UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS

Paulo Beck Varela

AVALIAÇÃO DO BANCO ITAÚ S/A

Porto Alegre
2008

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS
COMISSÃO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Paulo Beck Varela
2744/01-2

AVALIAÇÃO DO BANCO ITAÚ S/A

Porto Alegre
2008

Paulo Beck Varela

AVALIAÇÃO DO BANCO ITAÚ S/A

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.
Orientador: Prof. Oscar Galli

Porto Alegre
2008

Paulo Beck Varela

AVALIAÇÃO DO BANCO ITAÚ S/A

Material para consulta na *homepage* da Biblioteca da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, disponível em http://sabi.ufrgs.br

Conceito Final:

Aprovado em ..... de ..... de .....

BANCA EXAMINADORA

_____

_____

Orientador: Prof. Oscar Galli

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO 7
1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA 9
1.2 OBJETIVO GERAL 10
1.3 OBJETIVOS ESPECÍFICOS 10
1. 4 MÉTODO 11
2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS 12
2.1 AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS 13
2.2 AVALIAÇÃO PELO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO 14
2.2.1 Taxa de Desconto 18
2.3 AVALIAÇÃO DE BANCOS 21
2.4 PARTICULARIDADES CONTÁBEIS DE BANCOS PARA FINS DE AVALIAÇÃO 23
2.5 MÉTODO DE AVALIAÇÃO UTILIZADO 26
3 A EMPRESA 27
3.1 HISTÓRIA 28
3.2 UNIDADES DE NEGÓCIO 30
3.2.1 Presença no Exterior 31
3.3 SEGMENTAÇÃO 32
3.3.1 Varejo 32
3.3.2 Itaú Personnalité 33
3.3.3 Poder Público 34
3.3.4 Pequenas Empresas 34
3.3.5 Médias Empresas 35
3.3.6 Clientes Institucionais 35
3.3.7 Itaú Private Bank 36
3.3.8 Crédito ao Consumidor 36
3.3.9 Grandes Corporações 37

3.4 ESTRUTURA ORGANIZACIONAL 38

3.5 ESTRUTURA SOCIETÁRIA 39

3.6 DESEMPENHO RECENTE 40

3.6.1 DESTAQUES 40

3.6.2 EMPRÉSTIMOS POR TIPO DE CLIENTE 42

3.6.3 CRÉDITO IMOBILIÁRIO 44

3.6.4 ÍNDICE DE INADIMPLENCIA E COBERTURA 45

3.6.5 RECURSOS CAPTADOS E ADMINISTRADOS 46

3.6.6 RECEITA DE PRESTAÇAO DE SERVIÇOS 47

3.6.7 DESPESAS NÃO DECORRENTES DE JUROS 48

3.6.8 LUCRO LÍQUIDO 49

3.6.9 ITAÚ HOLDING S/A E O MERCADO DE CAPITAIS 50

3.6.10 GOVERNANÇA CORPORATIVA 50

4. AVALIAÇAO DO BANCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S/A 53

4.1 DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS BANCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S/A 53

4.2 AMBIENTE ECONOMICO E SETOR BANCÁRIO 58

4.3 PERSPECTIVAS MACROECONÔMICAS – INDICADORES FINANCEIROS 60

4.4 PERSPECTIVAS PARA A COMPANHIA 61

4.5 RISCOS RELATIVOS AO SETOR BANCÁRIO E À EMPRESA 61

4.6 PROJEÇAO DAS PREMISSAS DO BANCO ITÁU HOLDING FINANCEIRA S/A 62

4.6.1 BALANÇO PATRIMONIAL 62

4.6.3 DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS 63

5 AVALIAÇÃO BANCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S/A PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO PATRIMONIAL 66

5.1 DRE PROJETADO DA EMPRESA 66

5.2 BALANÇO PATRIMONIAL 67

5.3 FLUXO DE CAIXA LIVRE DO ACIONISTA 68

5.4 TAXA DE DESCONTO 68

5.5 PERPETUIDADE.....69

5.6 VALOR DA EMPRESA.....69

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....70

7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....72

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Perfil do Banco Itaú Holding Financeira 28
Figura 2 – Estrutura Organizacional – Banco Itaú Holding Financeira S.A. 38
Figura 3 – Empréstimos por tipo de cliente 43
Figura 4 – Evolução – Crédito Imobiliário 44
Figura 5 – Índices de Inadimplência e Cobertura 45
Figura 6 – Recursos Captados e Administrados 46
Figura 7 – Lucro Líquido 49
Figura 8 – Desempenho Acionário da ITAU4 entre setembro/2005 e setembro/2008 50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Quantidades de ações em Circulação e em Tesouraria 39
Tabela 2 – Distribuição de ações - Controladores, Tesouraria e *Free Float*..... 39
Tabela 3 – Principais Acionistas (posição em 30 de setembro de 2008)..... 39
Tabela 4 – Destaques do resultado consolidado - 2007..... 40
Tabela 5 – Destaques do resultado – Produto bancário- consolidado - 2007..... 41
Tabela 6 – Destaques dos Segmentos Pro Forma..... 41
Tabela 7 – Empréstimos por tipo de cliente 42
Tabela 8 – Receita de Prestação de Servicos 47
Tabela 9 – Despesas não Decorrente de Juros 48
Tabela 10 – Informações Patrimoniais..... 53
Tabela 11 – Demonstrações de Resultados 56
Tabela 12 – Demonstrações de Origens e Aplicações de Recursos..... 57
Tabela 13 – Indicadores Macroeconômicos..... 60
Tabela 14 – Projeção das Premissas de Receita em Reais Mil 63
Tabela 15 – Projeção das Premissas de Receita em porcentagem 63
Tabela 16 – Projeção das Premissas do Demonstrativo de Resultado em porcentagem..... 63
Tabela 17 – Demonstrativo de Resultado projetado 66
Tabela 18 – Balanço Patrimonial Projetado - Ativo 67
Tabela 19 – Balanço Patrimonial Projetado - Passivo..... 67
Tabela 20 – Fluxo de Caixa Livre do Acionista 68

1. INTRODUÇÃO

Com o processo de globalização da economia mundial, o mercado de capitais tem se tornado um importante meio de intercâmbio entre países, facilitando a abertura das economias nos países em desenvolvimento e a capitalização das empresas. Por ser um canal que permite a captação de recursos e o desenvolvimento das empresas e nações, o mercado acionário também constitui uma excelente opção de investimento para pessoas e instituições. Nos últimos anos, até a recente crise financeira em meados de agosto deste ano, o mercado acionário brasileiro estava em forte crescimento (valorização de 97,3%, 17,8%, 27,7% e 32,9% do Ibovespa nos anos de 2003, 2004, 2005 e 2006, respectivamente, segundo dados divulgados no *site* da Bolsa de Valores de São Paulo). Com isso, o volume de investimentos estrangeiros no país bateu recordes, e os números de pequenos novos investidores cresceu a taxas expressivas sob as premissas de sucessivas altas no índice Bovespa.

O setor financeiro – mais precisamente os bancos brasileiros – também acompanhava o movimento positivo dos últimos anos do mercado e acumulava valorização superior aos investimentos conservadores, como, por exemplo, a poupança e os fundos de renda fixa. Os resultados dos bancos brasileiros também estavam em processo de superação de recordes, aliados à estabilidade econômica brasileira e à eficiente gestão dos bancos nacionais. Como resultado, lucros cada vez maiores, aquisições, fusões e o aumento da consolidação do setor no país.

Porém, em meados de agosto, a economia norte-americana começou a dar sinais de instabilidade, fruto do chamado mercado *subprime*. A crescente taxa de inadimplência do mercado imobiliário norte-americano começou a refletir negativamente nos resultados das principais instituições financeiras locais, bem como no humor dos investidores globais. O mercado de capitais cada vez mais globalizado e interligado começou a sentir o efeito do pessimismo e dos indicadores de recessão da economia mundial.

Diante do cenário de incertezas e pessimismo, os investidores – principalmente os grandes gestores de fundo – começaram a vender posições de ações em mercados emergentes e aplicar em investimentos mais seguros, como, por exemplo, em títulos do governo norte-americano. A conseqüência deste movimento depressivo foi a desvalorização excessiva das ações e das bolsas de valores em todo o mundo. No Brasil, como não poderia ser diferente, o mercado acionário brasileiro acumulou perdas excessivas, e as ações dos bancos foram as que mais perderam valor de mercado.

O cenário futuro ainda é incerto; embora a atuação conjunta dos Bancos Centrais das principais economias do mundo tenha surtido efeito e garantido maior liquidez dos mercados, a desaceleração da economia global parece ser cada vez mais evidente. Por outro lado, muitos economistas afirmam que as crises no mercado financeiro mundial são como ciclos; defendem que os mercados acionários estavam excessivamente valorizados e as crises são processos naturais de regulagem de preços. Concomitantemente, muitos economistas e investidores defendem que o momento atual é bom para investir, pois muitos ativos estão com valor de mercado muito inferior ao real valor das empresas, tendo em vista o seu potencial de geração de lucros.

Diante destas premissas, torna-se cada vez mais importante a avaliação de empresas e o cálculo do valor economicamente justo para fins de decisão de investimento no mercado de capitais.

1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

O mercado de capitais está diretamente interligado com a psicologia de massa. Os preços das ações são definidos por diversos fatores comportamentais, dentre eles as indicações de grandes corretoras, dicas de analisas, cenário macroeconômico, resultado das empresas e expectativas de ganhos futuros. Apesar do turbulento cenário atual, analistas, gestores de fundos e investidores preocupam-se em saber se as ações de determinada organização representam um bom investimento no longo prazo. Para tanto, os analistas estudam e utilizam diversos métodos para avaliar se o investimento será lucrativo ou não.

Uma forma de análise é o uso de múltiplos, os quais sevem para comparar empresas do mesmo setor. Dessa forma, analistas calculam índices de solvência, rentabilidade e de valor de mercado e, por meio da comparação entre indicadores de empresas do mesmo setor, determinam quais organizações são as mais atrativas para investimento.

Um problema da avaliação por indicadores é que os múltiplos de ganhos são calculados com base em lucros contábeis, desconsiderando os fluxos de caixa, os quais são usados para investimentos que adicionarão valor à empresa no futuro. Além disso, a avaliação por meio de indicadores não contempla projeções quanto aos resultados da organização no longo prazo, focando basicamente o curto prazo.

Outra forma de avaliação é o método do Fluxo de Caixa Descontado. Segundo Copeland (2002), primeiramente faz-se uma estimativa dos fluxos de caixa futuros da empresa, os quais, num segundo momento, são descontados a uma taxa que reflita o grau de risco. A soma desses fluxos descontados resulta no valor da empresa.

Considerando as ineficiências da avaliação por meio dos indicadores, a Itaú Holding S/A será avaliada pelo método FCD (Fluxo de Caixa Descontado). Entretanto, ambos os métodos serão mais bem explicados durante o trabalho, com o

intuito de tornar mais claros os motivos que fazem da avaliação por meio do FCD a mais importante e confiável.

Este trabalho busca responder a seguinte questão: as ações do Banco Itaú representam um bom investimento? Para responder esta pergunta será realizada uma avaliação do banco pelo método antes mencionado. Sendo assim, espera-se contribuir na decisão de investir ou não nas ações da empresa. Portanto, este trabalho destina-se aos investidores que seguem a linha fundamentalista, que buscam obter um retorno satisfatório de suas aplicações sem expor-se a grandes riscos e que preferem operar no mercado visando um retorno de longo prazo.

1.2 OBJETIVO GERAL

O objetivo geral deste trabalho é avaliar as ações do banco Itaú Holding Financeira S/A utilizando os métodos tradicionais de avaliação.

1.3 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

a) Estudar os principais métodos de análise e avaliação de empresas e escolher o melhor deles para avaliar a organização;

b) Coletar dados sobre a empresa e o setor bancário e também dados macroeconômicos, que servirão de embasamento para a avaliação da empresa;

c) Verificar o potencial de valorização das ações do Itaú Holding S/A projetando os resultados futuros da organização de modo a encontrar o seu valor justo de mercado em dezembro de 2008.

1. 4 MÉTODO

O presente trabalho tem como premissa descrever o uso do Fluxo de Caixa Descontado para determinar o valor da empresa para aos acionistas. Com base no método de observação, o estudo de caso realizar-se-á sobre um dos maiores bancos brasileiros.

Inicialmente, realizar-se-á uma apresentação da empresa. Após, será feita uma revisão teórica dos tradicionais métodos de avaliação de empresas utilizados no mercado acionário, com a escolha do mais adequado. Posteriormente, será realizada uma análise do setor bancário no Brasil e do desempenho recente do Itaú, de modo a coletar informações que serão utilizadas nas projeções de resultados da organização. Por fim, far-se-á a avaliação do Itaú, encontrando-se o preço justo das ações da empresa em 31 de dezembro de 2008.

2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Face a recente turbulência dos mercados financeiros mundiais e a forte expansão do mercado de capitais, principalmente o mercado brasileiro, a sobrevivência e o desempenho positivo dos investimentos de risco demandam o aperfeiçoamento das técnicas de avaliação de empresas visando minimizar ao máximo os riscos inerentes ao processo de tomada de decisão.

Neste capítulo serão apresentados dois métodos de avaliação de empresas aplicáveis a bancos, entre eles, o método do Fluxo de Caixa Descontado e o Método de Avaliação por Múltiplos.

Segundo Damodaran (2002), no método de avaliação de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), o valor de qualquer ativo é estimado ao se calcular o valor presente dos fluxos de caixa esperados deste ativo redescontados a uma taxa que reflete o risco dos fluxos de caixa. No segundo método mencionado anteriormente, o valor de um ativo é calculado em relação à precificação de ativos similares no mercado, comparando índices financeiros que medem o desempenho dos ativos. Existem ainda outros métodos, como Valor Econômico da Empresa, Avaliação por Dividendos, Avaliação pelo Valor de Mercado, etc..

Entretanto, os mais utilizados são o FCD e a Avaliação por Múltiplos. Não se pode afirmar qual é o melhor método, pois cada um pode mostrar-se mais adequado, conforme as características da empresa a ser avaliada, seu setor de atuação, as variáveis macroeconômicas, a disponibilidade de informações, entre outros fatores. Alguns autores sugerem a utilização de mais de um método para avaliar uma empresa, de forma que um complemente o outro.

Como o objetivo deste trabalho é avaliar uma instituição financeira, é importante explicar as metodologias mais utilizadas. Além disso, através da análise das metodologias, será escolhido o mais adequado para a avaliação do banco Itaú.

2.1 AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

O método de avaliação por múltiplos tem como premissa básica a idéia de que o valor da empresa poderá ser o múltiplo do seu lucro, o múltiplo de suas receitas ou múltiplo do valor contábil ou de reposição. Por meio da avaliação relativa, busca-se encontrar ativos que são baratos em relação a ativos similares, de preferência comparando ativos do mesmo ramo de atividade. Para comparar ativos diferentes, é necessário que os valores envolvidos sejam primeiramente padronizados. A padronização pode ocorrer de diversas maneiras, dentre elas:

a) múltiplos de lucro
- Preço/Lucro por Ação
- Preço/LAJIR
- Preço/EBIT
- Preço/EBITDA

b) múltiplos de valor contábil ou de reposição
- Preço/Valor Patrimonial do Ativo
- Preço/Custo de Reposição do Ativo

c) múltiplos de receita
- Preço/Vendas

O objetivo de padronizar índices de ativos similares é de realizar uma média do setor e identificar quais deles estão abaixo ou acima da média, ou seja, caros ou baratos. Segundo Damodaran (2002), caso um ou mais múltiplos sejam muito diferentes das médias do setor, é preciso analisar os motivos que levaram a tais desvios das médias setoriais.

Além disso, conforme Damodaran (2002), a simples escolha de ativos similares ou de um mesmo setor da economia pode apresentar falha na avaliação se estes não tiverem fluxos de caixa, riscos, potenciais de crescimento e padronização de preços. Não obstante, as diferenças de tratamentos contábeis utilizados de um

país para outro e o não reconhecimento da inflação são exemplos de falhas que podem ocorrer no uso deste método. Outro aspecto que pode dificultar a aplicação do método é o número pequeno de empresas de um setor.

