

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA – UFU
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS – FACIC
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

CAIO KAVAMOTO CARVALHO

**AVALIAÇÃO DE EMPRESA (*VALUATION*) DA ITAÚSA S.A: a relação entre o valor
intrínseco e o fluxo de caixa descontado.**

**UBERLÂNDIA
NOVEMBRO DE 2020**

CAIO KAVAMOTO CARVALHO

**AVALIAÇÃO DE EMPRESA (*VALUATION*) DA ITAÚSA S.A: a relação entre valor
intrínseco e o fluxo de caixa descontado**

Trabalho de conclusão de curso apresentado a Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel de Ciências Contábeis.

**Orientadora: Prof^a Dr^a Lísia de Melo
Queiroz**

**UBERLÂNDIA
NOVEMBRO DE 2020**

RESUMO

Com a entrada massiva de pessoas físicas na bolsa de valores buscando maiores rentabilidades em seus investimentos, a avaliação do valor de uma empresa torna essencial nos dias atuais, pois é fundamental o investidor e pessoas interessadas pelo mercado financeiro saberem diferenciar valor intrínseco do seu preço negociado. O objetivo do trabalho foi analisar se o valor intrínseco obtido por meio do Fluxo de Caixa Descontado da Itaúsa S.A está valorizado ou subavaliado pelo preço negociado de suas ações no mercado acionário no final do ano de 2019. A *holding* exerce o controle no maior banco privado do país, Itaú Unibanco, entre outras controladas. Para realizar o *valuation*, foi utilizada uma abordagem quantitativa, por meio dos dados extraídos do próprio site da Itaúsa, entre os anos de 2015 a 2019, onde se encontram suas demonstrações financeiras publicadas. É importante ressaltar que a metodologia se baseia por premissas e estimativas, e por conta da subjetividade dessas condições, conclusões podem ser divergentes. Sob a metodologia do FCD, os resultados obtidos com o estudo mostraram que o mercado acionário está valorizando a ação da ITSA4 em 4,18% em relação ao seu valor intrínseco no final do ano de 2019 (R\$ 12,97 aproximado contra R\$ 13,54, respectivamente).

Palavras chave: *Valuation*; Fluxo de Caixa Descontado; Itaúsa; Premissas; Valor Intrínseco.

ABSTRACT

With the massive entry of individuals on the stock exchange seeking greater returns on their investments, the evaluation of a company's value makes it essential nowadays, as it is essential for investors and people interested in the financial market to know how to differentiate intrinsic value from their negotiated price. The objective of the study was to analyze whether the intrinsic value obtained through the Discounted Cash Flow of Itaúsa SA is valued or undervalued by the negotiated price of its shares in the stock market at the end of 2019. The holding company controls the largest private bank in the country, Itaú Unibanco, among other subsidiaries. To perform the valuation, a quantitative approach was used, using data extracted from Itaúsa's own website, between the years 2015 to 2019, where its published financial statements are located. It is important to note that the methodology is based on assumptions and estimates, and due to the subjectivity of these conditions, conclusions can be divergent. Under the FCD methodology, the results obtained with the study showed that the stock market is valuing ITSA4's share by 4.18% in relation to its intrinsic value in the end of the year 2019 (R\$ 12.97 approximate against R\$ 13.54, respectively).

Keywords: Valuation; Discounted Cash Flow; Itaúsa; Assumptions; Intrinsic Value.

1 INTRODUÇÃO

No ano de 2020, mês a mês o número de pessoas físicas na bolsa de valores brasileira aumenta consideravelmente, batendo recorde com mais de três milhões de investidores pessoa física tendo feito alguma aplicação financeira até o mês de setembro 2020 (BRASIL, BOLSA, BALCÃO [B]³, 2020). Nem sempre essas aplicações são feitas da melhor maneira pois, com o crescimento exponencial de informações disponibilizadas pelas redes sociais e pessoas não autorizadas, são recomendados papéis que possam causar prejuízos relevantes (NEIRA, 2020). Nesse sentido, faz-se necessário saber como precificar ações no âmbito do mercado financeiro para realizar aportes mais inteligentes evitando correr maiores riscos.

O método de avaliação de empresas (*Valuation*), segundo Damodaran (2007), tem como objetivo principal determinar o preço de compra ou de venda de um empreendimento, seja este listado na bolsa de valores ou não, a um valor justo que corresponde à realidade operacional deste, de maneira a subsidiar uma melhor tomada de decisão de investimento. Assim, é necessário saber avaliar os pré-requisitos de um projeto financeiro para conseguir determinar o seu valor de uma maneira mais eficiente.

Neste contexto, Martelanc (2005) realizou uma pesquisa sobre quais eram os métodos mais utilizados para realizar um *valuation* de uma empresa: há quem prefira a avaliação por múltiplos como *Enterprise Value/EBITDA* (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*); Preço/Lucro; Preço/VPA (Valor Patrimonial) quando tem empresas comparáveis o suficiente. O Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é usado em situações que requer uma análise mais detalhada e assertiva das informações da empresa, pois é feita uma pesquisa minuciosa das demonstrações financeiras da companhia afim de estabelecer as principais premissas que serão utilizadas para sua futura avaliação. (MARTELANC, 2005).

O problema deste presente trabalho tem o seguinte norte: segundo a metodologia do fluxo de caixa descontado, o mercado acionário refletiu em 30 de dezembro de 2019 o valor intrínseco da Itaúsa S.A? Foi escolhida esta empresa pelo fato de ser a 11ª maior empresa listada em outubro de 2020 da bolsa de valores, além de ser um dos maiores conglomerados financeiros do Brasil. ([B]³, 2020).

Deste modo, o objetivo do trabalho foi analisar se o valor intrínseco obtido por meio do FCD da Itaúsa S.A está valorizado ou subavaliado com relação ao seu preço negociado ao fim de 2019.

Assim, foi realizada uma pesquisa descritiva com abordagem quantitativa, por meio da análise da Itaúsa S.A entre os períodos do ano de 2015 a 2019, e estes foram a base para realizar as projeções pelos próximos 10 anos, pois segundo Martins (2001), o tempo de projeção abrange uma quantidade de tempo suficiente para projetar fluxos de caixa com um nível de precisão razoável para se concretizar. Pela posição consolidada do Banco Itaú no mercado brasileiro, presumiu-se certa regularidade no resultado da *holding* que o controla e a maior representatividade que o banco exerce no portfólio desta.

Portanto, espera-se que o presente trabalho nutra os futuros investidores – não só eles, como profissionais do mercado, acionistas e qualquer que possa ter o interesse no mercado de capitais - a pesquisar e avaliar bem empresas que possam vir a investir, e por meio da metodologia do *valuation* por FCD, saber segundo suas próprias premissas, se o preço negociado na bolsa de valores da empresa escolhida reflete seu valor intrínseco, podendo evitar assim perda relevante de capital.

Em termos de estrutura, o presente trabalho está segmentado nas seguintes seções, além desta de caráter introdutória: a segunda parte consiste nos aspectos conceituais e apresentação das fórmulas aplicadas, a terceira parte consiste na apresentação da metodologia utilizada. A quarta seção deu enfoque na análise dos resultados, a quinta com a conclusão e considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 – Fluxo de Caixa Descontado

De acordo com Damodaran (2007), na avaliação pelo FCD, o valor da empresa é determinado pela expectativa de seus fluxos de caixa futuros, desconsiderando o custo de aquisição utilizados na sua operação, ou seja, esses rendimentos são trazidos a valor presente por uma taxa de desconto que reflita adequadamente o custo de oportunidade e os demais riscos associados a esse investimento.

Damodaran (2003) reforça que a metodologia é melhor utilizada com empresas consolidadas que apresentam fluxos de caixa positivos recorrentemente, os quais fornecem certa segurança para estimar as futuras projeções, e que ainda há uma forma de mensuração do risco para obter uma taxa de desconto adequada.

