

Short Memo – Hero Seguros

Introdução

A Bridge One nos apresentou a oportunidade de co-investir na Hero Seguros. A Hero é uma empresa que opera o seguro na ponta: desenvolve o produto, define preços e critérios de aceitação, distribui nos canais e gerencia a operação, enquanto a seguradora parceira carrega o risco e responde pelos sinistros.

A transação consiste em comprar 30% da companhia, por R\$ 60m (10x EBITDA 2025E). Desse montante, R\$ 40m seriam pagos à vista (~6,6x EBITDA), R\$ 10m (~1,6x EBITDA) em 24 meses, corrigidos pelo IPCA, e outros R\$ 10m (~1,6x EBITDA) via compensação de dividendos. A ideia da gestora é alocar entre R\$ 15-20m pelo fundo e captar o restante junto a co-investidores.

Mercado

O mercado brasileiro de seguros é o 8º maior do mundo e cresce a um CAGR de 8,3%, mas ainda apresenta baixa penetração: cerca de 60% da população não possui nenhum tipo de seguro, e os prêmios representam 6,5% do PIB, versus 11,6% nos EUA. Esse descompasso indica espaço relevante para aumento de adoção, especialmente em produtos massificados e distribuídos de forma integrada.

A cadeia do setor é fragmentada, principalmente na ponta de distribuição e operação, com múltiplos canais, corretores e prestadores capturando partes do valor econômico. A baixa integração entre produto, distribuição e operação favorece a digitalização e o avanço do *embedded insurance* (seguro ofertado de forma integrada à compra de outro produto ou serviço, como passagem aérea, pacote de viagem ou e-commerce), além de criar espaço para consolidação de volume em plataformas mais integradas.

Olhando adiante, vemos um mercado com três vetores principais: (i) crescimento estrutural por subpenetração, (ii) digitalização da distribuição e *embedded insurance* e (iii) maior relevância de modelos *asset-light* como MGAs, que permitem às seguradoras escalar produtos e canais sem desenvolver internamente todo o know-how, ao mesmo tempo em que a MGA assume parte do risco (diferente de um broker). Para esses players, a criação de valor deve vir sobretudo, de uma posição forte em canais, onde tende a se concentrar a competição e a captura de margem.

A Hero Seguros já vem se beneficiando dessa dinâmica ao operar como consolidadora na camada operacional do seguro-viagem, atingindo ~10% de *market share* no 3Q25. A Bridge One acredita haver espaço para ganho adicional de participação no Brasil, chegando a ~25% de *share*.

Empresa

A Hero Seguros foi fundada em jan/22 por Raphael (ex-CEO da QBE Seguros, com experiência em seguros massificados) e Guilherme (fundador da SaveMe, vendida para o Buscapé) e hoje é a segunda maior MGA (“*managing general agent*”) de seguros-viagem do Brasil e a que mais cresce, segundo a Bridge One. A companhia atua como “plataforma operacional” do seguro: desenha e precifica produtos, define regras de aceitação, distribui nos canais e gerencia operação/atendimento, enquanto a seguradora parceira assume o risco, emite a apólice e paga os sinistros, ganhando escala e distribuição com um parceiro especializado sem precisar desenvolver esse *know-how* internamente.

A Hero monetiza seu serviço através de 3 frentes: (i) comissão: remuneração pela formatação, subscrição, precificação e gestão do produto, (ii) taxa de serviço cobrada por atendimento, gestão de sinistros e operação (R\$/ # de atendimentos), e (iii) *upside* de resultado operacional: a companhia fica com 50% da eficiência do produto das seguradoras (ex.: menor sinistralidade e melhor gestão).

De acordo com a Bridge One, os principais diferenciais da companhia são:

- Mais tecnológicos que a média do setor: integram direto aos sistemas legados das seguradoras, o que permite customizar parâmetros e oferecem uma ferramenta em que a agência consegue definir sua própria margem, ajustando o preço do seguro.

