

## Revisão de preço

**IRB Brasil**
*Valuation sustentado por um crescimento robusto*

O IRB tem reportado nos últimos trimestres resultados sólidos de resseguro, acima de nossas estimativas e do consenso de mercado. Com o término da temporada de resultados do 1T, aproveitamos para ajustar nosso modelo, incorporando os números trimestrais mais recentes e assumindo um ritmo maior de crescimento nos prêmios, já que a empresa está superando seu próprio *guidance* (17% a 24 % 2019E), bem como reduzir a taxa de imposto efetiva. Dessa forma, reforçamos o rating Outperform e nosso novo preço-alvo 2019E está agora em R\$ 114,80 a partir de R\$ 95,00.

Acreditamos que a companhia continuará apresentando fortes números à frente, especialmente devido ao seu modelo de negócios resiliente, no qual a subscrição e os resultados financeiros se complementam de acordo com o ciclo econômico. Em períodos de expansão, os prêmios geralmente apresentam elasticidade positiva do PIB. Durante o aperto monetário, taxas de juros mais altas beneficiam os resultados financeiros e assim por diante. Para 2019, vemos uma perspectiva positiva em termos de crescimento de prêmios e, por essa razão, assumimos em nosso modelo a faixa superior do *guidance* do IRB.

De seu mais recente resultado trimestral, destacamos (i) o crescimento de 27,4% a/a no prêmio retido; (ii) manutenção do índice de retrocessão, quando comparado ao mesmo período do ano anterior, e (iii) da menor taxa efetiva de imposto. O primeiro fator que explica esse crescimento é o prêmio emitido no exterior, que aumentou 46,3% a/a impulsionado pela estratégia da empresa de expandir sua participação de mercado na América Latina e o enfraquecimento do Real. Em segundo lugar, os prêmios emitidos no Brasil também se destacaram e cresceram 13,3% a/a, com destaque para o setor de O&G.

Como observado no 4T18, o IRB se beneficiou de uma menor alíquota efetiva (20,1% no 1T19 vs 22,9% no 1T18), devido a uma série de mudanças regulatórias que evitam a dupla tributação (Brasil / Argentina) e estabelecem parâmetros para o tratamento dos lucros das empresas subsidiárias estrangeiras, bem como a isenção de impostos federais das operações de seguro rural.

Outro ponto que destacamos é o fato de o IRBR3 ser, desde 6 de maio, parte do IBOVESPA com um peso de 0,793%. Essa foi uma meta do IRB desde o seu IPO, em julho de 2017, e pode ser considerada um marco importante para a empresa, que reflete sua representatividade no mercado brasileiro.

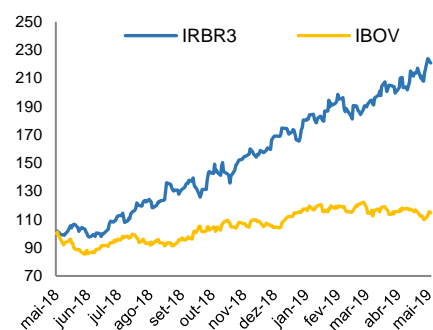
Do nosso universo de cobertura, o IRB continua sendo a primeira escolha dentro da indústria não bancária, já que a empresa está melhor posicionada do que outros pares listados, em nossa opinião. O IRBR3 está atualmente sendo negociado a 20x P / E. Projetamos um ROE de 40,9% até o final de 2019. Os riscos para nossa tese de investimento incluem: (i) deterioração econômica dos mercados internacionais nos quais o IRB aumentou sua presença, (ii) frustração em seu *guidance*, especialmente a porção de crescimento esperado em prêmios, (iii) mudanças desfavoráveis na tributação, uma vez que o mercado assimilou a menor alíquota efetiva de imposto para avaliar a companhia, e (iv) aumento repentino de sinistros e sinistralidade.