Um dos motivos da popularidade deste método é a simplicidade e quantidade menor de premissas em relação ao método de fluxo de caixa descontado. No entanto, muitas são as críticas feitas à análise por meio dos múltiplos. Conforme Benninga (1997, p. 306), "quando avaliamos com múltiplos, estamos sendo avaliados sobre o que determina os preços. Isto significa que não temos teoria que nos guie a melhor escala observada de preços de mercado: através dos ganhos líquidos, receitas antes da tributação (EBIT), vendas ou reservas de valores".

Para Copeland (2002, p. 71), apesar da avaliação por múltiplos funcionar em situações simplificadas, pode mostrar-se falha em determinadas situações:

> a) diferentes tratamentos contábeis dados a estoques, depreciação e outros itens dificultam a mensuração do retorno incremental sobre o investimento de forma constante entre empresas;
>
> b) a inflação distorce a relação dos ganhos contábeis com o fluxo de caixa;
>
> c) o modelo contábil procura captar cada ciclo em uma razão de Preço/Lucro, deixando, assim, de considerar variações internas de cada período;
>
> d) o padrão de investimentos e seus respectivos retornos não é simples ao ponto de serem os investimentos feitos em um ano e proporcionarem retornos constantes em todos os anos subseqüentes;
>
> e) o nível-base de ganhos precisa ser normalizado para eliminar todos os itens que não sejam recorrentes.

2.2 AVALIAÇÃO PELO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O método de avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado (FCD) relaciona o processo de estimativa de fluxos de caixa a necessidade de ser feita a equiparação dos fluxos às taxas de desconto. O modelo leva em consideração o valor de um ativo com o valor presente dos fluxos de caixa projetados.

Segundo Copeland (2002, p. 159), a avaliação pelo método do FCD, deve seguir os seguintes passos:

- analisar o desempenho histórico
- projetar o desempenho futuro e o correspondente fluxo de caixa
- estimar o custo de capital
- calcular e interpretar os resultados

Segundo Damodaran (2002), o valor de qualquer ativo é função de três variáveis: o quanto ele gera de fluxos de caixa, quando os fluxos de caixa ocorrem, e o nível de incerteza associada a esses fluxos de caixa e pode ser calculado através da fórmula:

$$\textbf{Valor} = \sum_{T=1}^{T=n} \frac{FC_t}{(1 + r)^t}$$

Onde:

n = número de período de vida do ativo
t = período
FC_t = fluxo de caixa no período t
r = taxa de desconto que reflete o nível de risco dos fluxos de caixa esperados

Damodaran (2002) faz uma comparação importante das duas formas de fluxo de caixa descontado, um através da avaliação do investimento usando capital próprio e segundo através da avaliação de toda a empresa, incluindo o capital próprio e o capital de terceiros. Embora os dois métodos descontem fluxos de caixa esperados, os fluxos de caixa relevantes e as taxas de desconto são diferentes em cada um deles. O primeiro é chamado de avaliação de ações e o segundo é chamado de avaliação da empresa, ou método de fluxo de caixa descontado empresarial. Conforme mencionado anteriormente, segue abaixo o detalhamento de cada método de fluxo de caixa descontado:

a) Fluxo de Caixa Descontado Empresarial: também conhecido como Fluxo de Caixa da Empresa (*CFF – Cash Flow to Firm*), é calculado pelo Custo Médio Ponderado de Capital (WACC - Weighted Average Cost of Capital). Weighted Average Cost of Capital). Os fluxos de caixa residuais a serem descontados são considerados após o pagamento de todas as despesas operacionais, imobilizações e impostos, porém antes do pagamento de juros e de principal das dívidas. O WACC é composto de capital de terceiros de capital próprio e expressa o custo dos componentes de financiamento utilizados pela empresa com os respectivos pesos conforme suas proporções de valor de mercado. A estrutura de capital de uma empresa é composta por diferentes fontes de financiamento e cada uma dessas fontes tem uma taxa exigida. Cada tipo de fundo tem uma proporção em relação ao seu total, sendo que a ponderação das taxas reflete tais proporções. Os pesos devem fechar o total de 100%. A fórmula de cálculo pode ser expressa pela seguinte equação:

$$\textbf{Valor} = \sum_{T=1}^{T=n} \frac{FC_{\text{para a empresa}_t}}{(1 + WACC)^t}$$

Onde:

n = número de período de vida do ativo

t = período

FC para a empresa$_t$ = fluxo de caixa esperado para a empresa no período t

WACC =Custo Médio Ponderado de Capital

b) Fluxo de Caixa Descontado Patrimonial (DCF Patrimonial): também denominado Fluxo de Caixa dos Acionistas (CFE – Cash Flow to Equity) calcula o valor das ações da empresa, descontando-se os fluxos de caixa esperados do capital próprio pelo custo do capital próprio. Os fluxos de caixa residuais a serem descontados são considerados após atender todas as despesas, as obrigações tributárias, as necessidades de investimento e o

pagamento do principal e de juros. O capital próprio é a taxa de retorno exigida por investidores da empresa em ações. A fórmula de cálculo pode ser expressa pela seguinte equação:

$$\textbf{Valor} = \sum_{T=1}^{T=n} \frac{FC_{\text{do capital próprio}_t}}{(1 + Ke)^t}$$

Onde:

n = vida útil do ativo

t = período

FCdo capital próprio$_t$ = fluxo de caixa esperado do capital próprio no período t

Ke =Custo do Capital Próprio (CAPM)

Uma importante característica dos modelos de FCD é que eles não se limitam aos fluxos gerados no curto prazo, pois não servem para medir o desempenho da organização. Isso, porque as empresas podem, por exemplo, postergar investimentos em ativos fixos para melhorar o fluxo de caixa no curto prazo. Desse modo, o FCD contempla os fluxos futuros visando o longo prazo.

Conforme mencionado anteriormente, para calcular o valor dos fluxos de caixa descontados, deve-se projetar os resultados da empresa e determinar a duração do número de anos da previsão e o seu detalhamento. Geralmente, faz-se uma previsão detalhada para alguns anos e, para o restante da vida da empresa, é usada uma fórmula simplificada do valor da empresa na perpetuidade. Sendo assim o valor da empresa pode ser melhor determinado através da soma do valor presente dos fluxos de caixa durante o período de previsão explícita e do valor presente dos fluxos de caixa após o período de previsão explícita (perpetuidade).:

Copeland (2002) afirma que o período de previsão explícita deve ser longo o bastante para que a companhia tenha chegado à estabilidade ao fim dele. Tal estabilidade pode ser caracterizada, segundo o autor, quando a empresa:

a) obtém uma taxa constante de retorno sobre todo o novo capital investido no decorrer do período;

b) gera retorno constante sobre seu nível básico de capital investido;

c) cresce a uma taxa constante e reinveste em si mesma, todo ano, uma proporção constante de seus lucros operacionais.

d) projeta um crescimento do período do valor contínuo como sendo próximo a taxa de crescimento da economia

2.2.1 Taxa de Desconto

Após o cálculo dos valores dos fluxos de caixa livre, é necessário que se encontre a taxa que irá converter esses fluxos em valor presente. O custo médio ponderado de capital (WACC) é a taxa usualmente utilizada para essa conversão. Segundo Copeland (2002, p. 205), a estimativa do custo de capital deve:

> a) compreender uma média ponderada dos custos de todas as fontes de capital – endividamento, capital social, etc. –, uma vez que o fluxo de caixa livre representa o caixa disponível para todos os fornecedores de capital;
>
> b) ser computada após os impostos devidos pela empresa, uma vez que o fluxo de caixa livre é declarado após os impostos;
>
> c) utilizar taxas nominais de retorno construídas a partir das taxas reais e da inflação previstas, já que o fluxo de caixa livre previsto é expresso em termos nominais (ou reais, se os efeitos inflacionários forem corretamente removidos dos fluxos de caixa que estão sendo previstos);
>
> d) ajustar para o risco sistêmico suportado por cada fornecedor de capital, uma vez que cada um deles espera um retorno que remunere o risco assumido;
>
> e) empregar as ponderações de valor de mercado para cada elemento de financiamento porque o valor de mercado reflete os reais efeitos econômicos

> de cada tipo de financiamento, ao passo que os valores escriturais não costumam fazê-lo;
>
> f) estar sujeita a mudanças durante o período de previsão do fluxo de caixa, por causa de mudanças previstas da inflação, do risco sistêmico ou da estrutura de capital.

A fórmula geral para estimativa do WACC após impostos é simplesmente a média ponderada do custo marginal após impostos de cada fonte de capital:

$$\mathbf{WACC = K_b\,(1-T_c)\,(B/V) + K_p\,(P/V) + K_s\,(S/V)}$$

Onde,

K_b = rendimento antes de impostos esperado pelo mercado até o vencimento do endividamento irretratável e não-conversível

T_c = a alíquota tributária marginal da entidade objeto da avaliação

B = valor de mercado do endividamento e juros

V = valor de mercado da entidade objeto de avaliação (V = B + P + S)

K_p = custo após impostos do capital no que toca ao capital preferencial não resgatável e não-conversível (o que é igual ao custo antes de impostos do capital preferencial na ausência de deduções relativas a impostos devidos pela empresa sobre dividendos preferenciais)

P = valor de mercado das ações preferenciais

K_s = custo de oportunidade do capital social tal como determinado pelo mercado

S = valor de mercado das ações ordinárias

O WACC é o custo total do capital investido e corresponde a uma média ponderada do custo do capital de terceiros e do custo de capital próprio. Segundo

Copeland (2002), o cálculo do WACC deve seguir três passos: desenvolvimento das ponderações de valor do mercado para a estrutura de capital; estimativa do custo de oportunidade do financiamento não-acionário; e estimativa do custo de oportunidade do financiamento acionário. O terceiro passo merece atenção especial por ser de mais difícil estimativa, já que não pode ser observado diretamente no mercado. Os modelos recomendados por Copeland para realizar essa estimativa são o de precificação de bens de capital (CAPM), que será utilizado nesse trabalho, tendo em vista o predomínio de capital próprio na geração de caixa das instituições financeiras.

O CAPM indica que a taxa de retorno esperada de qualquer ativo deve ser igual a taxa de retorno de um ativo livre de risco mais um prêmio (ágio) pelo risco de mercado multiplicado pelo coeficiente Beta (b), e é matematicamente expresso conforme segue:

$$\mathbf{Ke = r_f + \beta\ (R_m - r_f)}$$

Onde:

Ke = custo de capital próprio ou taxa requerida de retorno para o título;

$\mathbf{r_f}$ = taxa de retorno do ativo livre de risco;

$\boldsymbol{\beta}$ = coeficiente Beta (risco sistêmico da empresa);

$\mathbf{R_m}$ = taxa de retorno da carteira de mercado;

$\mathbf{(R_m - r_f)}$ = prêmio por unidade de risco de mercado;

O modelo CAPM está baseado em três aspectos: valor puro do dinheiro no tempo; recompensa por assumir o risco sistemático; e o nível de risco sistemático. O valor puro dinheiro no tempo é medido pela taxa livre de risco, que é a recompensa exigida por simplesmente aguardar pelo retorno sem assumir risco. Já a recompensa por assumir risco sistemático é medida pelo prêmio por risco de mercado, que é a recompensa para se um nível médio de risco sistemático. O nível de risco sistemático é medido pelo Beta, que mostra o nível de risco sistemático presente em determinado ativo comparado a um ativo médio.

A taxa livre de risco pode ser determinada utilizando-se títulos do governo americano: Treasury bills, Treasury bonds de 10 anos e Treasury bonds de 30 anos. Copeland (2002) recomenda o uso da taxa dos T-bonds de 10 anos por diversos motivos: taxa de longo prazo que se aproxima da duração do fluxo de caixa da empresa a ser avaliada; aproxima-se da duração da carteira índice no mercado de capitais; e é menos suscetível a mudanças imprevistas da taxa de inflação e o ágio pela liquidez embutido nas taxas de 10 anos pode ser um pouco menor do existente em títulos de 30 anos. O ágio pelo risco de mercado pode ser baseado em dados históricos ou em estimativas que procuram prever o futuro..

Em relação ao coeficiente Beta (β), Copeland (2002), afirma que no que se refere às empresas com cotações em bolsa, a utilização de estimativas de beta publicadas é a melhor abordagem. Pode-se utilizar também o beta médio setorial, o qual costuma ser mais estável e confiável. Também importante é a remoção da alavancagem do beta publicado antes de utilizá-lo na avaliação.

2.3 AVALIAÇÃO DE BANCOS

A determinação do valor das instituições financeiras difere do cálculo do valor das empresas em função das características próprias à natureza de suas operações e aos riscos envolvidos na atividade bancária. Os riscos existentes – risco de crédito, risco de taxa de juros e risco de liquidez – são regulados por normas técnicas de administração de ativo e passivo, emitidas pelo Banco Central, que buscam minimizá-los.

Segundo Copeland (2002, p. 433), a avaliação de bancos é conceitualmente difícil:

> Alguém que esteja de fora terá grande dificuldade em determinar a qualidade da carteira de empréstimos, medir o volume dos lucros contábeis atuais que pode ser atribuído a um descasamento das taxas de juros (por

> exemplo, a diferença entre o que se ganha em empréstimos concedidos a taxas de longo prazo e os depósitos remunerados com taxas de curto prazo) e compreender que unidades de negócios movem o potencial de lucros do banco.
>
> A maioria dos bancos pode ser dividida em três unidades de negócio fundamentais: um banco de varejo que pode ter apenas 20 centavos de empréstimos concedidos para cada dólar em depósitos, um banco de atacado com apenas 20 centavos de depósitos para cada dólar de crédito concedido e uma tesouraria que fica entre os dois bancos e realiza atividades próprias, como a negociação de títulos. Os recursos excedentes gerados pelo banco de varejo podem ser emprestados para o mercado ou ao banco de atacado. Se concedidos internamente, a taxa creditada ao banco de varejo e a taxa debitada do banco de atacado serão preços de transferência cruciais. Se o preço creditado ao banco de varejo for muito elevado, este parecerá mais lucrativo – e vice versa. É fundamental que se estabeleça um preço correto de transferência para determinar se o banco deve alocar seus recursos marginais ao banco de varejo ou ao banco de atacado.

O negócio bancário tem seu foco na expansão dos empréstimos e de outros ativos. Segundo Niyama (2000), as principais operações de um banco comercial são:

a) aplicações em títulos e valores mobiliários;
b) operações de crédito;
c) captação de depósitos à vista e a prazo;
d) captação de poupança;
e) gestão de recursos de terceiros;

A gestão de ativos e de passivos deve buscar manter um *spread* positivo entre a taxa de juros recebida sobre a aplicação e o custo dos juros sobre o dinheiro captado, seja no mercado ou através de depósitos.

Para que a margem de lucro, obtida fundamentalmente pela diferença entre a captação de recursos e sua aplicação seja elevada, os bancos devem operar com um nível mais baixo de liquidez. O baixo nível de liquidez pode resultar no maior

descasamento de prazos de captação e aplicação de recursos. Em contrapartida, se os bancos optam por manter níveis mais elevados de liquidez, devem operar com uma margem de lucratividade menor.

Tendo em vista que a atividade básica de um banco é prover empréstimos aos seus clientes, no caso do Banco Itaú, por exemplo, as receitas provenientes de intermediações financeiras representam cerca de 75% da receita total da organização, há também de se levar em conta o risco de inadimplência, ou risco de crédito, que é o risco de o tomador do crédito não honrar com seus compromissos.

2.4 PARTICULARIDADES CONTÁBEIS DE BANCOS PARA FINS DE AVALIAÇÃO

No Brasil, a regulamentação da contabilidade bancária é feita pelo Plano Contábil de Instituições Financeiras (COSIF), elaborado pelo Banco Central que é o órgão controlador do sistema bancário.

Copeland, (2002, p. 438), colocam que a estrutura de prazos das taxas de juros é um dos fatores que leva à dificuldade de avaliação de bancos, e afirmam o seguinte:

> É difícil determinar a qualidade de suas carteiras de empréstimos, descobrir que porcentagem de seus lucros contábeis resulta de ganhos decorrentes do descasamento de taxas de juros e compreender que unidades de negócios estão criando ou destruindo valor.

