

## IRB Brasil RE (IRBR3): resultado do 3T20

### Apesar do prejuízo líquido de R\$ 230 milhões (-24% ROE), o 3T apresentou tendências de melhora

A IRB divulgou seus resultados do 3T20 na noite passada, com um prejuízo líquido de R\$ 230 milhões (-24% ROE), que se compara a um prejuízo líquido de R\$ 685 milhões no 2T. Embora o prejuízo líquido tenha sido 60% maior em comparação com o que tínhamos em nosso modelo, não vemos o 3T necessariamente como uma má notícia para a ação. A tendência parece ser de melhora. Após o aumento de capital de R\$ 2,3 bilhões em agosto, a base de capital do IRB está mais forte e a administração está se movendo rapidamente para resolver seus problemas de liquidez também. Mas a visibilidade do novo ROE "recorrente" da IRB permanece baixa e o valuation não oferece um bom risco-retorno a preços atuais.

### O "re-underwriting" deve desbloquear melhores resultados a longo prazo; o foco mudou para o Brasil

A IRB vem passando por um processo de "re-underwriting" para identificar cada contrato que apresenta "rentabilidade insatisfatória". Para esses contratos, a empresa está renegociando taxas e reduzindo a exposição, não renovando ou cancelando. O processo de limpeza vem ocorrendo 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.

### Excluindo negócios descontinuados, o índice de sinistralidade teria sido de 56%, 40 p.p. menor

De acordo com o relatório de resultados, se excluirmos esses negócios descontinuados, a IRB teria gerado um lucro líquido de R\$ 149 milhões no 3T, ao invés de um prejuízo líquido de R\$ 250 milhões. Isso implicaria em um índice de sinistralidade de 56% contra os 96,2% realmente reportados no 3T. No 2T, a administração mencionou na apresentação da teleconferência que esperava um índice de sinistralidade "recorrente" estabilizando em algum lugar entre 67,5% - 73% (muito acima do nível de 56%). Além disso, todos os ajustes em seus negócios significam que a base de prêmios atual pode ser um pouco "exagerada", pressionando o crescimento da receita nos próximos anos.

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

#### Irbrasil Re (IRBR3)

Data	04/11/2020
Ticker	IRBR3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	6,0
Preço (R\$)	6,4
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	8.114,50
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	388,01

#### Valuation:

	2020E	2021E
P/L	-	26,9x
P/VP	1,6x	1,5x

#### Stock Performance:



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	1,6	1,5	1,5
P/L	70,9	30,1	-10,0	26,9	16,2
Dividend Yield %	1,1	3,3	1,5	1,1	3,1

Resumo Financeiro (R\$ 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\$ 6,40, em 03 de Novembro de 2020.

## A IRB está em melhor forma hoje, com capital mais forte e maior liquidez

Para obter mais detalhes sobre os números do 3T e como eles se comparam a nós, consulte a Tabela 1. Tudo considerado e, embora reconhecendo que a visibilidade continua baixa, a empresa definitivamente parece em muito melhor forma 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.

## A visibilidade sobre a lucratividade permanece baixa; Rating Neutro

Provavelmente será um longo caminho, em nossa opinião, para o ROE voltar a pelo menos o custo de capital, mas conforme sinalizado em nossos relatórios mais recentes, a questão agora não é se a IRB sobreviverá, mas quão lucrativo ela pode ser em seu novo formato - que é definitivamente um ponto de partida / discussão muito melhor. No entanto, negociando a 1,6x P/BV 2020, e com todas as movimentações discutidas neste relatório, não vemos qualquer razão para alterar nossa classificação de Neutro neste momento.

