



# Liga de Mercado Financeiro - UFPB

Análise de Empresas | 14 de Setembro, 2021

## Sul América S.A

Setor: <b>Seguros</b>	Código: <b>SULA11</b>	Visão: <b>Positiva</b>	Preço: <b>R\$ 26,89</b>	Valor de Mercado (R\$ MM): <b>12.866</b>
--------------------------	--------------------------	---------------------------	----------------------------	--

### Analistas:

Alexandre Lira  
Bruno Barros

Gabriel Carvalho  
Rebecca Rebouças

### Diretores:

Aurélino Nunes  
Olívia Nascimento

## Resumo da Empresa

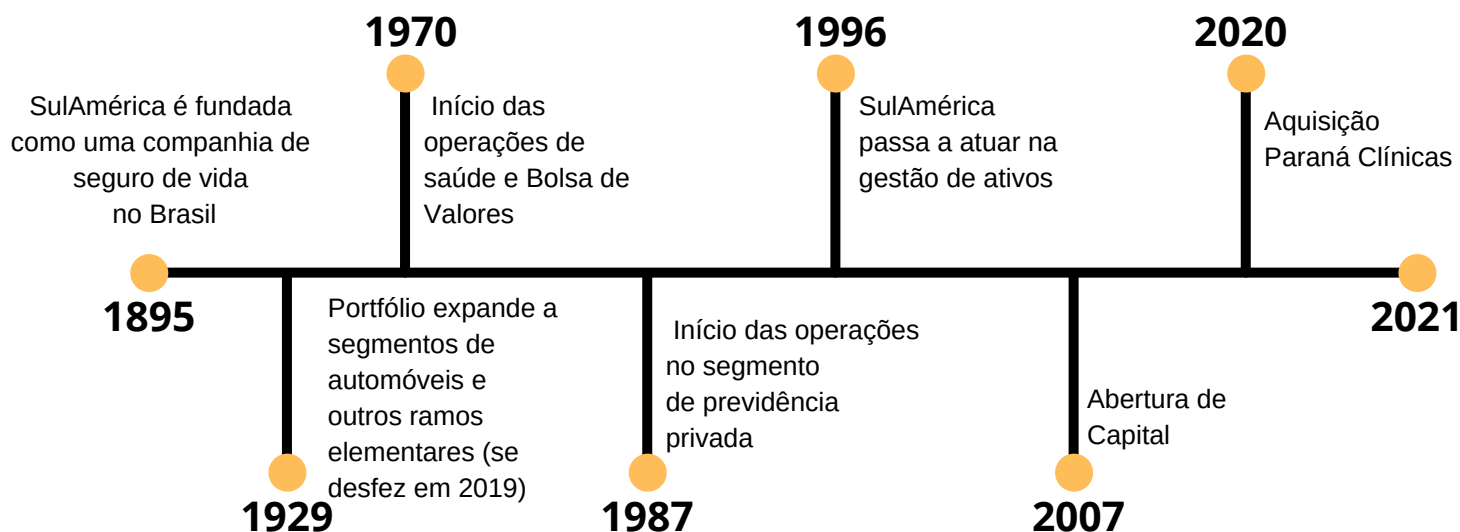
Sendo uma empresa 100% atuante no Brasil, a SulAmérica exerce função no segmento de seguros de saúde e odontológico, além de vida e acidentes pessoais, gestão de ativos e produtos de previdência privada. Atualmente é considerada destaque no segmento de proteção de pessoas, com ênfase nos seguros de saúde e odontológico, que corresponde por boa parte de suas receitas operacionais.

Estando presente em todo território nacional, atualmente a empresa conta com mais de 4 mil colaboradores, que se distribuem pela ampla e diversificada rede de distribuição da SulAmérica, com mais de 36 mil corretores de seguros independentes, parcerias com instituições financeiras de varejo, além de filiais que contribuem para a venda e distribuição dos produtos e serviços.

O número de beneficiários já passa dos 7 milhões (incluindo pessoas físicas e jurídicas), que contam com um portfólio inteligente por meio do conceito de Saúde Integral, que aborda a saúde do aspecto físico, emocional e financeiro (SulAmérica Investimentos).

## Histórico

Gráfico 1 – Linha do Tempo



Fonte: Ri da Empresa, Elaboração Própria.