Segundo Mendes (2004) é importante fazer referência a algumas operações que precisam ser ajustadas de forma a adaptar a contabilidade societária para se fazer uma avaliação com base no valor. São elas:

a) Leasing;

b) Provisão para Créditos em Liquidação Duvidosa (PCLD);

c) Títulos;

d) Juros Sobre o Capital próprio

O total do ativo deve contemplar o valor presente das operações de leasing, sendo necessário um ajuste de contas para que isso seja atendido. Normalmente essas operações são contempladas no ativo permanente, no entanto deveria ser registrada como uma compra financiada, ou seja, um financiamento concedido ao invés de entrar no ativo permanente.

a) Provisão para Crédito de Liquidação Duvidosa (PCLD): esse tipo de operação é uma expectativa de perda não ocorrida, sendo considerada um tipo de perda que afetará o caixa em outro exercício. Isso significa que é uma estimativa de perda que pode não se concretizar e, se assim ocorrer, há o que se chama de reversão de provisão. Por ser uma expectativa de perda, só haverá redução do valor para o acionista quando for ocorrida de fato. Sendo assim, não se deve considerar a PCLD no cálculo do valor de um banco pelas metodologias de DCF patrimonial e do EVA™ pelo fato de impactar indevidamente o Patrimônio Líquido a ser remunerado com a possibilidade de perda de valor. Deve-se considerar, entretanto, as perdas efetivamente ocorridas no período, que são registradas nas Notas Explicativas das Demonstrações Contábeis.

b) Títulos: nas instituições financeiras, o registro e a avaliação contábil de títulos e valores mobiliários para instituições financeiras são regulamentados pela Circular 3.068 do Plano Contábil das Instituições Financeiras do SFN (COSIF) Conforme é estabelecido nessa norma, os títulos são classificados em três categorias: títulos para negociação, títulos disponíveis para venda e títulos mantidos até o vencimento. Os títulos para negociação são ajustados a valor de mercado com reconhecimento da receita pela sua valorização. Os títulos disponíveis para venda têm a receita reconhecida quando são vendidos. Já os títulos mantidos até o vencimento mantêm o custo histórico. Como as instituições financeiras utilizam estratégias de proteção contra os riscos de descasamento de prazos, taxas e

moedas, utilizando esses títulos, há necessidade de fazer ajustes no ativo, no patrimônio líquido e nas receitas para fins de avaliação.

c) Juros sobre o capital próprio: a deliberação da CVM nº 207/96 dispõe o seguinte: Os juros pagos ou creditados pelas companhias abertas, a título de remuneração do capital próprio, na forma do artigo 9º da Lei nº 9.249/95,devem ser contabilizados diretamente à conta de Lucros Acumulados, sem afetar o resultado do exercício.

Conforme essa deliberação, a contabilização dos juros sobre o capital próprio deve ser feita mediante o registro como despesa financeira. Para não afetar o NOPAT (lucro operacional líquido), há a sua reversão. Essa despesa deve ser tratada como custo do capital próprio.

O custo do capital próprio deve ser calculado pelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) da seguinte forma:

$$Ke = \{ [Rf + b (Rm – Rf)] - a\ USA \} + RB$$

Onde:

Ke = custo de capital próprio ou taxa requerida de retorno para o título (real);
Rf = taxa de retorno do ativo livre de risco (T – Bonds (EUA));
β = coeficiente Beta (risco sistêmico da empresa);
Rm = taxa de retorno da carteira de mercado americana (S&P 500); a USA = inflação dos EUA;
RB = Risco Brasil.

2.5 MÉTODO DE AVALIAÇÃO UTILIZADO

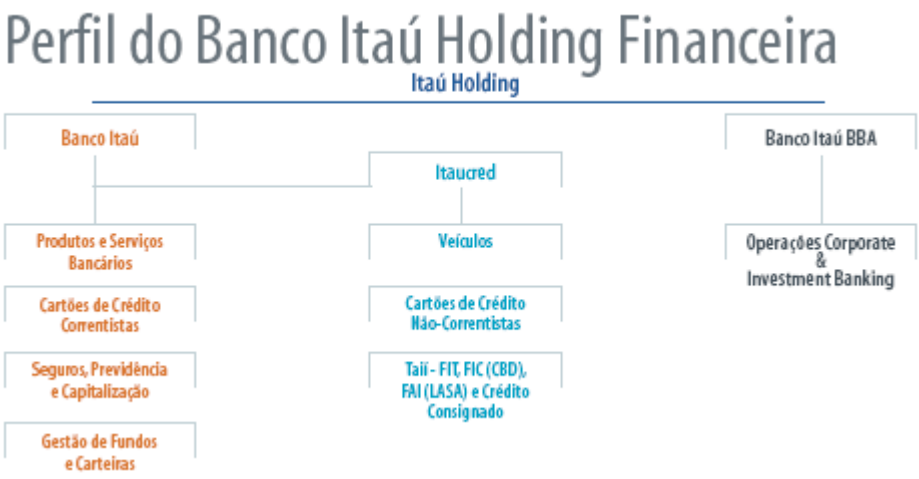
Considerando a revisão bibliográfica realizada acerca dos principais métodos de avaliação utilizados no mercado, decidiu-se pelo uso do FCD como instrumento apropriado para encontrar o retorno que um gestor ou investidor poderá ter caso adquira ações da empresa Itaú Holding S/A. Dentre os motivos para a escolha, pode-se citar o fato de o FCD fornecer uma medida do valor intrínseco do investimento, já que, segundo Copeland (2002), a criação de valor para o acionista no mercado de capitais pode ligar-se a alguma medida de valor intrínseco. Cabe salientar, ainda, que as mudanças de valor ocorridas nos preços das ações estão mais relacionadas às mudanças das expectativas em relação ao futuro. Como a avaliação por meio de múltiplos trabalha com valores absolutos, a utilização desse método pode levar a uma avaliação incorreta do investimento. Pode-se citar também que o mercado foca os resultados econômicos das empresas e não apenas os lucros contábeis e concentra-se principalmente nos resultados de longo prazo. Tais premissas corroboram a escolha do método do FCD, o qual trabalha com expectativas, fluxos de caixa e foca os resultados de longo prazo.

3 A EMPRESA

O Banco Itaú Holding Financeira S/A (Itaú) é o segundo maior banco privado do país em termos de Ativos Totais, somando R$ 343,9 bilhões (dados do primeiro semestre de 2008). Possui 2.854 agências de serviços em todo Brasil e aproximadamente 13,6 milhões de clientes ativos. Conta também com cerca de 23.892 caixas eletrônicos e 751 Postos de Atendimento Bancário (PABs). Além disso, o banco mantém importante presença no exterior, como as agências de Nova Iorque e Ilhas Cayman, do Banco Itaú Buenos Aires, da subsidiária Itaubank, o Banco Itaú Europa e Banco Itaú Europa Luxemburgo (ambos controlados pela Itaúsa).

O banco se divide em 4 diferentes segmentos de atuação: Itaú Banco: Atua junto aos correntistas e os serviços oferecidos são: Banking; Cartões – Correntistas; Seguros, Previdência e Capitalização; e Gestão de Fundos e Carteiras. O Itaú BBA, outra empresa da Holding, é o maior banco de atacado do Brasil, constituído a partir da associação dos bancos Itaú e BBA Creditanstalt. Focado no segmento corporativo, atua no mercado de capitais e com operações estruturadas. Além disso, o grupo ainda possui a Itaúcred que é a plataforma para não correntistas. Engloba o financiamento de veículos e a também a Taií (financeira do grupo), criada em 2004 com o objetivo de oferecer crédito rápido, simples e sem burocracia.

Figura 1 – Perfil do Banco Itaú Holding Financeira



Fonte: www.itau.com.br/portalri

3.1 HISTÓRIA

O Banco Itaú iniciou suas atividades em 1945, tendo sido fundado por Alfredo Egydio Souza Aranha, o qual o denominou de Banco Central de Crédito. Na época, a instituição foi criada com o capital mínimo exigido pelo governo, sendo, à época, apenas mais um entre os 237 novos estabelecimentos financeiros que surgiram no país. Inicialmente tendo apenas uma agência e seis caixas, as atividades foram iniciadas com somente doze funcionários, os quais dividiam as tarefas de pagamentos e recebimentos. Em 1959, Alfredo Egydio percebeu que a economia estava se expandindo e o banco precisava mudar para acompanhá-la. Foi então que convidou Olavo Egydio Setubal para participar das atividades – quando já se denominava Banco Federal de Crédito –, visando traçar os novos rumos da empresa.

Com a morte de Egydio Setúbal, em 1961, Eudoro Villela, seu genro, é eleito presidente do banco, e as mudanças começam a surtir efeito, tendo como primeira medida a implantação de circulares e a administração centralizada.

Em 1964, quando ainda nenhuma fusão ou incorporação entre bancos de médio e grande porte havia sido realizada, o Federal de Crédito e o Banco Itaú, fundado em 1944, anunciaram a fusão.

O Itaú pertencia a um grupo de Minas Gerais, com origem em Itaú de Minas, liderado por José Balbino Siqueira. Era um banco idôneo, sólido, sem ativos problemáticos, com forte penetração na clientela rural. Após a fusão, surgiu o Banco Federal Itaú S/A, com 134 agências em cinco estados e capital social de US$ 4,2 milhões.

Até 1974 foram feitas mais cinco incorporações de outras instituições financeiras, e ao final das mesmas foi adotado definitivamente o nome Banco Itaú S/A. Sua rede era de 561 agências e estava situado entre os 500 maiores bancos do mundo. Com as incorporações, o Itaú – até então um banco médio – começou a crescer rapidamente e tornar-se cada vez mais competitivo no mercado, assumindo as primeiras colocações entre os maiores bancos privados. Um dos principais fatores que o diferenciou no mercado foi o posicionamento estratégico de marketing focado em tecnologia avançada, tendo sua imagem associada a este atributo, sendo assim um banco reconhecido como referência em vanguarda tecnológica.

A década de 90 foi, para o Itaú, registrada como um marco em conquistas de aquisições de instituições públicas e expansões internacionais como: Banco Banerj, conquistando assim a liderança de mercado no Rio de Janeiro, Bemge, onde também se tornou líder de mercado em Minas Gerais e na Argentina com a expansão do Mercosul o Itaú criou o Banco Itaú Argentina, aproveitando a infra-estrutura montada na época da criação da agência Buenos Aires. Em 1998, ampliando ainda mais suas operações no mercado argentino, o Itaú adquiriu o Banco Buen Ayre, com perfil de atuação no segmento pessoa físicas de média e alta renda. A fusão entre o Banco Itaú Argentina e o Banco de Buen Ayre deu origem ao Banco Itaú Buen Ayre.

Já a partir do ano de 2000, o Itaú continuou com sua estratégia de aquisições de instituições financeiras públicas e privadas, onde em 2002 teve um marco especial pela associação com o grupo controlador do Banco BBA-Creditanstalt S.A.

(BBA). O Itaú e o BBA iniciaram em 10 de março de 2003 as operações do Banco Itaú BBA S.A. sendo o maior banco de atacado do país até os dias de hoje. Para um melhor gerenciamento dos negócios, concedendo maior autonomia operacional para os seus diversos segmentos internos e possibilitando maior transparência nas demonstrações financeiras, o então Banco Itaú S.A. anunciou também uma reorganização societária, que culminou na criação do Banco Itaú Holding Financeira S.A., instituição financeira que incorporou em 24 de março de 2003 a totalidade das ações do Banco Itaú S.A. Logo em seguida, anuncia uma aliança estratégica com a Fiat Automóveis S.A., concluída com a aquisição de 99,99% do capital total do Banco Fiat S.A. por intermédio do Banco Itaú S.A.

No ano de 2004 o Banco teve ações importantes como a criação da financeira TAIÍ, na área internacional, o Itaú inaugurou sua primeira agência no Japão, em Tóquio e no segmento de cartões de crédito aumentou sua participação acionária na Credicard, tornando-se assim líder no segmento no país. Já em 2006, o banco assumiu as operações do BankBoston no Brasil e em alguns países da América do Sul, tais como Chile, Uruguai e Argentina, ampliando ainda mais a presença no cenário internacional.

Em 2007, os recursos investidos em informática totalizaram R$ 1.858 milhões. Os clientes realizaram 2,74 bilhões de transações no auto-atendimento – a rede de caixas eletrônicos responde por mais de 40% das operações de conveniência realizadas diretamente pelos clientes, superando 1 bilhão de transações. Os acessos por computador, disponíveis para 4,8 milhões de clientes cadastrados, somaram 744 milhões. No total, 857,2 milhões de operações efetuaram-se por telefone, fax, sistema de débito automático e compras com cartão de débito.

3.2 UNIDADES DE NEGÓCIO

As unidades de negócio do grupo dividem-se em agências, postos de atendimento bancário (PAB's) e também através dos caixas eletrônicos. Em 30 de

setembro de 2008, a rede compreendia 2.854 agências, 751 PAB's e 23.892 caixas eletrônicos, conforme já mencionado anteriormente.

Embora a rede seja de âmbito nacional, as agências apresentam forte concentração no sudeste do Brasil. A rede de agências funciona como uma rede de distribuição de todos os produtos e serviços fornecidos aos clientes. Também são oferecidos cartões de crédito, planos de seguro e planos de previdência privada nas agências.

O leque de produtos e serviços fornecidos nos PAB's pode ser o mesmo de uma agência de serviços completos ou mais limitados, de acordo com o tamanho do cliente corporativo e suas necessidades. Os PAB's constituem uma alternativa de baixo custo à abertura de agências de serviços completos.

Em relação aos caixas eletrônicos, os clientes podem realizar quase todas as operações de conta corrente nos terminais. Os caixas eletrônicos são alternativas de baixo custo aos serviços executados por funcionários e proporcionam pontos de atendimento a custos significativamente inferiores aos das agências.

3.2.1 Presença no Exterior

O Itaú possui marcante presença no exterior em unidades estrategicamente posicionadas nas Américas, Europa e Ásia, que permitem importante sinergia no financiamento ao comércio exterior, na colocação de eurobonds, na oferta de operações financeiras mais sofisticadas (Notas Estruturadas) e em operações de private banking no Banco Itaú Europa Luxemburgo.

O Banco está instalado em Nova York (agência Nova York), Cayman (Agência Grand Cayman), Lisboa e Londres (Banco Itaú Europa), Buenos Aires (Itaú Buen Ayre), Tóquio e agora na China (Itaú BBA).

Nos Estados Unidos, o Itaú mantém o status de Financial Holding Company, conferido pelo Federal Reserve Board - apenas dois bancos na América Latina

detêm essa qualificação até o momento. Está, assim, autorizado a operar em condições de igualdade com as demais instituições financeiras daquele país. Concedida em 2002, a qualificação foi determinada pelo alto nível de capitalização,. Além disso, a qualidade superior da administração, o histórico das operações desenvolvidas no Brasil, a experiência e capacidade de estabelecer atividade bancária nos EUA, bem como pela existência de controles e práticas consolidadas de *compliance*, asseguram o Itaú dentro dos padrões exigidos pela legislação norte-americana, tanto em suas operações no Brasil quanto nos países em que atua.

3.3 SEGMENTAÇÃO

Observando uma estratégia de segmentação adotada há mais de 20 anos, o Itaú dispõe de estruturas, produtos e serviços desenvolvidos para atender às necessidades específicas dos mais diversos perfis de clientes, incluindo pessoas físicas e microempresas, pequenas empresas, médias empresas, poder público, investidores institucionais, pessoas físicas de alta renda e clientes com elevado patrimônio financeiro.

Além disso, o Itaú também administra negócios de underwriting, custódia, corretagem de valores mobiliários, cartões de crédito, consórcios, seguros, capitalização e previdência privada, financiamento de veículos e operações de financiamentos para não-correntistas das classes econômicas "C" e "D".

3.3.1 Varejo

A ampla rede de atendimento e uma vasta gama de produtos e serviços são os pontos centrais de um dos principais negócios do Banco Itaú: o varejo, que atende prioritariamente pessoas físicas e, em menor extensão, microempresas.

Neste segmento, a qualidade no atendimento está presente em todas as formas de contato com o Banco, o que tem aumentado cada vez mais a importância dos canais de auto-atendimento, que incluem os Caixas Eletrônicos Itaú, o atendimento por telefone e via internet (Itaú Bankfone e Bankline).

