

## Ajustando a recomendação

O Itaú reportou mais um impressionante resultado, com lucro líquido trimestral rompendo a barreira dos R\$ 5 bilhões e ficando 7,8% acima de nossas estimativas, com o ROAE alcançando 24,7%. Os pontos positivos do resultado foram: a) forte resultado financeiro (NII), beneficiado pelo resultado de tesouraria; b) aceleração do crescimento de crédito, puxado novamente pelo avanço de linhas de menor risco; e c) nova queda de 10 bps T/T na inadimplência (NPL 90); O ponto negativo do resultado foi o crescimento das despesas de provisões, que avançaram 6,2% T/T.

**Estimado versus realizado.** O resultado financeiro (NII) veio em linha com nossas estimativas (-0,3) enquanto o avanço de 6,2% T/T nas despesas de PDD foi superior em R\$ 208 milhões à nossa expectativa. A receita de tarifas, serviços e seguros apresentou forte avanço trimestral, ficando 187% acima de nossas projeções, enquanto as despesas de não juros cresceram apenas 1,8% T/T, ficando 0,9% abaixo do estimado. Com isso, o lucro foi de R\$ 5,45 bilhões, ficando R\$ 395 milhões, ou 7,9%, acima de nossas estimativas.

**Forte crescimento no consignado.** A carteira de crédito, excluindo avais e fianças, inverteu a trajetória e apresentou aceleração, beneficiada pelo forte avanço de consignado, no qual foi adquirido cerca de R\$ 4 bilhões do estoque do BMG, originado antes da JV. A linha de crédito a veículos continua passando por ajustes, chegando a R\$ 31 bilhões, 48% menor que seu maior valor atingido no 2T11. Outra linha que mantém tendência de queda, movida por uma maior seletividade na concessão motivada pela aversão ao risco, é de crédito para MPEs. Esta carteira apresentou retração pelo 9º trimestre consecutivo. O banco anunciou que o crescimento de crédito para 2014 deverá ficar mais próximo de 8% e em nosso modelo, estimamos crescimento de crédito de 8,3% em 2014.

**Perspectivas.** O Itaú apresentou, mais uma vez, um excelente resultado trimestral, com lucro líquido avançando 35,7% A/A, apesar do arrefecimento do crescimento da carteira de crédito. Isto demonstra a resiliência do modelo de negócios do banco, e o novo ciclo de alta da Selic, iniciado na última reunião do Copom, beneficiará ainda mais o resultado de tesouraria dos bancos e reduzirá a pressão do *mix* da carteira sobre a NIM. Por estes motivos, estamos alterando novamente nossa recomendação para *Outperform* (de *Market Perform*), apesar do pequeno *upside* para nosso preço potencial.

DRE (R\$ milhões)	3T14 R	3T14 E	R/E	T/T	A/A
<b>Resultado Financeiro (NII)</b>	<b>14.369</b>	<b>14.414</b>	<b>-0,3%</b>	<b>5,7%</b>	<b>21,4%</b>
<i>NIM - Margem Financeira Líquida</i>	5,2%	5,3%	-0,1 p.p.	0,0 p.p.	-0,2 p.p.
Despesas de PDD	-4.741	-4.533	4,6%	6,2%	4,5%
<i>Despesas PDD / Carteira de crédito</i>	4,6%	4,3%	0,3 p.p.	0,2 p.p.	-0,2 p.p.
<b>Resultado Intermediação Financeira</b>	<b>9.629</b>	<b>9.881</b>	<b>-2,6%</b>	<b>5,5%</b>	<b>31,9%</b>
<i>NIM pós PDD</i>	4,0%	4,0%	0,0 p.p.	0,0 p.p.	-0,2 p.p.
Receita de Tarifas, Serviços e Seguros	8.093	7.947	1,8%	4,1%	15,6%
Despesas Não-Juros	-9.753	-9.843	-0,9%	1,8%	12,1%
<i>Índice de Eficiência</i>	40,2%	39,4%	0,8 p.p.	-1,3 p.p.	-2,8 p.p.
<b>Lucro tributável</b>	<b>8.112</b>	<b>7.630</b>	<b>6,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>38,2%</b>
IR / CS	-2.571	-2.594	-0,9%	11,5%	43,1%
<i>Taxa efetiva de Imposto</i>	31,7%	34,0%	-2,3 p.p.	0,4 p.p.	1,1 p.p.
<b>Lucro Líquido Recorrente</b>	<b>5.457</b>	<b>5.062</b>	<b>7,8%</b>	<b>9,7%</b>	<b>35,7%</b>
LPA	1,10	1,02	7,8%	9,7%	35,7%
ROAA	1,9%	1,8%	0,1 p.p.	0,1 p.p.	0,4 p.p.
ROAE	24,7%	23,0%	1,7 p.p.	1,0 p.p.	3,8 p.p.

