

Em linha com nossas estimativas

Conforme o esperado, o Itaú reportou queda de 3,8% T/T no lucro líquido recorrente, que chegou a R\$ 4,5 bilhões, ficando 2,9% acima de nossas estimativas. Os pontos positivos do resultado foram: a) nova retração de 5,8% T/T nas despesas de provisões para devedores duvidosos (PDD); b) crescimento de 5% T/T no resultado operacional de seguridade; e c) retomada da margem financeira líquida (NIM), que avançou 50 bps, chegou a 5,0%. Os pontos negativos do resultado foram: a) encolhimento de 1,0% T/T na carteira de crédito, puxados pela queda de 2,1% no segmento de PME's; e b) queda de 1,1% T/T na receita de tarifas e serviços, impactada pela menor quantidade de dias úteis no trimestre. O ROAE retraiu 130 bps, mas ainda se manteve em saudáveis 22,2% no 1T14.

Estimado versus realizado. Ao analisarmos os números contábeis do Itaú, o resultado financeiro (NII) veio mais forte do que esperávamos e foi beneficiado pela retração de 10,3% nas despesas de juros. As despesas de PDD apresentaram queda de 0,8% T/T e nossa estimativa era de ligeiro crescimento, motivado pelo avanço da carteira de crédito, que não se concretizou. A receita de tarifas e serviços ficou 3% abaixo de nossas projeções, impactadas pela menor quantidade de dias úteis no período, apresentando desempenho inferior ao 4T13 em praticamente todas as linhas, com exceção da receita com cartões de crédito. Por outro lado, assim como o Bradesco, o Itaú continua mantendo rigoroso controle das despesas operacionais, que recuaram 6,1% T/T. O imposto de renda contábil, majorado por efeitos de *hedge*, elevou a taxa efetiva de imposto. Com isso, o lucro foi de R\$ 4,5 bilhões, ficando R\$ 129 milhões, ou 2,9%, acima de nossas estimativas.

Perspectivas. O Itaú apresentou um bom resultado, afetado por efeitos sazonais, que impactaram a receita de serviços e também pela variação cambial, que provocou queda na carteira de crédito da América Latina. Com isso, o crescimento do crédito ficou na parte de baixo do *guidance* (10%). Continuamos otimistas com o desempenho do banco, pois acreditamos que, assim como ocorreu em 2013, este trimestre será o mais fraco do ano, e a tendência é que o Itaú continue se beneficiando dos movimentos recentes, como a aquisição da Credicard e associação com o CorpBanca no Chile, que ainda não estão integrados totalmente na estrutura do banco, além da alteração na composição da JV com o BMG, anunciada hoje, que continuará impulsionando o crédito consignado.

Demonstrações de Resultados	1T14 R	1T14 E	R/E	T/T	A/A
Resultado Financeiro (NII)	13.203	12.210	8,1%	12,5%	12,6%
<i>NIM - Margem Financeira Líquida</i>	5,0%	4,5%	0,5 p.p.	0,5 p.p.	0,2 p.p.
Despesas de PDD	(4.236)	(4.475)	-5,4%	-0,8%	-14,3%
<i>PDD / média da carteira de crédito</i>	4,1%	4,3%	-0,2 p.p.	-0,1 p.p.	-1,2 p.p.
Resultado Intermediação Financeira	8.967	7.735	15,9%	20,2%	32,3%
<i>NIM pós PDD</i>	3,8%	3,2%	0,6 p.p.	0,4 p.p.	0,6 p.p.
Receita de Tarifas e Serviços	6.490	6.693	-3,0%	-1,1%	16,3%
Resultado operacional de seguridade	932	887	5,0%	6,1%	7,5%
Despesas Não-Juros	(8.882)	(9.149)	-2,9%	-6,1%	7,6%
<i>Índice de Eficiência</i>	38,2%	42,8%	-4,6 p.p.	-7,9 p.p.	-2,8 p.p.
Lucro tributável	7.093	6.031	17,6%	26,1%	43,7%
IR / CS	(2.549)	(1.689)	50,9%	196,7%	84,6%
<i>Taxa efetiva de Imposto</i>	35,9%	28,0%	7,9 p.p.	20,7 p.p.	8,0 p.p.
Lucro Líquido Recorrente	4.529	4.400	2,9%	-3,2%	28,9%
LPA	0,91	0,89	2,9%	-3,2%	29,2%
ROAA	1,6%	1,6%	0,1 p.p.	-0,1 p.p.	0,3 p.p.
ROAE	22,2%	21,1%	1,1 p.p.	-1,3 p.p.	3,3 p.p.