Foi utilizado o Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (em inglês: *free cash flow to the firm-FCFF*) para o cálculo do *valuation*. A precificação é desenvolvida a partir de pressupostos

colocados nos modelos de avaliação, utilizando certa dose de subjetividade e de influências e expectativas do analista e/ou investidor (CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO, 2014). Portanto, o resultado de um *valuation* via FCFF não pode ser considerado uma verdade absoluta pois é algo subjetivo devido ao uso de premissas que cabem a cada investidor determinar, conforme seu apetite ao risco e entendimento do negócio a ser avaliado.

2.1.1 – Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCFF)

Esta abordagem, tem como objetivo obter o valor presente da empresa por meio dos fluxos de caixa futuro esperado, descontado por uma taxa: o WACC (*Wighted Average Cost of Capital*). É definido como o Custo Médio Ponderado de Capital: média dos custos ponderados de capital próprio e de terceiros por seus respectivos pesos no financiamento das atividades operacionais da empresa (ASSAF NETO, 2017).

O FCFF é o fluxo de caixa após os impostos das operações da empresa, líquidos de investimentos em capital e de capital de giro líquido, e é calculado conforme Equação 1:

Equação 1. Free Cash Flow to Firm (FCFF)

(+)	RECEITA LÍQUIDA
(-)	Custo do Produto e Serviço Vendido
(-)	Despesas Operacionais
(=)	EBITDA
(-)	IR e CSLL
(=)	EBIT * (1 - % IR e CSLL)
(+)	Depreciação
(-)	Investimentos
(-)	Variação do Capital de Giro
(=)	FLUXO DE CAIXA DA EMPRESA (FCFF)

Fonte: Damodaran (2007).

A sigla EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) tem como objetivo de cálculo representar uma proximidade ao lucro operacional da empresa (DAMODARAN, 2007). A sigla IR e CSLL é o imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido, pagos pelo lucro operacional auferido no período. Depreciação e Amortização são as provisões feitas pelas controladas da Itaúsa, como depreciação das máquinas de fábricas da Duratex ou NTS, por exemplo (ITAÚSA, 2020).

De acordo com Kobori (2011), o fluxo de caixa deve ser calculado a partir do lucro operacional, após o imposto de renda (EBIT). As depreciações e amortizações não refletem saídas efetivas de caixa da empresa.

Calculado e projetado o *FCFF*, deve-se agora descontar a valor presente, a uma taxa (WACC) que represente melhor o risco do projeto ou empreendimento para obter uma melhor análise da atratividade do mesmo (DAMODARAN, 2003).

2.1.2 – Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

Para toda projeção futura de fluxos de caixa, é necessário descontar estes a valor presente por uma taxa pré-definida, conforme diz Assaf Neto (2011), o WACC é taxa de atratividade requerida na alocação de capital pela empresa. A estrutura de capital de uma empresa é sua composição de dívidas de longo prazo (provenientes de capital de terceiros) e do patrimônio líquido da empresa (dinheiro próprio, dos sócios acionistas) (CHEROBIM, 2008, p.40).

Ainda, o WACC corresponde a ponderação dos custos efetivos de cada tipo de capital (próprio e terceiro) com suas respectivas participações no capital total da empresa. O WACC é uma medida ponderada do custo de Capital Próprio e do Capital de Terceiros, calculada conforme descreve Ross, Westerfield & Jaffe (2008) na Equação 2:

$$WACC = [K_i * (1-IR) * (B / S + B)] + [K_e * (S / S + B)] \quad (2)$$

Onde:

WACC = custo médio ponderado do capital;

K_i = custo do capital de terceiros

IR = alíquota do Imposto de Renda

B = Capital de Terceiros

K_e = Custo do Capital Próprio (CAPM)

S = Capital Próprio

2.1.3 – Custo do Capital Próprio

De acordo com Damodaran (2007), o custo do capital próprio – em inglês: *capital asset pricing model* (CAPM) – é um modelo de precificação para mensurar o risco do investimento e para cálculo do custo do capital próprio, determinado na Equação 3:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (3)$$

Onde:

K_e = Custo do Capital Próprio

R_f = Taxa livre de Risco (taxa Selic)

R_m = Prêmio de Mercado (*Equity Risk Premium*)

β = Coeficiente beta, medida de risco

$(R_m - R_f)$ = Diferença entre o prêmio e a taxa livre de risco.

Primeiramente, a variável taxa livre de risco é definida por Damodaran (2007) como a taxa de juros que rende algum título no qual o investidor já conhece previamente o retorno que terá advindo dessa aplicação e há um risco mínimo de inadimplência. No caso brasileiro, este título nada mais é que a taxa básica de juros do país, a Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic).

A diferença entre o retorno esperado do mercado e a taxa livre de risco, comumente chamado de prêmio de risco, mede o retorno exigido pelo investidor para aplicar seus recursos em algum investimento de maior risco ao invés de aplicar o investimento em algo mais conservador, como títulos públicos (taxa livre de risco) (ASSAF NETO, 2017). Tal prêmio pode ser estimado por dados históricos, analistas de mercado e por dados correntes de mercado (DAMODARAN, 2007).

Agora, a variável do coeficiente beta de um ativo é representada pela sensibilidade de um ativo às variações do mercado, isto é, mostra o grau de risco de um ativo em relação a uma carteira de investimentos diversificada. Segundo Ross, Westerfield & Jaffe (2008), empresas que contêm elevada alavancagem operacional (custos fixos mais altos que custos variáveis) tendem a possuir betas mais altos, pois é necessário alto volume de venda para diluir tamanho custo fixo. E ainda, a alavancagem financeira, proporção que a empresa utiliza capital de terceiros para financiar suas operações, segue a mesma linha de raciocínio: quanto maior a alavancagem financeira, maior os custos fixos de financiamento, e maior o beta da empresa.

Conforme Assaf Neto (2005) esclarece, para o modelo CAPM, o ativo deve ter uma promessa de retorno que compense o risco assumido, assim, a cada risco adicional, é necessária

uma remuneração adicional maior, que é mensurado pelo coeficiente beta. Para complementar, o beta de uma empresa, cita Damodaran (2007), tem três elementos determinantes que o influencia: natureza cíclica de suas receitas (tipo de negócio); grau de alavancagem operacional (crescimento das vendas); e grau de alavancagem financeira (custo do crédito tomado para realizar determinada operação). Para Damodaran (2007), o beta é calculado, conforme Equação 4:

$$\beta_L = \beta_u * [1 + (1-t) * (B/S)] \quad (4)$$

Onde:

β_L = beta alavancado para ações da empresa

β_u = beta não alavancado;

t = IR e CSLL

B/S = Razão dívida / património líquido (*debt to equity*, em inglês)

2.1.4 – Custo de Capital de Terceiros

Cherobim (2008) afirma que o capital de terceiros são várias fontes de recursos advinda por terceiros, como empréstimos e financiamentos, debêntures, emissão de títulos de dívida e endividamento no exterior. Assaf Neto (2011) diz que quanto maior a utilização de recursos de terceiros, maior é a chance de alavancar o retorno do patrimônio líquido, o que bem gerido, pode ser um grande alinhamento de interesse com os acionistas.

Para o cálculo do Custo de Capital de Terceiros, a Equação 5, segundo Lemes Júnior, Rigo, Cherobim (2002 p. 212) é:

$$K_i = j (1-IR) / C_t \quad (5)$$

Onde:

j = juros

IR = Alíquota do imposto de renda

C_t = Capital de Terceiros.

2.1.5 – Perpetuidade

Em qualquer projeção de fluxo de caixa, há de se estabelecer o período em que os fluxos futuros serão descontados. Fica a critério do analista e/ou investidor qual o período a ser

estabelecido. Nos períodos posteriores a dez anos, é usado o conceito da perpetuidade, que segundo Martins (2001) é definido como: valor que o negócio possuirá ao longo do tempo, depois do período projetado, trazido a valor presente.