- Construíram uma rede de +3.000 canais (principalmente agências de turismo), que é o principal ativo da companhia, pois garante capilaridade e recorrência de emissão, foge do CAC volátil do B2C “mar aberto” e evita as lutas altas de bancos e grandes OTAs.
- Foram mais inovadores na montagem de coberturas nichadas (ex.: público alpinista, público LGBT) e adicionaram “*perks*” ao seguro, como telemedicina do Einstein (forte argumento comercial), cupom de desconto em *free shop* e acesso a sala VIP.

Tese de Investimento

A tese de crescimento que a Bridge One enxerga para a Hero Seguros está baseada em 4 pilares:

- **Expansão para Latam (já em curso):** replicar na América Latina o modelo bem-sucedido do Brasil, alavancando tecnologia proprietária e canais já existentes. Países como Argentina, Chile e Colômbia possuem regulação mais leve e tratam o seguro-viagem como serviço, permitindo margens potencialmente superiores.
- **Cross-sell na base:** a ampla base de clientes e canais permite monetizar adjacências com baixo CAC incremental, como prestamista viagem, chips de dados internacionais e seguro celular. Esses produtos aumentam ticket médio e diluem custos operacionais sobre a mesma infraestrutura;
- **Novos produtos massificados:** usar a capacidade de inovação em coberturas e a plataforma tecnológica para entrar em linhas além de viagem (ex.: prestamista generalista, garantia estendida), distribuindo via parceiros com alta eficiência (BaaS/e-commerce). Para reduzir a dependência do core e ampliar o tamanho do mercado endereçável.
- **Consolidação como estratégia de saída:** já recebeu propostas formais de compradores estratégicos entre 10-12x EBITDA, mas os fundadores, optaram por alongar o seu período à frente da empresa, visando maximizar valor em uma venda futura no médio prazo (3-4 anos).

Por outro lado, a Bridge One vê que os principais riscos/ameaças são:

- **Dependência de seguradoras parceiras e risco de renovação:** como MGA, a Hero não carrega risco e depende das seguradoras para emissão e condições comerciais, essa relação pode ficar conflituosa. No vencimento/renegociação do contrato com a Generali, pode haver piora de termos ou dificuldade de substituir com condições similares.
 - Não enxergamos risco relevante de a Generali espremer a Hero. Entendemos que a seguradora depende da MGA para alocar risco no Brasil, não deve verticalizar nem desenvolver esse *know-how* internamente e, em um cenário de ruptura, é mais fácil a Hero achar outra seguradora do que a Generali encontrar outra Hero.
- **Poder de barganha dos canais:** canais relevantes capturam parcela material da margem e podem pressionar comissão/preço, apesar da pulverização ajudar. O risco aumenta se o mix migrar para canais mais comoditizados.
- **Pressão competitiva e guerra de preços:** possível competição agressiva com seguradoras e MGAs, comprimindo prêmios e comissões e elevando *churn* de canais. Além disso, coberturas e benefícios inovadores tendem a ser copiados por incumbentes e outros MGAs, reduzindo diferenciação ao longo do tempo. Para mitigar isso é necessário ritmo contínuo de inovação e execução.
- **Risco regulatório:** mudanças/enrijecimento regulatório podem restringir o escopo do MGA, exigir novas estruturas de compliance/controles e reduzir flexibilidade operacional, com impacto em custo e velocidade de execução.

Histórico e Projeções Financeiras

Entre 2023 e 2024, a Hero cresceu 38%, com expansão de margem EBITDA de +3 p.p., refletindo melhora do *take rate* e ganhos operacionais. Dois movimentos explicam isso: (i) a troca da seguradora parceira, saindo da Too Seguros para a Generali, que elevou de forma relevante a comissão de serviço, aumentando a captura de receita por prêmio emitido, e (ii) a internalização do atendimento, que reduziu a pressão de custos associados a sinistros, diminuindo a relevância da linha de Sinistro em relação ao Prêmio Líquido.