A SulAmérica foi fundada ainda durante o Século XIX como uma companhia de seguros de vida, por Dom Joaquim Sanchez de Larragoiti, no Rio de Janeiro. Em 1928, expande para seguros terrestres e marítimos e de acidentes (SATMA), finalizando a expansão em 1929 com os ramos elementares. Em 1969 após fazer o seu IPO, a SulAmérica atingiu um marco de sucesso, em 1970, quando passou a administrar serviços de saúde. Atualmente, a empresa foca em serviços de seguro de saúde e odontológico, vida, seguros e acidentes, gestão de ativos e produtos de previdência privada.

## Governança Corporativa

Total de Ações: **1.277,53M**

Ações no Mercado: **851,1M**

Segmento de Listagem:

**Nível 2**

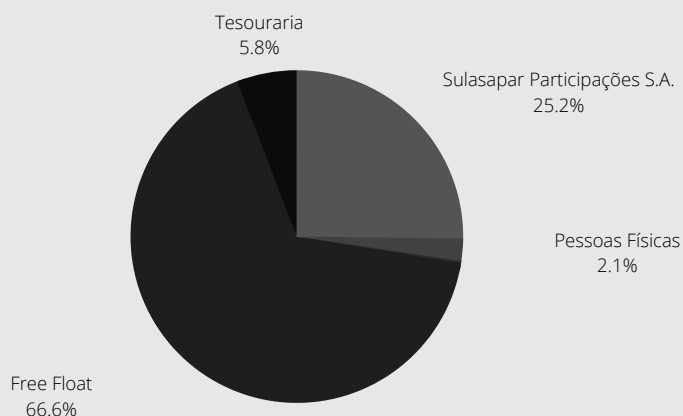
Tag Along:

**100% ON, PN**

Free Float

**66,62%**

Gráfico 2 – Composição Acionária



Fonte: Ri da Empresa, Elaboração Própria.

A Sulamérica é uma empresa que, mesmo não apresentando o maior nível de governança, entrega segurança aos seus investidores a partir de 100% de tag along em todas as suas ações. Com relação ao seu controle, apesar da Sulasapar deter apenas 25,2% do capital total da empresa, ela se configura como controladora por deter 50,25% do capital votante (ações ON). Sua controladora pertence à família Larragoiti, configurando um controle societário familiar. No entanto, esses familiares não se encontram presentes nas operações da empresa, havendo apenas um Larragoiti ocupando uma vaga no conselho da Sulamérica.

Desempenhando papel tanto na sociedade, quanto na economia brasileira, o setor de seguros já responde por 6,8% do PIB (SindSeq), mesmo após abalo deste indicador no ano de 2020 devido ao cenário pandêmico, onde a retração da economia decorrente das medidas de isolamento modificaram momentaneamente a prioridade das pessoas. Dentro do setor, a principal atividade desempenhada pelas seguradoras é a de cobertura de riscos de: vida, saúde e patrimônio.

