

IRB Brasil RE (IRBR3): Uma longa jornada pela frente

O aumento de capital foi fundamental para fortalecer o balanço patrimonial

Por questões internas, o IRB acabou sendo a última empresa do nosso universo de cobertura a reportar os resultados do 2T20. Embora certamente uma má notícia, o grande prejuízo líquido de R\$ 685 milhões não foi uma surpresa total, uma vez que a IRB já havia dito no início de agosto que o 2T seria péssimo. O 3T deve registrar outro prejuízo líquido (projetamos ~R\$ 140 milhões). Mas a combinação de uma i) limpeza interna, apoiada por uma investigação forense, ii) balanço patrimonial mais forte: reservas técnicas até ~R\$ 3 bilhões, ou + 26% vs. no final de 2019 + aumento de capital de R\$ 2,3 bilhões e iii) mudança completa da alta administração, liderada pelo presidente Antonio Cássio, nos leva a crer que o pior da crise da IRB já passou. A jornada, no entanto, provavelmente será longa e, dada a visibilidade ainda baixa, o valuation ainda não nos permite ter uma visão mais positiva sobre a ação.

Esperamos agora um ROE de ~6% em 2021 e temos um novo preço-alvo de R\$ 6/ação

Desde o início de março, quando o ex- CEO/CFO foi demitido, escrevemos mais de 10 relatórios nos quais tentamos manter todos atualizados com o que estava acontecendo. Em dois desses relatórios, reduzimos nossas estimativas de LPA e de preço-alvo. Com a ressalva, ou a “desculpa” de que a visibilidade tem sido muito ruim, desta vez estamos fazendo outra grande revisão de lucros e preço-alvo. Esperamos agora que o IRB relate um prejuízo líquido de ~R\$ 810 milhões em 2020. Conforme ilustrado na tabela 1, devido à combinação de uma receita líquida mais fraca, um índice de sinistralidade mais alto e um maior número de ações (aumento de capital), nossa estimativa de LPA para 2021 e 2022 diminuiu 64% e 51%. Esperamos um ROE de ~6% em 2021, 9% em 2022 e 12% em 2023. Com a rolagem de nosso preço-alvo em 6 meses até o final de 2021, nosso preço-alvo cai de R\$ 9 para R\$ 6/ação, o que sustenta nosso rating Neutro.

Processo de re-underwriting deve levar a crescimento lento no próximo ano

Na teleconferência do 2T, a administração sinalizou um processo de “re-underwriting” para identificar cada contrato que tem “lucratividade insatisfatória”. Para esses contratos, a empresa está renegociando taxas e reduzindo a exposição, não renovando ou cancelando. Espera-se que esse processo de limpeza seja conduzido nos próximos meses, com o objetivo de desbloquear melhores resultados de underwriting de longo prazo. Além disso, a IRB mudará seu foco para prêmios no Brasil, onde sua vantagem competitiva é maior, apoiada por um vasto banco de dados histórico e expertise técnica, e reduzirá a exposição ao portfólio internacional. Embora a IRB possa definitivamente ser criativa e encontrar novos caminhos de crescimento, esse ajuste significa que a base de prêmios atual pode estar um pouco “exagerada”. Projetamos agora que

BTG Pactual – Equity Research:

Eduardo Rosman

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Thomas Peredo, CFA

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Irbbrazil Re (IRBR3)

Data	17/09/2020
Ticker	IRBR3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	6,0
Preço (R\$)	5,9
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	7.505,91
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	342,15

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	-	25,7x
P/VPA	1,5x	1,5x

Stock Performance:

Setembro (%)	-17,0%
LTM (%)	-81,6%



os prêmios totais crescerão 5% em 2020, 0,4% em 2021, 2,8% em 2022 e 3,3% em 2023, liderados pelo Brasil em 2021-23 (+6%, 10% e 10%).

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
ROE %	31,7	31,9	-17,9	5,8	9,2
P/BV por ação	21,5	9,2	1,5	1,5	1,4
P/L	70,9	30,1	-9,5	25,7	15,5
Dividend Yield %	1,1	3,3	1,5	1,2	3,2

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	4.797	5.652	6.360	6.608	6.952
Lucro antes do imposto	1.318	1.239	-1.282	319	538
Lucro Líquido	1.102	1.210	-807	299	495
LPA (R\$)	1,18	1,29	-0,85	0,24	0,39
DPA líquido (R\$)	0,95	1,30	0,11	0,07	0,20
Book Value por ação (R\$)	3,88	4,21	4,02	4,19	4,38

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 6,12, em 14 de setembro de 2020.