A fase da perpetuidade, segundo Póvoa (2012) é aquela em que a empresa alcança o seu estágio máximo de produtividade operacional, tendo muito pouco a crescer dali em diante. É o que se chama de fase de maturidade: a melhor forma de crescer será investindo mais, o que como consequência gera um consumo de fluxo de caixa.

Damodaran (2007) diz que não é possível estimar os fluxos de caixa para sempre, assim, finaliza-se uma projeção interrompendo a estimativa de fluxos em algum momento, para então calcular um valor terminal que reflita o valor da empresa neste ponto. Utilizou-se neste FCD o modelo de crescimento estável, descrito pela Equação 6 segundo Damodaran (2007):

$$\text{Perpetuidade} = FC / K - g \quad (6)$$

Onde:

FC = O último fluxo de caixa projetado.

K = taxa de desconto aplicada nos fluxos (WACC)

g = crescimento na perpetuidade.

Neste trabalho, a perpetuidade foi calculada por uma média de crescimento do PIB Brasileiro, em que o Banco Central (2020) fornece ferramentas online para conseguir simular os próximos anos, detalhada na metodologia.

2.1.6 – Estudos Correlatos

Padovani *et al.* (2011) realizou uma pesquisa com o objetivo de abordar métodos de *valuation* e trazer maiores conhecimentos sobre um tema pouco explorado na Contabilidade, pois *valuation* não aborda somente o que se mensura nos demonstrativos contábeis, aprofunda-se ainda em conceitos de mercado que as empresas estão inseridas e aplicações de metodologias financeiras. Foi elaborado então um estudo de caso sob o fluxo de caixa descontado de uma empresa do ramo frigorífico.

Outro estudo que utilizou a modelagem do fluxo de caixa descontado, foi no artigo apresentado por Durão *et al.* (2013), onde foi avaliada a empresa Henring S.A por meio de suas demonstrações contábeis, via fluxo de caixa descontado. Teve como objetivo avaliar se seu

valor justo estava de acordo com o preço negociado em mercado ao final do ano de 2011. Esta era negociada a um valor de R\$ 32,46 no dia 30/12/2011 enquanto segundo sua projeção, o valor justo para a empresa seria de R 39,97, ou seja: a empresa estava sendo negociada com desconto. (DURÃO *et al.*, 2013).

Bittencourt e Prado (2017) teve como foco a pesquisa em empresas do segmento de energia elétrica (CPLF Energia, Energias do Brasil e Engie) com o intuito de utilizar o fluxo de caixa descontado para comparar o valor intrínseco de suas ações com relação ao preço negociado na Bovespa. Os resultados obtidos do estudo foram que investidores, de acordo com o fluxo de caixa descontado, minimizam riscos ao avaliar as empresas antes de tomar decisões de investimento, em que das 3 empresas analisadas, apenas a Energias do Brasil estaria negociada com desconto frente ao seu valor intrínseco: R\$ 14,67 (cotação) versus R\$ 47,54 (valor justo). (BITTENCOURT; PRADO, 2017)

Bonini e Pacheco (2019) fizeram o estudo com base na empresa M Dias Branco S.A, no setor de alimentação, abordando o tema de avaliação de empresas com enfoque no fluxo de caixa descontado. A escolha pelo método se deu por conta da essencialidade do mesmo para a tomada de decisão de investimento e tiveram como conclusão que o valor justo da M Dias Branco está bem acima do negociado na bolsa de valores: R\$ 78,71 de valor intrínseco contra sua cotação de R\$ 34,79.

Para a justificativa do método utilizado, Aiex (2020), avaliou a empresa Light S.A pelo fluxo de caixa descontado, um setor com alta previsibilidade de receitas (elétrico), em que a recorrência é alta e, além disso, a previsibilidade de custos também, facilitando assim as projeções da companhia para a realização do método. Foi concluído na sua avaliação que o valor intrínseco da ação da Light S.A em 13/01/2019 era de R\$ 26,60, subvalorizada em relação ao preço negociado no mercado que era de R\$ 23,38. (AIEEX, 2020).

3 METODOLOGIA

3.1 Classificação da Pesquisa

Conforme diz Yin (2005, p.3), estudo de caso é uma investigação empírica, que analisa fatos contemporâneos dentro de seu contexto da vida real, especialmente quando os limites entre fato e o contexto não estão claramente definidos. Para Figueiredo (2018), estudo de caso aprofunda uma determinada realidade, permitindo formulações de hipótese e tem preocupação com suas aplicações práticas.

Assim, o estudo de caso mostra uma possível aplicação de modelo de *valuation* baseado no fluxo de caixa descontado da *holding* Itaúsa, com o intuito de obter seu valor intrínseco e compará-lo ao preço negociado na bolsa de valores. Foi escolhida a Itaúsa pois é um dos maiores conglomerados financeiros que existe no Brasil, sendo a 11ª maior empresa listada em valor de mercado em outubro de 2020, além de possuir controle sobre o maior banco privado do país: o Itaú Unibanco. ([B]³, 2020)

O presente trabalho tem caráter descritivo, que de acordo com Matias-Pereira (2019), visa estabelecer suas variáveis. Também, uma abordagem quantitativa, em que Knechtel (2014) afirma que é a modalidade de pesquisa que se baseia no teste de uma teoria composta por variáveis quantificada em números, estas analisadas com o objetivo de determinar se as hipóteses da teoria se sustentam ou não.

3.2 Etapas da Pesquisa

Os dados utilizados para a análise foram no período entre 2015 a 2019 e os mesmos foram referência para projetar os próximos 10 anos, estabelecendo uma média de crescimento YoY (*year over year*) nas linhas do BP, DRE e da DFC, encontrados nos anexos deste trabalho. A data utilizada para coletar a cotação da Itaúsa S.A foi em 30/12/2019, pois foi o último dia do ano de 2019 negociada na bolsa de valores. Nesse caso, a cotação de fechamento da ITSA4 foi de R\$ 13,54.

As demonstrações financeiras da *holding* foram obtidas no seu próprio site, na aba relação com investidores onde é encontrado todas demonstrações já publicadas. Os dados foram exportados e organizados no software Microsoft Excel, assim como os seus respectivos cálculos. Foi feito ainda um breve histórico da evolução da *holding* ano a ano desde sua fundação.

Com os dados compilados, foi feito então o cálculo do beta (β), em que o β foi de valor de 1,01, datado em 30/12/2019. (INFRONT ANALYTICS, 2020), o qual pode ser visualizado na Tabela 1. A composição da alíquota do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) com a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) $25\% + 9\% = 34\%$. “B/S” é a dívida sobre o patrimônio líquido (*debt to equity*), a qual está descrita em milhões de R\$:

TABELA 1 - Cálculo do Beta

$\beta_L = \beta_u * [1 + (1-t) * (B/S)]$		FÓRMULA
onde:		
B	4.155	BALANÇO 2019
S	58.357	BALANÇO 2019
β_u	1,01	INFRONT ANALYTICS 2020
t	34%	IR e CSLL
B/S	7,12%	
β_L	1,06	

Fonte: Dados da Pesquisa

Fazendo os cálculos, o valor aproximado do β_L é de 1,06, que permitirá agora completar o cálculo do K_e , pois é a variável que faltava para a referida fórmula, como se pode ver na Tabela 2:

TABELA 2 - Cálculo do K_e

$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$		FÓRMULA
Onde:		
R_f	4,53%	Taxa Selic dez/2019, IPEADATA 2020
R_m	8,16%	Equity Risk Premium Brazil 2019, DAMODARAN 2020
β	1,06	Cálculo
$(R_m - R_f)$	3,63%	Cálculo
K_e	8,37%	

Fonte: Dados da Pesquisa

Calculando o custo de capital de terceiros (K_i), foi feita extração dos dados da taxa média aplicada em cada dívida da Itaúsa no final de 2019 e fez o cálculo no *software* Microsoft Excel ponderando as dívidas de curto prazo (passivo circulante) com as dívidas de longo prazo (passivo não circulante), chegando no valor ponderado do K_i de 6,77%, conforme pode-se ver no Anexo 4.