**Tabela 1: Análise do resultado da IRB Brasil RE no 3T20 - R\$ milhões**

<b>IRB Brasil RE (em R\$ milhões)</b>	<b>3T20A</b>	<b>3T20E</b>	<b>A/E %</b>	<b>2T20</b>	<b>3T19</b>	<b>t/t</b>	<b>a/a</b>
Lucro Líquido	-230	-144	59,9%	-685	393	-66,4%	-158,6%
<b>Resumo do DRE</b>							
- Brasil	1.809	1.238	46,1%	1.164	1.304	55,4%	38,8%
- Internacional	1.167	1.114	4,7%	1.379	995	-15,4%	17,3%
<b>Prêmios Emitidos</b>	<b>2.976</b>	<b>2.352</b>	<b>26,5%</b>	<b>2.544</b>	<b>2.298</b>	<b>17,0%</b>	<b>29,5%</b>
Prêmios Retrocedidos	-1.452	-518	180,5%	-833	-511	74,2%	183,9%
Prêmios Retidos	1.524	1.835	-16,9%	1.711	1.787	-10,9%	-14,7%
Mudança em prêmios não ganhos	21	-367	-105,8%	18	-370	18,4%	-105,7%
<b>Prêmios líquidos ganhos</b>	<b>1.546</b>	<b>1.468</b>	<b>5,3%</b>	<b>1.728</b>	<b>1.417</b>	<b>-10,6%</b>	<b>9,1%</b>
Sinistros	-1.488	-1.321	12,6%	-2.339	-737	-36,4%	101,8%
Custos de Aquisição	-382	-294	30,1%	-367	-329	4,0%	15,9%
Outras Receitas/Despesas	-69	-29	134,4%	-60	-29	15,1%	134,0%
<b>Margem de Contribuição</b>	<b>-393</b>	<b>-176</b>	<b>122,9%</b>	<b>-1.038</b>	<b>321</b>	<b>-62,2%</b>	<b>-222,5%</b>
Despesas Administrativas	-79	-82	-3,5%	-74	-55	7,0%	44,7%
Impostos VAT	-14	-37	-61,3%	-46	-23	-68,9%	-39,1%
<b>Total de despesas de Underwriting</b>	<b>-2.032</b>	<b>-1.763</b>	<b>15,2%</b>	<b>-2.886</b>	<b>-1.145</b>	<b>-29,6%</b>	<b>77,5%</b>
<b>Resultados de Underwriting</b>	<b>-486</b>	<b>-295</b>	<b>64,8%</b>	<b>-1.158</b>	<b>272</b>	<b>-58,0%</b>	<b>-278,8%</b>
<b>Resultados Financeiros</b>	<b>115</b>	<b>55</b>	<b>108,3%</b>	<b>49</b>	<b>244</b>	<b>134,8%</b>	<b>-52,8%</b>
Retorno dos investimentos	116	49	134,4%	50	239	130,5%	-51,7%
Equivalência Patrimonial	0	6	-106,7%	-1	5	-63,6%	-108,2%
<b>Lucro antes dos impostos</b>	<b>-371</b>	<b>-240</b>	<b>54,7%</b>	<b>-1.108</b>	<b>516</b>	<b>-66,5%</b>	<b>-171,8%</b>
Impostos Corporativos	141	96	47,0%	423	-94	-66,7%	-249,7%
Taxa de Imposto	38%	40%		38%	19%		
<b>Resumo do Balanço Patrimonial</b>						18,6%	39,3%
Total Ativos	23.289	23.021	1,2%	19.635	16.715	57,7%	50,4%
Portfólio de Investimentos	7.374	8.714	-15,4%	4.676	4.903	69,3%	14,4%
Patrimônio Líquido	4.876	5.036	-3,2%	2.880	4.262		
<b>Lucratividade</b>							
Margem Líquida	-14,9%	-9,8%	-5,1 p.p.	-39,6%	27,7%	24,8 p.p.	-42,6 p.p.
ROE reportado	-23,7%	-14,5%	-9,2 p.p.	-85,1%	38,1%	61,4 p.p.	-61,8 p.p.
<b>Índices de Underwriting</b>							
Índice de sinistralidade	96,2%	90,0%	6,2 p.p.	135,3%	52,0%	-39,1 p.p.	44,2 p.p.
Índice de Comissão	24,7%	20,0%	4,7 p.p.	21,2%	23,3%	3,5 p.p.	1,4 p.p.
Índice de Desp. G&A	10,5%	10,1%	0,4 p.p.	10,4%	7,6%	0,1 p.p.	2,9 p.p.
Margem de Contribuição	-25,4%	-12,0%	-13,4 p.p.	-60,0%	22,6%	34,6 p.p.	-48,0 p.p.
Índice Combinado	131,5%	120,1%	11,4 p.p.	167,0%	82,9%	-35,5 p.p.	48,6 p.p.
<b>Outros Índices</b>							
Prêmios retrocedidos como % dos prêmios brutos	48,8%	22,0%	26,8 p.p.	32,8%	22,2%	16,0 p.p.	26,5 p.p.

Fonte: Relatórios da empresa 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 fatos 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 de decisão 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)