Dividendos

EDIÇÃO #161

Publicado em 05.03.2020

Análise sobre os resultados de Tupy (TUPY3), AES Tietê (TIET11) e atualizações sobre IRB Brasil (IRBR3).

Resumo

Neste relatório, trazemos um breve resumo sobre os resultados de **Tupy (TUPY3)** e uma análise completa dos resultados de **AES Tietê (TIET11)**. Em virtude da proposta de fusão recebida pela AES Tietê (da Eneva), recomendamos a venda das ações da empresa, presente em nossa carteira.

Além disso, trazemos a nossa avaliação sobre os recentes acontecimentos envolvendo o IRB Brasil RE (cuja ação está em nossa watchlist), **ressaltando a não recomendação de compra da ação**.

ATUALIZAÇÕES RECENTES

05/03/2020	TIET11	Recomendação de Venda de TIET11
20/02/2020	VIVT4	Atualização do preço-teto para R$ 53,00
20/02/2020	GRND	Anúncio de dividendos e JCP de R$ 0,143/ação. Ex: 22/04. Pgto: 06/05
13/02/2020	BBSE3	Atualização do preço-teto para R$ 33,75
06/02/2020	EGIE3	Atualização do preço-teto para R$ 45,00 (Ativo na Watchlist)
30/01/2020	TAEE11	Atualização do preço-teto para R$ 35,00
30/01/2020	TIET11	Atualização do preço-teto para R$ 18,50

Destaques

TUPY3

- A Tupy apresentou um Ebitda ajustado de R$ 152,2 milhões no 4T19 (0,7% maior do que no 4T18). No ano, o Ebitda somou R$ 700,1 mi (alta de 3,4%).

- O Lucro Líquido foi de R$ 72,5 milhões no 4T19 (queda de 6,9%) enquanto o Lucro Líquido total do ano somou R$ 278,9 milhões (alta de 2,7%).

- Seguimos com a recomendação de compra de Tupy até o preço-teto e reforçamos nossa visão positiva para o longo prazo desta companhia, que tende a ser beneficiada com as sinergias e retornos incrementais a serem obtidos com a Teksid.

- Na semana que vem, comentaremos os resultados de maneira mais aprofundada e traremos os principais pontos abordados na teleconferência da companhia.

TIET11

- O Ebitda da AES Tietê atingiu R$ 286 milhões no 4T19 (6% maior do que no 4T18. No ano, o Ebitda atingiu R$ 1,03 bilhão, uma alta de 2% na comparação anual.

- O Lucro Líquido foi de R$ 106 milhões no 4T19 e de R$ 300 milhões no ano, crescendo 1% e 4%, respectivamente. Este resultado anual foi possibilitado pelas contribuições positivas dos ativos eólicos e solares, além de uma redução na linha de imposto de renda, por conta da diminuição do lucro antes do IR no comparativo dos períodos (R$ 57,3 milhões em 2019 vs. R$ 109,4 milhões em 2018).

- Vale destacar que a empresa tem investimentos contratados de aproximadamente R$ 1,4 bilhão, ligados principalmente ao parque eólico tucano. A companhia destacou em sua teleconferência os potenciais de sinergias no desenvolvimento desse projeto, com um Capex eficiente, tendo em vista que as duas fases têm o início de suas obras de forma simultâneas.

- Recentemente, logo após a divulgação de seus resultados do 4T19, a AES Tietê e seus acionistas foram surpreendidos com uma proposta de fusão vinda da Eneva nesta semana.

- Nas condições propostas pela Eneva, cada Unit da AES Tietê daria direito a 0,2305 ação da Eneva, mais uma parcela a ser paga em dinheiro de R$ 6,89 por Unit, o que precifica a Tietê em torno de R$ 18,02 por Unit.

- Em nossas estimativas, mesmo assumindo um Payout de 100% (algo bastante improvável) para a nova companhia, há um potencial de yield próximo de 5%, o que é menos atrativo do que o atual Yield projetado em torno de 6,3% para Tietê nos preços atuais.

- Vale ressaltar que a Eneva possui hoje cerca de R$ 2,3 bilhões em prejuízos acumulados. Assim, mesmo com a consolidação das empresas, provavelmente a Eneva só voltaria a pagar dividendos em meados de 2022, deixando órfãos aqueles que apreciavam os dividendos da AES Tietê.

- Por isso, por conta das incertezas e do risco deste negócio modificar de forma relevante o perfil da AES Tietê, que deixa de ser uma boa pagadora de dividendos, **optamos por recomendar a venda das ações nos preços atuais, até um limite de R$ 17,50 por Unit**.

IRBR3

- Em relação ao IRB, que encontra-se em nossa watchlist, destacamos que, por conta de todos os eventos recentes envolvendo a empresa, com falsas alegações feitas pela própria gestão (sobre Buffett estar comprando a companhia), algo muito sério e que acarreta graves ruídos de governança, não nos sentimos confortáveis para recomendar as ações neste momento.

- Outro ponto muito preocupante decorre de algumas inconsistências e fragilidades que podem ser observadas no balanço da empresa.

- Basicamente, o IRB vem tendo uma deterioração constante na sua relação de float e prêmios emitidos, reflexo tanto de resultados puramente contábeis que possibilitam dividendos cada vez maiores,

quanto por estimativas irreais e extremamente otimistas de índices de sinistralidades, na medida em que os sinistros efetivamente realizados têm sido expressivamente maiores que aqueles provisionados e estimados pela empresa.