Com K_e e K_i calculados, é necessário agora calcular a taxa de desconto (WACC) a ser utilizada para descontar os fluxos de caixa futuros da companhia, conforme pode ser visto na Tabela 3:

TABELA 3 - Cálculo do WACC

WACC = [$K_i \times (1 - IR) \times (B / S + B)$] + [$K_e \times (S / S + B)$]	8,11%	Fórmula
IR e CSLL	34%	IR e CSLL
B (milhões)	R\$ 4.155	Balanco 2019 (Emprést. e Financ. + Debêntures CP e LP)
Ke	8,37%	Cálculo
S (milhões)	R\$ 58.357	Balanco 2019 (Patrimônio Líquido)
Ki	6,77%	Cálculo

Fonte: Dados da Pesquisa

Percebe-se que o capital de terceiros foi somado às linhas de Empréstimos e Financiamentos e Debêntures de Curto e Longo Prazo do Balanço Patrimonial. Já o Patrimônio Líquido foi para representar o Capital Próprio na ponderação. O resultado do WACC foi de 8,11%, este valor descontará os fluxos projetados a valor presente.

Agora, para a execução do *valuation*, é apresentado as premissas utilizadas, começando com a Análise Horizontal (A.H.) da DRE, encontrada no Anexo 2 para se ter a variação em % de cada linha. Além da A.H., no grupo de fluxos de caixa das atividades operacionais, da DFC no Anexo 3, calculou-se a variação média dos 5 anos de depreciação que resultou em 1,11% a.a.

Ainda na DFC, foi considerado como CAPEX (*Capital Expenditure*) as linhas da DFC de Aquisição de Investimentos somada com Aquisição de Imobilizado, Intangível e Ativos Biológicos. Houve uma variação de +2,48% a.a. (Anexo 3).

Na data de outubro 2020, a Itaúsa ainda dependia de uma aprovação do CADE para adquirir participação empresarial em outra empresa, a Liquigás, por meio de um consórcio com a Copagaz, e o valor próximo da aquisição é de aproximadamente R\$ 1.400.000.000,00 (FATO RELEVANTE, ITAÚSA 2019). Acreditou-se que esta transação se concretizará, no fluxo de caixa do ano de 2021, 2022 e 2023, foi feita então possíveis projeções com parcelas iguais de CAPEX da aquisição do negócio.

A necessidade de capital de giro (NCG) tem o seu cálculo considerando contas a receber da companhia somada com seus estoques, menos contas a pagar (ASSAF NETO, 2017). Para a projeção, calculou-se a NCG média entre os anos de 2015-2019, onde obteve a variação média de 0,88% a.a. (BALANÇO PATRIMONIAL, ANEXO 1).

A princípio, como o principal resultado da Itaúsa vem proveniente de participação nas suas empresas investidas, utilizou-se a média de crescimento da linha da DRE do resultado com

participações empresariais, entre 2015 e 2019, obtendo um valor de 3,52% a.a., que fica abaixo do PIB projetado para 2021(3,6% a.a.) (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020).

E, em um ano atípico de pandemia do Coronavírus, a Itaúsa já havia solto os resultados referentes até a data de 30/06/2020, refletindo uma queda de 41,6% no lucro líquido. Portanto, no fluxo de caixa de 2020, projetou-se um decréscimo de 41,6% no resultado de participações empresariais (apenas neste ano) para representar maior veracidade na projeção.

Por fim, foi considerado um crescimento de 2,91% a.a na perpetuidade da companhia, que representa a média do crescimento do PIB Projetado do Brasil em 2021 e 2022, segundo ferramenta de simulação aberta ao público (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020).

Com a projeção feita e os resultados obtidos, elaborou-se uma tabela para analisar o valor encontrado pelo *valuation* via FCD, comparou-se com a cotação da ITSA4 praticada em 30/12/2019 verificando se o valor intrínseco da *holding* está valorizado ou subavaliado pelo mercado acionário para atender ao objetivo desta presente pesquisa.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção é demonstrado previamente um pouco da história do conglomerado financeiro que é a Itaúsa. Na sequência, são detalhadas as projeções financeiras e contábeis para o devido *valuation* partindo da data de 31/12/2019, encontrando o valor da ação via FCD.

4.1 Histórico da empresa

A história da Itaúsa S.A. começou em 06/05/1966, quando a companhia se tornou o primeiro banco de investimento brasileiro, naquela época com nome de Banco Federal Itaú de Investimentos S.A. Foi constituída com o objetivo de centralizar decisões financeiras e estratégicas de um conjunto de empresas, propiciando uma melhor gestão e maior capacidade de crescimento (ITAÚSA, 2020).

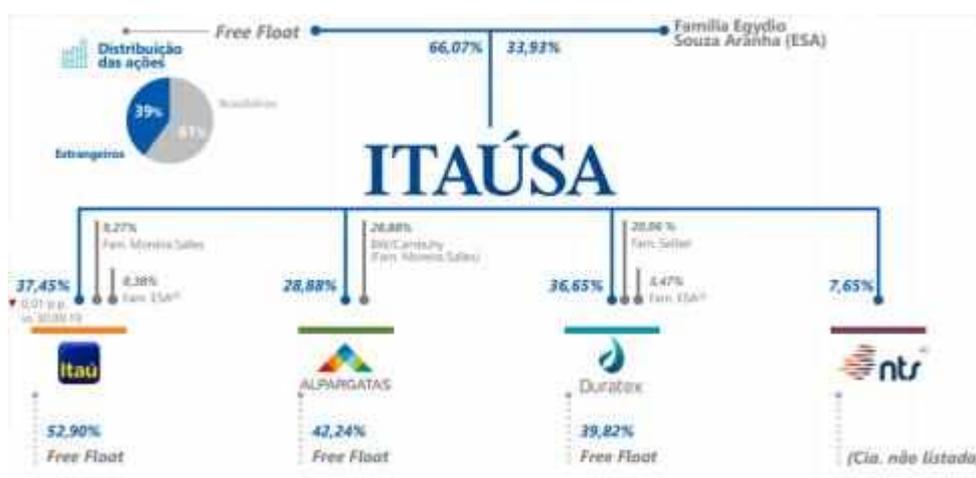
Conforme dito no seu site, Itaúsa (2020), a atuação da empresa foi expandida majoritariamente na área de bancos de investimento, acumulando uma robusta carteira de ações e acabou se tornando acionista significativo de várias instituições financeiras do Itaú. Assim, a *Holding* passou a liderar um conglomerado de 50 sociedades.

A razão social Itaúsa – Investimentos Itaú S.A., teve a sua alteração efetuada na Assembleia Geral de 30 de abril de 1991. A partir dessa data foi incorporada a denominação

“Itaúsa”, a qual se transformou em uma das marcas mais consagradas do mercado financeiro brasileiro (ITAÚSA, 2020).

Passado um pouco mais de 5 décadas, hoje a Itaúsa é uma *holding* de capital aberto, com participações acionárias relevantes nas suas controladas de modo que possa vir a influenciar futuras decisões de seus negócios, para uma expansão sustentável e rentável com o intuito de maximização de valor aos seus acionistas. Hoje, suas controladas são: Itaú Unibanco, Duratex, Alpargatas e Nova Transmissora do Sudeste (NTS), como é visto na Tabela 4.

TABELA 4 – CONGLOMERADO ITAÚSA S.A



Fonte: Itaúsa (2020).

