

## SulAmérica (SULA11): Resultado do 4T20

### Resultados mais fracos devido à sazonalidade incomum (e desfavorável)

Após uma série de resultados fortes, refletindo ventos favoráveis por frequências mais baixas durante a pandemia, a SULA divulgou resultados fracos no 4T. Foi também outro trimestre anormal, mas desta vez afetado por uma MLR (sinistralidade) mais alta (impulsionado pelo aumento nas internações da Covid19 combinado com a normalização de procedimentos eletivos), efeitos não recorrentes no G&A (Despesas Gerais e Administrativas), PDDs maiores e resultados financeiros fracos (impactados por uma queda significativa da taxa Selic + marcação a mercado pontual de títulos públicos). Olhando os resultados, a receita líquida foi de R\$ 5,25 bilhões (+ 6,6% a/a; 2% abaixo de nossa projeção), com lucro bruto de R\$ 524 bilhões (30% abaixo de nossa estimativa de R\$ 738 milhões; -37% a/a), impactado por uma sinistralidade (MLR) maior. Por sua vez, o lucro líquido foi de R\$ 42 milhões (queda de 90% a/a), impactado pelos itens mencionados acima. O ROE recorrente da SULA atingiu 12% nos últimos 12 meses.

### Sinistralidade mais alta no 4T! Explicando os efeitos não recorrentes

A SULA reportou prêmios em linha com as estimativas no 4T em saúde, um aumento de 7% a/a para R\$ 4,8 bilhões, implicando em um crescimento orgânico favorável e a consolidação da Paraná Clínicas. Destacamos o aumento orgânico saudável da base de beneficiários em 22 mil t/t em saúde, que ficou acima de seus pares de seguros de saúde (-6 mil t/t vidas para BBDC e +7mil para PSSA). Ainda, a retomada das frequências não eletivas combinadas com hospitalizações mais altas de covid-19 resultaram em uma sinistralidade anormalmente mais baixa de 80% (-6p.p. a/a), um pouco acima de nossos 78%. O 4T também foi impactado por efeitos não recorrentes. Começando pelas despesas gerais e administrativas, a empresa destacou: (i) R\$ 37 milhões referente a reversão positiva de despesas tributárias em 2019; (ii) R\$ 21 milhões referentes ao acordo de transação com a Allianz; (iii) R\$ 14 milhões referentes a despesas com publicidade; e (iv) R\$ 14 milhões relacionados a demandas trabalhistas de anos anteriores. Também vimos um PDD adicional de R\$ 33 milhões devido a uma abordagem mais conservadora em resposta à pandemia.

### Apesar dos números fracos no 4T, 2020 foi um ano notável

Foi um trimestre fraco, mas 2020 também deve ser lembrado por sua redução recorde de sinistralidade e expansão notável de iniciativas digitais e de corte de custos. A sinistralidade consolidada da SULA totalizou 76,9% em 2020 (vs. 78,9% em 2019) excluindo os efeitos negativos da Covid-19 (contabilizando este efeito, a sinistralidade teria sido de 72,5%). Em uma comparação proforma (excluindo a unidade de automóveis dos números de 2019), a receita líquida cresceu 6% a/a em 2020, o lucro bruto aumentou 18% a/a e SULA adicionou 45

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Samuel Alves

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Yan Cesquim

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Eduardo Rosman

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 (SULA 11)

Data	25/02/2021
Ticker	SULA 11
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	53,0
Preço (R\$)	36,3
Listagem	Nível 2

#### Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	14.454,44
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	139,20

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	15,3x	11,3x
P/BV	1,6x	1,6x

#### Stock Performance:

Fevereiro (%)	-8,9%
LTM (%)	-35,2%



mil beneficiários organicamente. Também conseguiu aumentar o número de membros ativos em sua plataforma coordenada de saúde em 74% a/a para 593 mil beneficiários (25% da base total).