Nas agências, outro importante canal de acesso a produtos e serviços bancários, o Itaú conta com equipes preparadas para buscar soluções que atendam às necessidades dos nossos clientes.

Por isso, da mesma maneira que atendemos às necessidades bancárias tradicionais, como conta corrente, poupança e certificados de depósito, também oferecemos cartões de crédito, seguro de residência, vida e acidentes, financiamento de automóveis, planos de previdência privada, administração de ativos e planos de capitalização. Os produtos para este segmento abrangem ainda cheques especiais e empréstimos pessoais.

3.3.2 Itaú Personnalité

Criado em 1996, de forma pioneira no setor bancário brasileiro de alta renda, o Itaú Personnalité é o segmento do Banco Itaú especializado no atendimento a pessoas físicas com renda acima de R$ 5.000 mensais ou investimentos superiores a R$ 50.000.

Com uma rede de mais de 80 agências independentes, o Itaú Personnalité oferece aos clientes assessoria financeira individualizada, prestada por gerentes capacitados, e um portfólio de produtos e serviços direcionado às suas necessidades mais específicas.

3.3.3 Poder Público

O Banco Itaú possui uma estrutura exclusiva para órgãos públicos das esferas federal, estadual e municipal, nos âmbitos Executivo, Legislativo e Judiciário.

Trata-se de plataformas separadas do ambiente da agência, onde equipes com gerentes exclusivos e especialmente capacitados ofertam soluções customizadas para este importante segmento do mercado.

Principalmente no Rio de Janeiro, Minas Gerais, Paraná e Goiás, estados onde adquiriu bancos estaduais privatizados, o Banco Itaú tem significativos volumes de negócios com órgãos públicos.

Estes negócios incluem desde recolhimento de tributos e impostos, serviços de câmbio, administração de recursos de órgãos públicos superior a R$ 5 bilhões e pagamento de fornecedores até o pagamento dos salários de cerca de 1,7 milhão de servidores.

3.3.4 Pequenas Empresas

O relacionamento com pequenas empresas é mantido por meio das Unidades de Pessoa Jurídica (UPJ), que atendem às necessidades de negócio de mais de 90 mil empresas com faturamento anual entre R$ 500 mil e R$ 10 milhões.

As UPJ são pontos de atendimento estrategicamente localizados nas maiores cidades brasileiras. Além de áreas e infra-estrutura próprias, possuem também gerentes treinados para oferecer soluções específicas e aconselhamento detalhado sobre os produtos e serviços destinados a este segmento.

A carteira para os clientes de pequenas e microempresas consiste principalmente de empréstimos garantidos com vencimento de até 30 dias,

empréstimos não-garantidos, como cheque especial de conta corrente, e empréstimos de capital de giro parcelados em até 12 meses.

3.3.5 Médias Empresas

O Itaú Empresas é direcionado a clientes corporativos de médio porte, com faturamento anual superior a R$ 10 milhões. Neste segmento, gerentes altamente qualificados, alocados em plataformas estrategicamente posicionadas nos grandes mercados regionais, oferecem atendimento especializado a mais de 28 mil clientes.

Para estes clientes são ofertadas soluções ágeis e competitivas, através de produtos e serviços financeiros como cash management, opções de aplicações, derivativos, seguros, planos de previdência privada, serviços de câmbio e comércio exterior. Desde 2004, com a unificação das mesas de câmbio e de comércio exterior com a mesa de clientes, estas duas últimas áreas dispõem de produtos financeiros ainda mais sofisticados e inovadores.

Para este segmento também são oferecidas carteiras de empréstimo e financiamento, que englobam operações de giro, aquisição de bens, leasing, repasses do BNDES, exportação e importação, agronegócio, bem como a emissão de fianças nacionais e cartas de crédito ao Exterior.

3.3.6 Clientes Institucionais

O Itaú consolidou, em 2004, a liderança na prestação de serviços para clientes institucionais, atingindo volume superior a R$ 150 bilhões. Destaca-se o forte crescimento de negócios de gerenciamento de caixa e todos os serviços relacionados à conta corrente.

3.3.7 Itaú Private Bank

O Itaú Private Bank fornece consultoria a mais de 6 mil clientes pessoas físicas detentoras de grande patrimônio e suas holdings.

Entre os produtos oferecidos estão carteiras administradas, fundos de investimento, ações, operações de tesouraria e previdência privada, contando com alternativas dos mais importantes gestores dos mercados nacional e internacional, além da intensa utilização da estrutura do Banco Itaú para a oferta de soluções de planejamento financeiro e tributário.

No mercado local, o Itaú Private Bank diferencia-se pela oferta de operações estruturadas, com a utilização de instrumentos de tesouraria com títulos e derivativos, que agregaram rentabilidade ao portfólio dos clientes. No mercado internacional, destaca-se pela oferta de investimentos alternativos.

Por meio do Banco Itaú Europa Luxembourg, clientes deste segmento podem aproveitar oportunidades nos mercados acionário, de crédito e de garantias, além de operações com derivativos diretamente nas suas carteiras, notas estruturadas e novas alternativas de *hedge funds*.

3.3.8 Crédito ao Consumidor

Em linha com a estratégia de expansão do crédito, desde 2004 o Itaú vem reforçando sua atuação na área de crédito ao consumidor por meio de várias iniciativas e parcerias associadas à marca Taií, que reforçam o compromisso do Banco com o desenvolvimento do País e com a geração de empregos.

A primeira iniciativa neste sentido foi a Financeira Itaú (FIT), inaugurada em junho de 2004, com foco principal no empréstimo pessoal com o Cartão Taií a consumidores de baixa renda. Conta atualmente com 110 lojas nos Estados de São Paulo e Rio de Janeiro, devendo chegar a 150 unidades próprias até dezembro.

A Financeira Itaú CBD (FIC), cuja operação iniciou-se em abril de 2005, já conta com mais de 200 lojas dentro dos varejistas Pão de Açúcar, Extra, Extra Eletro, CompreBem e Sendas. A parceira com a Companhia Brasileira de Distribuição (CBD) prevê a oferta de produtos e serviços financeiros aos clientes destes varejistas, com o objetivo de aumentar as vendas e fidelizar o cliente.

Criada a partir da associação entre o Itaú e as Lojas Americanas S.A. (LASA), para atuar com exclusividade na comercialização de produtos e serviços financeiros para os clientes da LASA., a Financeira Americanas Itaú S.A. – Crédito, Financiamento e Investimento (FAI) foi implementada em julho de 2005 e conta com mais de 190 lojas Taií dentro das Lojas Americanas e Americanas Express, bem como lojas independentes de rua.

Com estas iniciativas e parcerias, o Itaú deverá finalizar o ano de 2005 com mais de 600 pontos de venda da marca Taií, reforçando a posição do Banco neste importante segmento de mercado.

3.3.9 Grandes Corporações

A qualidade dos relacionamentos e a sofisticação dos produtos e serviços são dois importantes diferenciais do Banco Itaú BBA, empresa criada pela fusão do Banco Itaú e do Banco BBA Creditanstalt no final de 2002 para oferecer soluções cada vez mais completas, eficazes e rentáveis aos mais de 800 grandes grupos econômicos clientes da nova instituição.

O Banco Itaú BBA conserva os princípios básicos que sempre nortearam as atividades dos dois bancos. De um lado, o foco na qualidade do relacionamento, a qualificação profissional, a sofisticação de produtos e serviços, o ambiente ágil e

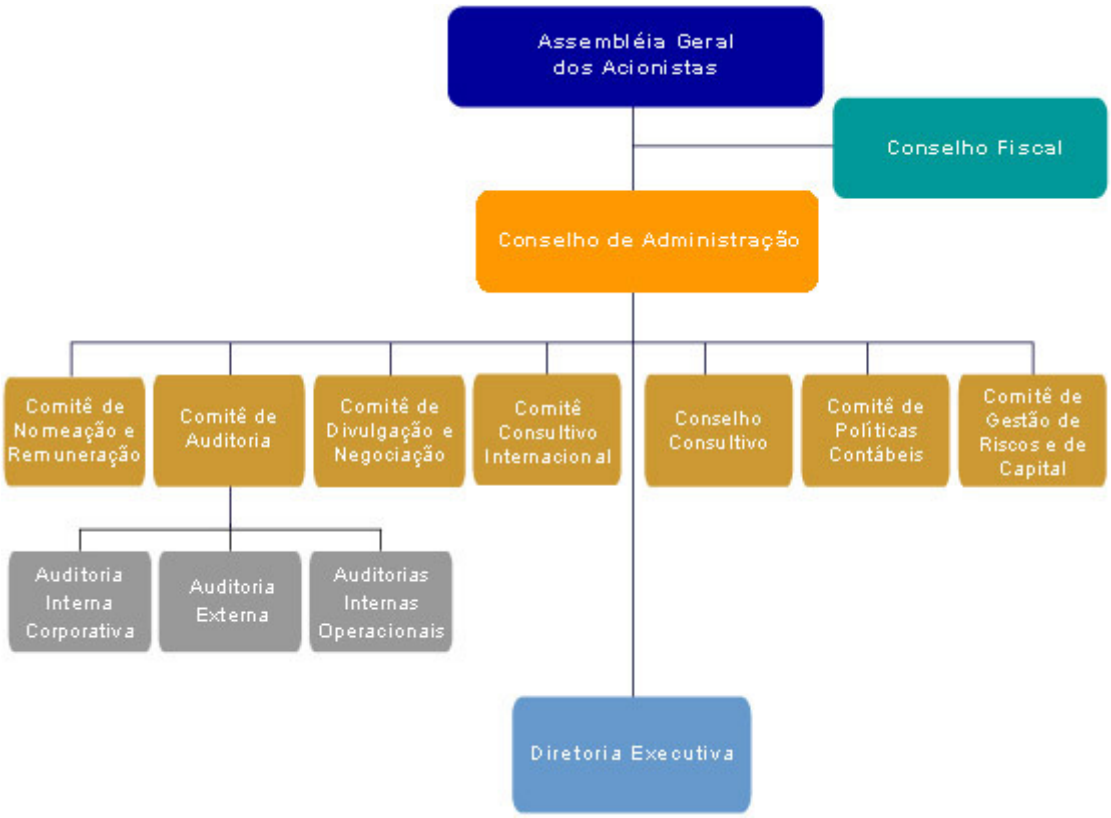
flexível do antigo BBA; do outro, a base sólida de capital e liquidez, o prestígio e reconhecimento internacional da marca Itaú e sua capacidade operacional para processamento de serviços para o segmento corporate.

Os produtos e serviços ofertados pelo Itaú BBA compreendem desde o processamento de folhas de pagamento até atividades de advisory em fusões e aquisições, passando por operações estruturadas no Brasil e no Exterior e por produtos de cash management, como cobrança e conta corrente.

3.4 ESTRUTURA ORGANIZACIONAL

A figura abaixo descreve a estrutura organizacional do banco, ilustrando a organização e fluxo de gestão composto por comitês, conselhos, diretorias e também pela Assembléia Geral dos Acionistas.

Figura 2 – Estrutura Organizacional – Banco Itaú Holding Financeira S.A.



fonte: www.itau.com.br/portalri

3.5 ESTRUTURA SOCIETÁRIA

Este capítulo ilustra através de tabelas a estrutura societária do banco Itaú. Em 31 de dezembro de 2007, número de acionistas era de 63.901.

Tabela 1 – Quantidades de ações em Circulação e em Tesouraria

Quantidades (em unidades)	31 de dezembro		
	2007	2006	2005
Ações Preferenciais em Circulação	1.442.895	1.439.288	1.256.085
Ações Ordinárias em Circulação	1.553.419	1.553.760	1.503.938
Total de Ações em Circulação	2.996.314	2.993.048	2.760.023
Ações Preferenciais em Tesouraria	45.845	49.453	61.360
Ações Ordinárias em Tesouraria	12.833	12.493	10.970
Total de Ações em Tesouraria	58.678	61.946	72.330
Total de Ações	3.054.992	3.054.994	2.832.353

Fonte: Bovespa

Tabela 2 – Distribuição de ações - Controladores, Tesouraria e *Free Float*

30 de Setembro 2008	Distribuição de Ações Ordinárias	Distribuição de Ações Preferenciais	Distribuição do Total de Ações
Controladores	**87,42%**	**2,28%**	**46,02%**
Tesouraria	**0,00%**	**3,92%**	**1,91%**
Free Float	**12,58%**	**93,80%**	**52,07%**

Fonte: Bovespa

Tabela 3 – Principais Acionistas (posição em 30 de setembro de 2008)

Principais Acionistas (posição em 30 de setembro de 2008)			
Nome	**%ON**	**%PN**	**%Total**
Itaúsa - Investimentos Itaú S.A.	86,56	0,01	44,48
Bank Of America Corporation	3,31	11,65	7,36
Cx. Previd. Funcs. Bco Do Brasil - Previ	0,59	6,86	3,64
Ações em Tesouraria	0	3,93	1,91
Outros	9,54	77,55	42,61
Total	100	100	100

Fonte: Bovespa

3.6 DESEMPENHO RECENTE

Neste capítulo serão apresentados alguns gráficos e tabelas que ilustram o desempenho recente da empresa. Os dados foram extraídos de relatórios e apresentações do departamento de Relações com Investidores no mês de janeiro de 2008. Expressam as variações dos principais indicadores de desempenho do banco.

3.6.1 DESTAQUES

Tabela 4 – Destaques do resultado consolidado - 2007

R$ Milhões

	4º Trim./07	3º Trim./07	Variação	2007	2006	Variação
Lucro Líquido da Controladora	2.029	2.428	-16,4%	8.474 1	4.309	96,7%
Lucro Líquido Recorrente da Controladora	1.789	1.569	14,0%	7.179 2	6.195	15,9% 3
Lucro Líquido Recorrente / ação (R$) (*)	0,75	0,65	14,1%	2,99	2,72	10,1%
Patrimônio Líquido da Controladora	28.969	28.003	3,5%	28.969 4	23.564	22,9% 5
ROE Recorrente sobre o PL médio anualizado (%)	25,1%	23,0%	2,1 p.p.	27,2%	32,6%	-5,4 p.p.
Capitalização de Mercado	110.888	110.747	0,1%	110.888	92.270	20,2%
Índice de Basiléia (%)	17,9%	15,3%	2,6 p.p.	17,9% 6	17,2%	0,7 p.p.
Índice de Eficiência (%)	47,7%	47,1%	0,6 p.p.	46,2% 7	47,6%	-1,4 p.p.
Índice de Inadimplência (%)	4,4%	4,7%	-0,3 p.p.	4,4% 8	5,3%	-0,9 p.p.

(*) Calculado considerando a média ponderada da quantidade de ações em circulação.

Fonte: www.itau.com.br/portalri

O quadro acima apresenta alguns destaques sublinhados com espirais. Os principais pontos ressaltados são as evoluções de 15,9% no lucro líquido recorrente da controladora e um aumento expressivo de 22,9% no patrimônio líquido do ano de 2007 em relação ao ano de 2006.