- Em nossa visão, essas práticas estão tornando a situação da empresa bastante frágil e deteriorando seus fundamentos para o longo prazo.

- Desta forma, preferimos não recomendar IRB neste momento. Acompanharemos o desenrolar da situação, bem como possíveis ajustes e medidas adotadas pelo novo time de gestão (o CFO e CEO da empresa renunciaram esta semana), e manteremos IRB em nossa watchlist, porém sem prazo para recomendarmos a empresa, ao menos por enquanto.

TUPY S.A - TUPY3

A Tupy reportou seus números nesta semana e, para que este relatório não fique muito extenso, faremos apenas um pequeno resumo, deixando para comentar seus números mais profundamente na semana que vem.

Em resumo, podemos afirmar que a Tupy enfrentou um cenário adverso no 4T19, oriundo de ajustes nos estoques realizados pelos clientes da empresa, bem como os efeitos das incertezas econômicas observadas no período (ruídos de guerra comercial entre EUA e China e uma menor demanda por exportações).

Apesar disso, a empresa conseguiu compensar parcialmente a retração relevante dos volumes e das receitas com um mix mais otimizado, com maior representatividade de produtos de maior valor agregado, que também possuem margens maiores.

A Tupy reduziu o CPV (Custos dos produtos vendidos, que formam a margem bruta) em 8,1% e despesas operacionais em 3,6%, com esforços contínuos na otimização do processo produtivo e ganhos de eficiência.

Somados, esses fatores permitiram que a empresa encerrasse o 4T19 com um Ebitda ajustado 0,7% maior que o 4T18, somando R$ 152,2 milhões, e um Ebitda ajustado em 2019 de R$ 700,1 milhões, elevação de 3,4%. Cabe ressaltar que o Ebitda ajustado exclui alguns eventos não recorrentes ocorridos no período, envolvendo atualizações e constituições de provisões

e impairment. O Lucro Líquido, por sua vez, foi de R$ 72,5 milhões no 4T19 (queda de 6,9%) enquanto o Lucro Líquido total do ano somou R$ 278,9 milhões (alta de 2,7%).

Continuamos recomendando a compra de Tupy até o preço-teto e reforçamos nossa visão positiva para o longo prazo da companhia, que tende a ser muito beneficiada com as sinergias e retornos incrementais a serem obtidos com a Teksid.

Na semana que vem comentaremos os resultados de Tupy de maneira mais aprofundada e traremos também alguns dos principais pontos abordados na teleconferência da empresa.

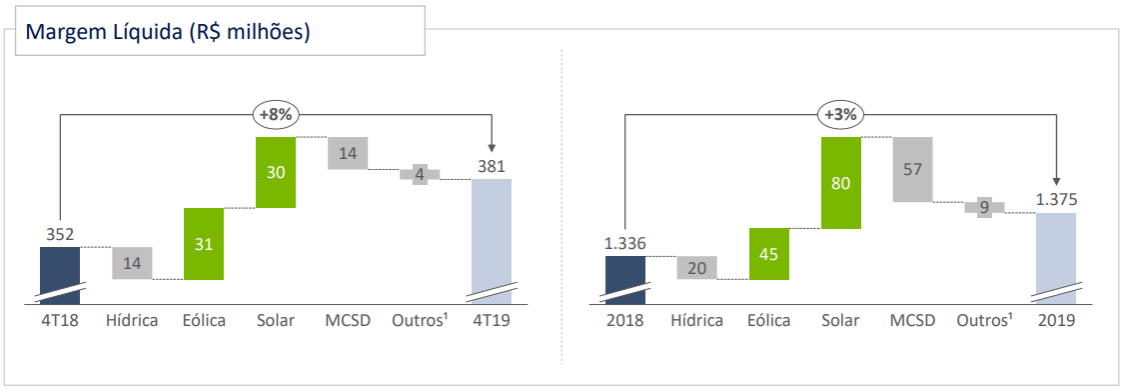
AES Tietê S.A - TIET11

A AES Tietê divulgou seus resultados recentemente, reportando números sólidos mais uma vez. Mesmo passando por um cenário hídrico adverso em 2019, as complementaridades das fontes de geração da Tietê (com as fontes de energia solar e eólica ganhando espaço no Ebitda) e o controle adequado de custos e despesas, garantiram mais um ano de crescimento.

A Margem Operacional Líquida (Receita líquida menos os custos com compra de energia para revenda, taxas e encargos) somou R$ 381 milhões no 4T19 (8% maior na comparação com o 4T18).

No ano, essa margem cresceu 3%, explicado pela contribuição dos ativos do segmento solar, que adicionaram R$ 80 milhões no período, além da entrada do complexo solar ouroeste, ocorrida no final do ano, e expansão de R$ 45 milhões na margem eólica, por conta de melhor velocidade média dos ventos.

Como pode ser observado abaixo, a redução de R$ 20 milhões na margem hídrica foi amenizada diretamente pela expansão das fontes alternativas presentes no portfólio da companhia.



Fonte: AES Tietê S.A

O efeito do MCSD (Mecanismo de Compensação de Sobras e Déficits) de R$ 57 milhões se deve ao fato deste efeito positivo ocorrido em 2018 não ter se repetido em 2019.

Do lado das despesas, a empresa reportou R$ 344,8 milhões em despesas operacionais em 2019 (alta de 4,6%), acima da inflação do período. Este crescimento pode ser explicado pelo incremento de R$ 7,9 milhões relacionados à entrada em operação dos complexos solares e contratação de consultorias de apoio para a estratégia de crescimento da companhia.

