

Porto Seguro (PSSA3): Reunião com o presidente

Missão de repensar a alocação de ativos e gestão de capital

Na semana passada, realizamos uma reunião com o presidente Bruno Garfinkel, que assumiu o cargo há apenas 18 meses e recebeu a missão de repensar a alocação de ativos e a gestão de capital. Filho do acionista controlador Jayme Garfinkel, o Bruno está na Porto desde 2003 e o consideramos cheio de energia e de grandes ideias. Sua ambição é alavancar a força da marca Porto Seguro, indo muito além do “apenas” seguros. Para isso, a Porto quer acelerar o crescimento da base de clientes, duplicando os números nos próximos 5 anos, de ~ 8-9 milhões hoje.

Porto Seguro (literalmente) significa um "porto seguro" para os clientes

Para estabelecer sua estratégia 2020-25, em 2019 o Conselho iniciou uma discussão mais filosófica. Porto Seguro significa um “porto seguro”, e eles querem que isso aconteça para mais clientes, daí a ambição de dobrar a base de clientes em 5 anos e mudar a mentalidade cultural para desbloquear mais crescimento. Dada sua liderança em seguros de automóveis, é difícil dobrar o número de clientes nesse segmento. Mas eles podem criar produtos para aumentar a penetração do seguro de automóveis e alcançar novos clientes.

Buscando mais crescimento para alavancar em cima de uma marca forte/distribuição

Eles também possuem uma ampla estrutura de guinchos e oficinas que são basicamente um centro de custos. Mas aqui eles pretendem explorar os serviços de manutenção geral para monetizar essa infraestrutura. O Bruno também está otimista com o seguro saúde. Ele acredita que o aumento da importância da telemedicina devido à pandemia pode desencadear um movimento totalmente novo no setor. A Porto foi uma “vendedora” do seu braço de seguro de saúde no passado, mas agora é uma compradora. Ele realmente admira a insurtech Oscar Health dos EUA. Um spin off da unidade de saúde também está sendo considerado.

A história está ficando mais interessante e nosso viés na ação está melhorando

Por ser percebida como uma seguradora de automóveis, muitos investidores consideram a Porto um nome “chato”, embora essa liderança no segmento possa ser uma fonte de renda altamente lucrativa nos próximos anos. A Porto já é muito mais do que automóveis. E depois de conhecer Bruno, agora fica mais claro que eles têm sonhos muito maiores. Vemos os objetivos do Bruno como alcançáveis, mas os investidores provavelmente vão querer ver mais ações

BTG Pactual – Equity Research:

Eduardo Rosman

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Thomas Peredo, CFA

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Porto Seguro (PSSA3)

Data	19/01/2021
Ticker	PSSA3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	62,0
Preço (R\$)	50,0
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

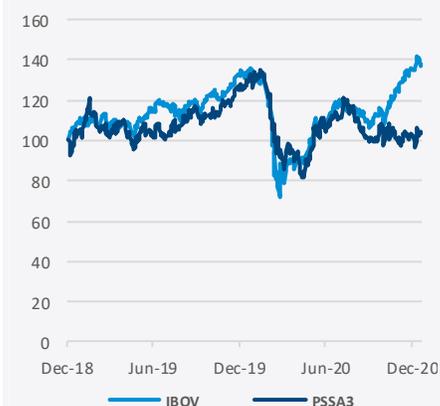
Market Cap. (R\$ mn)	16.097,53
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	54,60

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	11,7x	10,6x
P/VPA	1,8x	1,7x

Stock Performance:

Janeiro (%)	2,0%
LTM (%)	-19,5%



antes de incorporar um crescimento mais forte em seus modelos. Estamos mais positivos com a ação, mas, por enquanto, permanecemos Neutros.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
ROE%	16,7	17,3	19,7	15,6	16,1
P/BV por ação	2,2	2,5	1,8	1,8	1,7
P/L	13,1	14,7	9,5	11,7	10,6
Dividend Yield %	6,9	3,4	5,4	5,1	5,6

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	14.433	14.974	15.015	15.372	16.151
Lucro antes dos impostos	2.166	2.027	2.539	2.010	2.249
Lucro Líquido	1.284	1.377	1.659	1.383	1.518
LPA (R\$)	4,05	4,26	5,13	4,28	4,70
DPA Líquido (R\$)	3,57	2,13	2,57	2,57	2,82
BV por ação	23,64	25,58	26,62	28,31	30,17

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\$ 49,99, em 18 de Janeiro de 2021.