Tabela 5 – Destaques do resultado – Produto bancário- consolidado - 2007

R$ Milhões

	4º Trim./07	3º Trim./07	Variação	2007	2006	Variação
Margem Financeira Gerencial	**5.298**	**4.825**	**9,8%**	**20.356**	**16.958**	**20,0%**
• Operações Bancárias	4.731	4.635	2,1%	18.152	15.355	18,2%
• Tesouraria	313 [1]	(64)	590,7%	1.188	1.056	12,4%
• Adm. do Risco Cambial dos Inv. Ext.	254	253	0,2%	1.016	547	85,7%
Receita de Prestação de Serviços	**2.673**	**2.529**	**5,7%**	**10.173**	**9.097**	**11,8%**
Produto Bancário	**7.970** [2]	**7.354**	**8,4%** [3]	**30.529** [4]	**26.055**	**17,2%** [5]
Resultado Créditos de Liq. Duvidosa	**(1.295)**	**(1.330)**	**-2,6%** [6]	**(5.108)**	**(5.302)**	**-3,7%** [7]
Despesas não Decorrentes de Juros	**(3.742)**	**(3.447)**	**8,6%**	**(13.994)**	**(12.346)**	**13,3%** [8]
Lucro Líquido Recorrente	**1.789**	**1.569**	**14,0%**	**7.179** [9]	**6.195**	**15,9%** [10]

Fonte: www.itau.com.br/portalri

Tabela 6 – Destaques dos Segmentos Pro Forma

Destaques dos Segmentos Pro Forma

R$ Milhões

	Itaubanco	Itaú BBA	Itaucred	Corporação	Itaú (*)
2007					
Lucro Líquido Recorrente	4.383	1.138	1.287	372	7.179 [1]
Capital Alocado Nível I	12.784	5.474	3.725	6.987	28.969 [2]
RAROC (% a.a.)	34,4% [3]	20,5% [4]	40,0% [5]	7,6%	27,2% [6]
Total de Ativos	242.545	108.652	40.584	12.519	294.876
2006					
Lucro Líquido Recorrente	3.655	1.335	649	557	6.195
Capital Alocado Nível I	12.244	5.754	2.780	2.787	23.564
RAROC (% a.a.)	35,9%	27,7%	29,8%	30,8%	32,6%
Total de Ativos	159.178	61.869	25.844	6.253	209.691

(*) Não representa a soma das partes porque existem operações entre os segmentos que foram eliminadas apenas no consolidado.

Fonte: www.itau.com.br/portalri

3.6.2 EMPRÉSTIMOS POR TIPO DE CLIENTE

Como destaque, pode-se citar a evolução de 64,4% do crédito concedido para o financiamento de veículos, seguindo o bom momento da economia brasileira e a melhora da poder aquisitivo da população.

Tabela 7 – Empréstimos por tipo de cliente

Empréstimos por Tipo de Cliente

R$ Milhões

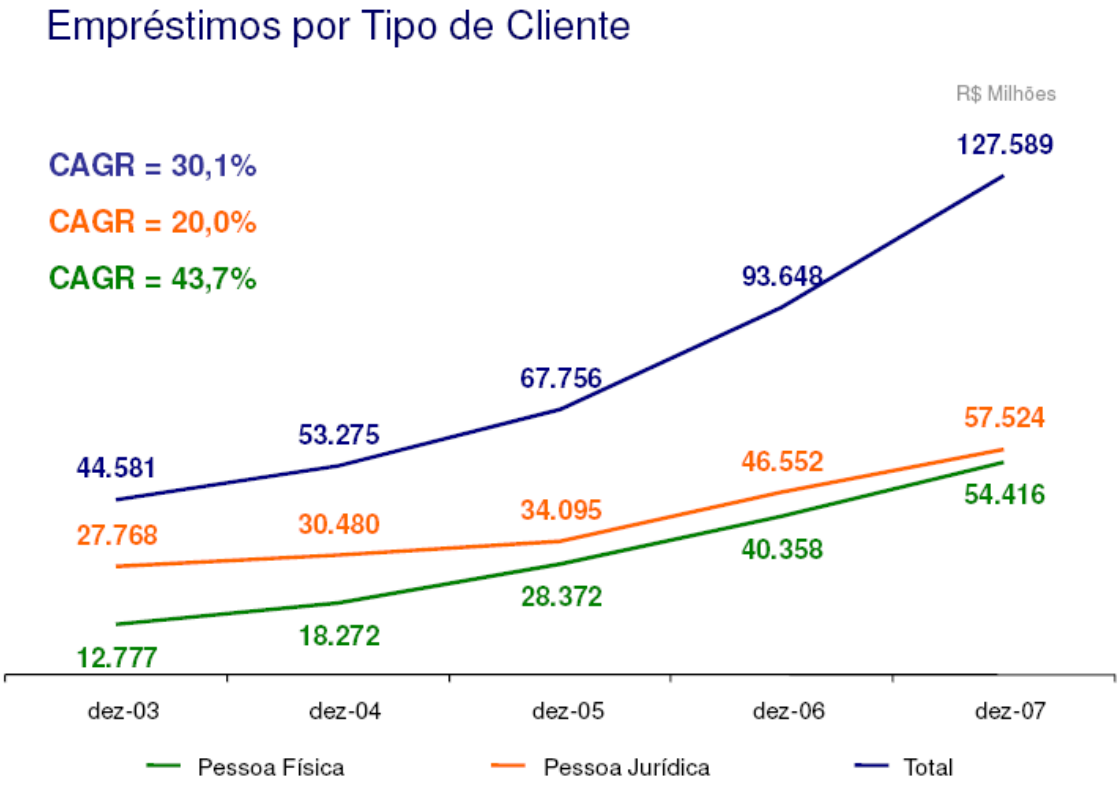
	31/dez/07	30/set/07	31/dez/06	Variação dez/07 - set/07	Variação dez/07 - dez/06
Pessoas Físicas	**54.416** [1]	**49.174**	**40.358**	**10,7%**	**34,8%** [2]
Cartão de Crédito	10.925	9.466	9.188	15,4%	18,9%
Crédito Pessoal	13.881	14.149	13.156	-1,9%	5,5%
Veículos	29.611 [3]	25.558	18.014	15,9%	64,4% [4]
Empréstimos Empresas	**57.524**	**50.880**	**46.552**	**13,1%**	**23,6%**
Grandes	35.755	31.247	30.312	14,4% [5]	18,0%
Micro/Pequenas e Médias	21.769	19.633	16.240	11,0% [6]	34,0%
Créditos Direcionados (*)	**6.335**	**5.853**	**5.896**	**8,2%**	**7,4%**
Crédito Rural	3.654	3.390	3.478	7,8%	5,1%
Crédito Imobiliário	2.682	2.463	2.419	8,9%	10,9%
Argentina / Chile / Uruguai	**9.314**	**8.164**	**842**	**14,1%**	**1006,4%**
Total	**127.589** [7]	**114.071**	**93.648**	**11,9%**	**36,2%** [8]

(*) Empréstimos ligados à disponibilidade de Depósitos à Vista e Poupança, respectivamente.

Fonte: www.itau.com.br/portalri

Na figura a seguir, o destaque para o crescimento do crédito do segmento de pessoa física que é um dos segmentos de destaque do banco e também o segmento com maior pulverização de risco.

Figura 3 – Empréstimos por tipo de cliente

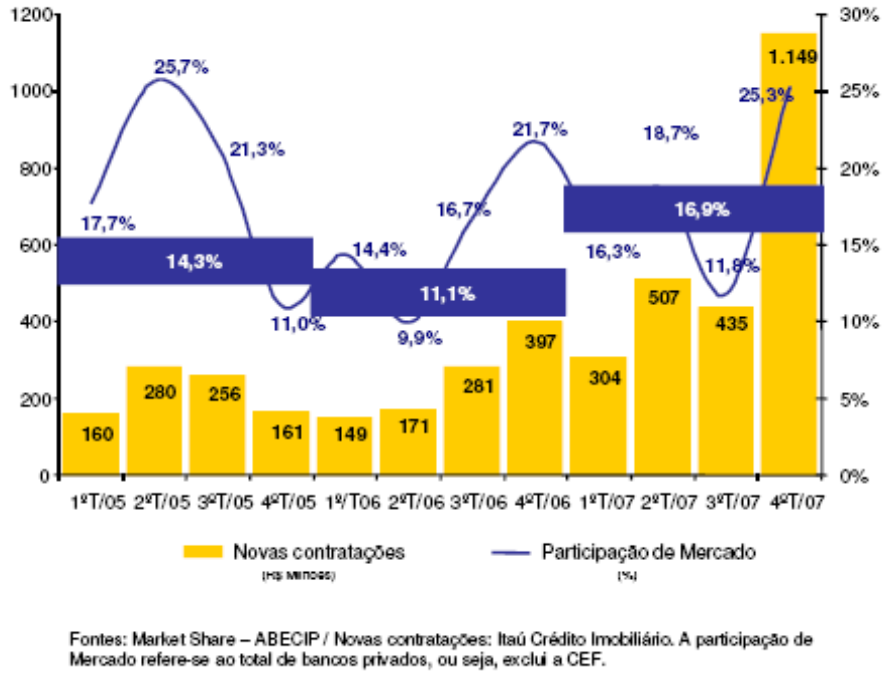


Fonte: www.itau.com.br/portalri

3.6.3 CRÉDITO IMOBILIÁRIO

Um dos grandes destaques do ano de 2007 foi o crescimento expressivo do crédito imobiliário, fruto da consolidação de parcerias com grandes construtoras e imobiliárias, como a Lopes e também do mercado imobiliário em constante crescimento no Brasil.

Figura 4 – Evolução – Crédito Imobiliário



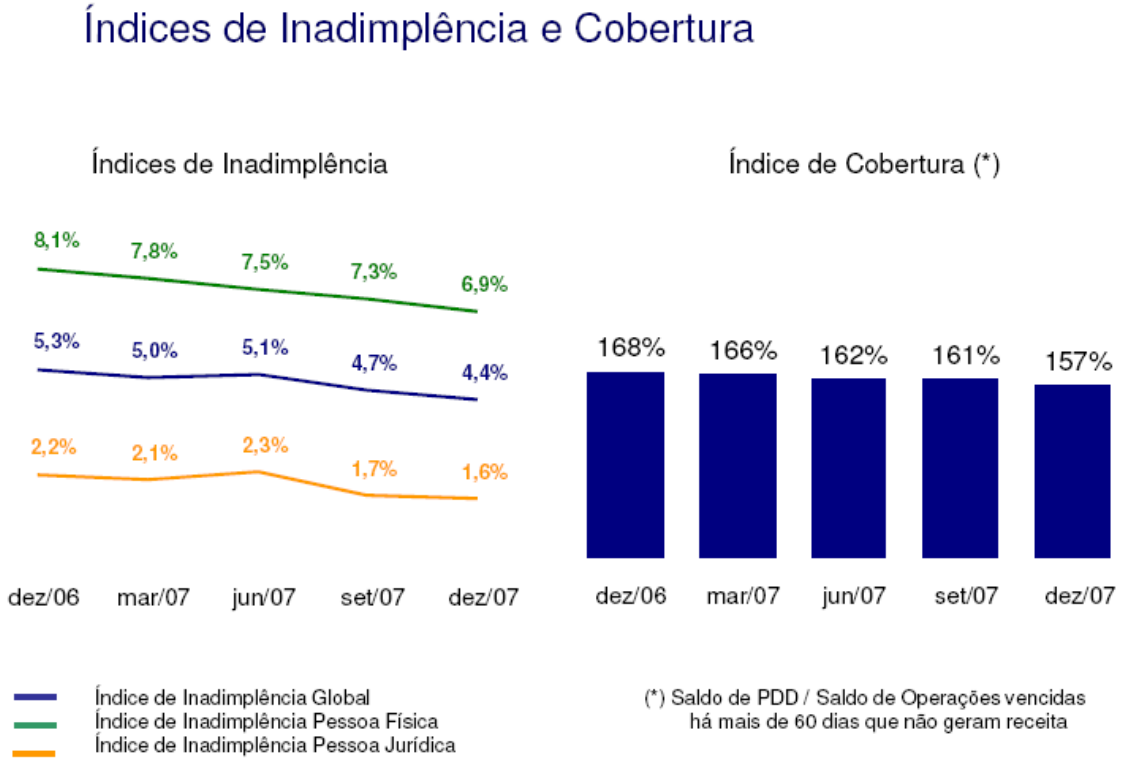
Fontes: Market Share – ABECIP / Novas contratações: Itaú Crédito Imobiliário. A participação de Mercado refere-se ao total de bancos privados, ou seja, exclui a CEF.

Fonte: www.itau.com.br/portalri

3.6.4 ÍNDICE DE INADIMPLENCIA E COBERTURA

Os gráficos abaixo ilustram um declínio na inadimplência e da cobertura. Este dado reforça a melhora do desempenho do banco em relação à eficiência na avaliação de crédito.

Figura 5 – Índices de Inadimplência e Cobertura

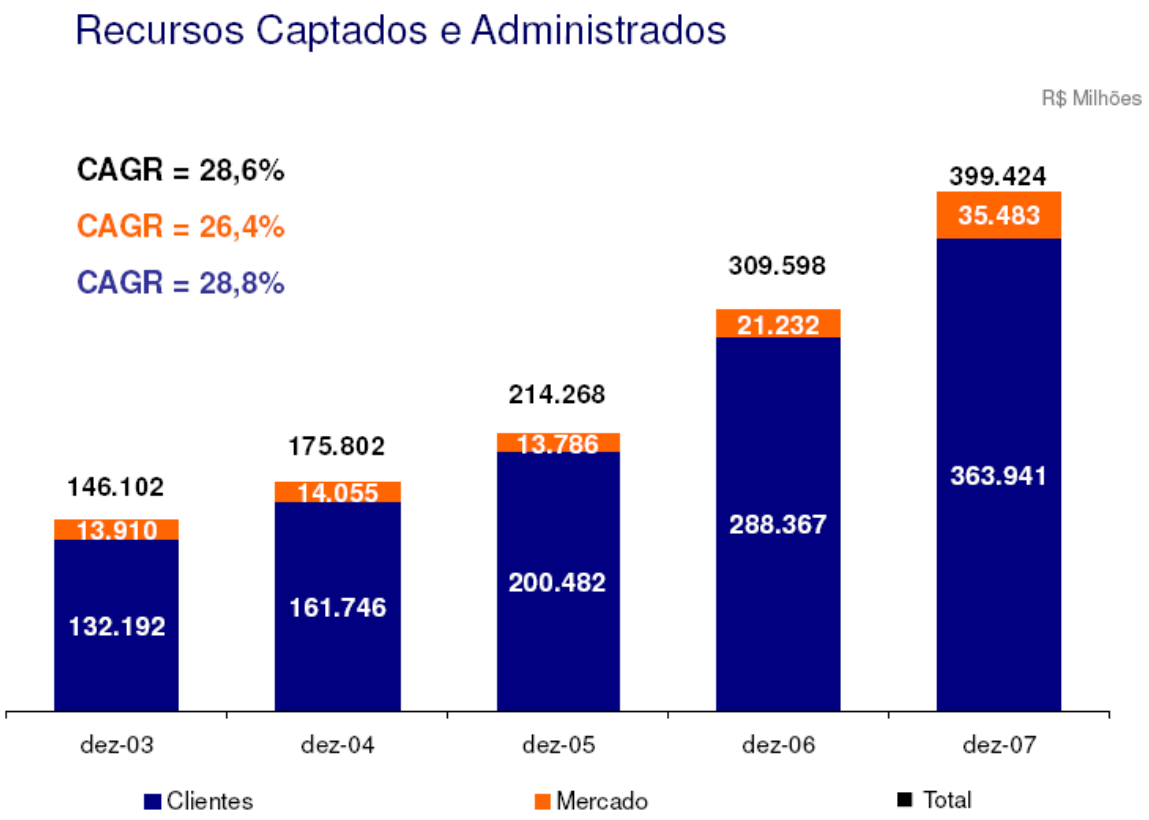


Fonte: www.itau.com.br/portalri

3.6.5 RECURSOS CAPTADOS E ADMINISTRADOS

O gráfico abaixo mostra a evolução dos recursos captados. É importante ressaltar a predominância de captação de recursos através dos próprios clientes o que destaca a competitividade de um banco de varejo, com pouca dependência de capitais de terceiros e de variações cambiais.

Figura 6 – Recursos Captados e Administrados



Fonte: www.itau.com.br/portalri

3.6.6 RECEITA DE PRESTAÇAO DE SERVIÇOS

A tabela abaixo mostra a evolução de 11,8% na receita de prestação de serviços, que representa cerca de 25% da receita total do banco.

Tabela 8 – Receita de Prestação de Servicos

Receita de Prestação de Serviços

R$ Milhões

	4º Trim./07	3º Trim./07	Variação	2007	2006	Variação
Administração de Recursos (*)	498	521	-4,5%	2.006	1.986	1,0%
Serviços de Conta Corrente	352	373	-5,5%	1.536	1.549	-0,9%
Cartões de Crédito	600	581	3,1%	2.349	2.104	11,6%
Op. de Crédito e Garantias Prestadas	648	580	11,8%	2.270	1.689	34,4%
Serviços de Recebimento	214	237	-9,7%	902	909	-0,8%
Outros	361	238	52,0%	1.111	859	29,3%
Total	**2.673**	**2.529**	**5,7%**	**10.173**	**9.097**	**11,8%**

(*) Fundos de Investimento e Consórcios

Obs.: Excluindo os efeitos da variação de participação da Redecard e da Serasa, o crescimento deste item seria de 14,4% comparando-se 2007 contra 2006.