4.2 Projeção de Fluxos de Caixa

As Tabelas 5 e 6, que vem em seguida, mostram a projeção Fluxo de Caixa 0 (FC0) até o Fluxo de Caixa 10 (FC10), multiplicando a cada ano pelo crescimento adotado na média YoY (*year over year*), informações encontradas nos Anexos. Como escrito anteriormente, no ano de 2020 (FC1) projetou-se um declínio na linha de participações empresariais em 41,6%, apenas neste ano, pois considerou uma atividade atípica decorrente da pandemia do coronavírus. Além disso, para o CAPEX dos anos 2021, 2022 e 2023, a aquisição parcelada da Liquigás, em um montante avaliado em R\$ 1,4 bilhões de reais.

TABELA 5: Projeção do FC0 até FC5

		<i>FC0</i>	<i>FC1</i>	<i>FC2</i>	<i>FC3</i>	<i>FC4</i>	<i>FC5</i>
	TÍTULO	2019	2020	2021	2022	2023	2024
(+)	RECEITA LÍQUIDA	5.008	5.058	5.109	5.161	5.213	5.266
(-)	CUSTOS E DESPESAS OPERACIONAIS	(4.286)	(4.645)	(4.693)	(4.741)	(4.789)	(4.838)
-	Custo dos Produtos e Serviços	(3.718)	(3.755)	(3.793)	(3.831)	(3.869)	(3.908)
-	Despesa com Vendas	(716)	(723)	(731)	(739)	(746)	(754)
-	Despesas Gerais e Administrativas	(387)	(391)	(395)	(399)	(404)	(408)
-	Outros Resultados Operacionais	535	537	539	541	542	544
-	Despesas Tributárias	-	(313)	(313)	(313)	(313)	(313)
(+)	<i>PARTIPAÇÕES EMPRESARIAS</i>	<i>10.272</i>	<i>6.210</i>	<i>6.429</i>	<i>6.655</i>	<i>6.890</i>	<i>7.132</i>
(=)	<i>EBIT</i>	<i>10.994</i>	<i>6.623</i>	<i>6.845</i>	<i>7.076</i>	<i>7.314</i>	<i>7.560</i>
(-)	DESPESAS FINANCEIRAS	(264)	(268)	(272)	(276)	(281)	(285)
(-)	IR E CSLL	(161)	(164)	(168)	(171)	(175)	(179)
-	IR e CSLL Correntes	(165)	(168)	(172)	(175)	(179)	(183)
-	IR e CSLL Diferidos	4	4	4	4	4	4
(=)	<i>NOPAT</i>	<i>10.569</i>	<i>6.191</i>	<i>6.406</i>	<i>6.628</i>	<i>6.858</i>	<i>7.096</i>
(+)	DEPRECIACÃO	726	734	742	750	759	767
(-)	<i>CAPEX</i>	<i>(655)</i>	<i>(671)</i>	<i>(1.155)</i>	<i>(1.650)</i>	<i>(2.157)</i>	<i>(688)</i>
(=)	NECESSIDADE CAPITAL DE GIRO	(588)	(593)	(598)	(604)	(609)	(614)
(=)	<i>FCFF 2019 (FREE CASH FLOW TO FIRM)</i>	<i>10.052</i>	<i>5.660</i>	<i>5.395</i>	<i>5.125</i>	<i>4.850</i>	<i>6.561</i>
(=)	<i>FCFF DESCONTADO (2020-2029)</i>	<i>41.459</i>	<i>5.236</i>	<i>4.616</i>	<i>4.056</i>	<i>3.551</i>	<i>4.443</i>

Fonte: Dados da Pesquisa

TABELA 6: Projeção FC6 até FC10

		FC6	FC7	FC8	FC9	FC10
	TÍTULO	2025	2026	2027	2028	2029
(+)	RECEITA LÍQUIDA	5.319	5.372	5.426	5.481	5.536
(-)	CUSTOS E DESPESAS OPERACIONAIS	(4.887)	(4.937)	(4.988)	(5.038)	(5.090)
-	Custo dos Produtos e Serviços	(3.947)	(3.986)	(4.026)	(4.067)	(4.107)
-	Despesa com Vendas	(762)	(770)	(778)	(786)	(794)
-	Despesas Gerais e Administrativas	(412)	(417)	(421)	(425)	(430)
-	Outros Resultados Operacionais	546	548	550	552	554
-	Despesas Tributárias	(313)	(313)	(313)	(313)	(313)
(+)	PARITIPAÇÕES EMPRESARIAS	7.383	7.643	7.913	8.191	8.480
(=)	EBIT	7.815	8.079	8.352	8.634	8.926
(-)	DESPESAS FINANCEIRAS	(289)	(294)	(298)	(303)	(307)
(-)	IR E CSLL	(182)	(186)	(190)	(194)	(198)
-	IR e CSLL Correntes	(187)	(191)	(194)	(199)	(203)
-	IR e CSLL Diferidos	4	4	5	5	5
(=)	NOPAT	7.343	7.599	7.863	8.137	8.421
(+)	DEPRECIÇÃO	776	784	793	802	811
(-)	CAPEX	(705)	(722)	(740)	(759)	(777)
(=)	NECESSIDADE CAPITAL DE GIRO	(620)	(625)	(631)	(636)	(642)
(=)	FCFF 2019 (FREE CASH FLOW TO FIRM)	6.794	7.035	7.285	7.544	7.812
(=)	FCFF DESCONTADO (2020-2029)	4.256	4.076	3.904	3.740	3.582

Fonte: Dados da Pesquisa

Percebe-se o cálculo do *free cash flow to firm (FCFF)*, de todos os anos projetados, encontrado na penúltima linha da Tabela 5 e 6. Na última linha, foi descontado cada fluxo encontrado pela taxa de desconto (WACC). Destaque ainda para a última linha do FC0, na Tabela 5, onde encontra o somatório de todos os Fluxos Projetados Descontados, entre os anos de 2020 até 2029 (41.459 em milhões de R\$).

Por fim, na Tabela 7, o cálculo da perpetuidade foi feito com a fórmula: último fluxo de caixa descontado projetado (2029) dividido pela taxa de desconto, subtraída do crescimento na perpetuidade:

TABELA 7 - Cálculo da Perpetuidade

PERPETUIDADE = FC10 / K(Wacc) - g	R\$68.892,00	Cálculo
FC10	R\$ 3.582,01	FC10 Tabela 6
K	8,11%	WACC
g	2,91%	Média PIB 2021 e 2022

Fonte: Dados da Pesquisa

4.3 Cálculo do Valor da ITSA4

Com todas as variáveis calculadas, é necessário então calcular o valor da ação da ITSA4, que está destacado na Tabela 8. Ressalta-se que é somado os fluxos descontados de 2020 até 2029. Ainda se soma este com a perpetuidade calculada, onde chegou ao valor justo total da *holding*, e por fim, dividiu pela quantidade de ações em circulação (Anexo 2) na data de 30/12/2019.

TABELA 8 - Cálculo do Valor da ITSA4 por ação

+	<i>FCFF DESCONTADO (2020-2029)</i>	41.459	Cálculo (em milhões R\$)
(=)	FCFF DESCONTADO TOTAL	41.459	Cálculo (em milhões R\$)
+	PERPETUIDADE	68.892	Cálculo (em milhões R\$)
(=)	VALOR ITAÚSA S.A	110.351	Cálculo (em milhões R\$)
-	<i>DÍVIDA LÍQUIDA (Emprést. + Debênt. CP - Caixa e Equiv.)</i>	(1.491)	BP 2019 (em milhões R\$)
(=)	VALOR JUSTO ITAÚSA	111.842	Cálculo (em milhões R\$)
(/)	<i>QUANTIDADE DE AÇÕES EM CIRCULAÇÃO</i>	8.620	DRE 2019 (em milhões)
(=)	VALOR JUSTO POR AÇÃO	R\$ 12,97	
(/)	VALOR DA ITSA4 EM 30/12/2019	R\$ 13,54	
(=)	UPSIDE	-4,18%	

Fonte: Dados da Pesquisa

Percebe-se que o *upside* da ação está negativo em -4,18%, ou seja, o mercado acionário na data de 30/12/2019 valorizava a ação com relação ao seu valor intrínseco obtido pelo FCD.