Fonte: Itaú Unibanco e BB Investimentos

Bancos e Serviços Financeiros

29 de abril de 2014

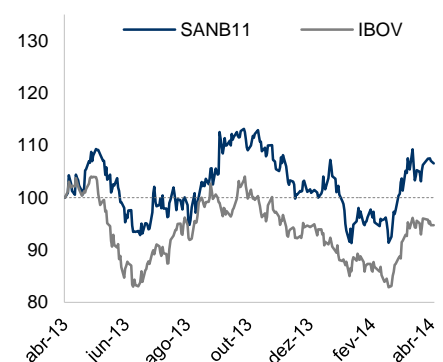
Nataniel Cezimbra, CNPI
nataniel.cezimbra@bb.com.br

Carlos Daltozo
daltozo@bb.com.br

ITUB4	Outperform
Preço em 28/04/2014 (R\$)	36,78
Preço para 12/2014 (R\$)	39,40
Upside	7,1%
Market Cap (R\$ milhões)	176.695
Varição 1 mês	10,7%
Varição 12 meses	28,4%
Varição 2014	19,6%
Mín. 52 sem.	24,89
Máx. 52 sem.	36,96

Valuation (R\$ milhões)	
Equity Value	195.623,3
Ke	14,5%
g	6,0%

Múltiplos	2014 E	2015 E	2016 E
P/E	11,2x	10,3x	9,3x
P/BV	2,0x	1,7x	1,5x
EPS (R\$)	3,52	3,84	4,23



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

Carteira de Crédito

R\$ milhões	1T14 R	1T14 E	R/E	T/T	A/A
Carteira de Crédito	408.291	420.377	-2,9%	-1,0%	9,9%
Pessoas Físicas	167.696	169.881	-1,3%	-0,3%	9,9%
PMEs	79.892	82.825	-3,5%	-2,1%	-4,1%
Grandes Empresas	126.597	129.966	-2,6%	0,3%	18,2%
América Latina	34.107	37.704	-9,5%	-5,9%	20,4%
Mix da Carteira de Crédito					
<i>Pessoas Físicas</i>	41,1%	40,4%	0,7 p.p.	0,3 p.p.	0,0 p.p.
<i>PMEs</i>	19,6%	19,7%	-0,1 p.p.	-0,2 p.p.	-2,9 p.p.
<i>Grandes Empresas</i>	31,0%	30,9%	0,1 p.p.	0,4 p.p.	2,2 p.p.
<i>América Latina</i>	8,4%	9,0%	-0,6 p.p.	-0,4 p.p.	0,7 p.p.
Qualidade da Carteira					
Carteira de Crédito	408.291	420.377	-2,9%	-1,0%	9,9%
Provisões para Devedores Duvidosos (PDD)	25.042	26.484	-5,4%	-5,0%	-7,9%
<i>PDD / Carteira de crédito</i>	6,1%	6,3%	-0,2 p.p.	-0,3 p.p.	-1,2 p.p.
Crédito em curso anormal (NPL)	14.209	15.134	-6,1%	-6,0%	-15,8%
<i>NPL / Carteira de crédito</i>	3,5%	3,6%	-0,1 p.p.	-0,2 p.p.	-1,1 p.p.