Como a AES Tietê está num período de crescimento e teve consolidação de ativos ao seu portfólio este ano, fazendo também desembolsos adicionais com manutenção de ativos, é natural que as despesas operacionais cresçam no curto prazo. Por outro lado, isso é mais do que compensado pela expansão da geração de caixa e aumento de receitas.

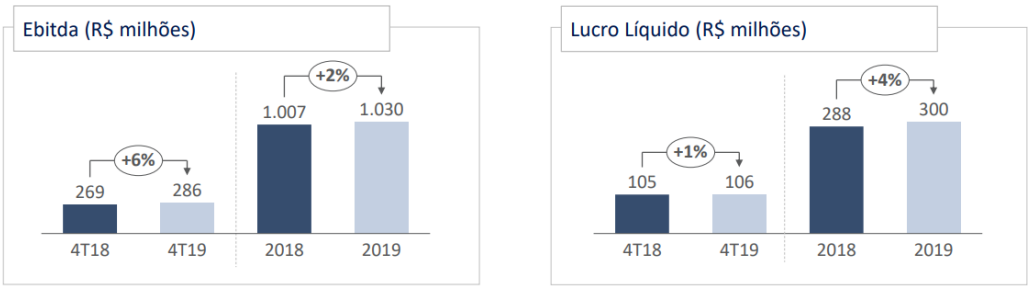


Fonte: AES Tietê S.A

Como reflexo desses efeitos, o Ebitda atingiu R$ 286 milhões no 4T19, evoluindo 6% na comparação com o 4T18. No ano, o Ebitda atingiu R$ 1,03 bilhão (alta de 2% na comparação anual).

O Lucro Líquido foi de R$ 106 milhões no 4T19 e de R$ 300 milhões no ano, crescendo 1% e 4%, respectivamente. Este resultado foi possibilitado pelas contribuições positivas dos ativos eólicos e solares, além de uma redução na linha de imposto de renda, por conta da diminuição do lucro antes do IR no comparativo dos períodos (R$ 57,3 milhões em 2019 vs. R$ 109,4 milhões em 2018).

Tais efeitos foram compensados pelo aumento de R$ 31,1 milhões na linha de amortização e depreciação, por conta do aumento de imobilizado (com a adição de ativos) e uma maior despesa financeira, relacionada à atualização de passivos financeiros da companhia (provisões ligadas ao GSF) indexados ao IGP-M.

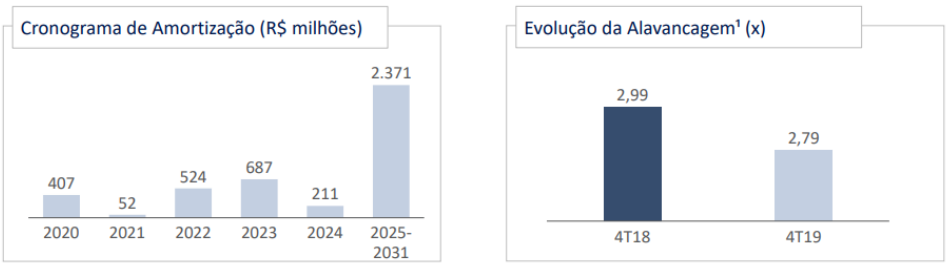


Fonte: AES Tietê S.A

A AES Tietê ainda divulgou uma proposta de distribuição de proventos de aproximadamente R$ 97,5 milhões referentes aos resultados do 4T19, que ainda precisam serem aprovados em assembleia e devem ser pagos em meados de maio. O valor representa R$ 0,24423985955 por unit, e a assembleia deve ocorrer em 29 de abril.

Em relação à estrutura de capital, 2019 foi marcante para a companhia. Ela realizou um refinanciamento de cerca de R$ 2,2 bilhões, aumentando o prazo médio de suas dívidas e reduzindo custo, aproveitando um dos melhores momentos do mercado de crédito vivido em 2019.

A taxa efetiva da dívida da AES Tietê foi reduzida de 9% (4T18) para 8,2% (4T19) e o prazo médio aumentou em 1 ano.

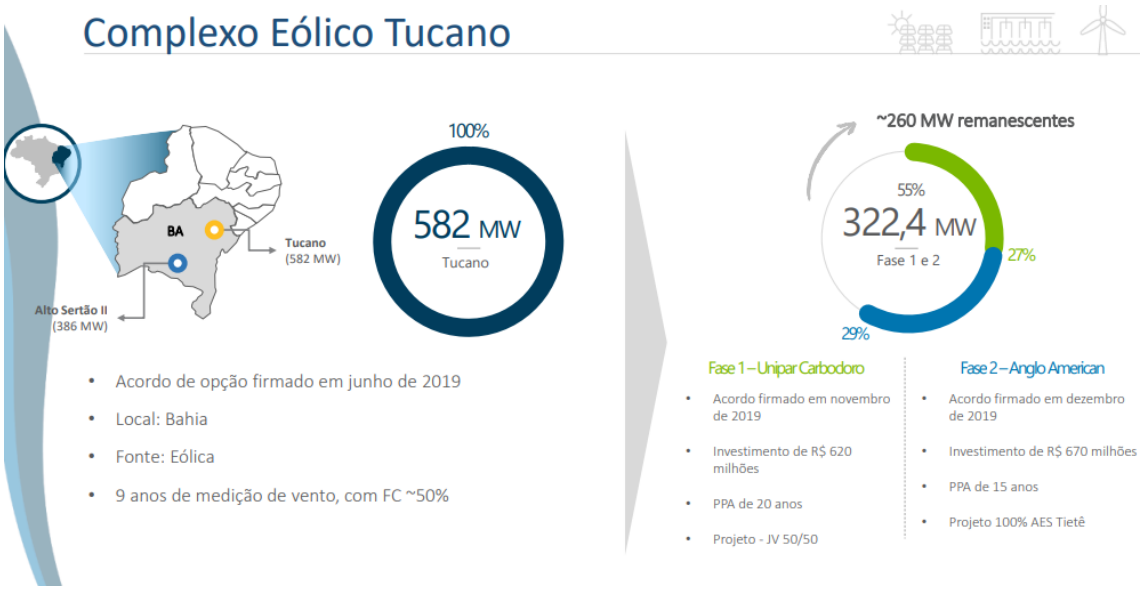


Perfil da Dívida		4T18	4T19	Var
	Prazo médio (anos)	4,2	5,2	+1,0
	Taxa efetiva² (%a.a.)	9,0%	8,2%	-0,8 p.p.

Fonte: AES Tietê S.A

Vale destacar que a empresa tem investimentos contratados de aproximadamente R$ 1,4 bilhão, ligados ao parque eólico tucano. A companhia destacou os potenciais de sinergias no desenvolvimento desse projeto, com um Capex eficiente, tendo em vista que as duas fases têm o início de suas obras de forma simultâneas.

Este complexo conta hoje com 322,4 MW contratados a longo prazo com a Unipar Carbocloro (UNIP6) e Anglo American. Os 260 MW remanescentes, a empresa estima que deverá contratar já nos próximos trimestres.



Fonte: AES Tietê S.A

Proposta de fusão com a ENEVA (ENEV3)

Recentemente, após a divulgação dos resultados do 4T19, a AES Tietê recebeu uma proposta de fusão vinda da Eneva. Nas condições apresentadas, cada Unit da AES Tietê daria direito a 0,2305 ação da Eneva, mais uma parcela a ser paga em dinheiro de R$ 6,89 por Unit.

Após o fato relevante ser publicado, as ações (units) da Tietê tiveram uma forte valorização, encerrando a segunda-feira com uma valorização de 23,6%, cotadas a R$ 18,80 (TIET11), representando uma valorização acumulada de 16,99% em 2020.

Considerando o preço atual das ações da Eneva (R$ 48,00) e os termos de negociação propostos, que envolve uma parcela paga em dinheiro, a Tietê (TIET11) está sendo precificada em cerca de R$ 18,02 por Unit.

Após a grande valorização no pregão de segunda-feira, as Units da Tietê estão sendo negociadas por volta de R$ 19,50, com um prêmio de mais de 8% em relação à precificação atual da negociação.

Assim, o investidor que liquidar sua posição nestes preços já está "ganhando" mais de 1 ano de yield apenas de prêmio sobre o preço estimado do negócio. Um ponto importante a ser levado em conta pelos investidores é que, caso a fusão prospere, a nova companhia deve ser muito pouco interessante em termos de dividendos.

Pelas nossas estimativas, mesmo assumindo um Payout de 100% (o que é bastante improvável), há um potencial de Yield próximo de 5%, o que é bem menos atrativo que o atual Yield projetado em torno de 6,3% para Tietê nos preços atuais.

Não nos parece uma troca vantajosa. O lucro por ação de Tietê será diluído com um menor Earning's Yield (LPA/Preço da Ação) após a fusão. A Eneva também parece mais disposta a direcionar seu fluxo de caixa para novos projetos e crescimento, ou seja, dificilmente adotará um Payout elevado.

Cabe ressaltar ainda que a Eneva possui hoje cerca de R$ 2,3 bilhões em prejuízos acumulados. Assim, mesmo com a consolidação das companhias, provavelmente a Eneva só voltaria a pagar dividendos em meados de 2022, deixando órfãos aqueles que apreciavam os dividendos da AES Tietê.

É evidente que existem espaços para sinergias administrativas e tributárias na negociação. Entretanto, dificilmente serão suficientes para modificar o cenário de falta de dividendos no curto prazo.

Sendo assim, por conta das incertezas e o risco deste negócio modificar de forma relevante o perfil da AES Tietê, que deixará de ser uma boa pagadora de dividendos, **optamos por recomendar a venda das ações nos preços atuais, até um limite de R$ 17,50 por Unit**.

Além disso, com as fortes valorizações das Units da TIET11, é muito provável que toda esta valorização seja "devolvida", caso os acionistas não aprovem a fusão ou ocorra algum problema na negociação.

Como a AES Tietê está inserida no Nível II de governança corporativa, que confere direito de voto às ações preferenciais em eventos de fusão ou incorporação, a tendência é que esta negociação seja aprovada

independente da vontade da AES Corp, uma vez que mais de 36% do capital total está nas mãos do BNDESpar e Eletrobras.

Portanto, com a bela janela atual de saída oferecida aos acionistas de Tietê, por um preço superior ao nosso preço-teto e uma eventual oportunidade de comprar os papéis a preços mais atrativos futuramente, caso a negociação eventualmente não tenha sucesso, vemos a venda neste momento como a decisão mais inteligente a ser tomada.

Caso a negociação tenha sucesso e futuramente, com a otimização da estrutura de capital consolidada e as possíveis sinergias administrativas e operacionais desenvolvidas, a companhia comprove a capacidade de gerar retornos incrementais relevantes e esteja em um valuation atrativo, poderemos recomendá-la novamente em nossa carteira Valor.

Por hora, retiramos as Units da AES Tietê da carteira Dividendos, sendo que os 5% serão destinados à Renda Fixa, aguardando novas oportunidades para a carteira.

IRB Brasil RE - IRBR3

O IRB já fez parte da nossa carteira no passado (recomendamos suas ações no IPO) e atualmente encontra-se em nossa watchlist. Porém, a empresa vem passando por um período de grandes turbulências ultimamente.

Após a publicação recente de duas cartas produzidas por uma gestora independente de recursos, que contesta pontos da contabilidade e do balanço do IRB, sobretudo no que diz respeito à sinistralidade, as ações do IRBR3 vêm apresentando uma performance bastante negativa, chegando a cair mais de 25% apenas no mês de fevereiro.

Mais recentemente, notícias divulgadas na mídia afirmaram que a Berkshire Hathaway (do megainvestidor Warren Buffett) não apenas teria posição acionária no IRB, como estaria aproveitando o momento de queda oriundo dos dados apresentados pela Squadra, para elevar a sua posição.

Tais boatos acabaram interrompendo brevemente o movimento de queda, renovando o otimismo dos investidores com as suas ações (que chegaram a subir mais de 9% na última sexta-feira), na expectativa de que Buffett estaria adquirindo ações da empresa.

Por ter uma grande expertise e conhecimento, seria de grande valor caso a Berkshire estivesse com posição acionária na empresa. No entanto, nesta semana, a Berkshire publicou uma nota em seu website de relação com

investidores negando possuir qualquer participação na resseguradora brasileira, além de afirmar não ter intenção de adquirir ações da empresa.

BERKSHIRE HATHAWAY INC.
NEWS RELEASE

FOR IMMEDIATE RELEASE **March 3, 2020**

OMAHA, NE—There have been recent stories in the Brazilian press that Berkshire Hathaway Inc. is a shareholder of IRB Brasil Re ("IRB"). Those stories are incorrect. Berkshire Hathaway Inc. is not currently a shareholder of IRB, it has never been a shareholder of IRB and it has no intention of becoming a shareholder of IRB.

Berkshire Hathaway and its subsidiaries engage in diverse business activities including insurance and reinsurance, utilities and energy, freight rail transportation, manufacturing, retailing and services. Common stock of the company is listed on the New York Stock Exchange, trading symbols BRK.A and BRK.B.

— END —

Nota publicada pela Berkshire Hathaway no último dia 3 de março, negando possuir qualquer participação acionária no IRB

Após esta notícia se propagar pela mídia brasileira, os investidores passaram a digerir o choque de realidade e as ações do IRB iniciaram um forte movimento de queda, chegando a acumular uma redução de mais de 40%, sendo negociadas numa mínima de R$ 16,31 na tarde de quarta-feira (4) e encerrando o pregão cotadas a R$ 19,05.

Este preço é substancialmente menor àquele estabelecido por nós em nossa watchlist, de R$ 25,00, o que naturalmente traz expectativas aos nossos assinantes referentes a uma eventual recomendação de compra para os papéis da empresa. Porém, queremos fazer algumas ressalvas.

Gostaríamos de ressaltar que estamos acompanhando de perto o caso do IRBR3, bem como todos os eventos ocorridos com a companhia recentemente. Porém, neste momento, não estamos confortáveis para recomendar as ações.

Vários fatores tornam a situação do IRB bastante delicada e nos fazem preferir aguardar neste momento, de forma a proteger o portfólio dos nossos assinantes.

O primeiro fator decorre das inconsistências apontadas no balanço do IRB pela Squadra em carta aos investidores publicada recentemente, as quais concordamos em grande parte. Quando recomendamos IRB, em 2017, no seu IPO, e principalmente ao longo daquele ano, o nível do float (volume de aplicações financeiras da companhia) mantinha-se em patamares razoáveis, em torno de 77% dos prêmios emitidos retidos.

Porém, desde 2018 e sobretudo em 2019, esta relação vem apresentando reduções constantes, tendo finalizado o terceiro trimestre de 2019 em apenas 28%. De acordo com os gestores do IRB, esse efeito é explicado pelo descasamento do pagamento de sinistros para as seguradoras e recebimento do retro cessionário, além do pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio, que tem sido relevante, uma vez que o Payout da companhia é elevado e seus resultados contábeis têm crescido.

É importante destacar que o IRB tem uma parcela relevante dos resultados oriundos de marcação a mercado dos títulos de renda fixa pré-fixados,

além de marcação do valor dos imóveis que a empresa possui, que impactaram os resultados contábeis de forma relevante em 2019, sem efeito caixa.

Esses efeitos são puramente contábeis, uma vez que se trata de simples marcação a mercado. Portanto, o fato de a empresa pagar dividendos com base neste resultado contábil acaba intensificando um movimento natural de consumo de caixa. Na prática, o IRB vem gerando resultados contábeis sem a efetiva geração de caixa equivalente. Assim, o float acaba impactado com proventos cada vez maiores.

Infelizmente, isso não é tudo. O ponto mais preocupante, como bem levantado pela gestora Squadra, é o fato de a companhia vir realizando estimativas irreais em relação à sinistralidade e ressarcimentos.

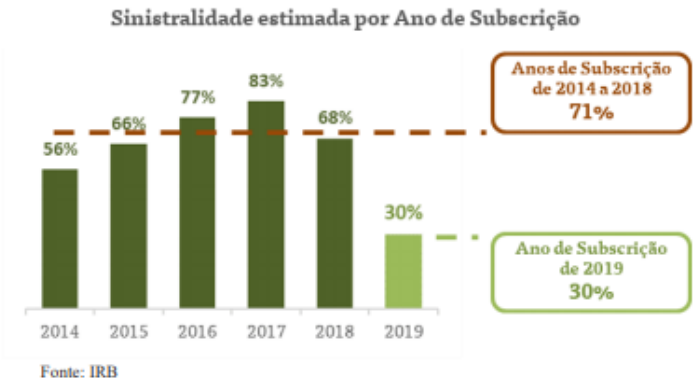
Apenas na linha de "ressarcimentos e salvados" (estimativas que a companhia avalia que poderá recuperar em valores já pagos às seguradoras com sinistros), a empresa está projetando cerca de 30% de seu saldo de PSL ("Provisões de sinistros a liquidar"), o que consideramos uma conta exagerada.

Como é possível observar abaixo, em 2019, as constituições contábeis de ressarcimentos e salvados tiveram uma elevação extremamente expressiva, por conta da atualização de estimativas da empresa, sobretudo referente aos contratos de subscrição mais recentes.

	Nota explicativa	Controladora		Consolidado	
		2019	2018	2019	2018
Prêmios emitidos líquidos		7.338.051	6.035.512	7.338.051	6.035.512
Variações das provisões técnicas		(723.019)	(270.874)	(723.019)	(270.874)
Prêmios ganhos	25.1	**6.615.032**	**5.764.638**	**6.615.032**	**5.764.638**
Sinistros ocorridos	25.2	**(4.334.525)**	**(2.820.647)**	**(4.334.525)**	**(2.820.647)**
Sinistros diretos		(4.932.990)	(2.889.627)	(4.932.990)	(2.889.627)
Salvados e ressarcimentos		787.720	267.583	787.720	267.583
Variação da provisão de sinistros ocorridos mas não avisados		(189.255)	(198.603)	(189.255)	(198.603)

Fonte: IRB Brasil RE

Esses valores referentes a expectativa de ressarcimentos, que são deduzidos do saldo de PSL, obviamente podem acabar não transitando pelo caixa da companhia, à medida que é apenas uma estimativa, pouco conservadora aliás. Para termos uma ideia do otimismo exagerado implícito nas premissas, a sinistralidade estimada pelo IRB para as subscrições realizadas em 2019 está extremamente inferior às médias dos índices de sinistralidade observadas nos anos imediatamente anteriores.



Fonte: IRB Brasil RE

Para nós, essa é uma estimativa totalmente irreal, utilizada para claramente inflar os resultados contábeis no curto prazo. Por mais que o

IRB tenha expertise na precificação de riscos e possua vantagens competitivas importantes, tal expectativa não condiz com a realidade do setor de seguros. Inclusive, não foram poucas as vezes que o IRB teve de atualizar suas estimativas de sinistralidade referente às subscrições realizadas nos últimos anos.

Para se ter ideia, ao final de 2018, a estimativa do IRB para a sinistralidade referentes às safras de 2016 e 2018 encontrava-se em 61%, enquanto ao final do 3T19 este indicador era de 76%, oriundo de revisões realizadas.

Sinistralidade estimada por Ano de Subscrição	2016	2017	2018	Acumulado das Safras 2016-18
Estimada em 31/dez/2018	69%	57%	51%	61%
Estimada em 31/mar/2019	69%	67%	57%	65%
Estimada em 30/jun/2019	77%	77%	58%	72%
Estimada em 30/set/2019	77%	83%	68%	76%

Fonte: IRB

Fonte: IRB Brasil RE

De forma resumida e simplificada, o IRB basicamente tem realizado projeções de sinistralidade bastante otimistas, as quais não têm se concretizado. Isso acaba levando a empresa a ter desembolsos efetivamente maiores que os inicialmente projetados.

Essas estimativas de sinistralidades substancialmente menores às reconhecidas no balanço, somadas aos ganhos de marcação de mercado sobre o float (títulos pré-fixados) e marcação de mercado dos ativos imobiliários do portfólio da empresa, inflam os lucros da empresa contabilmente, e acabam por consumir caixa demasiadamente, na medida

em que a sinistralidade é efetivamente desembolsada, os ressarcimentos são menores (menor geração de caixa) e os dividendos e JCP são incrementados por conta dos maiores resultados contábeis.

Detentor de grande expertise e conhecimento no mercado de resseguros, Warren Buffett sempre considerou este o "motor impulsionador" do crescimento da Berkshire e demonstra, em algumas de suas alegações no passado, que o IRB parece estar indo na contramão do segmento, se colocando em uma situação de fragilidade com float cada vez menor e estimativas extremamente otimistas em relação à sinistralidade.

> *"Esse modelo de cobrar agora e pagar depois deixa as empresas de seguros com grandes somas - dinheiro que chamamos de "Float". Este valor acabará indo para os outros. Enquanto isso, as seguradoras investem esse valor em benefício próprio.*
>
> *Enquanto apólices e sinistros individuais vêm e vão, o Float de uma seguradora geralmente permanece bastante estável em relação ao volume de prêmios emitidos. Consequentemente, à medida que nossos negócios crescem, o mesmo acontece com a nosso float."*
>
> ***Warren Buffett, 2018***
> *Carta aos Acionistas da Berkshire*

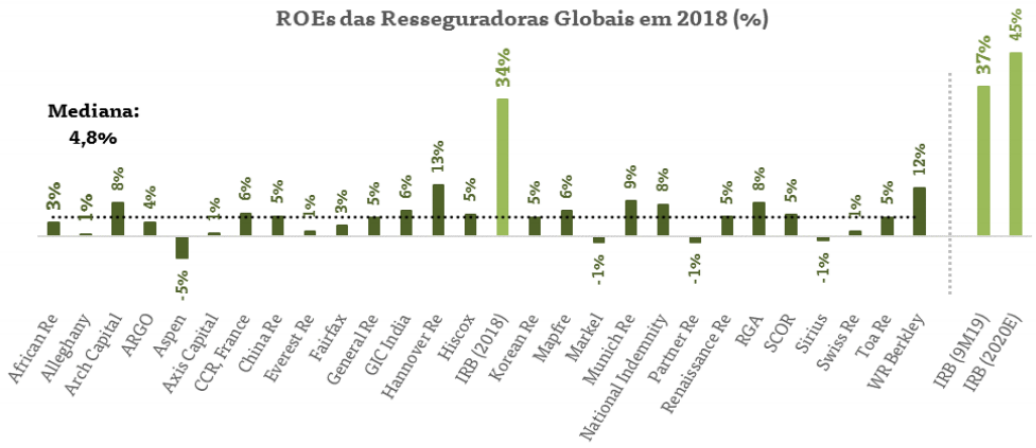
Para nós, toda esta situação adiciona um fator de risco relevante à empresa. Conforme os efetivos sinistros se confirmem maiores do que as projeções (o que já vem ocorrendo), a empresa vai se colocando numa situação de maior fragilidade.

Com um float cada vez menor e um grande consumo de caixa, a operação da empresa vai se tornando insustentável, prejudicando seus fundamentos de longo prazo e isso parece estar sendo percebido pelo mercado.

É inegável que o IRB é detentor de vantagens competitivas importantes, como a escala de seus negócios, além de ter grandes players do setor financeiro como seus acionistas e atuar numa posição monopolista.

No entanto, isso não anula o fato de que o IRB visivelmente tem adotado uma postura muito arrojada, colocando em risco seus investidores.

Em nossa visão, tais vantagens competitivas não seriam suficientes para justificar um ROE mais de 7 vezes maior do que a mediana global e índices combinados também menores.



Fonte: IRB Brasil RE

Por fim, além de todas essas questões, diretores do IRB teriam afirmado que a holding de Warren Buffett não apenas possuía posição acionária na

companhia, como estaria aproveitando a queda para reforçar posição. A Berkshire, por sua vez, negou que possua qualquer participação no IRB, e destacou que não tem nenhuma intenção de investir nesta empresa.

Se confirmada, esta suposta afirmação (em teleconferência dos executivos da empresa) pode ser considerada muito grave para todo o sistema de governança da companhia. Isso vai prejudicar bastante o IRB, que passará a ter naturalmente suas práticas de governança questionadas.

Coincidentemente ou não, após todos esses eventos, Ivan Monteiro, executivo da companhia e presidente do Conselho, anunciou nesta semana sua saída do cargo e vínculo com o IRB, alegando “motivos pessoais”.

Todos esses fatores criam um cenário bastante cinzento para o IRB. Por isso, não nos sentimos confortáveis em recomendar a empresa neste momento. Felizmente, nesta manhã foram anunciadas mudanças no time de gestão da companhia, com a renúncia do CEO e CFO. Werner Suffert, que ocupava o cargo de diretor de RI da BB Seguridade assumirá o cargo de vice-presidente executivo e atuará como interino.

Com o novo time de gestão, esperamos que sejam realizados os ajustes e revisões necessárias nas estimativas de sinistralidade, adotando premissas mais conservadoras e preservando também o caixa da companhia, nem que isso custe uma mudança na política de dividendos e resultados contábeis mais fracos. Desta forma, poderemos novamente considerar a recomendação de compra para IRBR3.

Por hora, manteremos a empresa em nossa watchlist e continuaremos a acompanhar seus resultados, bem como o desfecho dos demais eventos envolvendo a empresa.

Entretanto, ressaltamos a não recomendação de compra até que tenhamos um cenário mais claro a respeito do que será o IRB daqui para frente.

Plantão de Dúvidas

Envie suas dúvidas referentes a este relatório. Elas serão respondidas em uma live especial!
Acesse: **https://sunoresearch.typeform.com/to/o490bk**



Tiago Reis
Analista CNPI

PRÓXIMOS DIVIDENDOS

Ticker	Tipo	Valor por ação	Status	Data ex	Data de Pagamento
VIVT4	JCP	R$ 0,16	Aprovado	01/03/2020	Até dezembro de 2021
GRND3	JCP	R$ 0,122	Aprovado	22/04/2020	06/05/2020
GRND3	Dividendos	R$ 0,022	Aprovado	22/04/2020	06/05/2020
GRND3	JCP	R$ 0,122	Aprovado	22/04/2020	06/05/2020
BBSE3	Dividendos	R$ 1,90	Aprovado	14/02/2020	27/02/2020
LEVE3	JCP	R$ 0,092	Aprovado	03/01/2020	25/05/2020
VIVT4	JCP	R$ 0,50	Aprovado	17/06/2019	31/12/2020
VIVT4	JCP	R$ 0,29	Aprovado	17/04/2019	31/12/2020
VIVT4	JCP	R$ 0,36	Aprovado	15/02/2019	31/12/2020
TIET11	JCP	R$ 0,11	Aprovado	11/12/2019	A definir
ENBR3	JCP	R$ 0,39	Aprovado	02/01/2020	30/06/2020