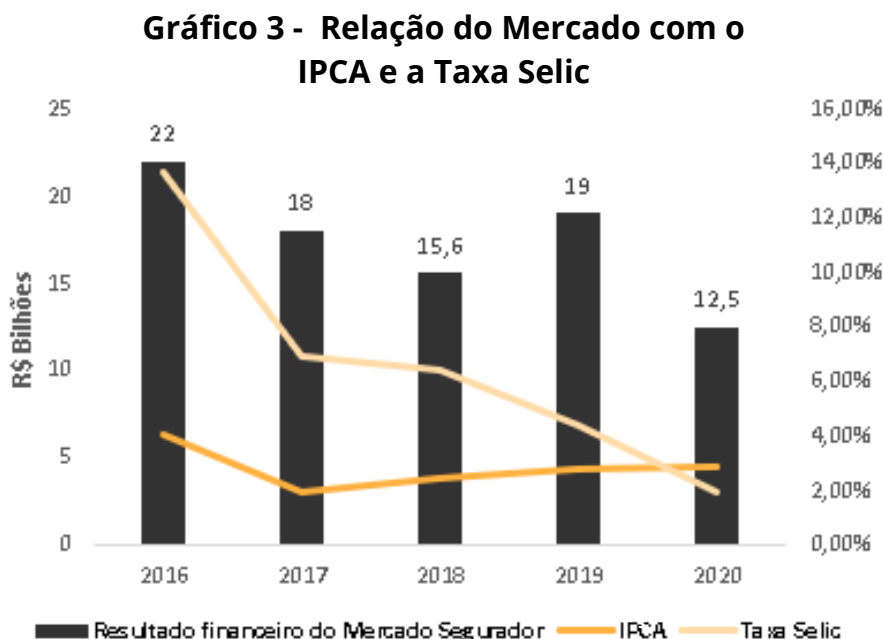
### Funcionamento do Setor

O setor é, em sua natureza, extremamente resiliente às adversidades. Em primeiro lugar, isso se dá pelo fato dos seguros serem um produto que tem um caráter preventivo e visto como necessário por boa parte da população, estando entre as prioridades das famílias que buscam a segurança dos bens, da saúde e da vida dos indivíduos e, portanto, não tende a ter sua demanda bruscamente reduzida em períodos turbulentos economicamente.

A segunda razão da sua resiliência está em seu modelo de negócio: uma seguradora recebe dinheiro dos seus segurados, guarda o dinheiro no float e investe para rentabilizá-lo. Apenas em caso de necessidade, usa o dinheiro armazenado para cobrir as despesas de um acionamento do seguro. Dessa forma, a empresa constrói um fluxo financeiro que consegue receber o dinheiro antes de necessitar gastá-lo e manter, pelo modelo adotado, um caixa mais robusto enquanto tenta gerar valor com o dinheiro acumulado, gerando uma maior disponibilidade financeira às empresas. Esses dois fatores somados conferem às seguradoras uma capacidade de resistir mais facilmente aos cenários adversos e se tornar um dos setores mais seguros da bolsa de valores.

### Conjuntura Setorial

Comparando o setor de seguro nos anos de 2016 até 2020, pode-se notar que a taxa Selic e a inflação têm um impacto sobre o setor. Conforme mostra o gráfico abaixo:



Fonte: CNseg e BCB

Analisando o gráfico anterior, pode-se perceber que em 2016 a taxa Selic estava em 13,65% e a inflação estava aproximadamente 4%, fazendo com que o resultado financeiro das seguradoras batesse os R\$ 22 bilhões; isso aconteceu porque as seguradoras utilizam o float para investir em títulos de renda fixa, mais especificamente o Tesouro Selic por ter liquidez diária, mas esse investimento só se torna viável quando a taxa selic está superior à inflação, porque a sua rentabilidade real vai ser positiva.

### **Taxa de Desocupação no Brasil**

<b>Data</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Taxa de desocupação	12,0	11,8	11,6	11,0	13,9

No ano de 2019, mesmo com a inflação alta e a taxa Selic baixa o seu resultado foi maior que nos anos de 2017-2018 por conta da queda da taxa de desemprego nos anos anteriores, como pode ser vista na tabela acima; a taxa de desocupação afeta diretamente as seguradoras porque a população só contrata algum tipo de seguro quando tem um poder de compra significativo.

### **Market Share**

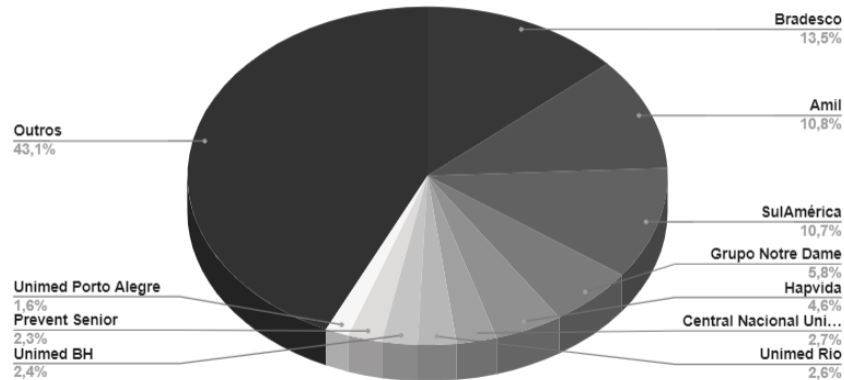
Em relação às seguradoras, é de suma importância citar a relação da SulAmérica com as outras seguradoras de saúde e odontológicas para se obter uma análise mais direcionada.

Nesse âmbito, em relação a esse tipo específico de seguradora, de acordo com os dados de receita divulgados pela Agência Nacional de Saúde (ANS), a receita total das seguradoras de saúde, operadoras de saúde suplementar e operadoras de planos odontológicos foi de R\$196,4 bilhões em 2020, mantendo crescimento constante nos últimos anos. Em dezembro de 2020, o segmento de assistência privada à saúde reunia um total de 74,7 milhões de beneficiários, um crescimento de 2,4% em relação ao final do ano anterior.