Fonte: Itaú Unibanco e BB Investimentos

## Bancos e Serviços Financeiros

04 de novembro de 2014

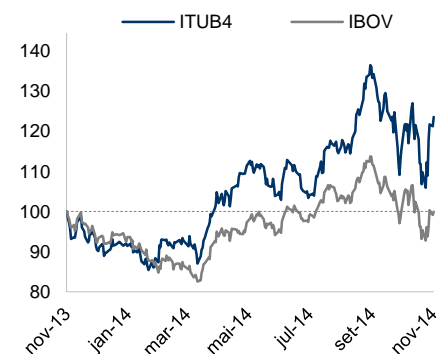
Carlos Daltozo  
daltozo@bb.com.br

Mário Bernardes Junior, CNPI  
mariobj@bb.com.br

ITUB4	Outperform
Preço em 04/11/2014 (R\$)	37,30
Preço para 12/2015 (R\$)	41,90
Upside	12,3%
Market Cap (R\$ milhões)	192.256
Varição 1 mês	7,0%
Varição 12 meses	23,5%
Varição 2014	35,0%
Mín. 52 sem.	25,49
Máx. 52 sem.	41,58

Valuation (R\$ milhões)	
Equity Value	229.591
Ke	15,5%
g	6,0%

Múltiplos			
	2014 E	2015 E	2016 E
P/E	11,8x	11,4x	9,2x
P/BV	2,6x	2,3x	2,0x
EPS (R\$)	3,54	3,69	4,56



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

## Carteira de Crédito

R\$ milhões	3T14 R	3T14 E	R/E	T/T	A/A
<b>Carteira de Crédito</b>	<b>428.831</b>	<b>428.413</b>	0,1%	3,4%	10,8%
Pessoas Físicas	177.749	179.666	-1,1%	3,4%	14,2%
PMEs	78.654	79.294	-0,8%	-0,3%	-4,2%
Grandes Empresas	135.365	133.233	1,6%	4,4%	17,0%
América Latina	37.063	36.221	2,3%	7,4%	10,3%
<b>Mix da Carteira de Crédito</b>					
<i>Pessoas Físicas</i>	41,4%	41,9%	-0,5 p.p.	0,0 p.p.	1,2 p.p.
<i>PMEs</i>	18,3%	18,5%	-0,2 p.p.	-0,7 p.p.	-2,9 p.p.
<i>Grandes Empresas</i>	31,6%	31,1%	0,5 p.p.	0,3 p.p.	1,7 p.p.
<i>América Latina</i>	8,6%	8,5%	0,2 p.p.	0,3 p.p.	0,0 p.p.
<b>Qualidade da Carteira (R\$ milhões)</b>	<b>3T14 R</b>	<b>3T14 E</b>	<b>R/E</b>	<b>T/T</b>	<b>A/A</b>
<b>Carteira de Crédito</b>	<b>428.831</b>	<b>428.413</b>	0,1%	3,4%	10,8%
Provisões para Devedores Duvidosos (PDD)	25.258	25.276	-0,1%	2,9%	-1,5%
<i>PDD / Carteira de crédito</i>	5,9%	5,9%	0,0 p.p.	0,0 p.p.	-0,7 p.p.
Crédito em curso anormal (NPL)	13.934	14.566	-4,3%	-0,1%	-7,9%
<i>NPL / Carteira de crédito</i>	3,2%	3,4%	-0,2 p.p.	-0,1 p.p.	-0,7 p.p.

**Valuation.** Por hora, mantemos nosso preço alvo para o final de 2015 em R\$ 41,90, alterando nossa recomendação para *Outperform*. 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 15,5% 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 2,2x P/BV15 e de 10,1x P/E15.

### 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 alternadas 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
Carlos Daltozo Mário Bernardes Junior			

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.

### RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

## Administração

### Diretor

Sandro Kohler Marcondes

### Gerente-Executivo

Eduardo César do Nascimento

## Equipe de Pesquisa

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

## Renda Variável

### Demanda

#### Bancos e Serviços Financeiros

Carlos Daltozo  
daltozo@bb.com.br  
Mário Bernardes Junior  
mariobj@bb.com.br

#### Consumo

Maria Paula Cantusio  
paulacantusio@bb.com.br

#### Imobiliário

Wesley Bernabé  
wesley.bernabe@bb.com.br  
Daniel Cobucci  
cobucci@bb.com.br

#### Indústrias e Transportes

Mário Bernardes Junior  
mariobj@bb.com.br

#### Small Caps

Gabriela Cortez  
gabrielaeacortez@bb.com.br

## Renda Fixa e Estratégia de Mercado

### Renda Fixa, Moedas e Commodities

Renato Odo  
renato.odo@bb.com.br  
Fabio Cardoso  
fcardoso@bb.com.br

### Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves  
hmoreira@bb.com.br

## Equipe de Vendas

**Atacado:** bb.distribuicao@bb.com.br

**Varejo:** acoes@bb.com.br

### Gerente - Antonio Emilio Ruiz

Bruno Finotello  
Denise Rêdua de Oliveira  
Edger Euber Rodrigues  
Henrique Reis  
João Carlos Floriano  
Marcela Andressa Pereira  
Thiago Cogo Pires  
Viviane Ferro Candelária

### Gerente - Marconi Maciel

Ana Lucia Caruso da Silva  
Márcio Carvalho José

## 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

Daniel Alves Maria +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

## 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