**IRBR3**

Rating	Outperform
Preço-alvo - 2019E	114,80
Preço da ação - 23/05/2019	102,80
Upside	11,7%

**Trading data**

em 23/05/2019		
Valor de Mercado	R\$ milhões	31.911
Varição 1 mês	%	5,1%
Varição UDM	%	120,7%
Varição 2019	%	26,4%
Min. 52 sem.	R\$	44,67
Máx. 52 sem.	R\$	104,47


**Valuation**

		2019e
Equity Value	R\$ milhões	26.574
Ke	%	13,0
Perpetuidade (g)	%	6,0

**Múltiplos**

		2019e	2020e	2021e
P/L		22,3x	17,9x	15,3x
P/VPA		9,0x	8,2x	7,2x
LPA	R\$	5,15	6,41	7,51

**Vinicius Soares**

Analista  
vinicius.soares@bb.com.br

**Wesley Bernabé, CFA**

Gerente de Pesquisa  
wesley.bernabe@bb.com.br

**Atualização de modelo.** Depois de ajustarmos nosso modelo aos números do 1T19, aumentamos nossas estimativas de lucro líquido em 31,1% e 55,4% para 2019 e 2020, respectivamente.

### Demonstrações de Resultados

	2018	2019 E			2020 E			2021 E
		Anterior	Atual	Δ %	Anterior	Atual	Δ %	
<b>Prêmios de Resseguros</b>	<b>6.964</b>	<b>6.964</b>	<b>8.723</b>	<b>25,3%</b>	<b>7.286</b>	<b>10.071</b>	<b>38,2%</b>	<b>11.354</b>
Brasil	4.219	4.219	5.427	28,6%	4.351	6.016	38,3%	6.508
International	2.744	2.744	3.296	20,1%	2.935	4.054	38,2%	4.845
Prêmios cedidos em retrocessão	-1.870	-1.870	-2.417	29,3%	-1.957	-2.838	45,0%	-3.132
Prêmios Retidos	5.093	5.093	6.305	23,8%	5.329	7.233	35,7%	8.222
Variações das provisões técnicas	-297	-297	-230	-22,4%	-311	-315	1,4%	-379
<b>Prêmios Ganhos</b>	<b>4.796</b>	<b>4.796</b>	<b>6.075</b>	<b>26,7%</b>	<b>5.018</b>	<b>6.918</b>	<b>37,9%</b>	<b>7.843</b>
Sinistros	-2.683	-2.683	-3.229	20,4%	-2.685	-3.701	37,9%	-4.157
Comissionamento	-907	-907	-1.083	19,4%	-878	-1.211	37,9%	-1.333
<b>Resultado de Resseguros</b>	<b>1.170</b>	<b>1.170</b>	<b>1.664</b>	<b>42,2%</b>	<b>1.416</b>	<b>1.901</b>	<b>34,3%</b>	<b>2.234</b>
Despesas administrativas	-229	-229	-291	27,2%	-239	-347	45,1%	-394
<b>Resultado Financeiro e Patrimonial</b>	<b>706</b>	<b>706</b>	<b>781</b>	<b>10,8%</b>	<b>683</b>	<b>921</b>	<b>34,9%</b>	<b>1.060</b>
Lucro tributável - LAIR	1.514	1.514	2.003	32,3%	1.708	2.428	42,1%	2.846
Impostos	-294	-294	-403	36,9%	-427	-437	2,3%	-512
<i>Taxa efetiva de Imposto</i>	<i>19,4%</i>	<i>19,4%</i>	<i>20,1%</i>	<i>68 bps</i>	<i>25,0%</i>	<i>18,0%</i>	<i>- 489 bps</i>	<i>18,0%</i>
<b>Lucro Líquido Recorrente</b>	<b>1.220</b>	<b>1.220</b>	<b>1.600</b>	<b>31,1%</b>	<b>1.281</b>	<b>1.991</b>	<b>55,4%</b>	<b>2.334</b>
Índice de Sinistralidade	55,9%	55,9%	53,2%	- 277 bps	53,5%	53,5%	- 34 bps	53,0%
Índice de Comercialização	18,9%	18,9%	17,8%	- 108 bps	17,5%	17,5%	33 bps	17,0%
Índice de Eficiência Administrativa	4,8%	4,8%	4,8%	2 bps	4,8%	5,0%	2 bps	5,0%
Índice Combinado	83,2%	83,2%	79,9%	- 327 bps	79,6%	78,2%	34 bps	77,2%
Índice Combinado Ampliado	72,5%	72,5%	70,8%	- 171 bps	70,0%	69,0%	76 bps	68,0%
ROAE	32,8%	32,8%	40,9%	806 bps	31,9%	48,5%	896 bps	50,2%
ROAA	7,9%	7,9%	8,6%	76 bps	7,5%	10,1%	114 bps	9,7%

Fonte: IRB Brasil e BB Investimentos

## INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da ICVM 598, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 - O Banco do Brasil S.A. detem indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, participação acionária no capital da Cielo S.A. (cuja participação é detida pelo BB – Banco de Investimento S.A.) e do IRB Brasil Re, companhias brasileiras listadas na bolsa de valores que podem deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB – Banco de Investimento S.A.

### Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Vinicius Soares Wesley Bernabé			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

6 - As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

### RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

**BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI**

Av. Paulista, 1.230 - 9º andar

São Paulo (SP) - Brasil

+55 (11) 4298 7000

Diretor	Gerente Executivo
Fernando Campos	Denisio Augusto Liberato
<b>Gerentes da Equipe de Pesquisa</b>	
<b>Estratégia</b> - Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	<b>Análise de Empresas</b> - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
<b>Renda Variável</b>	
<b>Açúcar e Etanol</b>	<b>Imobiliário</b>
Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
<b>Agronegócios</b>	Kamila Oliveira kamila@bb.com.br
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	<b>Óleo e Gás</b>
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
<b>Alimentos e Bebidas</b>	<b>Papel e Celulose</b>
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
<b>Bancos e Serviços Financeiros</b>	<b>Siderurgia e Mineração</b>
Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Vinícius Soares vinicius.soares@bb.com.br	<b>Transporte e Logística</b>
<b>Bens de Capital</b>	Renato Hallgren renato@bb.com.br
Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	<b>Utilities</b>
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br
	Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br
	<b>Varejo</b>
	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
<b>Macroeconomia e Estratégia de Mercado</b>	<b>Renda Fixa</b>
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Henrique Tomaz htomaz@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	
Richardí Ferreira richardi@bb.com.br	
<b>Equipe de Vendas</b>	
<b>Investidor Institucional</b>	bb.distribuicao@bb.com.br
<b>Varejo</b>	acoes@bb.com.br
<b>Head</b> - Antonio Emilio Ruiz	Henrique Reis
Antonio de Lima Junior	Marcela Andressa Pereira
Bruno Finotello	Pedro Gonçalves
Daniel Frazatti Gallina	Rafael Reis
Denise Rédua de Oliveira	Renata Simões
Fábio Caponi Bertoluci	Sandra Regina Saran
Fernando Leite	

**BB Securities - London**

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

**Deputy Managing Director**

João Domingos Cicarini Junior +44 (20) 7367 5802

**Head of Sales**

Nick Demopoulos +44 (20) 7367 5832

**Institutional Sales**

Annabela Garcia +44 (20) 7367 5853

Melton Plummer +44 (20) 7367 5843

**Trading**

Bruno Fantasia +44 (20) 7367 5852

Gianpaolo Rivas +44 (20) 7367 5842

**Banco do Brasil Securities LLC - New York**

535 Madison Avenue, 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

**Deputy Managing Director**

Gabriel Cambui Mesquita Santos +1 (646) 845 3710

**Institutional Sales - Equity**

Charles Langalis +1 (646) 845 3714

**Institutional Sales - Fixed Income**

Fabio Frazão +1 (646) 845 3716

Fernando Ocana +1 (646) 845 3718

Helio Hashimoto +1 (646) 845 3713

Michelle Malvezzi +1 (646) 845 3715

**DCM**

João Kloster +1 (646) 845 3717

**Syndicate**

Shinichiro Fukui +1 (646) 845 3865

**BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore**

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

**Managing Director**

Marcelo Sobreira +65 6420 6577

**Director, Head of Sales**

José Carlos Reis +65 6420 6570

**Institutional Sales**

Zhao Hao, CFA +65 6420 6582

Li Jing Ting +65 6420 6578