

IRB Brasil RE (IRBR3): Resultado do 4T20

A SUSEP já sinalizava um prejuízo líquido, mas -R\$ 620 milhões foi pior do que o esperado

A IRB reportou os resultados do 4T na noite passada, com um prejuízo líquido de R\$ 620 milhões (-54% de ROE anualizado), pior do que o prejuízo líquido do 3T de R\$ 230 milhões. Embora os dados da SUSEP de outubro e novembro já indicassem números negativos para a IRB, os números do 4T foram muito piores do que nós e o consenso esperávamos. Grande parte desse resultado negativo foi reconhecidamente relacionado a uma “limpeza de casa” e várias ações pontuais, mas ainda não sabemos: (i) quando a “limpeza” termina; e (ii) o novo ROE recorrente pós-ajuste. Com a ação ainda em ~2x BV mais recente, o valuation claramente não é atraente.

Os resultados de subscrição mostraram um prejuízo líquido menor t/t

Os prêmios emitidos foram de R\$ 2,0 bilhões no 4T, queda de 30% t/t e estável a/a (10% abaixo de nossa projeção), principalmente devido ao desempenho mais fraco do portfólio local. O índice de sinistralidade caiu 4p.p. t/t, mas permaneceu em um alto nível de 92%. No relatório de resultado, a administração disse que a sinistralidade, ex-itens pontuais e a carteira run-off (negócios descontinuados), teria melhorado para 75%. Retrocessão, resultados financeiros e impostos foram piores do que o esperado e impactados por eventos pontuais. Para saber mais sobre os números do 4T e como eles se comparam as nossas estimativas, consulte a Tabela 1.

Excluindo eventos pontuais e run-offs, o lucro líquido do 4T teria sido de R\$ 190 milhões

Para dar uma visão melhor da lucratividade real, a administração forneceu uma reconciliação de um resultado líquido mais normalizado das operações continuadas (run-on). O prejuízo líquido de R\$ 620 milhões foi impactado por eventos pontuais de R\$ 600 milhões: i) reversão de créditos tributários do escritório de Londres, ii) aumento do portfólio de IBNR Vida internacional; e iii) impacto da venda de LPT (*loss portfólio transfer*) para retrocessionárias. A administração disse que o impacto da carteira de run-off (negócios descontinuados) foi de R\$ 210 milhões, o que levaria a um lucro líquido mais recorrente e normalizado de R\$ 190 milhões no 4T, o que vemos como bastante otimista.

O gap de insuficiência de liquidez regulatória foi resolvida no 4T

A IRB fechou seu gap de insuficiência de liquidez regulatória no trimestre, contabilizando um excedente de R\$ 542 milhões de ativos elegíveis para cobertura das provisões técnicas. Devido aos desenvolvimentos corporativos no

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

Analise.Acoes@btgpactual.com

Irbrasil Re (IRBR3)

Data	19/02/2021
Ticker	IRBR3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	6,0
Preço (R\$)	6,7
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	8.347,66
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	42126

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	25,8x	16,5x
P/VPA	1,6x	1,5x

Stock Performance:

Fevereiro (%)	-7,6%
LTM (%)	-79,8%



ano passado e a atualização dos números de 2019 ao longo dos resultados do 1T20, a SUSEP identificou uma insuficiência de liquidez regulatória de R\$ 1,1 bilhão. Mas apesar de um prejuízo líquido robusto de R\$ 1,5 bilhão em 2020 - o que claramente não ajudou a situação -, a IRB foi capaz de levantar R\$ 4,8 bilhões por meio de um aumento de capital, emissões de debêntures, vendas/permutas de ativos e vendas de LPT (*loss portfolio transfer*), ajudando para resolver este problema regulatório.

A limpeza continua; a visibilidade da lucratividade real permanece abaixo da média; Neutro

2020 foi um ano realmente difícil e complexo para a IRB, embora a nova administração tenha conseguido levantar capital e emitir dívidas, praticamente salvando a empresa e resolvendo a questão da liquidez regulatória. Mas com este grande prejuízo líquido no trimestre (-R\$ 1,5 bilhão em 2020), o patrimônio líquido caiu, deixando o valuation em um caro (mais recente) P/BV de 1,96x. Precisamos ouvir o que a administração dirá na conferência. Encontrar um CEO forte também é crucial para o caso de investimento. Sendo assim, reiteramos nossa visão cautelosa sobre a ação.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
ROE%	31,7	31,9	-15,8	6,4	9,4
P/BV por ação	21,5	9,2	2,1	1,6	1,5
P/L	70,9	30,1	-14,7	25,8	16,5
Dividend Yield %	1,1	3,3	1,2	1,0	1,8

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	4.797	5.652	6.486	6.798	7.390
Lucro antes dos impostos	1.318	1.239	-1.196	403	653
Lucro Líquido	1.102	1.210	-699	324	505
LPA (R\$)	1,18	1,29	-0,75	0,26	0,40
DPA líquido (R\$)	0,95	1,30	0,11	0,06	0,12
BV por ação	3,88	4,21	3,92	4,11	4,39

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\$ 6,65, em 18 de Fevereiro de 2021.