Isso se deve em grande parte ao crescimento considerável da quantidade de empresas contratando produtos de assistência privada à saúde, e cobertura odontológica a seus empregados, o que reflete a tendência no Brasil das empresas instituírem esse tipo de benefício aos funcionários.

Com relação ao principal segmento de atuação da companhia, considerando apenas as seguradoras, o principal concorrente da SulAmérica é a Bradesco Seguros. Além disso, tanto nas modalidades no segmento de saúde, quanto em cooperativas odontológicas e odontologias de grupo, a SulAmérica concorre por clientes corporativos também com instituições tais como a Amil, Unimed e Odontoprev, a qual é 50% controlada pela Bradesco Saúde.

**Gráfico 4 - Market Share  
Seguradoras de Saúde**



Fonte: RI da Empresa, Elaboração Própria.

Ao se analisar o market share setorial, percebe-se que não existe uma concentração relativa entre os players e que existe uma grande pulverização do mercado. Essa grande quantidade de seguradores aliada às características do setor, que não apresenta uma grande diferenciação no serviço prestado entre as diferentes empresas, faz com que o cliente não possua vantagens expressivas ao escolher um determinado player frente aos demais, gerando um setor com características commoditizadas.

**Gráfico 5 - Análise SWOT**



Fonte: Elaboração Própria

## Atuação do Mercado

A SulAmérica está inserida no segmento de seguro saúde, odontológico e de proteção financeira (previdência, seguro de vida e gestão de ativos). Tendo como o seu principal foco o seguro saúde e odontológico.

O setor de saúde suplementar teve uma receita de R\$ 18,87 bilhões em 2020, sendo a 3º maior companhia do Brasil nesse mercado em relação a receita.

Em relação a área de seguro de vida e previdência privada, a empresa tem como principais produtos os planos VGBL (vida gerador de benefício livre) e PGBL (plano gerador de benefício livre), a diferença entre eles é que o PGBL consegue abater até 12% do IR, mas o imposto incide sobre o montante total enquanto imposto de renda do VGBL só tributa o rendimento.

Decorrente do Covid-19, a SulAmérica teve que se reinventar e passar a operar digitalmente por conta do distanciamento causado pelo Coronavírus.

A empresa começou a fazer atendimentos digitais, como as operações de Cuidado Coordenado, que é um site onde oferece assistência para os médicos poderem organizar as suas consultas, mas está operação reflete 52% do custo total com sinistros no segmento de saúde e odonto; também implementaram o Médico na Tela, tendo 1,3 milhões de atendimento digital desde janeiro de 2020.

**Gráfico 6 - Receita da SulaAmérica em 2020 (R\$ milhões)**



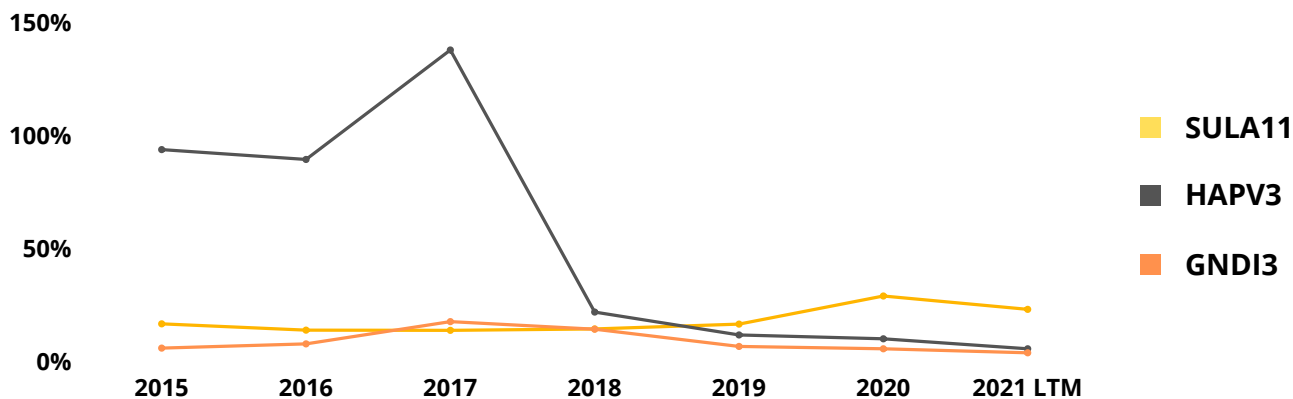
Fonte: RI da Empresa, Elaboração Própria.