Ajustes no mix de crédito. A carteira de crédito, excluindo avais e fianças, reduziu o ritmo de crescimento verificado em 2013 (12,5%) e encerrou o primeiro trimestre com avanço de 9,9% em 12 meses. A retração da carteira no 1T14 foi impactada pela queda de 5,9% T/T na carteira de crédito da América Latina, que foi afetada pela apreciação do real em relação às moedas dos países nos quais o banco tem negócios, que reduziu o tamanho da carteira em R\$ 3,2 bilhões. Se os efeitos de variação cambial forem desconsiderados, a carteira da América Latina teria apresentado um crescimento de 2,9% T/T, enquanto a carteira de crédito encerraria o período com estabilidade em relação ao último trimestre de 2013. No segmento de pessoas físicas, o mix de crédito continua passando por ajustes, com o crédito a veículos apresentando retração pelo nono trimestre consecutivo, apresentando queda de 23,6% em 12 meses. Na outra ponta, o crédito consignado continua apresentando crescimento expressivo (9,2% T/T e 51,6% A/A), beneficiado pela associação com o BMG. Estes ajustes no mix de crédito deverão continuar até o final de 2014.

Inadimplência e classificação da carteira. A inadimplência das operações vencidas acima de 90 dias (NPL 90) continua sua trajetória de queda, retraindo 20 bps T/T, com melhora tanto no segmento de pessoas jurídicas (-10 bps T/T), quanto no segmento de pessoas físicas (-40 bps T/T). A carteira de crédito continua apresentando melhor qualidade, com as operações de crédito classificadas com risco entre D-H retraindo 50 bps T/T e 194 bps A/A. Em 12 meses, a carteira classificada com risco AA avançaram 49,8%, enquanto a carteira com risco H apresentou queda de 15,9%.

Fato relevante. O banco anunciou hoje, ajuste na composição da JV com o BMG, onde o Itaú passará a deter 60% do Banco Itaú BMG Consignado S.A. (JV), que representa uma diluição de 10% no capital social, porém, passará a deter 60% dos direitos econômicos, contra 49% anteriormente, ou seja, a partir da aprovação dos órgãos reguladores, todos os créditos consignados originados pelo BMG serão concentrados 100% na JV. A estimativa do Itaú é que esta carteira, que atualmente é de R\$ 12 bilhões, chegará a R\$ 20 bilhões ao final de 2014.

Valuation. Mantemos nosso preço alvo para o final de 2014 em R\$ 39,40 com *rating Outperform*, mesmo com o pequeno *upside* de 7,1%. Nosso preço é baseado em uma avaliação por desconto de dividendos (DDM) de três estágios, no qual assumimos um custo de *equity* (K_e) de 14,5% e um crescimento na perpetuidade (g) de 6%. A ação do Itaú (ITUB4) continua como nossa *top pick* para o setor bancário e está sendo negociada a um múltiplo de 2,0x P/BV14 e de 11,2x P/E14.

Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Nataniel Cezimbra			
Carlos Daltozo			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

Administração

Diretor

Sandro Kohler Marcondes

Gerente-Executivo

Eduardo César do Nascimento

Equipe de Pesquisa

Gerente - Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Variável

Bancos e Serviços Financeiros

Nataniel Cezimbra nataniel.cezembra@bb.com.br
Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br

Commodities

Nataniel Cezimbra nataniel.cezembra@bb.com.br
Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Luciana de Carvalho luciana_cvl@bb.com.br
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br

Consumo

Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br

Imobiliário

Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br

Indústrias, Transportes e Small Caps

Mário Bernardes Junior mariobj@bb.com.br
Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br
Andre Ferreira andre.ferreira@bb.com.br
Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Fabio Cardoso fcardoso@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado: bb.distribuicao@bb.com.br

Varejo: acoes@bb.com.br

Gerente – Antonio Emilio Ruiz

Gerente - Marconi Maciel

Antonio Lima
Bruno Finotello
João Carlos Floriano
Marcela Andressa Pereira
Paulo Arruda
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária
Wagner Silveira Neustaedter

Distribuição e varejo
Ana Lucia Caruso da Silva
Henrique Reis
Márcio Carvalho José

BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar
Rio de Janeiro RJ - Brasil
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355

BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
London EC2N 1ER - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

Managing Director

Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

Deputy Managing Director

Selma da Silva +44 (207) 3675802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853

Melton Plumber +44 (207) 3675843

Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Rubens Cardoso +1 (646) 845-3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02
Singapore, 049909

Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

Institutional Sales

Paco Zayco +65 6420-6571

Amelia Khoo +65 6420-6582