IRB Brasil RE (IRBR3): reduzindo nossas estimativas; ainda temos perguntas...

Atualização das estimativas após incorporarmos os resultados do 1T20 e os números atualizados em nosso modelo

A visibilidade é baixa e ainda temos muitas perguntas: qual será o tamanho do aumento de capital? A IRB perderá o grau de investimento? O que podemos esperar sobre o crescimento dos prêmios? O book internacional perderá participação no portfólio? Quem será o novo CEO? Apesar do desafio de tentar estimar o "novo normal" para o IRB, neste relatório, atualizamos nosso modelo após incorporarmos os resultados do 1T20 e os números atualizados de anos anteriores. Permanecemos Neutros por enquanto, mas nosso viés permanece cauteloso.

ROE recorrente de 2019 de ~16%, mas sem considerar o gap de liquidez

Quando cortamos nosso LPA para 2020/21 em ~50% em 12 de março, nossa abordagem era basicamente "eliminar" 2019 e usar a média de 5 anos anteriores como proxy para a taxa de sinistralidade e o desempenho financeiro. Agora sabemos que os números de 2019 estavam incorretos. Os lucros GAAP foram reduzidos de R$ 1,7 bilhão para R$ 1,2 bilhão. E se excluirmos duas variações pontuais: i) ~R$ 390 milhões (líquidos de impostos) de ganhos com ativos imobiliários; e ii) ~R$ 180 milhões em impostos mais baixos relacionados a uma subsidiária no Reino Unido, atingimos um número recorrente de ~R$ 650 milhões (~16% ROE).

Uma SELIC menor e um aumento de capital (se acontecer) pressionarão o ROE

Embora 16% de ROE recorrente ainda aparente ser bom à primeira vista, sinalizamos que a SELIC está ainda mais baixa agora. E, como discutido abertamente durante a teleconferência, o IRB possui um gap de liquidez de ~R$ 2 bilhões (56% do valor contábil e 25% do valor de mercado), o que provavelmente levará a um aumento de capital, sugerindo um (pós follow-on) ROE normalizado abaixo dos ~20% projetados. Em nosso modelo, não estamos considerando nenhum aumento de capital, por enquanto. Mas, para penalizar nosso DDM (Dividend Discount Model), estamos considerando um payout de 30% de 2020 a 2024 (vs. ~70% antes de 2019).

BTG Pactual – Equity Research:

Eduardo Rosman
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

Thomas Peredo, CFA
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

BTG Pactual Digital – Equity Research & Strategy:

Ricardo Cavalieri
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.
fundamentalista@btgpactual.com

Irbbrasil Re	
Data	08/07/2020
Ticker	IRBR3
Rating	Compra
Preço Alvo (R$)	9,0
Preço (R$)	9,3
Listagem	Novo Mercado

Trading Data:	
Market Cap (R$ mn)	8.606,90
Vol. Médio 12M (R$ mn)	345,75

Múltiplos:	2020E	2021E
P/L	16,8x	14,3x

Stock Performance:

Julho (%)	-15,3%
LTM (%)	44,5%

Fonte: BTG Pactual e Economática

Estamos 30% e 25% abaixo do consenso para 2020 e 2021; ROE de 17,5% em 2023

O lucro líquido do 1T de R$ 14 milhões (1,5% ROE) foi devido à venda não recorrente de duas participações em shopping centers que gerou um ganho pós-imposto de, aproximadamente, R$ 110 milhões. Esperamos que os resultados melhorem nos próximos trimestres à medida que os ganhos financeiros se recuperarem (-R$ 73 milhões no 1T) e os índices sinistralidades normalizem (de 77% no 1T para ~65%, um pouco acima da média de 2013-18). Agora, esperamos lucros de R$ 522 milhões em 2020 (13% ROE) e R$ 612 bilhões em 2021 (15% ROE). Estamos 30% e 25% abaixo do consenso. Projetamos um ROE de 17,5% em 2023.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
ROE %	31.7	31.9	13.3	14.8	16.0
P/BV por ação	21.5	9.2	2.3	2.0	1.8
P/L	70.9	30.1	16.8	14.3	11.9
Dividend Yield %	1.1	3.3	1.8	2.1	2.5

Resumo Financeiro (R$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	4.797	5.652	6.697	7.328	7.939
Lucro antes do imposto	1.318	1.239	621	704	887
Lucro Líquido	1.102	1.210	522	612	738
LPA (R$)	1.18	1.29	0.56	0.66	0.80
DPA líquido (R$)	0.95	1.30	0.17	0.20	0.24
Book Value por ação (R$)	3.88	4.21	4.21	4.70	5.26

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$ 9,51, em 06 de julho de 2020.

