit	R\$25.0 bn	R\$27.0 bn	R\$29.0 bn	R\$26.0 bn	-4%
Commissions and Fees and Results from Insurance Op.	3.5%	5.0%	6.5%	5.0%	+0 bps
Non-Interest Expenses	3.0%	5.0%	7.0%	4.6%	-40 bps
Effective Tax Rate	30.0%	31.5%	33.0%	31.5%	+0 bps

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

Figura 2. Itaú: Mudanças de Estimativas (Lucros e Prejuízos – R\$ em Milhões, a menos que seja afirmado o contrário)

	2021A	2022E			2023E			YoY	
		Prev	Curr	Δ%	Prev	Curr	Δ%	'22	'23
Profit & Loss (R\$ mn)									
Net Interest Income	78,146	81,538	88,186	8%	88,569	95,060	7%	13%	8%
Margin with Clients	70,467	74,128	86,145	16%	81,019	90,768	12%	22%	5%
Margin with the Market	7,679	7,410	2,041	-72%	7,550	4,292	-43%	-73%	110%
Provision Expenses	(20,234)	(21,509)	(25,973)	21%	(23,395)	(27,427)	17%	28%	6%
Commissions & Fees	47,455	49,373	49,909	1%	51,439	52,312	2%	5%	5%
Banking Fees	39,870	41,820	41,891	0%	43,548	43,599	0%	5%	4%
Ins., Pen. and Premium Bonds	7,585	7,553	8,018	6%	7,890	8,713	10%	6%	9%
Other components results	(9,327)	(9,179)	(10,182)	11%	(9,615)	(10,285)	7%	9%	1%
Tax expenses on revenues	(7,706)	(7,772)	(8,472)	9%	(8,120)	(8,548)	5%	10%	1%
Retained Claims	(1,600)	(1,385)	(1,687)	22%	(1,472)	(1,714)	16%	5%	2%
Insurance Selling Expenses	(21)	(22)	(22)	3%	(23)	(24)	2%	3%	6%
Non-interest Expenses	(51,186)	(51,704)	(53,776)	4%	(53,081)	(55,754)	5%	5%	4%
Personnel	(21,654)	(21,999)	(22,961)	4%	(22,339)	(23,881)	7%	6%	4%
Administrative	(16,462)	(16,623)	(16,923)	2%	(17,288)	(17,600)	2%	3%	4%
General and tax expenses	(4,868)	(4,919)	(5,278)	7%	(5,045)	(5,401)	7%	8%	2%
Latin America	(8,204)	(8,164)	(8,614)	6%	(8,408)	(8,872)	6%	5%	3%
Income Before Taxes	44,853	48,519	48,164	-1%	53,917	53,906	0%	7%	12%
Income taxes	(16,389)	(17,708)	(15,172)	-14%	(19,932)	(17,789)	-11%	-7%	17%
Minority Interest	(1,585)	(1,696)	(1,702)	0%	(1,884)	(1,905)	1%	N.M.	12%
Recurring Net Income	26,880	29,115	31,291	7%	32,100	34,212	7%	16%	9%
Consensus (vs. Cons.)			29,017	8%		31,937	7%		
Other metrics									
Recurring EPS (R\$)	2.75	2.98	3.20	7%	3.28	3.50	7%	16%	9%
DPS (R\$)	0.51	1.49	0.80	-46%	1.64	1.75	7%	57%	119%
ROAE (%)	19.1%	19.5%	20.1%	+60 bps	20.0%	19.8%	-20 bps	+100 bps	-30 bps
NIM before provisions (%)	4.0%	3.7%	4.1%	+40 bps	3.7%	4.0%	+30 bps	+10 bps	-10 bps
Tax rate (%)	36.5%	36.5%	31.5%	-500 bps	37%	33%	-400 bps	-500 bps	+150 bps
Loan growth (YoY %)	15.3%	9.4%	10.5%	+110 bps	10%	7.6%	-200 bps	-480 bps	-290 bps
Loan loss reserve / Avg. Loans (%)	6.4%	6.0%	6.6%	+60 bps	5.6%	6.2%	+60 bps	+20 bps	-40 bps
Coverage ratio (%)	241%	250%	247%	-290 bps	243%	246%	+310 bps	+620 bps	-70 bps

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

Valuation

Avaliamos o banco utilizando um modelo de *valuation* de renda residual de três estágios, com um custo terminal de capital próprio de 12,5%. No primeiro estágio, modelamos de 2021 até 2024. Para a segunda etapa, de 2025 até 2028, assumimos um ROAE médio de 19,1% e *payout* de dividendos de 50%. Por fim, projetamos a perpetuidade (2029 em diante), utilizando uma taxa de crescimento terminal de 6,0% para um ROE perpétuo de 18,0%. Em última análise, essas premissas nos levaram a aumentar o nosso preço-alvo para o fim de 2022 de R\$ 34,00 para R\$ 36,00, o que implica múltiplos P/L e P/VPA (2022E) de 8,3x e 1,6x, respectivamente, oferecendo um aumento potencial de 35% em relação ao preço atual das ações, um *dividend yield* de 3,0% e 6,6% para 2022E e 2023E, respectivamente – implicando um retorno total de 38,9%. Portanto, além de reiterarmos a nossa recomendação de “Compra”, o Itaú é nossa nova *Top Pick*.

Figura 3. Suposições do nosso *Valuation* do Itaú (R\$ em Milhões, a menos que seja afirmado o contrário)

Valuation (BRL/R\$m)	R\$m
Shareholders' Equity 2022E	166,325
PV of Residual Income (1st-stage)	19,740
PV of Residual Income (2nd-stage)	45,217
PV of Terminal Value	122,341
Equity Fair Value	353,624
Dividends 2022E	7,823
Dec. 2022 TP (R\$)	36.00
Current price (R\$)	26.50
2022 <i>upside / downside</i>	35.8%
Dec. 2022 TP (US\$)	7.20
Current share price (US\$)	5.20
2022 <i>upside / downside</i>	38.6%
Cost of equity	12.5%
Rating	Outperform

Fontes: Estimativas Santander e Bloomberg.

Figura 4. Análise de Sensibilidade Ke-ROE do Preço-Alvo do Itaú (R\$ em Milhões, a menos que seja afirmado o contrário)

2022E TP Sensitivity analysis (Ke vs Sustainable ROE)					
	10.0%	11.0%	12.5%	12.0%	13.0%
15%	46	36	28	30	25
17%	54	42	32	35	29
18%	62	48	36	40	33
19%	67	53	39	43	36
20%	73	57	42	46	39

As a % of Change vs. Our Target Price					
	10.0%	11.0%	12.5%	12.0%	13.0%
15%	28%	0%	-22%	-17%	-31%
17%	50%	17%	-11%	-3%	-19%
18%	72%	33%	0%	11%	-8%
19%	86%	47%	8%	19%	0%
20%	103%	58%	17%	28%	8%

Fonte: Estimativas Santander.

Riscos

Os riscos de baixa incluem: (i) maior enfraquecimento da economia brasileira dado os altos índices de endividamento das famílias no país, impactando o crescimento do sistema de empréstimos e, conseqüentemente, o potencial de volumes do Itaú; (ii) uma deterioração mais acentuada do cenário econômico, fazendo com que a inadimplência supere a nossa expectativa de retorno aos níveis pré-COVID; e (iii) um impacto maior do que previsto das *fintechs*, indo além das taxas, e afetando a concessão de crédito.

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Henrique Navarro, Arnon Shirazi e Anahy Rios**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2022 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados