

## SulAmérica (SULA11): Resultado do 3T20

### Resultados do 3T foram fortes, mesmo com um resultado financeiro anormal

Depois de um excelente 2T, a SulAmérica divulgou outro conjunto de resultados muito forte no 3T. O terceiro trimestre foi certamente outro trimestre anormal, positivamente afetado por uma sinistralidade mais baixa (já que as frequências ainda não retornaram completamente aos níveis pré-pandemia), mas negativamente afetado por resultados financeiros fracos (impactado por uma queda significativa da Selic e uma marcação a mercado de títulos do governo brasileiro). Olhando os resultados pró-forma (excluindo os recursos do desinvestimento nos negócios de Automóveis), a receita foi de R\$ 5,06 bilhões (+ 4,5% a/a; 2,5% acima de nossa estimativa), com lucro bruto de R\$ 754 milhões (17% acima de nossa projeção) crescendo 52% a/a, devido a uma sinistralidade menor. Por sua vez, o lucro líquido disparou 40% a/a para R\$ 286 milhões, 30% acima de nossa expectativa, apesar de ter sido afetado negativamente por resultados financeiros fracos (73% abaixo de nossa estimativa). O ROE recorrente da SULA atingiu saudáveis 17,3% nos últimos 12 meses.

### Índices de sinistralidade menores foram novamente uma surpresa! Sinais iniciais de sinistralidades melhores (recorrentes)!

A SULA apresentou prêmios de Saúde em linha com as estimativas no 3T, com um leve aumento de 3,6% a/a para R\$ 4,5 bilhões, indicando uma desconfortável pressão de preços, especialmente no segmento corporativo (-3,7% a/a). Destacamos o aumento saudável de + 4 mil t/t de crescimento orgânico em beneficiários de saúde (excluindo 94 mil vidas no segmento de Saúde da consolidação da Paraná Clínicas), que ficou acima de seus pares de seguros de saúde (- 87mil t/t vidas para Bradesco e - 6mil para a Porto Seguro). Ainda, as frequências mais baixas mais uma vez levaram a uma sinistralidade anormalmente baixa de 75,1% (-5 p.p. a/a), acima de nossa estimativa conservadora de ~78%. Muito desse efeito pode desaparecer gradualmente junto com a pandemia, mas acreditamos que a SULA tem espaço para obter uma melhor sinistralidade. Na verdade, a plataforma de atendimento coordenado da SULA também alcançou 671 mil beneficiários, ou 28% de sua base de membros, e recebemos bem essas iniciativas e as vemos como potenciais impulsionadores para mais economia de custos.

### Pagamento antecipado de JSCP irá impulsionar o retorno dos acionistas em 2020

Além do programa de recompra anunciado anteriormente, que já totalizava R\$ 445 milhões no final do 3T, a SULA também anunciou o pagamento antecipado de dividendos e juros sobre capital próprio (JSCP) relativos aos resultados dos 9 meses de 2020 no valor total de ~R\$ 550 milhões. No total, somando o programa de recompra de ações em andamento aos pagamentos antecipados

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Samuel Alves

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Yan Cesquim

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

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

#### Sul America (SULA11)

Data	13/11/2020
Ticker	SULA11
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	53,0
Preço (R\$)	40,6
Listagem	Nível 2

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	16.214,87
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	157,45

#### Valuation:

	2020E	2021E
P/L	17,7x	13,5x
P/VPA	2,5x	2,2x

#### Stock Performance:



do JCP, a SULA está retornando cerca de R\$ 1 bilhão aos seus acionistas. Recebemos bem essa mudança, pois a empresa gradualmente desbloqueia seu capital excedente, a fim de manter o ROE em um nível elevado.

### Rating de Compra mantido considerando o valuation atrativo e o momentum dos lucros

Reconhecemos que muito desse forte resultado do 3T ainda reflete frequências mais baixas (impulsionadas pela pandemia), mas os aspectos recorrentes dos resultados nos deixam ainda mais otimistas sobre a tese (base de beneficiários ainda resiliente em saúde, bom controle de despesas gerais e administrativas e dividendos robustos). Reiteramos nosso rating de Compra na SULA, pois a empresa é uma das melhores opções em saúde, oferecendo uma combinação vencedora de (i) um valuation atraente (P/E 2021 em 17x e 1,7x P/BV) e (ii) robusto *momentum* de lucros. Depois de inserir os trimestres recentes e o mais atual custo de capital do Brasil em nosso modelo, estabelecemos um novo preço-alvo para o fim de 2021 de R\$ 53 por ação (de R\$ 61 anteriormente).