Em 2021 a SulAmérica está com um foco na saúde integral para cuidar fisicamente, emocionalmente e financeiramente dos seus pacientes; com isso a empresa fez a aquisição da Docway, que é uma healthtech de saúde. Além da expansão tecnológica, a SulAmérica está com uma proposta de adquirir a Paraná Clínicas, que é uma rede de clínicas no sul do país, que pode adicionar certa de 25 mil beneficiários.

Pelo fato da companhia não ter hospital próprio, ela criou a SulAmérica Direto, que é uma nova linha de planos de saúde, que oferta acesso aos melhores hospitais, clínicas, laboratórios e ambulatórios para cada região.

A SulAmérica apresentou resultados positivos nos anos analisados, com uma melhora gradual dos seus indicadores. Nesse contexto, o crescimento do número de beneficiários está diretamente ligado a esses resultados.

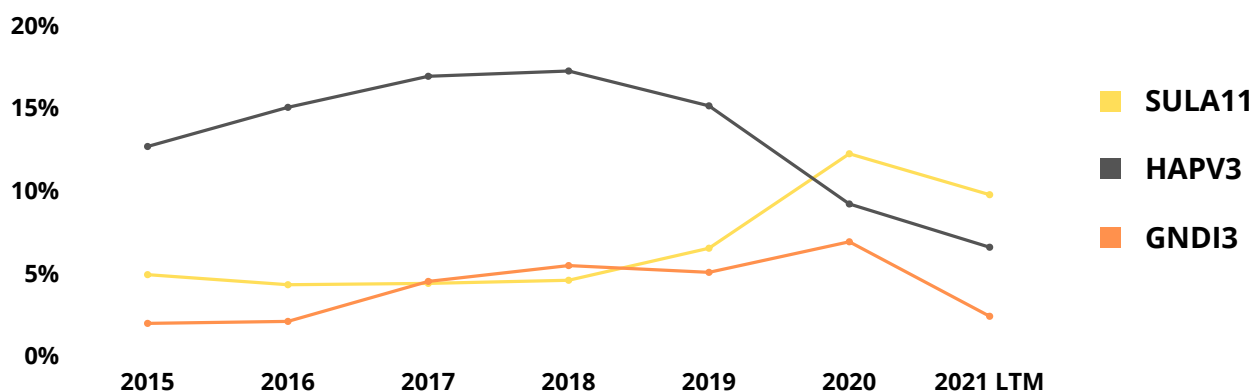
**Figura 1 - Indicador de Rentabilidade: ROE**



Fonte: Ri da Empresas, Elaboração Própria.

Em relação ao ROE, é importante destacar que houve uma queda de 5,91% no indicador, no ano de 2021 (LTM). Essa diminuição se deve ao aumento da sinistralidade. O alto número de casos de Covid-19 juntamente com a normalização de procedimentos eletivos e não urgentes fez com que a sinistralidade crescesse 3,8% no segundo trimestre de 2021.

**Figura 2 - Indicador de Rentabilidade: Margem Líquida**



Fonte: Ri das Empresas, Elaboração Própria.

Referente a Margem Líquida, a SulAmérica teve uma alta expressiva de 2019 para 2020, mas que decorreu da venda das suas operações de seguros de automóveis, tratando-se, portanto, de um lucro não recorrente com alta de 98,7% frente o ano de 2019. Mas a empresa vem melhorando sua margem líquida recorrentemente ao longo do tempo e os investimentos em tecnologia e inovação permitiram antecipar tendências de comportamento, com o uso cada vez maior de ferramentas digitais que foram imprescindíveis na pandemia e que gerarão valor futuro para a companhia.

