

## Sulamérica (SULA11): Resultado do 3T21

### Resultados fracos do 3º trimestre (conforme esperado); Sinistralidade caixa sem covid-19 de volta aos níveis pré-pandêmicos

A SULA reportou outro conjunto fraco de resultados no terceiro trimestre, ainda atingido por altos níveis de hospitalizações por Covid-19 (embora desacelerando progressivamente), juntamente com a retomada de frequências eletivas. O faturamento foi de R\$ 5,24 bilhões (+ 4% a/a), impulsionado pelo forte crescimento orgânico, mas 4% abaixo de nós em um ticket médio abaixo do esperado. Desta vez, a sinistralidade foi de 84% (queda de 1,7 p.p. t/t, mas 0,5p.p. pior do que nossa estimativa), refletindo R\$ 212 milhões de gastos em tratamentos de covid-19 (sem a covid, a sinistralidade foi de 80%, 0,5 p.p. abaixo do 3T19). Enquanto isso, as despesas gerais e administrativas também aumentaram no terceiro trimestre (7,8% da receita geral, deteriorando 200 bps t/t, 80 bps abaixo de nós), atingindo R\$ 22 milhões com gastos de publicidade relacionados ao lançamento de novos produtos na faixa média de renda (não recorrente). Ao todo, o lucro bruto foi de R\$ 357 milhões (-53% a/a, 22% acima de nós) e o EBITDA foi de -R\$ 17 milhões (-104% a/a; vs. nosso -R\$ 52 milhões). Finalmente, o lucro líquido veio em surpreendentes R\$ 280 milhões (diminuindo apenas 2% a/a, superando nossa estimativa de -R\$ 1 milhão), refletindo: (i) o reconhecimento de ~ R\$ 235 milhões em créditos tributários contabilizados na linha de impostos de renda; e (ii) melhores receitas financeiras (R\$ 111 milhões, acima dos R\$ 14 milhões do ano anterior), impulsionado pela alta da Selic + R\$ 25 milhões em ganhos também relacionados à créditos tributários acima mencionados.

### Expansão orgânica em todos os negócios; destacando atuação da Sula Direto

A SULA postou um aumento orgânico de membros de saúde de 44 mil t/t (superando alguns pares no terceiro trimestre, como o GNDI), enquanto a divisão odontológica adicionou 70 mil beneficiários no trimestre. Enquanto isso, a SulAmérica Direto (linha de produtos mais acessível da SULA) atingiu 42 mil beneficiários (alta de 27% t/t), adicionando 9 mil beneficiários t/t (representando cerca de 20,5% das adições líquidas de saúde da SULA no trimestre).

### Como esperado, as despesas de covid-19 continuaram a prejudicar a sinistralidade caixa e a taxa de perda de vidas

A SULA postou outro trimestre de sinistralidade caixa anormalmente alto no terceiro trimestre, chegando a 84% (+ 8,9p.p. a/a, + 3,9p.p. Vs. 3T19 e -1,7p.p. vs. 2T21) devido a R\$ 212 milhões em despesas relacionadas à Covid-19 (ou ~ 4.3p.p. da sinistralidade caixa do 3T21 da SULA). No entanto, excluindo os impactos da covid-19, a sinistralidade foi de 80% (-0,5p.p. vs. 3T19). Também observamos que a perda de seguros de vida foi de 102% no terceiro trimestre, saltando 29,7 p.p. a/a, refletindo principalmente R\$ 56 milhões em sinistros relacionados à cobertura de mortes da Covid-19 (ou 40,8 p.p. da taxa de perda total dos seguros de vida). Apesar do ambiente

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Samuel Alves

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Yan Cesquim

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Marcel Zambello

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

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

#### Sul America (sula11)

Data	11/11/2021
Ticker	sula11
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	38,0
Preço (R\$)	29,7
Listagem	Nível 2

#### Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	11.931,59
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	122,81

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	37,7x	10,6x

#### Stock Performance:

Novembro (%)	14,3%
LTM (%)	-22,7%



ainda difícil no terceiro trimestre, a empresa sinalizou que as frequências covid-19 continuaram a cair no quarto trimestre com a vacinação acelerando no Brasil, apontando dinâmica mais saudável ao longo dos próximos trimestres.

## Tecnologia e iniciativas de novos produtos

A empresa continua a desenvolver sua plataforma de atendimento coordenado, alcançando 786 mil membros, um forte aumento de 49% a/a, já representando 31% do seu total de beneficiários. Sinalizamos que a iniciativa abre caminho para que a SULA avance em novos modelos de remuneração, trazendo maior previsibilidade e sustentabilidade ao setor. A SULA atingiu 160 mil vidas no segmento de médio porte (incluindo SULA Direto), combinando um sólido crescimento orgânico com a recente aquisição da Santa Casa de Ponta Grossa (a ser consolidada no quarto trimestre). Por fim, a SulAmérica reportou outro trimestre com grande número de atendimentos remotos em sua plataforma digital, alcançando 367 mil no terceiro trimestre (para mais de 1 milhão no acumulado do ano).

## Mantemos nossa compra! Um nome defensivo para investir nas taxas de juros mais altas

Ainda é difícil rastrear os resultados reais da SULA, uma vez que a dinâmica mudou drasticamente devido à Covid-19 (hospitalizações de pacientes da Covid-19, adiamentos de procedimentos eletivos, reivindicações de seguro de vida), mas ainda gostamos os aspectos recorrentes dos resultados: (i) expansão do quadro de beneficiários de saúde (que deve acelerar com o retorno da atividade econômica); e (ii) a sólida evolução de novos produtos (como SulAmérica Direto). Além disso, vemos SULA como uma empresa defensiva para investir no recente aumento nas taxas de juros (já que a empresa se beneficia de melhores receitas financeiras). Depois de atualizar o custo de capital do Brasil em nosso modelo, estamos reduzindo nosso preço alvo de 2022 para R\$ 38 /ação (de R\$ 42 / ação).

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
ROE %	17.6	11.9	4.1	14.7	20.7
Preço/ Valor Patrimonial	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
P/L	9.9	15.7	37.7	10.6	7.1
Dividend Yield %	1.8	6.6	1.3	4.7	7.0

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	22,325	20,738	21,468	23,847	27,585
Lucro antes de impostos	1,556	1,116	584	1,883	2,714
Lucro Líquido	1,182	807	335	1,197	1,779
LPA (R\$)	3.00	1.89	0.79	2.81	4.18
DPA líquido (R\$)	0.55	1.95	0.39	1.41	2.09
Valor patrimonial por ação	18.1	19.0	19.2	19.2	21.3

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\$ 29,68, em 10 de novembro de 2021.

## 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)