5 – CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este presente estudo de caso teve como objetivo analisar se o valor intrínseco da Itaúsa S.A, obtido por meio da metodologia de *valuation* sob o fluxo de caixa descontado, estava valorizado ou subavaliado com relação ao preço negociado na bolsa de valores ao fim do ano de 2019. E, complementando, Assaf Neto (2005) diz que o valor de mercado das ações nem sempre reflete o seu valor, representando possível oportunidade para investidores.

Com isso, o presente trabalho evidenciou que o *valuation* da Itaúsa S.A, considerando as premissas utilizadas, que o mercado acionário valorizou o valor intrínseco da companhia na

data de 30/12/2019, em que o valor encontrado no FCD foi de R\$ 12,97 aproximado por ação, enquanto o mercado negociava suas ações com um leve ágio (R\$ 13,54) de 4,18%.

Vale ressaltar que para a realização de um fluxo de caixa descontado, é de suma importância entender suas limitações: o teor da subjetividade que cada pessoa pode empregar nas próprias projeções, seja um investidor, profissional do mercado, sociedade em geral. (CUNHA, M. F.; MARTINS, E.; ASSAF NETO, 2014). Damodaran (2007) complementa dizendo que, todo *valuation* é uma história a ser contada, refletindo expectativas próprias de quem a conduz. E, por fim, a metodologia é melhor utilizada apenas com empresas que apresentem fluxos de caixa positivos recorrentemente (DAMODARAN, 2007).

Para finalização deste trabalho, com os resultados apresentados e a metodologia de *valuation* utilizada (fluxo de caixa descontado), a sugestão é para a ampliação do estudo de avaliação de empresas sob este método, abordando outros setores da economia presentes na bolsa de valores (energia ou saneamento, por exemplo), pois são setores com alta previsibilidade de fluxos de caixa, podendo assim experimentar ainda mais esta metodologia para comparar o valor intrínseco de uma empresa com seu preço negociado no mercado, ajudando futuros investidores a tomarem melhores decisões, além de estar colaborando com a literatura científica.

6 REFERÊNCIAS

AIEX, Henrique Veloso. **VALUATION POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO: Um estudo de caso da LIGHT S.A.** 2020. 58 f. Monografia (Graduação) - Curso de Engenharia Elétrica, UFRJ, Escola Politécnica, Rio de Janeiro, 2020.

ASSAF NETO, A. N.; LIMA, F. G. **Curso de Administração Financeira.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. **Fundamento de administração financeira.** 3.ed. – São Paulo: Atlas, 2017.

ASSAF NETO, Alexandre. **A superioridade do método de fluxo de caixa descontado no processo de avaliação de empresas.** 2005. Disponível em: http://institutoassaf.com.br/wp-content/uploads/2019/04/SUPERIORIDADE_M%C3%89TODO_FLUXO_CAIXA_DESCONTADO_PROCESSO_AVALIA%C3%87%C3%83O_EMPRESAS.pdf. Acesso em: 28 out. 2020

BANCO CENTRAL DO BRASIL (Brasília). **Sistema de Expectativa de Mercado.** 2020. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>. Acesso em: 28 out. 2020.

BITTENCOURT, Emerson; PRADO, Eduardo Vieira do. **FLUXO DE CAIXA DESCONTADO: Uma ferramenta de apoio para avaliação de empresas que auxilia a tomada de decisão na aplicação de recursos em organizações de capital aberto.** Revista Universitas, Mogi Mirim - SP, v. 21, n. 11, p. 91-118, 21 ago. 2017

BONINI, Maurício Chad Zem Ferreira; PACHECO, Bruna Cristine Scarduelli. **Avaliação financeira através de ferramenta Valuation pelo Método de Fluxo de Caixa Descontado, na organização de capital aberto M Dias Branco SA Indústria e Comércio de Alimentos.** In: IX CONGRESSO BRASILEIRO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 9., 2019, Ponta Grossa - PR. Anais [...]. Ponta Grossa: Aprepro, 2019

BRASIL BOLSA BALCÃO [B]³ (São Paulo). **Histórico Pessoas Físicas.** 2020. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/. Acesso em: 30 set. 2020.

BRASIL BOLSA BALCÃO [B]³ (São Paulo). **Valor de mercado das empresas listadas.** 2020. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/valor-de-mercado-das-empresas-listadas/bolsa-de-valores/. Acesso em: 30 out. 2020.

CHEROBIM, A. P. Estrutura de Capital – revisão teórica. In: SAITO, R.; PROCIANOY, J. L. **Captação de Recursos de Longo Prazo.** São Paulo: Atlas, 2008, p. 38-65.

CUNHA, M. F.; MARTINS, E.; ASSAF NETO, A. Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. **Revista de Administração**, v. 49, n. 2, p.251-266, 2014.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. 5. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2003. 630 p.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson, 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Damodaran On-line Home Page - NYU Stern**. 2020. Disponível em: pages.stern.nyu.edu. Acesso em: 28 out. 2020.

DATA, Ipea. **Taxa de juros nominal - Overnight / Selic**: mensal de 1974.01 até 2020.10. Mensal de 1974.01 até 2020.10. 2020. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/exibeserie.aspx?serid=38402>. Acesso em: 28 out. 2020.

DURÃO, Nalber José Gonçalves *et al.* **AVALIAÇÃO DE EMPRESAS PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO: Estudo de caso na cia Hening S.A.** 2013. Disponível em: <http://periodicos.estacio.br/index.php/gestaocontemporanea/article/viewFile/9079/47967319>. Acesso em: 08 dez. 2020.

FIGUEIREDO, Nébia Maria Almeida de. **Método e metodologia na pesquisa científica**. 3. ed. São Caetano do Sul: Yendis, 2018.

INFRONT ANALYTICS (United States). **Market multiple valuation of Itausa - Investimentos Itau S.A.** 2020. Disponível em: <https://www.infrontanalytics.com/fe-en/BRITSAACNOR0/Itausa-Investimentos-Itau-S-A-/market-valuation>. Acesso em: 31 ago. 2020.

ITAÚSA (São Paulo). **Demonstrações Contábeis**. 2020. Disponível em: <http://www.itausa.com.br/pt/informacoes-financeiras/demonstracoes-contabeis>. Acesso em: 31 ago. 2020.

ITAÚSA (São Paulo). **O Conglomerado Itaúsa**: história. 2020. Disponível em: <http://www.itausa.com.br/itausa/pt/rao/2011/conglomerado-historia.html#:~:text=A%20hist%C3%B3ria%20do%20Conglomerado%20Ita%C3%BAsa,de%20realizar%2C%20por%20meio%20de>. Acesso em: 31 ago. 2020.

KNECHTEL, Maria do Rosário. **Metodologia da pesquisa em educação**: uma abordagem teórico-prática dialogada. Curitiba: Intersaberes, 2014.

KOBORI, José. **Análise Fundamentalista: como obter uma performance superior e consistente no mercado de ações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011

LEMES JÚNIOR, A. B; RIGO, C. M; CHEROBIM, A. P. M. S. **Administração Financeira**: Princípios, Fundamentos e Práticas Brasileiras. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

MARTELANC, Roy *et al.* **Utilização de metodologias de avaliação de empresas: resultados de uma pesquisa no Brasil (2005)**. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO - SEMEAD, VII., 2005, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo: Ead/fea/usp, 2005.

MARTINS, E. **Avaliação de Empresas – da Mensuração Contábil à Econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MATIAS-PEREIRA, José. **Manual da metodologia da pesquisa científica**. 4.Ed. – São Paulo: Atlas, 2019.