CARTEIRA RECOMENDADA DIVIDENDOS

Ranking Suno	Ticker	Início	Alocação	Preço atual	DY esperado	Preço-teto	Preço de entrada ajustado*	Recomendação	Variação
1	**ITSA4**	18/05/2017	10%	R$ 12,12	7,9%	R$ 14,00	R$ 6,50	Comprar	84,92%
2	**ENBR3**	06/02/2017	10%	R$ 20,63	4,3%	R$ 25,00	R$ 12,35	Comprar	69,64%
3	**TAEE11**	06/02/2017	10%	R$ 29,93	7,9%	R$ 35,00	R$ 16,38	Comprar	86,63%
4	**BBSE3**	30/03/2017	10%	R$ 26,24	6,5%	R$ 33,75	R$ 22,21	Comprar	39,49%
5	**PETR4**	16/01/2020	5%	R$ 28,19	3,5%	R$ 33,00	R$ 29,52	Comprar	-10,91%
6	**LEVE3**	18/04/2019	5%	R$ 22,64	7,6%	R$ 34,00	R$ 21,05	Comprar	30,78%
7	**TUPY3**	08/02/2018	5%	R$ 29,03	3,0%	R$ 26,00	R$ 15,53	Comprar	39,41%
8	**UNIP6**	06/02/2017	15%	R$ 20,09	4,2%	R$ 35,00	R$ 3,16	Comprar	793,67%
9	**ABCB4**	09/11/2017	5%	R$ 32,12	6,1%	R$ 22,00	R$ 13,66	Comprar	38,73%
10	**WIZS3**	06/02/2017	10%	R$ 14,09	5,2%	R$ 15,50	R$ 11,07	Aguardar	22,13%
11	**VIVT4**	30/08/2018	5%	R$ 54,71	5,0%	R$ 53,00	R$ 35,60	Aguardar	63,26%
12	**GRND3**	31/05/2018	5%	R$ 9,81	4,7%	R$ 8,33	R$ 7,40	Aguardar	28,65%
13	**Renda Fixa**		5%						

RECOMENDAÇÕES ENCERRADAS *

Ativo	Início	Preço de entrada**	Final	Preço de saída	Desempenho
EZTC3	01/06/2017	R$ 17,82	07/09/2017	R$ 23,20	30,2%
IRBR3	07/08/2017	R$ 26,98	19/07/2018	R$ 53,67	98,9%
MPLU3	06/02/2017	R$ 30,67	18/08/2017	R$ 26,84	-12,5%
CGAS3	17/01/2019	R$ 64,97	19/07/2018	R$ 79,20	21,9%
TIET11	18/05/2017	R$ 10,43	05/03/2020	R$ 18,57	78%

WATCHLIST **

Ticker	Empresa	Setor	Preço atual (R$)	Preço para possível entrada*
ABEV3	Ambev S. A	Consumo não cíclico	R$ 17,06	Abaixo de R$ 13,00
EGIE3	Engie S. A	Energia Elétrica	R$ 46,36	Abaixo de R$ 45,00
EZTC3	EZTec S. A	Construção Civil	R$ 52,40	Abaixo de R$ 16,00
SAPR4	Sanepar S. A	Saneamento	R$ 20,64	Abaixo de R$ 11,00
IRBR3	Brasil Resseguros S. A	Previdência e Seguros	R$ 43,37	Abaixo de R$ 25,00
KLBN11	Klabin S. A	Materiais Básicos	R$ 21,40	Abaixo de R$ 15,00
MRVE3	MRV Engenharia	Construção Civil	R$ 20,92	Abaixo de R$ 16,00

Disclaimer

As informações constantes deste material podem auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; porém o investidor será responsável, de forma exclusiva, pela verificação da conveniência e oportunidade da movimentação de sua carteira de investimentos e pela tomada de decisão quanto à efetivação de operações de compra e/ou venda de títulos e/ou valores mobiliários.

Este material apresenta informações para diversos perfis de investimento e o investidor deverá verificar e atentar para as informações próprias ao seu perfil de investimento, uma vez que as informações constantes deste material não são adequadas para todos os investidores. Quaisquer projeções de risco ou retorno potenciais são meramente ilustrativas e, portanto, não são e não devem ser interpretadas pelo investidor como previsão de eventos futuros e/ou garantia de resultados.

Além disso, não garantimos a exatidão das informações aqui contidas e recomendamos ao investidor que não utilize este relatório como única fonte para embasar suas decisões de investimento. Os investimentos realizados pelo investidor para sua carteira estão sujeitos a diversos riscos inerentes aos mercados e aos ativos integrantes da carteira, incluindo, sem limitação, risco de mercado, risco de crédito, risco de liquidez, risco cambial, risco de concentração, risco de perda do capital investido e de disponibilização de recursos adicionais, entre outros.

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Instrução CVM nº 598/18, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente.

Este material destina-se única e exclusivamente aos assinantes da Suno Research. Sua cópia ou distribuição, integral ou parcial, sem a expressa autorização, acarretará multa de até 2.000 vezes o valor deste relatório, apreensão das cópias ilegais, além de responsabilização em processo civil.