Para os próximos anos, projeta-se crescimento de receita a um CAGR 24-30 de 33%, chegando R\$ 216m em 2030. Esse crescimento se dá principalmente do crescimento contínuo do core business, acompanhando a expansão do mercado e ganhando *market share*, além da implementação de produtos adjacentes ao seguro-viagem e da expansão para o restante da América Latina. O EBITDA deve crescer em ritmo um pouco superior, com CAGR de 40%, e margem passando de 24% para 33% à medida que aumenta o *cross-sell* na mesma base de clientes.

BRL, MM	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Prêmios Líquidos	51,7	71,4	98,9	136,9	181,3	231,6	288,3	343,7
YoY (%)		38%	38%	38%	32%	28%	24%	19%
Receita Líquida	15,9	39,8	61,5	84,8	112,1	143,1	179,7	215,8
YoY (%)		150%	54%	38%	32%	28%	26%	20%
Lucro Bruto	11,4	30,2	46,7	64,1	83,6	107,6	136,7	165,3
Margem Bruta (%)	72%	76%	76%	76%	75%	75%	76%	77%
Prêmios Líquidos (%)	22%	42%	47%	47%	46%	46%	47%	48%
EBITDA	3,4	9,5	18,9	26,2	34,3	44,6	58,6	70,4
Margem EBITDA (%)	21%	24%	31%	31%	31%	31%	33%	33%
FCFE	9,0	6,8	23,0	14,0	14,8	16,8	20,8	34,4
FCFE/EBITDA (%)	267%	72%	121%	54%	43%	38%	36%	49%

Comparação da Transação vs. Massada Capital (Leon)

BRL, MM	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Receita Líquida	52,5	66,1	83,6	102,5	119,0	145,5
YoY (%)	29%	26%	26%	23%	16%	22%
Comparação Bridge One (%)	-15%	-22%	-25%	-28%	-34%	-33%
EBITDA	16,7	18,7	25,1	32,9	38,1	48,1
Margem EBITDA (%)	32%	28%	30%	32%	32%	33%
Comparação Bridge One (%)	-12%	-29%	-27%	-26%	-35%	-32%

Principais Termos	Bridge One	Massada Capital
Enterprise Value	185.00	140.65
Participação Adquirida	29.5%	80.0%
Estrutura	66% Upfront; 10% Seller's e 10% Via Dividendos	50% Upfront; 20% Seller's e 30% Earn Out
Seller's Note	Pago em 24 Meses, Correção IPCA	Parcelado em 5 Anos, Correção CDI
Earn Out	N.A.	Performance dos Anos de 2025/26/27

Quando comparamos a transação da Bridge One com a estruturada pelo Leon, chama atenção o fato de que, naquele momento, os fundadores estavam dispostos a vender a companhia por um preço menor e em termos piores, mas acabou não avançando depois de aparecer um estratégico na mesa. Agora, de acordo com a Bridge One, os fundadores passaram a enxergar maior valor no negócio, decidiram permanecer e ainda realizam um *cash-out* relevante.

As projeções do Leon, que foi CEO da seguradora do Itaú e conhece bem o setor, são bem mais conservadoras do que as da Bridge One. Pelo histórico e conhecimento técnico dele, tendemos a atribuir maior credibilidade a esses números, o que aumenta nossa dúvida em relação às premissas mais agressivas da gestora. Se considerarmos as projeções de crescimento do Leon a transação retornaria 2,2x e 34%.

Transação/ Retorno

A transação consiste em adquirir ~30% (pós *cash-in*) da companhia, por R\$ 60m (10x EBITDA 2025E, com cap de R\$ 185m), dos quais R\$ 40m à vista (~6,6x EBITDA) e R\$ 10m (~1,6x EBITDA) em 24 meses, corrigidos a IPCA, e R\$ 10m (~1,6x EBITDA) via compensação de dividendos. A gestora pretende dividir o cheque entre R\$ 15-20m via fundo e o restante através de co-investidores.