Estimativa de LPA com queda maior que 40% para 2020-22; Novo preço-alvo de R$ 9/ação

A Tabela 1 compara estimativas novas vs. estimativas antigas. Reduzimos o crescimento do book internacional, pioramos os índices de sinistralidade, cortamos a receita de ações devido à venda de ativos imobiliários e reduzimos os ganhos financeiros, principalmente devido a uma menor SELIC. Nossas estimativas de LPA caíram 48%, 46% e 43% para 2020, 21 e 22. Estimativas mais baixas e um payout mais baixo por mais tempo, para suprir o gap de liquidez, significa que nosso preço-alvo cai de R$ 15 para R$ 9. Nosso CoE (custo de capital) caiu 50bps para 12,5% e prorrogamos nosso preço-alvo em 6 meses até meados de 2021.

Apreciamos todas as novas mudanças do Presidente, mas a baixa visibilidade e a o caro valuation de 2,5x P/VPA nos mantêm cautelosos

Nós realmente apreciamos as mudanças, que colocam a empresa de volta no caminho certo e tornam as ações "investíveis" novamente. Dada a força de sua marca e os relacionamentos construídos ao longo de décadas, ainda acreditamos que o IRB pode continuar registrando um ROE melhor do que seus pares locais. Mas, com pouca visibilidade e negociando a 2,5x VPA mais recente, um valuation caro considerando tudo, continuamos cautelosos.

Tabela 1: Estimativas Novas vs. Antigas

Estimativas - Novas vs. Antigas - IRB	2020E			2021E			2022E		
	Novo	**Antigo**	**%**	**Novo**	**Antigo**	**%**	**Novo**	**Antigo**	**%**
Prêmios emitidos	9.244	9.923	-6,8%	9.956	11.114	-10,4%	10.729	12.225	-12,2%
Prêmios retrocedidos	-1.846	-1.985	-7,0%	-1.991	-2.223	-10,4%	-2.146	-2.445	-12,2%
Prêmios ganhos líquido	6.697	7.344	-8,8%	7.328	8.224	-10,9%	7.939	9.096	-12,7%
Resultado de Underwriting	**307**	**882**	**-65,2%**	**486**	**899**	**-46,0%**	**528**	**912**	**-42,2%**
Resultado Financeiro e Patrimonial	314	327	-4,2%	218	508	-57,1%	359	717	-49,9%
Lucro antes dos impostos	621	1.209	-48,7%	704	1.408	-50,0%	887	1.629	-45,6%
Lucro Líquido	**522**	**1.000**	**-47,8%**	**612**	**1.136**	**-46,1%**	**738**	**1.283**	**-42,5%**
Lucro Líquido ajustado	522	1.000	-47,8%	612	1.136	-46,1%	738	1.283	-42,5%
Índices			*em bps*			*em bps*			*em bps*
Crescimento a/a de Prêmios emitidos	8,6%	16,5%	-798	7,7%	12,0%	-430	7,8%	10,0%	-224
Crescimento a/a de Prêmios ganhos	18,5%	29,4%	-1.094	9,4%	12,0%	-258	8,3%	10,6%	-225
Índice de Sinistralidade	67,0%	61,0%	605	65,0%	62,0%	300	65,0%	63,0%	200
Índice de Comissionamento	18,8%	19,0%	-25	19,0%	19,0%	0	19,0%	19,0%	0
Índice de Despesa Gerais & Administrativas	7,5%	6,0%	152	7,4%	6,1%	131	7,4%	6,0%	138
Índice Combinado	**93,3%**	**86,0%**	**732**	**91,4%**	**87,1%**	**431**	**91,4%**	**88,0%**	**338**
Índice Combinado Ampliado	**91,9%**	**82,6%**	**935**	**89,2%**	**82,2%**	**698**	**87,8%**	**81,8%**	**609**
Índice de prêmios retrocedidos	20,0%	20,0%	-2	20,0%	20,0%	0	20,0%	20,0%	0
Ganhos financeiros (% do benchmark)	72,1%	119,3%	-4,727	115,0%	115,0%	0	115,0%	115,0%	0
ROE ajustado	13,3%	20,4%	-717	14,8%	20,9%	-609	16,0%	21,3%	-524
ROA ajustado	2,8%	5,3%	-243	3,1%	5,0%	-200	3,3%	5,0%	-166
Índice de Payout	30,0%	50,0%	-2.000	30,0%	50,0%	-2.000	30,0%	50,0%	-2.000

	2020E			2021E			2022E		
	BTGP	**Consenso**	**%**	**BTGP**	**Consenso**	**%**	**BTGP**	**Consenso**	**%**
Lucro Líquido	522	740	-29,5%	612	815	-24,9%	738	979	-24,6%

Fonte: Relatórios da empresa, Bloomberg 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 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 Padrão:

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 pessoas 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 filiadas 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, consequentemente, 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