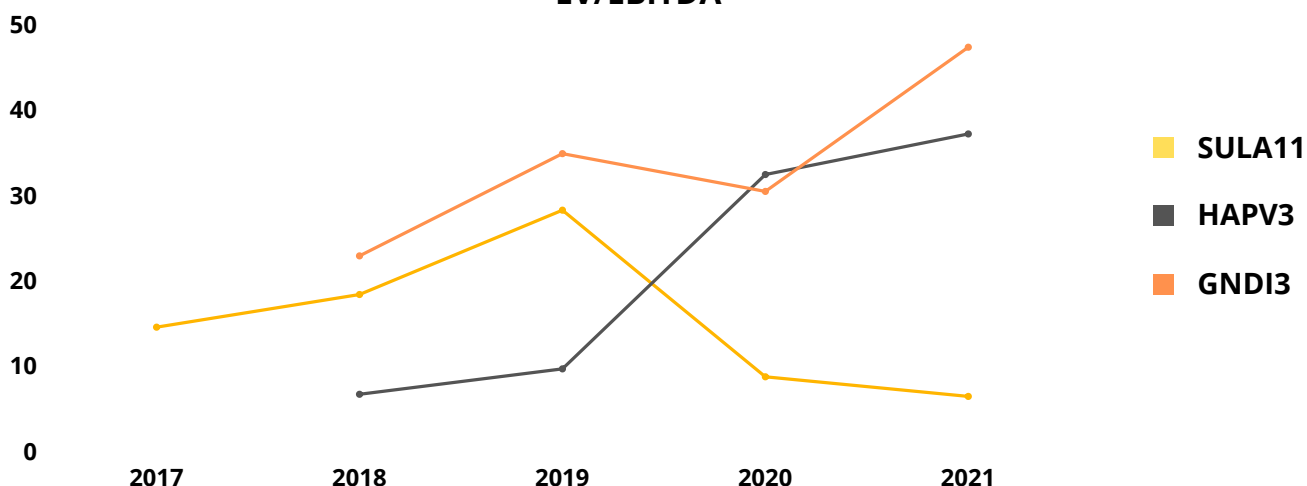
Quanto ao endividamento, a empresa se mostra extremamente conservadora, com sua dívida líquida se configurando em patamares negativos durante anos sucessivos.

## Valuation

### Enterprise Value / EBITDA

O EV/EBITDA é um indicador utilizado para demonstrar quantos anos seriam necessários para que o lucro operacional de uma empresa pagasse o investimento feito para comprá-la. Por meio deste é possível não só avaliar o tempo necessário para recuperar o investimento de sua compra, como também comparar empresas com regimes tributários diferentes e refletir na situação de uma empresa em expansão ou atuar como sinal de divergência em caso de uma empresa endividada que apresente EV/EBITDA alto, por exemplo.

**Figura 3 - Indicador de Mercado:  
EV/EBITDA**



*Fonte: Ri das Empresas, Elaboração Própria.*

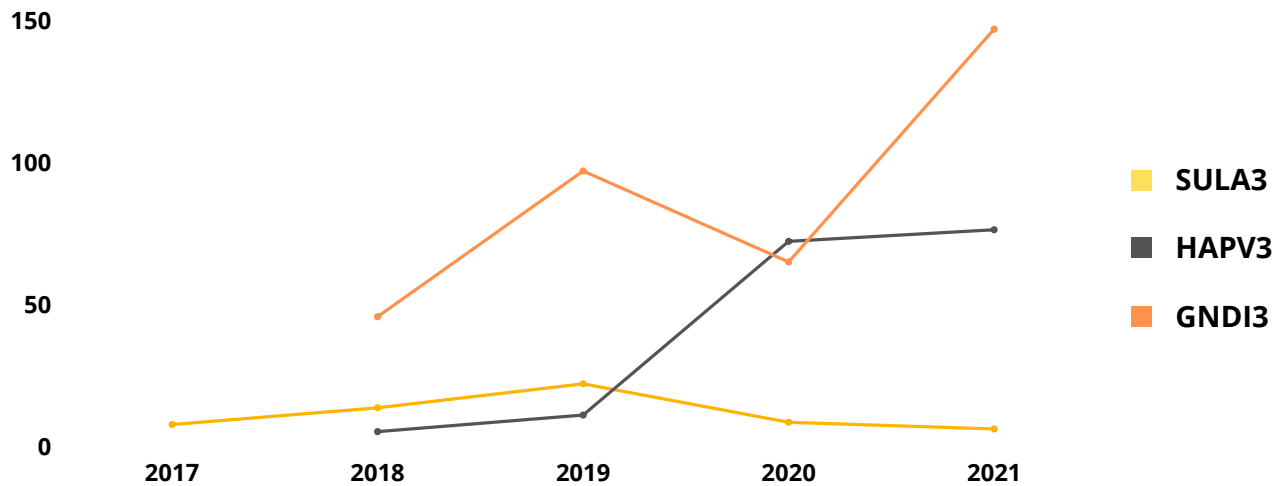
O modelo de negócios das seguradoras costuma ter como aspecto positivo para o valor da empresa os valores de dívida líquida, já que geralmente o aspecto de maior impacto advém das sinistralidades, que não costumam ter grandes oscilações. A SulAmérica, desde 2007, vem desempenhando percentuais com média de 3 pontos percentuais inferior ao mercado, ao passo que o CAGR (taxa de crescimento anual) subiu em 11,9%, o que explica os dados de EV/EBITDA crescentes de 2017 a 2019. Inevitavelmente, a partir de 2020, os índices de sinistralidades aumentaram, em decorrência da pandemia, em especial os de cuidado coordenado, que é responsável pelo acompanhamento mais próximo do cliente e que corresponde por 52% das sinistralidades da SulAmérica.