NEIRA, Ana Carolina. **Twitter contribui para inflar giro das ações**. 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/08/11/twitter-contribui-para-inflar-giro-das-acoes.ghtml>. Acesso em: 11 ago. 2020

PADOVANI, Ileana Raymundo et al. **AValiação de Empresas VALUATION**. Revista Científica do Unisalesiano, Lins - Sp, v. 2, n. 4, p. 157-170, jul. 2011

PÓVOA, Alexandre. **Valuation. Como precificar ações**. São Paulo: Elsevier, 2012.

ROSS, A.; WESTERFIELD, R.; JORDAN, B. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2008.

YIN, R. K. **Estudo de caso**. 3ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

7 ANEXOS

ANEXO 1: BALANÇO PATRIMONIAL

ITAÚSA - INVESTIMENTOS ITAÚSA	01/01 a	01/01 a	AH						
Balanco Patrimonial	31/12/2015	31/12/2016	%	31/12/2017	%	31/12/2018	%	31/12/2019	%
<i>(Em milhões de Reais)</i>									
ATIVO TOTAL	54.830	59.020	7,64%	64.275	8,90%	66.206	3,00%	67.476	1,92%
ATIVO CIRCULANTE	5.596	6.026	7,68%	5.643	-6,36%	6.222	10,26%	6.381	2,56%
Caixa e Equivalentes de Caixa	2.174	2.434	11,96%	1.218	-49,96%	2.421	98,77%	2.369	-2,15%
Ativos Financ. Mens. ao Valor Justo	282	310	9,93%	995	220,97%	1.030	3,52%	1.213	17,77%
Ativos Financ. Mens. ao Custo Amor	-	-	-	444	-	-	-100,00%	-	-
Clientes	996	934	-6,22%	1.091	16,81%	1.215	11,37%	1.135	-6,58%
Outros Ativos Financeiros	1.176	1.441	22,53%	1.056	-26,72%	758	-28,22%	811	6,99%
Estoques	968	907	-6,30%	839	-7,50%	798	-4,89%	853	6,89%
ATIVO NÃO CIRCULANTE	49.234	52.994	7,64%	58.632	10,64%	59.984	2,31%	61.095	1,85%
INVESTIMENTOS	41.216	45.044	9,29%	50.934	13,08%	52.831	3,72%	53.040	0,40%
Investimentos em Assoc. e Ent. Cont	41.216	45.044	9,29%	50.934	13,08%	52.831	3,72%	53.040	0,40%
IMOBILIZADO	4.146	3.742	-9,74%	3.669	-1,95%	3.338	-9,02%	3.669	9,92%
Imobilizado, Líquido	4.146	3.742	-9,74%	3.669	-1,95%	3.338	-9,02%	3.669	9,92%
INTANGÍVEL	3.872	4.208	8,68%	4.029	-4,25%	3.815	-5,31%	4.386	14,97%
Ativos Intangíveis, Líquidos	1.024	997	-2,64%	659	-33,90%	423	-35,81%	723	70,92%
Ativos Biológicos	1.442	1.529	6,03%	1.699	11,12%	1.565	-7,89%	1.544	-1,34%
Ativos Fiscais	1.322	1.597	20,80%	1.603	0,38%	1.756	9,54%	1.917	9,17%
Outros Ativos Não Financeiros	13	37	184,62%	68	83,78%	71	4,41%	202	184,51%
Ativo Mantido para Venda	41	20	-51,22%	-	-100,00%	-	-	-	-
Propriedade de Investimento	30	28	-6,67%	-	-100,00%	-	-	-	-
PASSIVO E PL TOTAL	54.830	59.020	7,64%	64.275	8,90%	66.206	3,00%	67.476	1,92%
PASSIVO CIRCULANTE	3.082	3.711	20,41%	3.292	-11,29%	2.342	-28,86%	2.576	9,99%
Fornecedores	-	-	-	-	-	444	-	631	42,12%
Obrigações com Pessoal	-	-	-	-	-	140	-	174	24,29%
Empréstimos e Financiamentos	668	780	16,77%	1.050	34,62%	705	-32,86%	806	14,33%
Debêntures	7	-	-100,00%	8	-	8	0,00%	72	800,00%
Imposto de Renda e Cont. Social a F	29	44	51,72%	28	-36,36%	18	-35,71%	58	222,22%
Outros tributos a Recolher	149	323	116,78%	140	-56,66%	41	-70,71%	89	117,07%
Dividendos e JSCP	157	203	29,30%	138	-32,02%	770	457,97%	485	-37,01%
Arrendamentos	-	-	-	-	-	-	-	23	-
Outros Passivos	2.072	2.361	13,95%	1.928	-18,34%	216	-88,80%	238	10,19%
PASSIVO NÃO CIRCULANTE	3.877	4.630	19,42%	6.064	30,97%	5.582	-7,95%	6.543	17,22%
Empréstimos e Financiamentos	2.423	2.932	21,01%	2.498	-14,80%	2.158	-13,61%	879	-59,27%
Debêntures	-	-	-	1.208	-	1.200	-0,66%	2.398	99,83%
Arrendamentos	-	-	-	-	-	-	-	561	-
Provisões para Contingência	743	996	34,05%	1.416	42,17%	1.448	2,26%	1.673	15,54%
Imposto de Renda e Cont. Social dife	611	496	-18,82%	496	0,00%	259	-47,78%	213	-17,76%
Outros tributos a Recolher	-	-	-	-	-	-	-	127	-
Benefícios a Empregados	-	-	-	-	-	30	-	72	140,00%
Outros Passivos	100	206	106,00%	446	116,50%	487	9,19%	620	27,31%
TOTAL PATRIMÔNIO LÍQUIDO	47.871	50.679	5,87%	54.919	8,37%	58.282	6,12%	58.357	0,13%
Capital Social	32.325	36.405	12,62%	37.145	2,03%	43.515	17,15%	43.515	0,00%
Ações em Tesouraria	(33)	(204)	518,18%	-	-100,00%	-	-	529	-
Reservas	13.341	13.077	-1,98%	16.404	25,44%	13.542	-17,45%	12.950	-4,37%
Ajustes de Avaliação Patrimonial	(786)	(1.549)	97,07%	(1.623)	4,78%	(1.711)	5,42%	(1.762)	2,98%
Part. dos Acionistas Controladores	44.847	47.729	6,43%	51.926	8,79%	55.346	6,59%	55.232	-0,21%
Part.de Acionistas Não Controladore	3.024	2.950	-2,45%	2.993	1,46%	2.936	-1,90%	3.125	6,44%

Fonte: Itaúsa (2020)