Mas um mercado “mais robusto” é positivo para a IRB, permitindo que a empresa ajuste os preços

A boa notícia é que estamos em um mercado de “maior robustez”, conforme afirmou a administração, o que os ajuda a ajustar os preços, caso contrário o processo de ajuste poderia ter demorado mais. Naturalmente, tudo isso deve ajudar a reduzir os índices de sinistralidade nos próximos trimestres. No slide 21 da apresentação do 2T, foi dito que a empresa vê seu índice de sinistralidade “recorrente” se estabilizando em algum lugar entre 67,5% -73%. Como resultado, agora usamos 70% para 2021, 69% para 2022 e 68% para 2023, o que está acima dos ~65% que tínhamos em nosso modelo anterior. Aumentamos as taxas de comissão em ~100bps e melhoramos um pouco as despesas de comissão. O índice de despesas gerais e administrativas, no entanto, deteriorou-se um pouco devido à receita líquida mais fraca. A base patrimonial mais forte (e caixa/posição de investimento), que melhorou a solvência de 101% no 2T para ~244% no 3T, também ajuda os ganhos financeiros a serem mais fortes em 2021/22 em comparação com nossas estimativas anteriores.

A visibilidade permanece baixa, mas a IRB está em um ponto de partida muito melhor; Nós permanecemos Neutros

Na Tabela 1, examinamos nossas estimativas Novas vs. Antigas e, na Tabela 2, descrevemos nossas estimativas detalhadas da IRB para os próximos anos. Tudo incluído, e embora reconhecendo que a visibilidade continua baixa, a empresa definitivamente parece em uma forma muito melhor hoje. Em nossa opinião, o aumento de capital foi muito bem-sucedido, considerando todos os aspectos, e a lacuna de liquidez regulatória parece estar a caminho de ser 100% resolvida em um futuro não muito distante. O conselho mudou muito e a alta administração foi totalmente substituída. Provavelmente será um longo caminho, em nossa opinião, para o ROE voltar a pelo menos ao custo de capital, mas conforme sinalizado no início do nosso relatório, a questão agora não é se a IRB sobreviverá, mas quão lucrativo ele poderia ser, sob seu novo formato - que é definitivamente um ponto de partida/discussão muito melhor. Negociando a 1,5x PBV2020, e com todos os componentes discutidos neste relatório, não vemos qualquer razão para alterar nossa classificação de Neutro neste momento.

Tabela 1: Novo vs. Antigo

Estimativas - Novas vs. Antigas - IRB	2020E			2021E			2022E		
	Novo	Antigo	%	Novo	Antigo	%	Novo	Antigo	%
Prêmios emitidos	8.977	9.244	-2,9%	9.013	9.956	-9,5%	9.263	10.729	-13,7%
Prêmios retrocedidos	-2.138	-1.846	15,8%	-1.983	-1.991	-0,4%	-1.945	-2.146	-9,3%
Prêmios ganhos líquido	6.360	6.697	-5,0%	6.608	7.328	-9,8%	6.952	7.939	-12,4%
Resultado de Underwriting	-1.567	307	-609,8%	57	486	-88,2%	148	528	-72,0%
Resultado de Investimentos e Patrimonial	285	314	-9,2%	261	218	19,8%	390	359	8,7%
Lucro antes dos impostos	-1.282	621	-306,5%	319	704	-54,7%	538	887	-39,3%
Lucro Líquido	-807	522	-254,6%	299	612	-51,3%	495	738	-32,9%
Lucro Líquido ajustado	-807	522	-254,6%	299	612	-51,3%	495	738	-32,9%
LPA ajustado	-0,85	0,56	-251,0%	0,24	0,66	-64,1%	0,39	0,80	-50,6%
Índices			<i>em bps</i>			<i>em bps</i>			<i>em bps</i>
Crescimento a/a de Prêmios emitidos	5,4%	8,6%	-313	0,4%	7,7%	-731	2,8%	7,8%	-499
Crescimento a/a de Prêmios ganhos	12,5%	18,5%	-596	3,9%	9,4%	-551	5,2%	8,3%	-315
Índice de Sinistralidade	94,7%	67,0%	2.765	70,0%	65,0%	500	69,0%	65,0%	400
Índice de Comissionamento	19,8%	18,8%	109	20,0%	19,0%	100	20,0%	19,0%	100
Índice de Despesa Gerais & Administrativas	7,6%	7,5%	9	7,6%	7,4%	26	7,4%	7,4%	2
Índice Combinado	122,1%	93,3%	2.882	97,6%	91,4%	626	96,4%	91,4%	502
Índice Combinado Ampliado	120,6%	91,9%	2.871	94,3%	89,2%	506	91,6%	87,8%	373
Índice de prêmios retrocedidos	23,8%	20,0%	384	22,0%	20,0%	200	21,0%	20,0%	100
Ganhos financeiros (% do benchmark)	46,5%	72,1%	-2.559	115,0%	115,0%	0	115,0%	115,0%	0
ROE ajustado	-17,9%	13,3%	-3.122	5,8%	14,8%	-904	9,2%	16,0%	-683
ROA ajustado	-4,2%	2,8%	-703	1,4%	3,1%	-165	2,2%	3,3%	-111