### Preço por Ação / Lucro por Ação

Esse indicador de Valuation é aplicado para saber o quanto o mercado está disposto a pagar pelo lucro gerado pela empresa. A utilização desse indicador facilita comparar empresas não só pelo preço das ações.



**Figura 4 - Indicador de Mercado:  
P/L**



*Fonte: Ri das Empresas, Elaboração Própria.*

Por conta da pandemia gerada pelo Coronavírus o setor de seguro ficou com seus riscos muito alto, fazendo com que os indicadores oscilassem em 2020. Mesmo com o Covid-19 a SulAmérica apresentou um aumento de 99% do seu Lucro Líquido no ano de 2020 comparado a 2019, decorrente a venda da sua operação de seguros de automóveis e em razão da sua inovação tecnológica, ampliando o seu número de clientes. Devido a variante delta o mercado está receoso em relação ao setor de seguro de vida, impactando a SulAmérica por ter mais de 50% da sua receita voltada ao segmento de saúde e odonto.

Pode-se perceber que a sula america é uma empresa que os investidores ainda não estão de olho, por conta disso o seu P/L está muito menor do que as da concorrentes.

## Valuation por fluxo de caixa descontado

De forma a reforçar a tese, foi feito a valuation por fluxo de caixa descontado (FCD) com projeções dos fluxos de caixas para os próximos 10 anos a uma média de 5,66% de crescimento da receita, baseado na média de variação da receita 2013 a 2021 (LTM). Levando em consideração todas as variáveis que impactam a companhia, chegamos ao target de R\$ 47,56 , apresentando um upside esperado de 83% com base na cotação atual do papel..

## Conclusão

A SulAmérica está se consolidando no mercado, principalmente no seguro de saúde e odontológico. A companhia se mostra focada em crescimento em todas as suas diferentes áreas de atuação, buscando por novas aquisições e investimentos em plataformas digitais. Um exemplo disso, é a recente aquisição da Órama Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.

Além disso, apesar da pandemia afetar diretamente a organização como mencionado durante o case, ela soube usar essa situação ao seu favor, focando nos atendimentos de forma online que já alcançou 1,2 milhão de terapias desde Janeiro de 2020. Ademais, durante o ano de 2020 a SulAmérica criou uma nova linha de produtos regionais mais acessíveis, chamada SulAmérica Direto, visando assim um crescimento orgânico.

Nesse contexto, a empresa apresenta uma boa situação financeira em que apesar das aquisições feitas, os indicadores de endividamento se mostram em situação de controle. Desse modo, perante as oportunidades de crescimento notadas e o receio dos investidores, acreditamos que é um bom momento para investir na SulAmérica.

### Disclaimer:

1. Este relatório não contém nenhuma recomendação de compra ou venda, pois nenhum dos membros da LMF possui CNPI;
2. A LMF UFPB se exime de qualquer responsabilidade sobre ganhos ou perdas no uso desse relatório para tomar decisões de investimentos particulares;
3. É vedado circular este relatório sem a devida menção da fonte e reconhecimento ao trabalho próprio desenvolvido aqui pelos analistas acadêmicos da Liga de Mercado Financeiro UFPB.
4. Toda análise elaborada aqui utilizou demonstrativos divulgados pelas empresas, além da opinião de analistas, dados do IBGE, BC e demais instituições de credibilidade. A nossa análise interna baseou-se em técnicas de valuation, beta, volatilidade, índices e outros comparativos usados no mercado financeiro.