Fonte: www.itau.com.br/portalri

3.6.7 DESPESAS NÃO DECORRENTES DE JUROS

As despesas não recorrentes de juros ficaram dentro do projetado pelo banco, o aumento de 27,7% na conta de Outras Despesas Operacionais foram de origem principalmente dos gastos adicionais para adequação de sistemas, processos e esforços envolvidos na aquisição do BankBoston.

Tabela 9 – Despesas não Decorrente de Juros

Despesas não Decorrentes de Juros

R$ Milhões

	4º Trim./07	3º Trim./07	Variação	2007	2006	Variação
Despesas de Pessoal	(1.557)	(1.375)	13,2%	(5.525)	(4.824)	14,5%
Outras Despesas Administrativas	(1.701)	(1.570)	8,3%	(6.435)	(5.835)	10,3%
Outras Despesas Operacionais	(359)	(388)	-7,4%	(1.584)	(1.240)	27,7%
Desp. Tributárias (CPMF,Outros) (*)	(125)	(114)	9,5%	(450)	(446)	0,7%
Total	**(3.742)**	**(3.447)**	**8,6%**	**(13.994)**	**(12.346)**	**13,3%**

(*) Não inclui PIS, COFINS e ISS.

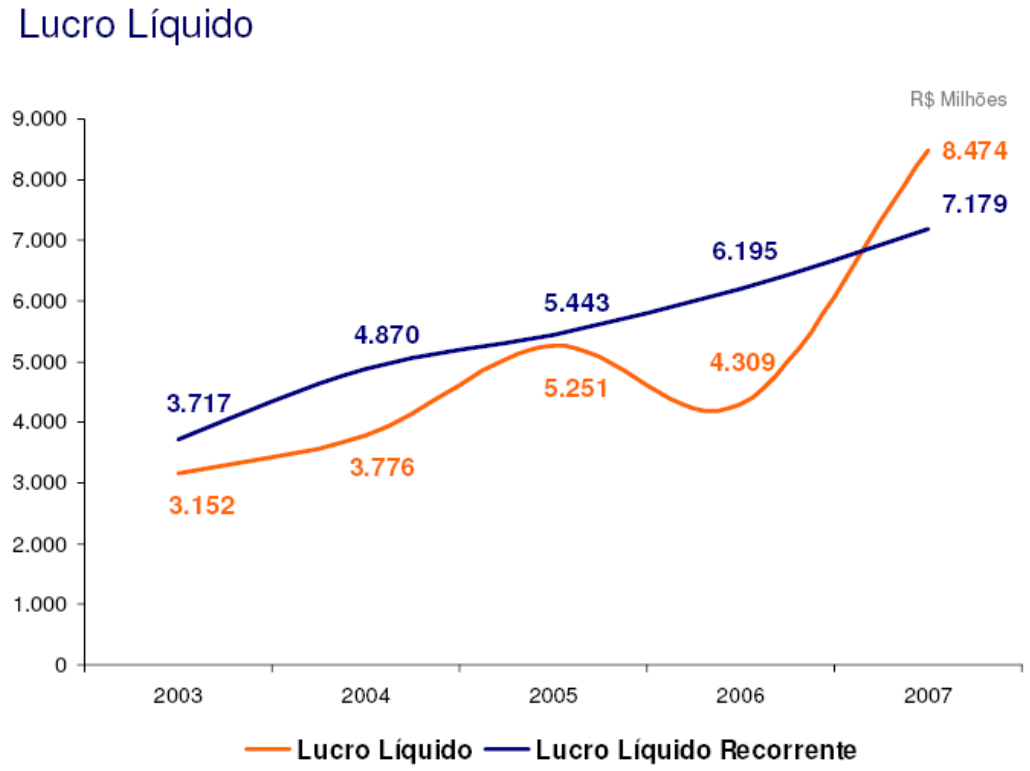
Fonte: www.itau.com.br/portalri

3.6.8 LUCRO LÍQUIDO

O Lucro líquido do Itaú cresceu 96,65% de 2006 em comparação a 2007. Um dos principais fatores determinantes para o crescimento acima da média dos últimos anos foram as alienações de parciais no Serasa S.A., na Redecard e na Bovespa Holding S.A.

Além disso, o crescimento da carteira de crédito em 36,2% nos últimos 12 meses, com destaque para o segmento de crédito de veículos (64,4% de crescimento nos últimos 12 meses).

Figura 7 – Lucro Líquido



Fonte: www.itau.com.br/portalri

3.6.9 ITAÚ HOLDING S/A E O MERCADO DE CAPITAIS

Conforme mencionado anteriormente, o Itaú Holding Financeira S.A. possuía 2.996.314 ações em circulação em 31 de dezembro de 2007 - 1.553.419 ordinárias e 1.442.895 preferenciais. O código das ações são ITAU3 (ordinárias) e ITAU4 (preferenciais). No último pregão de 2007, as ações preferenciais fecharam cotadas a R$35,34.

Figura 8 – Desempenho Acionário da ITAU4 entre setembro/2005 e setembro/2008

Fonte: www.advfn.com

3.6.10 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Governança Corporativa é o sistema pelo quais as empresas são geridas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho fiscal. No que tange ao mercado

acionário, entre as finalidades das práticas de Governança Corporativa estão aumentar o valor das companhias, proteger os acionistas minoritários, aumentar a transparência. O aumento do valor da sociedade ocorre a partir do momento em que, por meio das práticas de governança, a organização ganha a confiança dos investidores, o que aumenta o interesse na compra de suas ações.

Uma empresa pode estar listada em três níveis de Governança Corporativa – Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado – ou em nenhum deles. Segundo a Bovespa, "empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua performance" (retirado do site da Bovespa/Governança/parágrafo 2). Por meio da adesão das empresas aos níveis de Governança Corporativa, o mercado acionário ganha credibilidade.

O Banco Itaú Holding S/A encontra-se no nível 1 de governança corporativa desde junho de 2001. As empresas do Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 1 tem como obrigações adicionais à legislação:

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.

- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.

- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.

- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc..

- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.

- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.

- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

4. AVALIAÇAO DO BANCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S/A

Neste capítulo serão apresentadas todas as demonstrações contábeis do banco Itaú dos últimos três anos.

4.1 DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS BANCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S/A

Logo abaixo, estão relacionadas as contas do Ativo, Passivo, Demonstrativo de Resultados e Demonstrações de Origens e Aplicações de Recursos.

Tabela 10 – Informações Patrimoniais

Descrição da Conta (Reais Mil)	31/12/2007	31/12/2006	31/12/2005
Ativo Total	**294.876.251**	**209.691.160**	**151.241.430**
Ativo Circulante	**227.925.142**	**158.940.624**	**114.009.687**
Disponibilidades	4.287.879	3.391.367	2.084.562
Aplicações Interfinanceiras de Liquidez	55.115.646	29.816.172	22.046.168
Aplicações no Mercado Aberto	40.740.131	20.363.830	12.638.814
Aplicações no Mercado Aberto - Rec.Garan	746.227	203.009	343.282
Aplicações em Depósitos Interfinanceiros	13.629.288	9.249.333	9.064.072
Títulos e Valores Mobiliários	52.960.574	36.696.065	25.010.685
Carteira Própria	21.840.234	12.811.299	7.427.592
Vinculados a Compromisso de Recompra	1.377.258	2.201.020	1.494.811
Vinculados a Prestação de Garantias	4.822.917	2.623.231	617.413
Vinculados ao Banco Central	402.854	0	0
Instrumentos Financeiros Derivativos	2.946.196	1.968.467	2.573.001
Cotas de Fundos de PGBL/VGBL	18.664.004	14.323.595	10.214.972
Recursos Garantidores Outros Títulos	2.902.998	2.768.453	2.682.896
Titulos Objeto de Oper.Comprom.Livre Mov	4.113	0	0
Relações Interfinanceiras	17.297.963	15.187.398	13.323.336
Pagamentos e Recebimentos a Liquidar	13.059	14.794	12.839
Depósitos no Banco Central	17.213.774	15.117.614	13.307.236
SFH-Sistema Financeiro da Habitação	30.089	30.106	1.291
Correspondentes	12.249	23.460	1.970
Repasses Interfinanceiros	28.792	1.424	0
Relações Interdependências	42.552	35.142	20.792
Operações de Crédito	69.932.933	51.416.792	36.896.491
Operações c/caract.Concessão de Crédito	74.465.856	55.924.622	40.237.298
(Provisão p/Créditos de Liq. Duvidosa)	-4.532.923	-4.507.830	-3.340.807
Operações de Arrendamento Mercantil	0	0	0
Outros Créditos	26.085.737	21.436.826	13.746.752
Carteira de Câmbio	16.099.986	12.872.015	6.513.942
Rendas a Receber	850.649	773.395	595.892

Prêmios de Seguros a Receber	789.636	758.217	714.179
Negociação e Intermediação de Valores	1.035.426	753.772	923.047
Diversos	7.310.040	6.279.427	4.999.692
Outros Valores e Bens	2.201.858	960.862	880.901
Ativo Realizável a Longo Prazo	**63.054.653**	**46.165.214**	**34.356.913**
Aplicações Interfinanceiras de Liquidez	1.669.601	1.592.750	830.576
Aplicações no Mercado Aberto	613.393	259.845	32.092
Aplicações no Mercado Aberto - Susep	400.355	514.963	85.819
Aplicações em Depósitos Interfinanceiros	655.853	817.942	712.665
Títulos e Valores Mobiliários	8.376.940	9.539.711	8.117.637
Carteira Própria	4.678.813	6.389.392	4.890.102
Vinculados a Compromisso de Recompra	761.310	432.908	1.107.294
Vinculados a Prestação de Garantias	1.104.162	358.972	395.797
Vinculados ao Banco Central	0	131.247	121.305
Instrumentos Financeiros Derivativos	1.174.016	1.399.661	662.643
Recursos Garant.Prov.Técnicas Outros Tit	658.639	827.531	940.496
Relações Interfinanceiras	386.798	354.747	362.834
SFH-Sistema Financeiro da Habitação	386.798	354.747	362.834
Relações Interdependências	0	0	0
Operações de Crédito	37.689.381	25.300.940	19.631.902
Operações c/caract.Concessão de Crédito	41.082.118	28.223.794	20.398.271
(Provisão p/Créditos de Liquid.Duvidosa)	-3.392.737	-2.922.854	-766.369
Operações de Arrendamento Mercantil	0	0	0
Outros Créditos	12.523.088	8.643.496	4.564.432
Negociação e Intermediação de Valores	0	0	16.813
Câmbio	2.669.828	0	0
Diversos	9.853.260	8.643.496	4.547.619
Outros Valores e Bens	2.408.845	733.570	849.532
Ativo Permanente	**3.896.456**	**4.585.322**	**2.874.830**
Investimentos	1.259.767	2.010.341	749.208
Dependências no Exterior	0	0	0
Participações em Controladas	0	0	0
Participações em Coligadas e Equiparadas	1.008.546	1.779.561	587.724
Outros Investimentos	330.197	322.062	268.539
Provisão para Perdas	-78.976	-91.282	-107.055
Imobilizado de Uso	1.885.492	2.071.224	1.835.740
Imóveis de Uso	2.272.133	2.451.303	2.147.465
Outras Imobilizações	3.662.225	3.546.108	3.367.804
(Depreciações Acumuladas)	-4.048.866	-3.926.187	-3.679.529
Imobilizado de Arrendamento	12.246	15.189	18.067
Intangível	0	0	0
Diferido	738.951	488.568	271.815

Descrição da Conta	**31/12/2007**	**31/12/2006**	**31/12/2005**
Passivo Total	**294.876.251**	**209.691.160**	**151.241.430**
Passivo Circulante	**173.095.127**	**118.541.890**	**85.826.006**
Depósitos	74.928.259	56.455.326	45.704.420
A Vista	26.729.041	17.332.787	12.255.358
De Poupança	27.989.905	22.911.960	19.782.601
Interfinanceiros	1.509.891	2.142.590	645.530
A Prazo	17.294.464	12.303.689	12.586.822
Outros Depósitos	1.404.958	1.764.300	434.109

Captações no Mercado Aberto	38.873.272	18.925.696	10.272.349
Recursos de Aceites e Emissão de Títulos	3.034.797	3.051.956	853.986
Relações Interfinanceiras	403.549	728.107	52.221
Relações Interdependências	1.452.411	1.446.639	990.712
Obrigações por Empréstimos	10.211.650	4.750.276	4.014.281
Empréstimos no País	279.186	148.424	161.991
Empréstimos no Exterior	7.789.755	3.070.563	2.615.360
Repasses do País - Instituições Oficiais	1.792.505	1.509.282	1.231.575
Repasses do Exterior	350.204	22.007	5.355
Repasses Interfinaceiros	0	0	0
Obrigações por Repasse do País	0	0	0
Obrigações por Repasse do Exterior	0	0	0
Outras Obrigações	44.191.189	33.183.890	23.938.037
Cobrança e Arrec.Trib.e Assemelhados	355.670	221.019	206.185
Carteira de Câmbio	16.243.458	13.123.604	6.634.460
Sociais e Estatutárias	2.859.323	2.229.701	1.683.031
Fiscais e Previdênciarias	2.152.751	1.734.222	1.801.975
Negociação e Intermediação de Valores	1.986.006	1.097.787	892.006
Operações com Cartões de Crédito	8.705.802	6.877.710	5.304.011
Securitização Ordens de Pgto Exterior	166.327	217.875	105.306
Dividas Subordinadas	2.065.107	61.900	72.743
Instrumentos Financeiros Derivativos	2.499.951	1.300.358	2.066.433
Prov.Téc.de Seguros, Previd.e Capitaliz.	3.189.823	2.943.811	2.720.883
Diversos	3.966.971	3.375.903	2.451.004
Passivo Exigível a Longo Prazo	**90.618.028**	**66.208.922**	**48.661.269**
Depósitos	6.663.918	4.717.548	4.815.315
Interfinanceiros	106.013	24.394	0
A Prazo	6.557.905	4.693.154	4.815.315
Captações no Mercado Aberto	25.859.846	20.419.012	11.758.301
Recursos de Aceites e Emissão de Títulos	5.336.311	4.489.434	4.106.776
Relações Interfinanceiras	0	0	0
Relações Interdependências	0	0	0
Obrigações por Empréstimos	6.588.517	5.766.790	5.141.991
Empréstimos no País	4.405	4.775	5.171
Empréstimos no Exterior	2.609.395	1.955.675	2.069.095
Repasse no País - Instituições Oficiais	3.680.652	3.469.336	2.833.655
Repasses do Exterior	294.065	337.004	234.070
Repasses Interfinaceiros	0	0	0
Obrigações por Repasse do País	0	0	0
Obrigações por Repasse do Exterior	0	0	0
Outras Obrigações	46.169.436	30.816.138	22.838.886
Fiscais e Previdênciarias	8.564.955	5.895.302	3.506.189
Negociação e Intermediação de Valores	0	0	0
Securitização Ordens Pgto Exterior	943.248	1.313.842	1.180.029
Dividas Subordinadas	9.310.176	4.504.490	4.511.678
Instrumentos Financeiros Derivativos	1.357.353	945.909	369.816
Prov.Téc.de Seguros, Previd.e Capitaliz.	20.642.276	16.092.640	11.918.651
Câmbio	2.674.110	0	0
Diversos	2.677.318	2.063.955	1.352.523
Resultados de Exercícios Futuros	**73.509**	**81.152**	**70.977**
Part. de Acionistas Não Controladores	**2.120.501**	**1.294.725**	**1.123.522**
Patrimônio Líquido	**28.969.086**	**23.564.471**	**15.559.656**