Ambições de dobrar o número de clientes em médio a longo prazo

Carreira do Bruno na Porto Seguro

- Ele é filho do lendário CEO e ex-presidente Jaime Garfinkel, cuja família controla a Porto Seguro.
- Começou na Porto em 2003, como estagiário, e percorreu diferentes áreas da empresa.
- Seu primeiro emprego foi no call center, recebendo reclamações. Em seguida, passou por áreas de back-office e outros departamentos até se tornar Diretor Gerente de Seguros de Automóveis.
- Mas em 2017, ele deixou para estudar em Harvard por 2 anos e se aprofundar em robótica / tecnologia, inovação e indústrias disruptivas.
- Ele também se juntou à equipe de RI em roadshows no exterior e aproveitou a oportunidade para conhecer vários players de seguros em todo o mundo.
- Em 2019, o Conselho considerou Bruno o melhor candidato a presidente devido à sua experiência na empresa, sua visão ampliada após 2 anos de estudos em Harvard e sua abundante energia para desafiar velhas ideias.

Nova estratégia de médio a longo prazo

- O Bruno se preocupa em não quebrar o legado familiar. Mas no início de seu mandato e na última participação de seu pai em uma reunião do Conselho, eles discutiram a estratégia para os próximos 5 anos.
- A conclusão foi que precisam de se concentrar na essência da Porto. Por que existe a Porto?
- Concluiu-se que a Porto Seguro existe para ser um "porto seguro" para clientes, acionistas, colaboradores e sociedade.

- Mas o Bruno queria estabelecer uma meta mais tangível, então ele definiu o “sonho” de dobrar o número de clientes da Porto.
- Com uma meta tão ambiciosa, a alta administração começou a discutir como alcançá-la e o que precisava ser mudado no Modus Operandi.
- Para aumentar o número de clientes, a Porto tem de ser mais do que uma seguradora. Os clientes de hoje têm mais informações devido a todas as melhorias tecnológicas.
- Eles são mais exigentes, então a receita que funcionou para empresas de sucesso não é mais válida.
- Isso requer uma mudança na cultura, de uma visão centrada nos negócios (com linhas de negócios altamente lucrativas) para uma abordagem centrada no cliente.
- A Porto já é mais do que um seguro de automóvel, uma vez que possui várias verticais de seguros e serviços financeiros. Mas essas verticais não eram muito independentes em termos de métricas operacionais e canais de distribuição, o que estava impedindo o crescimento.
- A Porto tem muitos atributos valiosos:
 - o Marca muito conhecida;
 - o Exército de corretores de seguros;
 - o Parceria com o banco nº 1 da América Latina, Itaú;
 - o ~ 8-9 milhões de clientes de varejo; e
 - o Vários setores onde ainda está longe de ser o número 1 em participação de mercado.
- O Conselho criou, assim, 4 novos setores de crescimento:
 - o Saúde;
 - o Seguro;
 - o Serviços financeiros; e
 - o Serviços.
- A estrutura e métricas operacionais também foram remodeladas para permitir que cada vertical seja independente em termos de métricas operacionais e tomada de decisão.

Saúde

- Este é provavelmente o vertical com maior potencial para desbloquear valor.
- A Porto negocia a 10x P/L para 2021, enquanto vários players do setor de saúde negociam com valuations muito mais caros.
- Há alguns anos, a Porto viu incoerências nos requisitos regulamentares e vendeu os seus planos individuais de saúde.
- Tiveram razão, mas vários players viram a oportunidade de gerar disrupção no setor com uma estratégia de verticalização.
- O Bruno avalia que eles perderam a oportunidade. Mas com mais tecnologia e menos restrições regulatórias à telemedicina devido à pandemia, ele diz que Porto pode surfar o próximo movimento disruptivo na indústria de saúde.
- Sua inspiração vem de algumas insurtechs, como a Oscar Health.
 - o Usando a Oscar Health como exemplo, a empresa se concentra mais em ciência de dados e desenvolveu um aplicativo de mais personalizado para os usuários.