### Ainda temos uma classificação de Compra, mas o momentum não é ótimo

Como o 4T foi impactado, principalmente, por frequências anormalmente altas, isso não muda nossa visão sobre a SulAmérica, daí nossa classificação de Compra. No entanto, apesar de seu valuation atraente (P/L 2021 em 17x e 1,6x P/BV), o momentum parece desafiador, já que algumas das circunstâncias que levaram aos fracos resultados do 4T da SULA provavelmente persistirão no curto prazo. Os casos de hospitalização relacionados ao Covid-19 devem continuar, enquanto os tratamentos médicos regulares estão retornando gradualmente. Mas, dados os sólidos fundamentos de crescimento da indústria e o bom valuation, a SULA continua sendo um bom nome para enfrentar essa onda de crescimento assim que a normalidade retornar.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
ROE %	17,6	12,3	10,5	13,9
P/VPA	3,3	2,0	1,6	1,6
P/L	20,0	18,0	15,3	11,3
Dividend Yield %	0,9	4,4	3,3	8,9

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019E	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	22.325	20.886	21.192	23.884
Lucro antes do imposto	1.556	1.330	1.382	1.927
Lucro Líquido	1.182	827	871	1.214
LPA (R\$)	3,00	2,10	2,21	3,08
DPA líquido (R\$)	0,55	1,82	1,10	3,08
Book Value por ação (R\$)	18,10	22,00	23,10	23,10

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\$ 36,35, em 24 de Fevereiro de 2021.

Tabela 1: Resumo dos resultados do 4T20

SULA - P&L, R\$m n	4T20A	4T20E	4T19A	3T20A	A/E	a/a	t/t
<b>Receita Líquida</b>	<b>5.253,6</b>	<b>5.352,2</b>	<b>5.755,1</b>	<b>5.059,2</b>	<b>-1,8%</b>	<b>-8,7%</b>	<b>3,8%</b>
<i>Saúde + Odonto</i>	4.821,1	4.968,9	4.508,8	4.669,2	-3,0%	6,9%	3,3%
<i>Auto</i>	0,0	0,0	817,3	0,0	-	-	-
<i>Seguro de vida + Previdência</i>	414,7	371,2	371,8	372,6	11,7%	11,5%	11,3%
<i>Capitalização</i>	0,1	0,0	18,9	0,1	-	-	-
<i>AuM</i>	17,7	12,1	38,3	17,3	46,0%	-53,8%	2,2%
Provisões Técnicas	-263,2	-163,8	-93,5	-229,1	60,6%	181,4%	14,9%
Custo caixa	-4.466,1	-4.450,4	-4.692,3	-4.075,6	0,4%	-4,8%	9,6%
<b>Sinistralidade de Caixa</b>	<b>80,2%</b>	<b>78,0%</b>	<b>75,2%</b>	<b>75,1%</b>	<b>2,2p.p.</b>	<b>5,0p.p.</b>	<b>5,1p.p.</b>
<b>Lucro Bruto</b>	<b>524,3</b>	<b>738,0</b>	<b>969,3</b>	<b>754,5</b>	<b>-29,0%</b>	<b>-45,9%</b>	<b>-30,5%</b>
Desp. Gerais & Administrativos	-529,0	-368,6	-404,2	-357,0	43,5%	30,9%	48,2%
<i>como % da Receita Líquida</i>	-10,1%	-6,9%	-7,0%	-7,1%	-3,2p.p.	-3,0p.p.	-3,0p.p.
<b>EBIT</b>	<b>-4,7</b>	<b>369,4</b>	<b>565,1</b>	<b>397,5</b>	<b>-101,3%</b>	<b>-100,8%</b>	<b>-101,2%</b>
<i>Margem EBIT</i>	-0,1%	6,9%	9,8%	7,9%	-7,0p.p.	-9,9p.p.	-7,9p.p.
Resultados Financeiros	33,0	31,0	108,0	14,5	6,4%	-69,4%	127,6%
Equivalência Patrimonial	-2,1	0,5	0,0	-3,1	-492,4%	5022,0%	-32,3%
<b>EBT</b>	<b>28,3</b>	<b>400,9</b>	<b>673,2</b>	<b>380,7</b>	<b>-92,9%</b>	<b>-95,8%</b>	<b>-92,6%</b>
Imposto de Renda	14,2	-124,3	-108,3	-94,7	-111,4%	-113,1%	-115,0%
<b>Lucro Líquido contábil</b>	<b>42,5</b>	<b>276,6</b>	<b>564,9</b>	<b>286,0</b>	<b>-84,6%</b>	<b>-92,5%</b>	<b>-85,1%</b>
<i>Margem Líquida</i>	0,8%	5,2%	9,8%	5,7%	-4,4p.p.	-9,0p.p.	-4,8p.p.

Fonte: Sul América 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 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)