Capital Social Realizado	14.254.213	14.254.213	8.300.000
De Domiciliados no País	10.258.220	11.014.605	6.710.275
De Domiciliados no Exterior	3.995.993	3.239.608	1.589.725
Reservas de Capital	1.290.059	1.290.005	1.289.969
Reservas de Reavaliação	0	0	0
Ativos Próprios	0	0	0
Controladas/Coligadas e Equiparadas	0	0	0
Reservas de Lucro	13.424.814	8.020.253	5.969.687
Legal	14.531.741	8.979.586	6.981.648
Estatutária	0	0	0
Para Contingências	0	0	0
De Lucros a Realizar	0	0	0
Retenção de Lucros	0	0	0
Especial p/ Dividendos Não Distribuídos	0	0	0
Outras Reservas de Lucro	-1.106.927	-959.333	-1.011.961
(Ações em Tesouraria)	-1.172.394	-1.122.933	-1.296.027
Ajuste ao Valor de Mercado TVM e Derivat	65.467	163.600	284.066
Ajustes de Títulos e Valores Mobiliários	0	0	0
Lucros/Prejuízos Acumulados	0	0	0

Fonte: Bovespa

Tabela 11 – Demonstrações de Resultados

DRE - Reais Mil	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007
+Receita da Intermediação Financeira	20.292.190	29.740.487	32.129.740
Operações de Crédito	12.949.461	18.295.781	21.054.632
Operações de Arrendamento Mercantil	-	-	-
Resultado de Títulos Valores Mobiliários	4.377.615	8.339.986	7.830.790
Resultado de Aplicações Compulsórias	925.375	919.772	886.452
Resultado de Operações de Câmbio	146.184	67.820	147.596
Resultado Financeiro Oper.Seg.Prev.e Cap	1.893.555	2.117.128	2.210.270
-Despesas da Intermediação Financeira	(9.135.476)	(17.210.791)	(16.653.254)
Operações de Captação no Mercado	(4.758.254)	(9.276.922)	(9.444.942)
Operações de Empréstimos e Repasses	(39.968)	(725.169)	127.184
Despesas Prov p/Créd.Liquidação Duvidosa	(3.716.278)	(6.447.640)	(6.563.386)
Despesas Financeiras Prov.Tec.Prev e Cap	(1.510.000)	(1.704.078)	(1.840.601)
Receita Recup.Créditos Baixados Prejuizo	889.024	943.018	1.068.491

=Resultado Bruto Intermediação Financeira	11.156.714	12.529.696	15.476.486
+Outras Despesas/Receitas Operacionais	(2.974.110)	(6.452.768)	(4.431.014)
+Receitas de Prestação de Serviços	7.737.051	9.096.573	10.174.445
-Despesas de Pessoal	(4.034.370)	(4.823.491)	(5.522.765)
-Despesas Administrativ	(4.916.453)	(5.840.923)	(6.403.231)
-Impostos Diversos	(1.949.938)	(2.315.614)	(2.532.627)
+Outras Rec Desp Operac	175.397	(2.863.680)	(366.399)
+Outras Receitas Operac	1.316.055	1.685.388	1.740.340
Resultado Oper.Seg/Prev/Cap	798.239	1.126.390	1.218.943
Outras Receitas Operacionais	517.816	558.998	521.397

- Outras Despesas Operac	(1.140.658)	(4.549.068)	(2.106.739)
+Equivalenc Patrimonial	14.203	294.367	219.563

=Lucro Operacional	8.182.604	6.076.928	11.045.472
+Resultado nao Operac	(173.594)	383.474	2.873.321
Receitas Nao Operac	18.151	383.474	2.873.321
Despesas Nao Operac	(191.745)	-	-
=Resultado Antes Tributação/Participações (LAIR)	8.009.010	6.460.402	13.918.793
-Provisao Impost de Rend	(2.321.296)	(1.436.599)	(4.756.443)
-IR Diferido	-	-	-
-Partic/Contrib Estatut	(480.962)	(669.753)	(743.657)
Participacoes Estatut	(361.726)	(517.042)	(616.001)
Contribuicoes Estatut	(119.236)	(152.711)	(127.656)
+Rever Juros s/Patr Liqui	-	-	-
-Partic Acion Minoritar	44.582	(45.123)	54.911
=Lucro Liquido	5.251.334	4.308.927	8.473.604

Tabela 12 – Demonstrações de Origens e Aplicações de Recursos

Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos Consolidadas			
Reais Mil	**2005**	**2006**	**2007**
Origens	**29.012.357**	**62.337.299**	**90.614.785**
Das Operações	5.971.193	7.754.947	8.892.266
Lucro/Prejuízo do Período	5.251.334	4.308.927	8.473.604
Ajustes ao Lucro/Prejuízo	719.859	3.446.020	418.662
Depreciação e Amortização	612.756	659.859	656.812
Resultado Participação Coligada/Control.	(14.203)	(294.367)	(219.563)
Var.Cambial Perman.Bens não Uso Próprio	(26.816)	-	-
Provisões para Perdas	(12.123)	-	-
Resultado Extraordinário Controladas	160.245	-	-
Amortização de Ágio de Investimentos	-	3.111.934	-
Outros	-	(31.406)	(18.587)
Dos Acionistas	115.690	6.083.464	124.508
Outorga de Opções de Ações	115.690	129.251	124.508
Aumento de Capital por Incorp.de Ações	-	5.954.213	-
De Terceiros	22.925.474	48.498.888	81.598.011
Aumento do Passivo	20.831.410	48.098.389	80.032.610
Diminuição do Ativo	1.780.020	68.703	-
Variação nos Resultados Exercícios Futur	23.752	10.175	(7.643)
Alienação de Bens e Investimentos	245.138	116.056	419.727
Baixas no Diferido	-	-	-
Variação Liquida Partic.Minoritários	-	159.673	129.344
Dividendos Recebidos de Coligadas	45.154	45.892	60.506
Eliminação Invest.Incluídas Consol.Per.	-	-	963.467
Aplicações	**28.858.247**	**61.030.494**	**89.718.273**
Juros s/Capital Próprio Pagos e Provisio	1.853.356	2.215.057	2.834.789
Aquisição de Ações para Tesouraria	1.647.296	36.580	260.627
Ajuste Exerc.Anteriores de TVM e Derivat	-	-	-
Inversões Imobilizado/Investimentos	649.681	4.969.694	751.283

Aplicações no Diferido	334.346	353.338	476.217
Aumento do Ativo	22.958.086	53.295.691	85.395.357
Redução do Passivo	1.408.724	160.134	-
Variação Líquida da Part.Minoritários	6.758	-	-
Acréscimo/Decréscimo Disponibilidades	**154.110**	**1.306.805**	**896.512**
Modificações na Posição Financeira	**154.110**	**1.306.805**	**896.512**
Início do Período	1.930.452	2.084.562	3.391.367
Final do Período	2.084.562	3.391.367	4.287.879

Fonte: Bovespa

4.2 AMBIENTE ECONOMICO E SETOR BANCÁRIO

Os mercados financeiros internacionais apresentaram grande volatilidade na segunda metade de 2007 com repercussões sobre a atividade econômica nos EUA que poderá se prolongar ao longo de vários trimestres e poderão contagiar algumas economias, principalmente Europa e Japão. A crise que começou nos mercados de hipotecas de alto risco dos EUA acabou por causar queda dos preços dos imóveis. Como resultado a economia norte-americana começou a mostrar sinais de desaceleração a partir do último trimestre de 2007 (o crescimento anualizado do PIB passou de 4,9% no terceiro trimestre para 0,6% no quarto trimestre). Outro indicador dessa desaceleração foi o índice de desemprego, que passou de uma média de 4,5% no primeiro semestre para 5% em dezembro. Por conta das perdas causadas pelos ativos imobiliários, houve uma contração do crédito nos EUA, o que contribuiu para aumentar a desaceleração da economia norte-americana.

No Brasil, o sistema bancário não sofreu impacto, já que os bancos brasileiros não têm ativos imobiliários nos EUA. A desaceleração do crescimento da principal economia do mundo deve diminuir o crescimento dos volumes exportados pelos países emergentes, incluindo o Brasil, e pode afetar o preço das exportações nos próximos trimestres. Além disso, a aversão ao risco dos investidores pode fazer com que os fluxos de capital reduzam-se também. Ambos os impactos podem causar desvalorizações das moedas emergentes, entre elas o Real.

Uma desvalorização acima do previsto pode causar, entre outros efeitos, uma deterioração da inflação e suas expectativas, levando à alta nas taxas de juros

internas, o que diminuiria o crescimento dos ativos bancários. A intensidade destes choques poderá ser atenuada pelas elevadas reservas internacionais do Brasil e pela posição credora em moeda estrangeira do governo brasileiro, que evita desequilíbrios fiscais decorrentes da desvalorização do Real. No entanto, a magnitude destes choques e dos seus impactos são ainda desconhecidos, o que torna o ambiente econômico de 2008 mais incerto que o de 2007.

O ano de 2007, apesar das turbulências externas do segundo semestre, foi marcado por uma vigorosa aceleração da atividade econômica, que resultou no aumento estimado de 5,3% no Produto Interno Bruto (PIB). O crescimento esteve alicerçado na expansão dos investimentos e na ampliação do consumo interno, apoiada na redução da taxa de juros.

O robusto crescimento interno aliado à contínua valorização do Real elevou o nível das importações. Entretanto, o aumento adicional no preço das *commodities* e o aquecimento do comércio mundial contribuíram para um aumento das exportações, mantendo um significativo saldo comercial do país. Também contribuiu para o resultado a expressiva entrada de investimentos. Para evitar uma apreciação mais rápida da moeda, o BACEN ampliou as compras de dólares, gerando um saldo de reservas de US$ 180 bilhões.

Observou-se, ainda, uma pequena aceleração da inflação, que, entretanto, ficou abaixo do centro da meta. O principal responsável por esta alta foi o choque internacional no preço de alimentos. Sem este componente, a inflação seria ainda menor.

O cenário econômico favorável repercutiu positivamente na atividade bancária e também foi apoiado por ela. O crescimento do crédito bancário ganhou aceleração em 2007, mantendo a tendência de significativa expansão, observada nos últimos anos. Esse movimento se deu tanto para pessoas físicas como para jurídicas.

Entre os empréstimos com recursos livres, merece destaque o segmento de leasing, majoritariamente voltado para veículos, e o financiamento imobiliário, que apesar de ainda responder por uma parcela pequena, tem crescido substancialmente. Para as pessoas jurídicas, há de se notar também a expressiva

elevação nos empréstimos para capital de giro. Para as pessoas físicas, o crédito pessoal (liderado pelo consignado, ainda que com menor intensidade) e a aquisição de veículos repetem o excelente desempenho de 2006.

Ao contrário do que aconteceu em 2006, o crescimento da renda, acompanhado da queda da taxa de juros e do aumento do prazo médio, contribuiu para a redução da inadimplência a despeito da elevação dos volumes de crédito. As taxas de juros mais baixas dos empréstimos bancários foram fruto tanto da diminuição da taxa de captação, reflexo da menor taxa básica de juros, quanto da redução do spread bancário.

Os depósitos à vista e de poupança apresentaram desempenho notável em 2007 com crescimento de 36% e 20%, respectivamente. Já os depósitos a prazo tiveram crescimento mais modesto de 0,4%.

O mercado de capitais foi um dos grandes destaques do país este ano, com número recorde de empresas realizando emissões primárias de ações no valor R$ 33 bilhões, mais do que dobrando o valor registrado em 2006. As emissões primárias de debêntures, por sua vez, ainda se encontram abaixo do nível alcançado em 2006.

4.3 PERSPECTIVAS MACROECONÔMICAS – INDICADORES FINANCEIROS

As perspectivas macroeconômicas foram extraídas de projeções da Lopes Filho e Associados. No entanto, para a projeção de 2010, foi considerada os mesmos indicadores de 2009, tendo em vista que não foi encontrada nenhuma previsão de indicadores macroeconômicos para o ano de 2010.

Tabela 13 – Indicadores Macroeconômicos

Indicadores macroeconômicos	**2007**	**2008***	**2009***	**2010***
IGP-M (%)	7,75	10,85	6,17	6,17
IPCA (%)	4,46	6,02	4,91	4,00
R$ / 1 US$	1,771	2,00	1,94	1,94
Taxa Básica de Juros (Copom)	11,25	13,75	13,25	13,25
PIB (var. % anual)	5,4	5	3,5	3,5

Fonte: Lopes Filho e Associados

4.4 PERSPECTIVAS PARA A COMPANHIA

Segundo informações extraídas dos relatórios da administração publicados no site de Relações com Investidores e com base em premissas macroeconômicas, as perspectivas de crescimento do Banco Itaú para 2008 estão de acordo com o planejamento estratégico do grupo, conforme abaixo relacionado:

Perspectivas - Expectativas para 2008
- Evolução da receita de intermediação financeira em 25%
- Evolução da Receita com Prestação de Serviços em 8%;
- Manutenção dos níveis atuais do Índice de Eficiência;
- Manutenção dos níveis atuais do Índice de Inadimplência;

A estimativa de evolução de receita de intermediação financeira para 2009 será de 20% (fonte: Spinelli CVMC). Já a projeção da receita com prestação de serviços será mantida a mesma de 2008 (8%). A perpetuidade de 6% foi considerada no ano de 2010 em diante.

4.5 RISCOS RELATIVOS AO SETOR BANCÁRIO E À EMPRESA

A consolidação de um cenário de crescimento econômico com estabilidade de preços abre perspectivas bastante positiva para a atividade bancária no Brasil nos próximos anos. Apesar das incertezas externas, associadas ao desaquecimento em um maior grau da economia norte-americana, que podem gerar períodos de maior volatilidade nos mercados, a economia brasileira deve manter a trajetória positiva observada nos últimos anos, com quedas adicionais da taxa de juros básica, aumento dos investimentos e conseqüente incremento dos níveis de atividade econômica interna.

Esse contexto permite que o Itaú Holding continue direcionando seu planejamento estratégico ao crescimento das diversas áreas de negócios em que

atua, dando continuidade, por exemplo, à ampliação da oferta de crédito às pessoas físicas e jurídicas, área que demanda melhorias contínuas nos modelos de crédito utilizados e na própria tecnologia de medição e apuração dos riscos envolvidos.

Se, por um lado, esse cenário econômico positivo traz boas notícias para o crescimento dos negócios do Itaú Holding, por outro, é também verdade que acirra a competição entre os principais agentes do sistema financeiro nacional. A formação de um novo competidor de porte nesse mercado, representado pela fusão das atividades locais dos bancos Santander e o ABN AMRO, é uma das grandes novidades para o ano de 2008, ainda que seus efeitos reais no sistema só comecem a ser sentidos de fato a partir de 2009. O Itaú Holding acredita estar preparado para os desafios que se colocam dentro desse cenário. Um bom exemplo é a manutenção de seus resultados, mesmo em um ambiente de ciclo de queda dos juros, o que se explica pelo crescimento expressivo do volume de negócios e da melhor performance em praticamente todas as frentes de atuação.

4.6 PROJEÇAO DAS PREMISSAS DO BANCO ITÁU HOLDING FINANCEIRA S/A

Neste capítulo serão apresentadas todas as projeções e as premissas calculadas que embasaram a projeção de valor do banco para o final de 2008.

4.6.1 BALANÇO PATRIMONIAL

Para o cálculo das projeções do balanço patrimonial foi considerado um aumento proporcional das contas do ativo e do passivo para que o balanço fosse fechado. A taxa de crescimento do balanço foi calculada a partir da média ponderada do crescimento projetado das receitas de intermediação financeira e das receitas de serviço. Para o ano de 2008 e 2009, as taxas de crescimento das contas do ativo e do passivo ficaram em 20,91% e 17,11% respectivamente. Já para o ano de 2010, a taxa de crescimento das contas do balanço ficou em 6% que é a taxa estimada de crescimento na perpetuidade. A taxa média geral de depreciação ficou em 7,75%, baseada proporção do ano de 2007.