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
P/BV por ação	14,5	15,2	17,6	12,3	10,5
P/VPA	2,8	2,5	2,2	1,8	1,7
P/L	20,6	17,7	13,5	16,5	17,1
Dividend Yield %	1,1	1,2	1,3	4,8	2,9

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	18.223	20.503	22.325	20.586	21.556
Lucro antes do imposto	1.256	1.380	1.556	1.521	1.487
Lucro Líquido	776	905	1.182	972	937
LPA (R\$)	1,97	2,30	3,00	2,47	2,38
DPA líquido (R\$)	0,47	0,47	0,55	1,96	1,19
Book Value por ação (R\$)	14,30	16,00	18,10	22,00	23,20

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\$ 40,63, em 12 de novembro de 2020.

Tabela 1: Resumo de resultados do 3T20

SULA - P&L, R\$mn	3T20A	3T20E	3T19A	2T20A	A/E	a/a	t/t
<b>Receita Líquida</b>	<b>5.059,2</b>	<b>4.941,1</b>	<b>4.842,9</b>	<b>4.793,2</b>	<b>2,4%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,5%</b>
Provisões Técnicas	-229,1	-167,1	-201,2	-141,6	37,1%	13,9%	61,8%
Custo caixa	-4.075,6	-4.128,9	-4.146,3	-3.718,1	-1,3%	-1,7%	9,6%
<b>Sinistralidade de Caixa</b>	<b>75,1%</b>	<b>78,0%</b>	<b>80,2%</b>	<b>69,5%</b>	<b>-2,9p.p.</b>	<b>-5,1p.p.</b>	<b>5,6p.p.</b>
<b>Lucro Bruto</b>	<b>754,5</b>	<b>645,0</b>	<b>495,4</b>	<b>933,5</b>	<b>17,0%</b>	<b>52,3%</b>	<b>-19,2%</b>
Desp. Gerais & Administrativos	-357,0	-360,8	-325,8	-379,6	-1,0%	9,6%	-6,0%
<i>como % da Receita Líquida</i>	<i>-7,1%</i>	<i>-7,3%</i>	<i>-6,7%</i>	<i>-7,9%</i>	<i>0,2p.p.</i>	<i>-0,3p.p.</i>	<i>0,9p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>397,5</b>	<b>284,3</b>	<b>169,6</b>	<b>553,9</b>	<b>39,8%</b>	<b>134,4%</b>	<b>-28,2%</b>
<i>Margem EBIT</i>	<i>7,9%</i>	<i>5,8%</i>	<i>3,5%</i>	<i>11,6%</i>	<i>2,1p.p.</i>	<i>4,4p.p.</i>	<i>-3,7p.p.</i>
Resultados Financeiros	14,5	53,5	107,9	69,9	-72,9%	-86,6%	-79,3%
Equivalência Patrimonial	-3,1	0,5	0,7	-4,0	-727,4%	-542,9%	-22,5%
Outros	-28,2	0,0	3,1	0,3	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>380,7</b>	<b>338,3</b>	<b>281,3</b>	<b>620,1</b>	<b>12,5%</b>	<b>35,3%</b>	<b>-38,6%</b>
Imposto de Renda	-94,7	-118,4	-77,2	-221,4	-20,0%	22,7%	-57,2%
<b>Lucro Líquido contábil</b>	<b>286,0</b>	<b>219,9</b>	<b>204,1</b>	<b>398,7</b>	<b>30,1%</b>	<b>40,1%</b>	<b>-28,3%</b>
<i>Margem Líquida</i>	<i>5,7%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,2%</i>	<i>8,3%</i>	<i>1,2p.p.</i>	<i>1,4p.p.</i>	<i>-2,7p.p.</i>

Fonte: SulAmérica 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 decisório 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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)