- o O aplicativo oferece descontos aos clientes com base na quantidade de passos por dia.
- o O número de passos obviamente não é a estratégia principal aqui, mas cria o hábito dos clientes de irem primeiro ao aplicativo da Oscar Health quando estiverem doentes.
- o Ao ser contatado primeiro, a Oscar Health pode orientar o cliente no caminho mais econômico para resolver sua doença, principalmente por meio de consultas médicas por telemedicina.
- A Porto está desenvolvendo um app semelhante para lançar um novo negócio na área da saúde.
- No final do ano passado, a Porto lançou também a Porto Cuida, um produto de assinatura voltado para a população de baixa renda, onde os clientes pagam uma mensalidade de R\$ 19,90.
 - o O produto dá aos clientes acesso às consultas médicas via telemedicina.
 - o Para exames e procedimentos, os clientes têm acesso a preço mais barato que a Porto tem poder de barganha para negociar com hospitais e clínicas.
 - o No Brasil, o risco regulatório torna praticamente impossível a venda de planos de saúde para pessoas de baixa renda, sobrecarregando o sistema público de saúde (SUS).
 - o A Porto Cuida pode ser oferecido a preços atrativos a esta parcela da população (embora seja rentável para a Porto), proporcionando a estes clientes um melhor serviço em procedimentos de rotina a preços acessíveis.

Seguro de automóveis - a “vaca leiteira”

- A Porto detém cerca de 30% do mercado brasileiro de seguros de automóveis, dificultando a duplicação do número de clientes com produtos atuais.
- Mas, no Brasil, a penetração do seguro automóvel é de apenas 30% da frota de veículos, com a Porto detendo 9% de market share da frota total de automóveis.
- Com novos produtos visando para a parte pouco penetrada do mercado, a Porto vê espaço para “duplicar” a sua base de clientes.
 - o APVs (associações de proteção de veículos) desenvolveram serviços semelhantes ao seguro de automóveis que não têm a mesma carga regulatória, mas que muitas vezes não são tão “seguros” (ou seja, risco de fraude) para os clientes como produtos oferecidos por uma empresa de seguros sólida.
 - o Com a marca da Porto, se conseguirem desenvolver uma solução mais simples, com menor cobertura de sinistros, mas que ainda forneça guinchos e serviços de manutenção a preços acessíveis, poderão atingir este mercado de APV.
- Muitos investidores veem o seguro de automóvel tradicional como uma indústria madura / em declínio, pois em algum momento teremos carros sem motorista e outros meios de transporte.
 - o Mas, crucialmente, eles esquecem que este é geralmente o ponto na vida da indústria em que a lucratividade atinge seu ápice. Como o setor está maduro / em declínio, não há novos players para pressionar os preços e participantes não lucrativos tendem a ser adquiridos / consolidados.
- O mercado tem espaço para aumentar a consolidação, pois ainda existem vários players sem uma base de clientes grande o suficiente para serem assertivos na precificação e lucratividade.
- E não há novos participantes. Ninguém quer investir pesadamente para construir uma ampla distribuição e infraestrutura de serviços a fim de enfrentar uma indústria em declínio, o que significa que o seguro de automóveis é uma verdadeira fonte de renda.
- O negócio Santander-HDI abriu os olhos da Porto para a oportunidade de impulsionar a venda cruzada de seguros de automóveis com empréstimos.

- É uma grande oportunidade para a Porto vender mais crédito aos clientes, além de também estarem pensando em um produto semelhante para desenvolver com bancos parceiros (incluindo o Itaú).
- Ele está muito otimista com o seguro de automóveis para 2021. 2020 já foi uma grande surpresa, dada a recuperação mais rápida do que o esperado nas vendas de carros novos. E 2021 também começou em um ritmo impressionante - devido à pandemia, as pessoas estão mais interessadas em ter um carro e evitar o transporte público / compartilhado.

Outros produtos de seguro

- Para outros produtos de seguro, ele vê muitos caminhos de crescimento.
- O desafio aqui é vender qualquer produto de seguro que obtenha pelo menos o lucro médio atual de uma apólice de seguro.
- Também não têm exclusividade com o Itaú e estão abertos a outros contratos de Bancassurance.

Serviços financeiros

- Eles já têm um processo de aprovação estilo fintech em que os clientes não precisam preencher nenhuma papelada.
- Este segmento está crescendo muito e já representa + 40% da receita líquida.
- Para atender melhor os clientes aqui, eles não precisam construir um banco do zero. Existem vários players que oferecem uma experiência de usuário de alto nível com serviços bancários. Os clientes não precisam de um banco ... eles precisam de serviços bancários.
- Cartões de crédito: ir atrás de novos clientes já se mostrou não a melhor estratégia. Mas os clientes da Porto vão muito além do seguro automóvel e pretendem explorar isso.

Serviços gerais

- A Porto possui uma ampla estrutura de atendimento aos clientes: guinchos, oficinas, encanadores e demais manutenções residenciais.
- Mas essa estrutura foi tratada apenas como um centro de custo. Eles perderam a oportunidade de se tornar o que a Rappi se tornou: um amplo distribuidor de serviços.
- Mais importante, os clientes realmente confiam na marca – chegando ao ponto em que a Porto tem acesso às casas dos clientes.
- Ele vê uma oportunidade de alavancar essa estrutura de custos para se tornar um segmento de negócios totalmente novo. A Porto já tem a última milha... só falta começar a rentabilizar.

Canais de distribuição

- O principal canal de distribuição sempre foi sua rede de corretores. Todos os produtos foram lançados para aumentar o portfólio de produtos que os corretores podem vender aos clientes.
- Mas agora existem produtos em que o principal canal de distribuição não são corretores. Isso é parte de uma mudança cultural para focar na melhor distribuição de produtos - os corretores não precisam ser o canal principal o tempo todo.

o Quando a Porto começou a vender consórcios, os corretores não entendiam o produto e o CAC (custo de aquisição de clientes) era muito alto.

o Mas a Porto criou um espaço de venda próprio e um canal digital, com um CAC muito inferior, e impulsionou o crescimento das vendas e a rentabilidade dos consórcios.

- A administração agora também tem metas de crescimento (dobrar a base de clientes) em vez de apenas metas de lucratividade. O tempo gasto para acelerar o crescimento é mais longo.
- Os corretores continuam sendo o principal canal de seguros de automóveis e residenciais. Porém, para outros produtos, cada gerente de produto é livre para encontrar a melhor maneira de aumentar as vendas.
- Bancassurance (Itaú + outros bancos) e a plataforma digital também são canais de distribuição importantes a serem explorados.

Estratégia de fusões e aquisições e excesso de capital

- A estratégia de M&A foca os mesmos quatro segmentos estratégicos: i) saúde, ii) seguros de ramos elementares, iii) serviços financeiros e iv) serviços gerais. Mas a estratégia pode ser implementada em duas partes.
- A primeira estratégia é por meio do recentemente criado fundo de Private Equity.
 - o A Porto sente-se confortável testando estratégias mais disruptivas e não precisa de controle nas empresas investidas.
 - o A ideia é captar novas ideias e testar como podem funcionar fora da estrutura da Porto.
- A segunda estratégia é através de fusões e aquisições mais tradicionais, com transações maiores e onde a Porto precisa de ter controle para integrá-las na estrutura corporativa.
- O nível de excesso de capital sempre foi criticado pelos investidores. Mas a Porto já fez duas distribuições extraordinárias para aplicar o excesso de capital.
 - o Com a pandemia, a lucratividade melhorou muito devido ao menor nível de sinistros. E eles mais uma vez têm um problema "bem-vindo" de excesso de capital.
 - o O Bruno não planeja carregar muito mais caixa do que o necessário para administrar o negócio e desenvolver as 4 estratégias principais. Ele quer dar melhor linearidade aos investidores sobre como eles analisam a liquidez e como irão agir.

Valuation

- O Bruno disse que a Porto acabou por ter muito mais sucesso do que o seu avô e o seu pai sequer imaginaram. Mas como a família nunca teve a intenção de vender o negócio, no passado eles não prestavam muita atenção à valuation em si.
- Mas o jogo mudou e ele acredita que o valuation é importante para dar mais poder de M&A à empresa.
 - o Muitos players de seguro saúde negociam com múltiplos muito altos. Assim, em uma disputa com a Porto por um ativo, esses players têm espaço para pagar a mais que a Porto em mais de 30-40%.
- Portanto, há espaço para melhorar a abordagem e ajudar os investidores a ver o potencial de desbloqueio de valor, que pode se refletir em múltiplos de ações.
- A Porto vem aumentando o LTV dos clientes e a ganhando *share of wallet*. Eles cresceram com sucesso em outros produtos de seguros, cartões de crédito, consórcio e outros produtos.
- A abordagem é tornar a estratégia da Porto em cada segmento mais clara para os investidores. E à medida que a Porto começa a cumprir as suas estratégias, o mercado passa a confiar mais na sua capacidade de crescimento.

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual 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 BTG Pactual 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 fatores sobre os quais o BTG Pactual 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 BTG Pactual 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 BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual 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 BTG Pactual 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 BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual 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 BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

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

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