A figura abaixo ilustra o método de cálculo das taxas de crescimento das contas do balanço:

Tabela 14 – Projeção das Premissas de Receita em Reais Mil

Reais Mil	**31/12/2008**	**31/12/2009**	**31/12/2010**	**%**
Receita de Intermediação Financeira	40.162.175	48.194.610	51.086.287	75,95%
Receitas de Prestação de Serviços	10.988.401	11.867.473	12.579.521	24,05%
Receita total	**51.150.576**	**60.062.083**	**63.665.808**	**100,00%**

Fonte: Pesquisa própria

A figura abaixo mostra a média ponderada de crescimento anual para cada fonte de receita da empresa:

Tabela 15 – Projeção das Premissas de Receita em porcentagem

	31/12/2008	**31/12/2009**	**31/12/2010**	**%**
Projeção de crescimento - Receita de Intermediação Financeira	25,00%	20,00%	6,00%	75,95%
Projeção de crescimento - Receitas de Prestação de Serviços	8,00%	8,00%	6,00%	24,05%
Projeção média total	**20,91%**	**17,11%**	**6,00%**	**100,00%**

Fonte: Pesquisa própria

4.6.3 DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS

A Tabela 16 apresenta as premissas assumidas para projeção dos resultados para os próximos três anos.

Tabela 16 – Projeção das Premissas do Demonstrativo de Resultado em porcentagem

DRE - Reais Mil	**31/12/2008**	**31/12/2009**	**31/12/2010**
+Receita da Intermediação Financeira	**25,00%**	**20,00%**	**6,00%**
Operações de Crédito	25,00%	20,00%	6,00%
Operações de Arrendamento Mercantil	25,00%	20,00%	6,00%
Resultado de Títulos Valores Mobiliários	25,00%	20,00%	6,00%
Resultado de Aplicações Compulsórias	25,00%	20,00%	6,00%
Resultado de Operações de Câmbio	25,00%	20,00%	6,00%
Resultado Financeiro Oper.Seg.Prev.e Cap	25,00%	20,00%	6,00%

-Despesas da Intermediação Financeira	**25,00%**	**20,00%**	**6,00%**
Operações de Captação no Mercado	25,00%	20,00%	6,00%
Operações de Empréstimos e Repasses	25,00%	20,00%	6,00%
Despesas Prov p/Créd.Liquidação Duvidosa	25,00%	20,00%	6,00%
Despesas Financeiras Prov.Tec.Prev e Cap	25,00%	20,00%	6,00%
Receita Recup.Créditos Baixados Prejuizo	25,00%	20,00%	6,00%
=Resultado Bruto Intermediação Financeira			
+Outras Despesas/Receitas Operacionais			
+Receitas de Prestação de Serviços	8,00%	8,00%	6,00%
-Despesas de Pessoal	6,02%	4,91%	4,91%
-Despesas Administrativ	0,00%	0,00%	0,00%
-Alíquota Impostos Diversos	**-17,44%**	**-17,44%**	**-17,44%**
+Outras Rec Desp Operac	25,00%	20,00%	6,00%
+Equivalenc Patrimonial	25,00%	20,00%	6,00%
-Alíquota Provisão Impost de Rend	**-28,46%**	**-28,46%**	**-28,46%**
-Alíquota Participação/Contrib Estatut	**-5,34%**	**-5,34%**	**-5,34%**
-Alíquota Acionistas Minoritarios	**0,39%**	**0,39%**	**0,39%**

Fonte: Pesquisa própria

As projeções das receitas foram dividas em dois grupos: receita de intermediação financeira e receita de prestação de serviços. O critério de evolução foi determinado a partir do planejamento estratégico do Itaú para o ano de 2008. Para 2009, a evolução foi baseada em estimativas da corretora Spinelli CVMC. Já as receitas de 2010 foram estimadas conforme perpetuidade de 6%.

Em relação à evolução das despesas de intermediação financeira, foi considerada a mesma proporção de crescimento das receitas. Já para a projeção das despesas administrativas foi considerado um crescimento nulo, conforme premissas do planejamento estratégico do Itaú em manter o índice de eficiência para 2008. Sendo assim, as despesas administrativas para os anos de 2008, 2009 e 2010 foram estimadas na mesma proporção das despesas do ano de 2007, que ficou em 15,14%.

Para a estimativa das alíquotas de impostos (diversos e Imposto de Renda), foi realizada uma média aritmética das alíquotas dos últimos três anos. Sendo assim, a alíquota dos impostos diversos foi estimada em 17,44% para os próximos três anos e a alíquota do Imposto de Renda ficou em 28,46%.

A participação e contribuição dos estatutários, bem como os acionistas minoritários tiveram o cálculo baseado na alíquota que representa a participação percentual sobre o lucro operacional. As alíquotas foram calculadas em 5,34% e 0,39%, respectivamente.

5 AVALIAÇÃO BANCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S/A PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO PATRIMONIAL

O método do Fluxo de Caixa Descontado considerará o fluxo residual para os acionistas, uma vez que, o valor em estudo refere-se a uma posição relativa ao Patrimônio da Instituição. Este fluxo de caixa relativo aos acionistas é também conhecido como *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) ou Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas. Parte-se da premissa que os três primeiros anos, já conhecidos, serão seguidos de uma perpetuidade. Para descontar este fluxo de caixa, necessita-se de uma taxa de juros; o custo de oportunidade desses acionistas.

5.1 DRE PROJETADO DA EMPRESA

Com base nas premissas ilustradas no capítulo 4.6.3, o DRE ficou conforme a tabelas abaixo:

Tabela 17 – Demonstrativo de Resultado projetado

DRE - Reais Mil	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
+Receita da Intermediação Financeira	**40.162.175**	**48.194.610**	**51.086.287**
Operações de Crédito	26.318.290	31.581.948	33.476.865
Operações de Arrendamento Mercantil	-	-	-
Resultado de Títulos Valores Mobiliários	9.788.488	11.746.185	12.450.956
Resultado de Aplicações Compulsórias	1.108.065	1.329.678	1.409.459
Resultado de Operações de Câmbio	184.495	221.394	234.678
Resultado Financeiro Oper.Seg.Prev.e Cap	2.762.838	3.315.405	3.514.329
-Despesas da Intermediação Financeira	**(20.816.568)**	**(24.979.881)**	**(26.478.674)**
Operações de Captação no Mercado	(11.806.178)	(14.167.413)	(15.017.458)
Operações de Empréstimos e Repasses	158.980	190.776	202.223
Despesas Prov p/Créd.Liquidação Duvidosa	(8.204.233)	(9.845.079)	(10.435.784)
Despesas Financeiras Prov.Tec.Prev e Cap	(2.300.751)	(2.760.902)	(2.926.556)
Receita Recup.Créditos Baixados Prejuizo	1.335.614	1.602.737	1.698.901
=Resultado Bruto Intermediação Financeira	**19.345.608**	**23.214.729**	**24.607.613**
+Outras Despesas/Receitas Operacionais	(5.538.768)	(6.646.521)	(7.045.312)
+Receitas de Prestação de Serviços	10.988.401	11.867.473	12.579.521
-Despesas de Pessoal	(5.855.235)	(6.142.728)	(6.444.335)

-Proporção - Despesas Administrativ	(7.742.235)	(9.091.096)	(9.636.561)
-Alíquota - Impostos Diversos	(3.374.072)	(4.048.886)	(4.291.820)
+Outras Rec Desp Operac	(457.999)	(549.599)	(582.574)
+Equivalenc Patrimonial	274.454	329.345	349.105
=Lucro Operacional	**13.806.840**	**16.568.208**	**17.562.300**
+Resultado nao Operac	-	-	-
Receitas Nao Operac	-	-	-
Despesas Nao Operac			
=Resultado Antes Tributação/Participações (LAIR)	**13.806.840**	**16.568.208**	**17.562.300**
-Alíquota - Provisao Impost de Rend	(3.930.042)	(4.716.050)	(4.999.013)
-IR Diferido	-	-	-
-Partic/Contrib Estatut	(737.676)	(885.211)	(938.323)
+Rever Juros s/Patr Liqui	-	-	-
-Partic Acion Minoritar	54.469	65.363	69.285
=Lucro Liquido	**9.193.592**	**11.032.311**	**11.694.249**

Fonte: Pesquisa própria

5.2 BALANÇO PATRIMONIAL

Com base nas premissas ilustradas no capítulo 4.6.1, o balanço patrimonial ficou conforme as tabelas abaixo:

Tabela 18 – Balanço Patrimonial Projetado - Ativo

Descrição da Conta (Reais Mil)	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
Ativo Total	**356.538.956**	**417.556.742**	**442.610.146**
Ativo Circulante	275.587.444	322.751.253	342.116.329
Ativo Realizável a Longo Prazo	76.240.254	89.287.948	94.645.225
Ativo Permanente	4.711.259	5.517.540	5.848.592

Fonte: Pesquisa própria

Tabela 19 – Balanço Patrimonial Projetado - Passivo

Descrição da Conta (Reais Mil)	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
Passivo Total	356.538.956	417.556.742	442.610.146
Passivo Circulante	209.291.714	245.109.726	259.816.310
Passivo Exigível a Longo Prazo	109.567.512	128.318.806	136.017.935
Resultados de Exercícios Futuros	88.881	104.092	110.337
Part. de Acionistas Não Controladores	2.563.927	3.002.715	3.182.878
Patrimônio Líquido	35.026.923	41.021.402	43.482.686

Fonte: Pesquisa própria

5.3 FLUXO DE CAIXA LIVRE DO ACIONISTA

O Fluxo de Caixa Livre do Acionista foi calculado com base na soma dos fluxos de caixa projetados e descontados e as amortizações e depreciações.

Tabela 20 – Fluxo de Caixa Livre do Acionista

	atual	**projetado**		**Perpetuidade**
	31/12/2007	**31/12/2008**	**31/12/2009**	**31/12/2010**
Lucro Líquido	8.473.604	9.193.592	11.032.311	11.694.249
Deprec, amortizações	656.812	712.620	855.144	906.453
=Fluxo de Caixa Operacional	9.130.416	9.906.212	11.887.455	12.600.702
= Fluxo de Caixa Livre do Acionista	**9.130.416**	**9.906.212**	**11.887.455**	**12.600.702**
Valor presente Fluxo de Caixa	9.130.416	8.390.829	8.528.710	7.657.490

Fonte: Pesquisa própria

5.4 TAXA DE DESCONTO

A taxa de juros exigida pelos sócios, aqui chamada de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (Rpl), foi determinada com base no CAPM da seguinte forma:

Rpl = Rf + (prêmio de risco) x β + Prêmio de Risco Patrimonial Brasil + diferencial inflacionário

Onde:

Rpl = retorno sobre o patrimônio líquido;
Rf = taxa livre de risco (T-Bond);
Rf - Rm = prêmio de risco;
β = coeficiente Beta (bancos comerciais em países emergentes);
Diferencial inflacionário= (Brasil – USA).

Onde:

Os dados utilizados para o cálculo do CAPM foram retirados dos relatórios do Banco Central e estão abaixo listados:

a) Taxa livre de risco : Tbond 10 anos (média geométrica) = 3,5%
b) Prêmio de risco (S&P 500 – T bonds) = 4,84%
c) Coeficiente Beta de bancos comerciais em países emergentes: 1,09
d) Prêmio de risco patrimonial Brasil: 6,29%
e) Diferencial inflacionário (Brasil – USA) = 3% (projetado)
f) Taxa de Crescimento nominal para a perpetuidade = Inflação (4%) + crescimento real (2%) = 6%

Portanto:

Rpl = Rf + (prêmio de risco) x β + prêmio de risco patr. Brasil +diferencial inflacionário
Rpl = 3,5 + (4,84 x 1,09) + 6,29% + 3% = **18,06%** (taxa nominal)

5.5 PERPETUIDADE

O valor presente da perpetuidade no ano de 2010 foi calculado em R$ 63.494.938,00. E como premissa foi utilizado um crescimento de 6% nos lucros na perpetuidade.

5.6 VALOR DA EMPRESA

Após o cálculo dos fluxos de caixa descontados, da taxa de desconto e do valor do fluxo de caixa na perpetuidade, chegou-se a um valor de mercado de R$ 79.130 milhões para dezembro de 2008. Sendo assim, o preço justo a ser pago pelas ações do Itaú ao final de 2008 é de R$ 33,01, representando um potencial de valorização de 41,80% em relação ao preço em 31 de outubro de 2008 – R$ 23,28.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como um dos objetivos revisar os conceitos e técnicas de avaliação de empresas mais utilizados no mercado de capitais. A importância dos conceitos de fluxo de caixa livre, custo médio ponderado de capitais, perpetuidade, retorno sobre o investimento entre outros, foram estudados visando identificar o método de avaliação mais adequado.

Dois métodos tradicionais de avaliação de empresas foram apresentados e o escolhido foi o modelo de Fluxo de Caixa Descontado Patrimonial (DCF Patrimonial), também denominado Fluxo de Caixa dos Acionistas (CFE – *Cash Flow to Equity*) que calcula o valor das ações da empresa, descontando-se os fluxos de caixa esperados do capital próprio pelo custo do capital próprio.

Para atingir o principal objetivo do trabalho, que era avaliar o banco visando determinar se a compra de suas ações constitui ou não um bom investimento para o ano de 2008, não bastava somente conhecer os métodos de avaliação, mas também coletar dados sobre a empresa, sobre a sua história e também explorar todas as demonstrações contábeis recentes. A análise dos principais indicadores de desempenho recentes também foi importante para estudar a situação financeira da empresa e projetar seus resultados futuros. Além disso, informações sobre o setor bancário e também dados macroeconômicos foram pesquisados para embasar uma avaliação mais precisa e estimar projeções de crescimento. Os dados de projeção de crescimento da empresa também foram baseados em relatórios apresentados pelo departamento de Relações com Investidores.

Através do método de DCF Patrimonial, encontrou-se um valor justo de R$ 79.130 milhões para a empresa em dezembro de 2008. Desse modo, face à perspectiva de valorização de 41,8%, recomenda-se a aquisição das ações, pois se deve levar em conta a possível continuidade do processo de crescimento através de aquisições de bancos de menor porte, como ocorreu recentemente com o BankBoston e também de um crescimento orgânico da corporação. Além disso, não

é descartada a união do Itaú com outros bancos de grande porte visando um ganho de escala que permitiria expandir a atuação para mercados da América Latina e também em outros continentes.

No entanto, é fundamental ressaltar os riscos envolvidos nos investimentos em ações, principalmente no momento atual de turbulência dos mercados financeiros mundiais. Não se sabe ainda até que ponto a instabilidade atual afetará as economias reais, principalmente o Brasil que é o principal mercado de atuação do banco.

Por fim, espera-se que este trabalho possa auxiliar investidores que procuram informações sobre as ações do banco Itaú e também desejam aprofundar os conhecimentos sobre os métodos de avaliação de empresas, visando minimizar os riscos envolvidos no processo de tomada de decisão de investimentos.

7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO Central do Brasil. http://www.bacen.gov.br/ acesso em 19.05.05

BANCO Itaú Holding Financeira S/A. http://www.itau.com.br/ acesso em 22.09.05.

BENNINGA, Simon., SARIG, Oded. **Corporate finance: a valuation aproach**. McGraw-Hill, 1997.

BRASIL, Banco Central do – Sobre a Instituição / Histórico / Objetivos / Funções, Brasília: 2004 (**www.bcb.org.br**).

CASTILHOS, Volnei. **Avaliação de uma empresa usando o método do fluxo de caixa descontado.** 2002. Dissertação de Mestrado – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas**: calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas aplicadas**. Porto Alegre: Bookman, 2002.

FEDERAÇÃO Brasileira dos Bancos. http://www.febraban.org.br/ acesso em 05.09.05.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 16 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

GITMAN, Lawrence. **Princípios de Administração Financeira**. 7.ed. São Paulo: Harbra, 2002.

MARKOWITZ, Harry M. **Portfolio Selection.** Journal of Finance, v. 7, n. 1, p. 77-91, Março 1952.

MENDES, Frederico**. A gestão baseada no valor em instituições financeiras**: um modelo aplicado a bancos múltiplos. 2004. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

NETO, Alexandre Assaf. **Mercado Financeiro**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2003.

NIYAMA, Jorge Katsumi; GOMES, Amaro L. Oliveira. **Contabilidade de instituições financeiras.** São Paulo: Atlas, 2000.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005. 308 p. : il.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffey F. **Administração Financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford P. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2002.

RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de Capitais**. 3. ed. Belo Horizonte: CNBV, 1996

SILVA, Peri, A. **Desenvolvimento Financeiro e política monetária.** Rio de Janeiro: Interciência, 1997.

STANFORD, John D. **Moedas, bancos e atividade econômica.** São Paulo: Atlas, 1976.