	2020E			2021E			2022E		
	BTGP	Consenso	%	BTGP	Consenso	%	BTGP	Consenso	%
Lucro Líquido	-807	64	-1353,0%	299	640	-53,4%	495	838	-40,9%

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Tabela 2: Estimativas da IRB - R\$ milhões

IRB Brasil RE (em R\$ milhões)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	19/18	20E/19	21E/20E	22E/21E
Lucro Líquido	1.102	1.210	-807	299	495	9,9%	-166,7%	-137,0%	65,8%
Resumo do DRE									
- Brasil	4.220	4.826	4.405	4.669	5.136	14,4%	-8,7%	6,0%	10,0%
- Internacional	2.744	3.689	4.572	4.344	4.126	34,4%	23,9%	-5,0%	-5,0%
Prêmios Emitidos	6.964	8.515	8.977	9.013	9.263	22,3%	5,4%	0,4%	2,8%
Prêmios Retrocedidos	-1.870	-2.226	-2.138	-1.983	-1.945	19,0%	-4,0%	-7,2%	-1,9%
Prêmios Retidos	5.094	6.290	6.840	7.030	7.318	23,5%	8,7%	2,8%	4,1%
Mudança em prêmios não ganhos	-297	-638	-480	-422	-366	115,1%	-24,9%	-12,1%	-13,3%
Prêmios líquidos ganhos	4.797	5.652	6.360	6.608	6.952	17,8%	12,5%	3,9%	5,2%
Sinistros	-2.878	-3.751	-6.023	-4.626	-4.797	30,3%	60,6%	-23,2%	3,7%
Custos de Aquisição	-907	-1.127	-1.262	-1.322	-139	24,2%	12,0%	4,7%	5,2%
Outras Receitas/Despesas	38	-67	-159	-99	-6.804	76,5%	136,2%	-37,6%	5,2%
Margem de Contribuição	974	707	-1.083	562	148	-27,4%	-253,2%	-151,8%	17,6%
Despesas Administrativas	-228	-305	-326	-359	-374	33,6%	7,1%	10,0%	4,1%
IVA	-134	-99	-157	-145	-139	-26,0%	58,5%	-7,4%	-4,4%
Total de despesas de Underwriting	-4.185	-5.348	-7.927	-6.551	-6.804	27,8%	48,2%	-17,4%	3,9%
Resultados de Underwriting	612	303	-1.567	57	148	-50,5%	-616,7%	-103,7%	157,8%
Resultados Financeiros									
Retorno dos investimentos	629	472	80	236	364	-25,0%	-83,1%	196,8%	54,0%
Equivalência Patrimonial	77	464	205	25	26	502,3%	-55,8%	-87,8%	5,0%
Lucro antes dos impostos	1.318	1.239	-1.282	319	538	-6,0%	-203,5%	-124,9%	68,8%
Impostos Corporativos	-217	-29	476	20	-43	-86,5%	-1724,5%	-104,2%	114,0%
Taxa de Imposto	16,0%	2,0%	37,0%	6,0%	7,0%				
Resumo do Balanço Patrimonial									
Total Ativos	15.934	17.501	20.874	21.694	23.237	9,8%	19,2%	3,9%	7,1%
Portfólio de Investimentos	5.962	4.479	7.086	6.923	7.657	-24,9%	58,2%	-2,3%	10,6%
Patrimônio Líquido	3.632	3.945	5.045	5.254	5.501	8,6%	27,9%	4,1%	4,7%
Lucratividade									
Margem Líquida	23,0%	21,4%	-12,7%	4,5%	7,1%	-1,6p.p.	-34,1p.p.	17,2p.p.	2,6p.p.
ROE reportado	31,7%	31,9%	-17,9%	5,8%	9,2%	0,3 p.p.	-49,9p.p.	23,7p.p.	3,4p.p.
Índices de Underwriting									
Índice de sinistralidade	60,0%	66,4%	94,7%	70,0%	69,0%	6,4p.p.	28,3p.p.	-24,7p.p.	-1,0p.p.
Índice de Comissão	18,9%	19,9%	19,8%	20,0%	20,0%	1,0p.p.	-0,1p.p.	0,2p.p.	0,0p.p.
Índice de Desp. G&A	7,5%	7,1%	7,6%	7,6%	7,4%	-0,4p.p.	0,5p.p.	0,0p.p.	-0,3p.p.
Margem de Contribuição	20,3%	12,5%	-17,0%	8,5%	9,5%	-7,8p.p.	-29,5p.p.	25,5p.p.	1,0p.p.
Índice Combinado	86,4%	93,4%	122,1%	97,6%	96,4%	7,0p.p.	28,7p.p.	-24,5p.p.	-1,3p.p.
Outros Índices									
Prêmios retrocedidos como % dos prêmios brutos	26,9%	26,1%	23,8%	22,0%	21,0%	-0,7p.p.	-2,3p.p.	-1,8p.p.	-1,0p.p.

Fonte: BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx