

## IRB Brasil RE (IRBR3)

### Ainda há muito a ser feito

#### Prejuízo líquido no 3T21 de R\$ 157 milhões; Índice de sinistralidade em ~120%

O IRB divulgou ontem à noite seus resultados do 3T21, registrando prejuízo líquido de R\$ 157 milhões, impactado por maior índice de sinistralidade. De acordo com o comunicado à imprensa, o terceiro trimestre também foi impactado pelo *run-off* de negócios descontinuados no valor de R\$ 329 milhões e um ganho fiscal de R\$ 129 milhões. Excluindo esses dois eventos, a empresa afirma que seu resultado normalizado no terceiro trimestre seria de ~R\$ 45 milhões, o que seria mais próximo dos R\$ 76 milhões que tínhamos em nosso modelo. Também sinalizamos que o prejuízo líquido reportado não é uma surpresa total, visto que o IRB já havia divulgado previamente seu lucro líquido para os meses de julho e agosto.

#### O processo de re-subscrição não é uma linha direta (ou rápida)

Conforme mostrado na Tabela 1, os prêmios ganhos vieram de encontro à nossa estimativa de R\$ 1,67 bilhão (-4% t/t e +8% a/a). Os prêmios emitidos no Brasil, no entanto, foram 24% melhores do que nossas estimativas, enquanto os internacionais foram 21% menores do que esperávamos. O custo de aquisição, OPEX e resultados financeiros tiveram desempenho melhor do que o previsto. Assim, o principal motivo do prejuízo líquido teve a ver com sinistros, que vieram 65% piores do que estávamos modelando. A sinistralidade atingiu um patamar bastante elevado de ~120%, o que levou a uma margem de contribuição negativa de R\$ 678 milhões, 2x e 73% superior às perdas observadas no 2T21 e 3T21, respectivamente. Tanto a carteira internacional quanto a local apresentaram os mesmos índices de sinistralidade. A carteira internacional continua a ser prejudicada por portfólios legados e o brasileiro sofreu vários eventos. Mas a mensagem é que a safra de inverno, que já impactou o terceiro trimestre, deve levar a sinistros na carteira local também no quarto trimestre.

Valuation	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
ROE%	31.9	-37.1	0.0	11.6	13.6
P/VPA	9.2	2.4	1.4	1.3	1.2
P/E	30.1	-6.7	-5254.9	11.9	9.4
Dividend Yield %	3.3	1.2	0.0	2.5	4.3

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	5,652	5,684	6,338	6,240	6,499
Lucro antes dos impostos	1,239	-1,884	-79	646	829
Lucro Líquido	1,210	-1,521	-1	527	672
LPA (R\$)	1.29	-1.43	0.00	0.42	0.54
DPA líquido (R\$)	1.30	0.11	0.00	0.13	0.21
VPA	4.21	3.39	3.48	3.77	4.09

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\$ 5,01, em 12 de Novembro de 2021.

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Eduardo Rosman

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Thiago Paura

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Ricardo Buchpiguel

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Vitor de Melo

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Irbbrasil Re (IRBR3)

Data	12/11/2021
Ticker	IRBR3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	5.3
Preço (R\$)	5.0
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	6,288.99
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	195.68

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	-5254.9x	11.9x
P/VPA	1.4x	1.3x

#### Stock Performance:



**Novo CEO e CFO! Achamos que o fornecimento de guidance pode ajudar...**

No dia 17 de setembro, Raphael Afonso Godinho foi eleito CEO, cargo que não ocupava oficialmente desde março deste ano, quando a verdadeira crise do IRB começou com a saída (forçada) do ex-CEO. Godinho assumiu oficialmente o comando em 1º de outubro e, desde então, vimos outras mudanças na gestão também. Willy Jordan, que conhecemos bem da época do Banco Pan e da Cetip, foi aprovado hoje pela SUSEP como novo CFO. Esperamos poder falar com ambos em breve. Ressaltamos que apesar de possuírem sólida formação, não possuem história no setor de resseguros, o que reforça a importância de Wilson Toneto, que conhece muito o setor, nesta nova fase da empresa.

**A visibilidade da lucratividade permanece baixa; mantemos nossa recomendação neutra devido ao Valuation**

Resumindo, reforçamos nosso entendimento de que o processo de re-subscrição pelo qual o IRB está passando não é uma linha reta ou rápida. Na verdade, as perdas líquidas continuam bem acima das expectativas, diminuindo o patrimônio da empresa, que caiu 17% a/a. Seus índices de solvência, embora ainda confortavelmente acima dos requisitos mínimos, deterioraram-se t/t. A preços atuais, ainda vemos o IRB sendo negociado a um valor contábil exigente de ~1,55x, principalmente se presumirmos que a lucratividade ainda pode levar algum tempo para retornar. Entendemos que a administração ainda está avaliando a possibilidade de fornecer guidance. Acreditamos que seria de grande ajuda. A história da marca e do patrimônio líquido do IRB está em reconstrução, mas ainda não acreditamos que é hora de mudar nossa recomendação. Portanto, esperaríamos até que a visibilidade ou o valuation melhorasse.

Tabela 1: Resultados reportados 3T21

<b>IRB Brasil RE (Numbers in R\$ mn)</b>	<b>3Q21A</b>	<b>3Q21E</b>	<b>Q3A/Q3E%</b>	<b>2Q21</b>	<b>3Q20</b>	<b>Q/Q</b>	<b>Y/Y</b>
Lucro Líquido	(156)	76	-305.9%	(207)	(230)	-24.7%	-32.3%
<b>Demonstração de resultados</b>							
<i>Brasil</i>	1,794	1,447	23.9%	1,241	1,809	44.5%	-0.9%
<i>Internacional</i>	814	1,027	-20.7%	919	1,167	-11.4%	-30.2%
<b>Prêmios emitidos</b>	<b>2,608</b>	<b>2,474</b>	<b>5.4%</b>	<b>2,160</b>	<b>2,976</b>	<b>20.7%</b>	<b>-12.4%</b>
Prêmios retrocedidos	-865	-693	24.8%	-570	-1,452	51.7%	-40.4%
Prêmios retidos	1,743	1,781	-2.1%	1,590	1,524	9.6%	14.3%
Mudança em prêmios não ganhos	-73	-107	-32.0%	142	21	-151.1%	-442.9%
<b>Prêmios ganhos - líquido</b>	<b>1,670</b>	<b>1,674</b>	<b>-0.2%</b>	<b>1,732</b>	<b>1,546</b>	<b>-3.6%</b>	<b>8.1%</b>
Sinistros	-1,992	-1,206	65.3%	-1,659	-1,488	20.1%	33.9%
Custo de aquisição	-330	-360	-8.4%	-389	-382	-15.1%	-13.6%
Outras receitas / (despesas)	-26	-22	19.4%	-23	-69	15.6%	-62.2%
<b>Margem de contribuição</b>	<b>-678</b>	<b>87</b>	<b>-878.4%</b>	<b>-337</b>	<b>-393</b>	<b>101.1%</b>	<b>72.6%</b>
Despesas administrativas	-90	-94	-3.5%	-106	-79	-14.8%	13.9%
Impostos	69	-25	-375.5%	-53	-14	-229.6%	-587.3%
<b>Total de despesas com subscrição</b>	<b>-2,369</b>	<b>-1,706</b>	<b>38.9%</b>	<b>-2,229</b>	<b>-1,963</b>	<b>6.3%</b>	<b>20.7%</b>
<b>Resultado de subscrição</b>	<b>-699</b>	<b>-32</b>	<b>2110.3%</b>	<b>-497</b>	<b>-417</b>	<b>40.8%</b>	<b>67.5%</b>
<b>Resultados financeiros</b>	<b>257</b>	<b>144</b>	<b>78.8%</b>	<b>89</b>	<b>115</b>	<b>187.9%</b>	<b>122.7%</b>
Receita de investimento	257	143	79.4%	91	116	183.4%	122.0%
Receita de participações	0	1	-100.0%	-1	-0	-100.0%	-100.0%
<b>Lucro antes dos impostos</b>	<b>-442</b>	<b>112</b>	<b>-494.7%</b>	<b>-407</b>	<b>-302</b>	<b>8.5%</b>	<b>46.4%</b>
Impostos	286	-36	-886.7%	200	141	42.9%	103.3%
Alíquota efetiva	65%	33%		49%	38%		
<b>Balanco Patrimonial</b>							
Ativos totais	23,892	24,497	-2.5%	22,173	23,289	7.8%	2.6%
Investimento	9,987	9,772	2.2%	9,094	7,374	9.8%	35.4%
Patrimônio líquido	4,026	4,287	-6.1%	4,212	4,876	-4.4%	-17.4%
<b>Rentabilidade</b>							
Margem líquida	-9.3%	4.5%	-13.8p.p	-11.9%	-14.9%	2.6p.p	5.6p.p
ROE reportado	-15.1%	7.1%	-22.2p.p	-19.2%	-23.7%	4.1p.p	8.6p.p
<b>Índices de subscrição</b>							
Índice de sinistralidade	119.3%	72.0%	47.3p.p	95.7%	96.2%	23.5p.p	23.0p.p
Índice de comissão	19.7%	21.5%	-1.8p.p	22.4%	24.7%	-2.7p.p	-5.0p.p
Margem de despesas gerais e administrativas	2.8%	8.4%	-5.6p.p	10.5%	10.5%	-7.7p.p	-7.7p.p
Margem de contribuição	-40.6%	5.2%	-45.8p.p	-19.5%	-25.4%	-21.1p.p	-15.2p.p
Índice combinado	141.8%	101.9%	40.0p.p	128.7%	131.5%	13.2p.p	10.4p.p
<b>Outros índice</b>							
Prêmios retrocedidos / prêmios totais	33.2%	28.0%	5.2p.p	26.4%	48.8%	6.8p.p	-15.6p.p

Fonte: Companhia e 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 BTGPactual 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)