Tabela 1: Revisão de resultados da IRB Brasil RE 4T20 e 2020 - R\$ milhões

IRB Brasil RE (em R\$ milhões)	4T20A	4T20E	A/E %	3T20	4T19	t/t	a/a	2018	2019	2020	19/18	20/19
Lucro Líquido	(620)	47	-1411,3%	(230)	251	169,7%	-346,9%	1.102	1.210	-1.521	9,9%	-225,7%
Resumo do DRE												
- Brasil	1.020	1.323	-22,9%	1.809	1.181	-43,6%	-13,6%	4.220	4.826	4.874	14,4%	1,0%
- Internacional	1.060	991	7,0%	1.167	917	-9,1%	15,6%	2.744	3.689	4.722	34,4%	28,0%
Prêmios Emitidos	2.080	2.313	-10,1%	2.976	2.098	-30,1%	-0,9%	6.964	8.515	9.596	22,3%	12,7%
Prêmios Retrocedidos	(1.648)	(602)	174,0%	(1.452)	(632)	13,6%	160,9%	(1.870)	(2.226)	(4.219)	19,0%	89,6%
Prêmios Retidos	432	1.712	-74,8%	1.524	1.467	-71,7%	-70,5%	5.094	6.290	5.377	23,5%	-14,5%
Mudança em prêmios não ganhos	478	0		21	134	2153,3%	257,2%	(297)	(638)	307	115,1%	-148,1%
Prêmios líquidos ganhos	910	1.712	-46,9%	1.546	1.600	-41,1%	-43,2%	4.797	5.652	5.684	17,8%	0,6%
Sinistros	(838)	(1.198)	-30,1%	(1.488)	(1.312)	-43,7%	-36,1%	(2.878)	(3.751)	(5.812)	30,3%	55,0%
Custos de Aquisição	(357)	(342)	4,3%	(382)	(283)	-6,5%	26,3%	(907)	(1.127)	(1.374)	24,3%	22,0%
Outras Receitas/Despesas	91	(34)	-366,1%	(69)	(0)	-232,4%	-85240,2%	(38)	(67)	(74)	76,5%	10,0%
Margem de Contribuição	(194)	137	-241,7%	(393)	6	-50,6%	-3603,0%	974	707	(1.577)	-27,4%	-323,1%
Despesas Administrativas	(85)	(89)	-4,7%	(79)	(127)	6,6%	-33,3%	(228)	(305)	(313)	33,6%	2,7%
Impostos VAT	(17)	(26)	-33,0%	(14)	(26)	21,1%	-34,6%	(134)	(99)	(118)	-26,0%	19,6%
Total de despesas de Underwriting	(1.206)	(1.689)	-28,6%	(2.032)	(1.748)	-40,7%	-31,0%	(4.185)	(5.348)	(7.692)	27,8%	43,8%
Resultados de Underwriting	(296)	23	-1408,2%	(486)	(147)	-39,1%	100,8%	612	303	(2.009)	-50,5%	-762,4%
Resultados Financeiros	(160)	56	-385,2%	115	285	-239,0%	-156,3%					
Retorno dos investimentos	(178)	54	-428,4%	116	(148)	-253,8%	19,9%	629	472	(85)	-25,0%	-118,0%
Equivalência Patrimonial	18	2	785,0%	(0)	433	-4525,0%	-95,9%	77	464	210	502,3%	-54,7%
Lucro antes dos impostos	(456)	79	-678,7%	(371)	137	23,0%	-431,8%	1.318	1.239	(1.884)	-6,0%	-252,0%
Impostos Corporativos	(164)	(32)	420,2%	141	114	-216,4%	-244,1%	(217)	(29)	362	-86,5%	-1337,4%
Taxa de Imposto	-36%	40%		38%	-83%			16%	2%	19%		
Resumo do Balanço Patrimonial												
Total Ativos	22.721	23.808	-4,6%	23.289	17.501	-2,4%	29,8%	15.934	17.501	22.721	9,8%	29,8%
Portfólio de Investimentos	8.314	8.955	-7,2%	7.374	4.479	12,7%	85,6%	5.962	4.479	8.299	-24,9%	85,3%
Patrimônio Líquido	4.256	4.923	-13,6%	4.876	3.945	-12,7%	7,9%	3.632	3.945	4.256	8,6%	7,9%
Lucratividade												
Margem Líquida	-68,2%	2,8%	-70,9p,p	-14,9%	15,7%	-53,3p,p	-83,9p,p	23,0%	21,4%	-26,8%	-1,6p,p	-48,2p,p
ROE reportado	-54,3%	3,9%	-58,2p,p	-23,7%	24,5%	-30,6p,p	-78,8p,p	31,7%	31,9%	-37,1%	0,3p,p	-69,0p,p
Índices de Underwriting												
Índice de sinistralidade	92,1%	70,0%	22,1p,p	96,2%	82,0%	-4,2p,p	10,1p,p	60,0%	66,4%	102,3%	6,4p,p	35,9p,p
Índice de Comissão	39,3%	20,0%	19,3p,p	24,7%	17,7%	14,5p,p	21,6p,p	18,9%	19,9%	24,2%	1,0p,p	4,2p,p
Índice de Desp. G&A	1,2%	8,7%	-7,5p,p	10,5%	9,6%	-9,3p,p	-8,4p,p	7,5%	7,1%	7,6%	-0,4p,p	0,4p,p
Margem de Contribuição	-21,3%	8,0%	-29,3p,p	-25,4%	0,3%	4,1p,p	-21,7p,p	20,3%	12,5%	-27,8%	-7,8p,p	-40,3p,p
Índice Combinado	132,5%	98,7%	33,8p,p	131,5%	109,2%	1,1p,p	23,3p,p	86,4%	93,4%	134,0%	7,0p,p	40,6p,p
Outros Índices												
Prêmios retrocedidos como % dos prêmios brutos	79,2%	26,0%	53,2p,p	48,8%	30,1%	30,5p,p	49,1p,p	26,9%	26,1%	44,0%	-0,7p,p	17,8p,p

Fonte: Relatórios da empresa, 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 o 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