ANEXO 2: DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO

ITAÚSA - INVESTIMENTOS ITAÚ S.A.	01/01 a	01/01 a	AH	01/01 a	AH	01/01 a	AH	01/01 a	AH	AH
Demonstração Consolidada do Resultado	31/12/2015	31/12/2016	%	31/12/2017	%	31/12/2018	%	31/12/2019	%	MÉDIA
<i>(Em milhões de Reais, exceto as informações por ação)</i>										
Rec. Líq. de Vendas de Produtos e Serviços	4.885	4.687	95,96%	4.969	106,02%	5.375	108,17%	5.008	93,17%	1,01%
			0,00%							0,00%
Custo dos Produtos e Serviços	(3.731)	(3.641)	97,59%	(3.674)	100,91%	(4.011)	109,17%	(3.718)	92,70%	1,00%
Despesa com Vendas	(621)	(629)	101,29%	(686)	109,06%	(721)	105,10%	(716)	99,31%	1,04%
Despesas Gerais e Administrativas	(316)	(307)	97,15%	(322)	104,89%	(319)	99,07%	(387)	121,32%	1,06%
Outros Resultados Operacionais	23	(171)	-743,48%	49	-28,65%	376	767,35%	535	142,29%	0,34%
Despesas Tributárias	(229)	(290)	126,64%	(310)	106,90%	(310)	100,00%	-	0,00%	0,83%
Resultado Financeiro	(92)	(191)	207,61%	(214)	112,04%	(108)	50,47%	(264)	244,44%	1,54%
			0,00%							0,00%
Res. de Part. s/ o Lucro Líquido em Assoc. e	9.057	8.579	94,72%	8.297	96,71%	9.537	114,95%	10.272	107,71%	1,04%
			0,00%							0,00%
Lucro Líquido antes do IR e CSLL	8.976	8.037	89,54%	8.109	100,90%	9.819	121,09%	10.730	109,28%	0,00%
IR e CSLL Correntes	(40)	(75)	187,50%	(65)	86,67%	(329)	506,15%	(165)	50,15%	2,08%
IR e CSLL Diferidos	58	254	437,93%	219	86,22%	220	100,46%	4	1,82%	1,57%
Lucro Líquido	8.994	8.216	91,35%	8.263	100,57%	9.710	117,51%	10.569	108,85%	0,00%
	8.868	8.211		8.144		9.436		10.312		
	126	5		119		274		257		
Lucro por Ação - Básico e Diluído				-						
	1,20	1,11		0,99		1,13		1,23		
	1,20	1,11		0,99		1,13		1,23		
Ações Ordinárias ON	2.851.347.945	2.841.521.554		2.825.107.353		2.867.721.003		2.889.937.770		
Ações Preferencias PN	4.568.368.454	4.575.176.570		5.370.182.654		5.480.116.942		5.730.445.086		

Fonte: Itaúsa (2020)

ANEXO 3: DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA

ITAÚSA - INVESTIMENTOS ITAÚ S.A.	01/01 a				
Demonstração Consolidada dos Fluxos de Caixa	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
<i>(Em milhões de Reais)</i>					
Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais					
Lucro Líquido Ajustado	974	891	1.187	1.151	1.270
Lucro Líquido	8.994	8.216	8.263	9.710	10.730
Ajustes ao Lucro Líquido:	(8.020)	(7.325)	(7.076)	(8.559)	(9.460)
Resultado de Participação sobre o Lucro Líquido em Associa	(9.057)	(8.579)	(8.297)	(9.537)	(10.272)
Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos	(58)	(254)	(219)	(220)	-
Provisões para Passivos Contingentes	139	194	205	223	221
Juros, Variações Cambiais e Monetárias Líquidas	-	-	487	245	110
Depreciação, Amortização e Exaustão	974	891	592	825	726
Variação do Valor Justo dos Ativos Biológicos	(125)	(158)	(215)	(148)	(126)
Provisão para Perdas de Crédito Esperadas	18	48	13	15	11
Resultado na Venda de Investimentos, Imobilizado e Intangível	-	-	-	(501)	(317)
Outros	3	301	358	539	187
Variações nos Ativos e Passivos	276	(70)	(134)	(1.141)	61
Redução em Ativos Financeiros	8	(28)	230	37	18
Aumento em Contas a Receber de Clientes	55	14	(194)	(262)	210
(Aumento) Redução em Estoques	(137)	61	89	(43)	43
(Aumento) Redução em Ativos Fiscais	(134)	(21)	257	(25)	144
(Aumento) Redução em Demais Ativos	105	(289)	(105)	355	193
Redução em Obrigações Fiscais	51	89	(210)	(89)	80
Redução em Demais Passivos	328	104	(201)	(1.114)	(627)
Outros	(264)	(346)	(384)	(672)	(529)
Pagamento de Imposto de Renda e Contribuição Social	(13)	(15)	(46)	(331)	(175)
Juros Pagos sobre Empréstimos e Financiamentos	(251)	(331)	(338)	(341)	(354)
Caixa Líquido (Aplicado) Gerado nas Atividades Operacionais	986	475	669	(662)	802
Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento					
Aquisição de Investimentos	(1)	(131)	(3.004)	(42)	(179)
Venda de Investimentos	-	-	2	98	-
Recebimento de Juros sobre Debêntures	-	-	31	16	-
Aquisição de Imobilizado de Uso, Intangível e Ativos Biológicos	(575)	(404)	(399)	(464)	(476)
Venda de Imobilizado de Uso, Intangível e Ativos Biológicos	-	-	53	561	598
Juros sobre o Capital Próprio e Dividendos Recebidos	2.550	2.827	4.004	7.738	9.768
Recebimento de Precatório	-	-	9	-	-
Caixa e Equivalentes de Caixa Controladas/Incorporadas Adquiridas	-	-	-	-	(274)
Resgate de Debêntures	-	-	-	442	-
Caixa Líquido Gerado nas Atividades de Investimento	1.974	2.292	696	8.349	9.437
Fluxo de Caixa das Atividades de Financiamento					
Integralização de Capital	3	20	68	664	-
Aquisição de Ações para Tesouraria	(38)	(204)	(449)	(30)	3
Juros sobre o Capital Próprio e Dividendos pagos	(2.545)	(2.900)	(3.190)	(6.644)	(10.071)
Ingresso de Empréstimos e Financiamentos	719	2.162	751	431	1.207
Amortização de Empréstimos e Financiamentos	(819)	(1.406)	(963)	(909)	(1.432)
(Amortização)/Emissão de Debêntures	(7)	(153)	1.200	-	-
Pagamento aos Acionistas Dissidentes	-	(18)	-	-	-
Caixa Líquido Aplicado nas Atividades de Financiamento	(2.687)	(2.499)	(2.583)	(6.488)	(10.293)
Aumento (Redução) Líquido de Caixa e Equivalentes de Caixa	273	268	(1.218)	1.199	(54)
Caixa e Equivalentes de Caixa no Início do Período	1.897	2.174	2.434	1.218	2.421
Variação Cambial sobre Caixa e Equivalentes de Caixa	4	(8)	2	4	2
Caixa e Equivalentes de Caixa no Final do Período	2.174	2.434	1.218	2.421	2.369
Transações que não envolvem Caixa ou Equivalentes de Caixa					
Transações de Financiamento			672	706	
Integralização de Capital - Compensação Crédito de Dividendos			672	706	

Fonte: Itaúsa (2020)

ANEXO 4: Cálculo do Ki no Microsoft Excel

TIPO DA DÍVIDA	TAXA DA DÍVIDA	TX.MÉDIA	PASSIVO CIRCULANTE	% CIRCULANTE	PASSIVO NÃO CIRCULANTE	% NÃO CIRCULANTE	MÉDIA PONDERADA CIRCULANTE	MÉDIA PONDERADA NÃO CIRCULANTE
	0 103,89% A 117,	7,11%	11	1,56%	94	4,36%	7,09%	6,46%
CRA	98% CDI	6,29%	1	0,14%	694	32,16%		
CREDITO EXPORTAÇÃO	103,89% A 117,	7,11%	246	34,89%	303	14,04%	C. CAPITAL PRÓPRIO:	6,77286%
FGPP - BANCO DO BRASIL	PRÉ 2,5 A 7,9%	5,20%	4	0,57%	385	17,84%		
FINAME	5,6 A 9% aa	7,30%	2	0,28%	9	0,42%		
FINAME	TJLP + 2,3% A.	9,28%	17	2,41%	31	1,44%		
FNE	7,53% AA	7,53%	0	0,00%	6	0,28%		
FUNDIEST	30% IGP-M. A.M	9,83%	26	3,69%	25	1,16%		
NOTA CREDITO EXP	104,9% CDI	6,73%	38	5,39%	71	3,29%		
NOTA PROMISSÓRIA	104,5% CDI	6,71%	0	0,00%	540	25,02%		
SWAP	US\$ + 2,11% +	5,77%	182	25,82%	0	0,00%		
SWAP	US\$ + Libor +	7,92%	178	25,25%	0	0,00%		
	TOTAL EMP E FINANC.		705		2158			
CDI 2018		6,42%						
TJLP 2018		6,98%						
IGP-M 2018		7,56%						

Fonte: Dados da Pesquisa