Adicionalmente ao *cash-out* de parte da empresa feito pela Bridge One, a Headline (*follower*) fará um *cash-in* de R\$ 20m. A governança ficará com a Bridge One, e não com a Headline, permitindo à gestora indicar um assento no conselho, enquanto os fundadores terão outros dois assentos.

Abaixo os principais termos negociados:

- Há um *vesting/lock-up* de 4 anos para os fundadores, com possibilidade de a companhia recomprar até 50% da participação após o 1º ano, com redução gradual desse limite ao longo do tempo.
- Em termos de proteção e liquidez, a estrutura prevê: (i) *tag along* em caso de troca de controle, (ii) *drag along* se houver oferta por 100% da companhia aceita pela Bridge One e por um dos fundadores, obrigando os demais a vender nas mesmas condições, (iii) responsabilidade dos fundadores por contingências anteriores ao fechamento que venham a se materializar, e (iv) opção de saída a partir do 6º ano, com preço definido pelo maior entre 2x Receita Líquida ou 8x EBITDA do ano anterior.

Assumindo uma saída em 2028 ao mesmo múltiplo de entrada, com CAGR 24-30 de receita de 33%, crescimento de EBITDA de 40% (considerando a expansão de margem) e taxas de 1,2% de gestão e 12% de performance acima de IPCA + 6%, com *catch up*, temos um retorno líquido de 2,7x MOIC e 46% de TIR.

Retorno Líquido	dez/25	dez/26	dez/27	dez/28
Entrada	(40.0)	-	(10.8)	-
Management Fee	-	(0.5)	(0.6)	(0.6)
Dividendos	-	-	-	1.6
Saída	-	-	-	154.0
Fluxo de Caixa	(40.0)	(0.5)	(11.4)	155.0
Performance	-	-	-	(11.7)
Fluxo de Caixa Líquido	(40.0)	(0.5)	(11.4)	143.3

EV/EBITDA	dez/27	dez/28	dez/29	dez/30
7.0x	1.6x 34.8%	2.1x 32.4%	2.8x 32.9%	3.5x 31.8%
8.0x	1.8x 42.7%	2.3x 37.3%	3.1x 36.5%	3.8x 34.5%
9.0x	2.0x 50.2%	2.5x 42.0%	3.3x 39.8%	4.1x 36.9%
10.0x	2.1x 57.3%	2.7x 46.4%	3.6x 42.9%	4.5x 39.2%
11.0x	2.3x 64.2%	3.0x 50.5%	3.9x 45.8%	4.8x 41.4%
12.0x	2.5x 70.7%	3.2x 54.4%	4.2x 48.6%	5.1x 43.4%

TIR	46%
MOIC	2.7x

Conclusão/ Pontos a Aprofundar

Por um lado, a transação não nos animou tanto devido à percepção de falta de diferenciais competitivos claros em relação a outros players do mercado e pela ausência de barreiras de entrada significativas no segmento. Por outro, trata-se de um mercado recente e subpenetrado, com potencial de crescimento para os próximos anos, e acreditamos que a companhia possui um bom ângulo de saída no médio prazo.

Dito isso, acreditamos ser necessário aprofundar nos seguintes pontos para avaliar se conseguimos ganhar conforto com o investimento:

- Mercado e competição:** aprofundar perspectivas de crescimento do setor, dinâmica competitiva, riscos regulatórios e barreiras de entrada.
- Expansão Latam:** como essa é uma das principais alavancas de crescimento já em curso, queremos entender melhor como a expansão tem sido feita com o time baseado majoritariamente no Brasil e quais têm sido os resultados iniciais.
- Management/Fundadores:** dado que permanecerão à frente da companhia, com responsabilidade direta pela gestão do dia a dia, precisamos aprofundar como está o alinhamento de incentivos entre eles e a gestora, especialmente considerando que já haviam aceitado vender a empresa por um preço mais baixo.
- Projeções financeiras:** em um primeiro momento, estamos considerando a valor de face as projeções da gestora, mas, se formos avançar, precisamos checar melhor o quão factíveis são.