

Porto Seguro (PSSA3 – Compra)

Estratégia visa otimização dos custos, melhora de eficiência operacional, maior rentabilidade, através da diferenciação e o crescimento dos negócios

Victor Luiz de F Martins, CNPI

vmartins@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2565

Iniciamos a cobertura de Porto Seguro com recomendação de COMPRA e preço justo de R\$ 70,00 por ação. Para tanto consideramos o fluxo de caixa e o Modelo de desconto de Dividendos - DDM, um custo de capital de 9,0%, taxa na perpetuidade de 3,5% e premissas de crescimento que entendemos como sustentáveis para os próximos anos. A companhia se destaca pela liderança nos segmentos de Seguro Auto, Residência e Fiança locatícia e deve se beneficiar da melhoria do ambiente macroeconômico e dos ganhos de eficiência.

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

Tese de Investimento

Nossa expectativa é de que a economia brasileira possa retomar trajetória de crescimento sustentável. A inflação segue ancorada, possibilitando ao Banco Central se utilizar de uma política monetária “estimulativa” com taxas de juros abaixo da taxa estrutural. O nível de emprego e renda deve melhorar de forma gradual, contribuindo, no conjunto, para o crescimento do PIB, aumento da confiança dos agentes econômicos e da sociedade. A Porto Seguro deve se beneficiar desse cenário, registrando resultados consistentes, com crescimento dos prêmios e maior eficiência na operação.

A companhia apresenta um bom histórico de crescimento. Nos últimos 6 anos, de 2013 a 2018, a taxa média de crescimento anual (CAGR) foi de 8% para as Receitas “ex” outras operacionais e de 13% para o Lucro Líquido. Esperamos a continuidade desta trajetória de crescimento nos próximos anos. Nosso horizonte de projeção (5 anos a partir de 2019 e perpetuidade no 6º ano), utilizando premissas que entendemos como conservadoras, conduzem a um CAGR de 5% para a Receita e de 10% para o Lucro Líquido.

Administrada de forma eficiente, com ações listadas no “Novo Mercado” é controlada pela família Garfinkel juntamente com o Itaú Unibanco, através da Holding PSIUPAR que possui 71,8% do capital total, com free float de 28,2% e Valor de Mercado de R\$ 18,3 bilhões.

A sinistralidade da empresa tem sido uma das mais baixas do mercado, resultado principalmente da sofisticação no seu modelo de subscrição de riscos e da disciplina de preços. Existem claras oportunidades a serem exploradas, relacionadas ao potencial do mercado, a melhora da sua operação, a expansão geográfica, a diversificação de negócios e acesso a novos canais de vendas.

A Porto Seguro deve então ampliar sua penetração, principalmente do Seguro Auto em regiões onde ainda não é líder e também fortalecer a diversificação de portfólio através de produtos relacionados a outros segmentos de atuação, com rentabilidade mais atrativa, e que devem trazer maior crescimento dos prêmios e incremento de rentabilidade. A companhia pretende ainda desenvolver operações de startup, intensificar o uso da internet e desenvolver sua plataforma digital.

O oferta dos produtos e marcas de Auto foi alterada para um modelo de “co-branding” buscando aumento de eficiência operacional e maior competitividade na oferta das marcas e ampliando as opções para os clientes Itaú. A Porto Seguro é a 16ª marca mais valiosa do Brasil e a 1ª em Seguros. Está entre as “Top 20” desde 2017, sendo que a marca mais valiosa é o Itaú Unibanco, o que motivou a alteração do modelo.

Os riscos incluem uma atividade econômica ainda aquém do desejado, com influência direta no crescimento do mercado de seguros e dos prêmios; maior competitividade na indústria, notadamente no segmento Auto, maior frequência de sinistros, ganhos de sinergia abaixo do esperado, pior desempenho dos negócios não relacionados a seguros e maior impacto da redução das taxas de juros no resultado financeiro.

Código	PSSA3	
Recomendação	COMPRA	
Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	56,70
Preço justo	R\$ /ação	70,00
Potencial	%	23,5
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	46,79 - 61,72

Dados da Ação		
Total de ações	milhões	323,1
Ações Ordinárias	%	100,0
Free Float	%	29,1
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	34,4
Valor de Mercado	R\$ milhões	18.323

Desempenho da Ação			
	Dia	Ano	52 Sem.
PSSA3	0,1%	11,8%	15,3%
Ibovespa	-0,3%	19,2%	24,9%

Principais Múltiplos			
	2018	2019E	2020E
P/L (x)	12,4	12,4	11,3
ROE (%)	19,1	18,5	18,7
Receita Líquida (R\$ mm)	15.162	17.474	18.530
Lucro Líq. recorr. (R\$ mm)	1.318	1.475	1.625
Margem Líquida (%)	8,7	8,4	8,8
Payout (%)	111,0	55,0	55,0
Retorno Dividendo (%)	8,9	4,4	4,9
Cotação/VPA (x)	2,2	2,2	2,0

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

Estratégia segundo a companhia. Sua estratégia está focada no atendimento e relacionamento com clientes e corretores, através da oferta de produtos diferenciados, com serviços abrangentes e de qualidade.

- Foco no varejo, no segmento de Pessoas Físicas (PF) e Pequenas e Médias Empresas (PME's), com riscos pulverizados, visão detalhista, entendendo as particularidades e as características de cada negócio;
- Adequada precificação, seleção de riscos diferenciada, e busca por crescimento que resulte em rentabilidade sustentável no longo prazo;
- Atendimento com empatia e "toque humano", mesmo em um ambiente digital com soluções que tenham um significado "genuíno" para os clientes;
- Nível de serviço elevado, considerando as expectativas de cada marca/serviço, através de segmentação para melhor atender as necessidades e preferências dos clientes;
- Estratégia de longo prazo, inovação e empreendedorismo como componente para o crescimento, e produtos que possam ser comercializados pelo canal corretor.

Desafios e Oportunidades. A companhia enxerga oportunidades a serem exploradas relacionadas ao potencial do mercado, a melhora da operação, a expansão geográfica, a diversificação de negócios e aos acessos a novos canais de vendas. Nesse sentido busca:

- Ampliar a penetração da indústria de seguros, notadamente do Seguro Auto em regiões onde a companhia ainda não é líder.
- Diversificação de portfólio através de produtos relacionados a outros segmentos de atuação, com rentabilidade mais atrativa. Nesse contexto, a participação relativa destes outros segmentos, deve crescer em relação ao segmento Auto, que segue relevante no portfólio de produtos da companhia;
- Desenvolver as operações de startup e ao mesmo tempo, aumentar a eficiência operacional, intensificar o uso da internet e desenvolver a sua plataforma digital.

Fatores de Risco. Os riscos incluem uma atividade econômica ainda aquém do desejado, com influência direta no crescimento do mercado de seguros e dos prêmios; maior competitividade na indústria, notadamente no segmento Auto, maior frequência de sinistros, ganhos de sinergia abaixo do esperado, pior desempenho dos negócios não relacionados a seguros e maior impacto da redução das taxas de juros no resultado financeiro da companhia. Somem-se:

- Mudanças na indústria de seguros brasileira podem impactar a companhia, seus negócios e resultados.
- Queda da capitalização ajustada ao risco ou piora no desempenho operacional; execução malsucedida da estratégia de crescimento ou um rebaixamento no nível de risco-país do Brasil.
- Exposição aos riscos de concentração relacionados às dinâmicas regulatórias, macroeconômicas e políticas.
- Ocorrência de riscos futuros não identificados ou antecipados pode ter efeito adverso relevante sobre os resultados da companhia.

Cenário Setorial

O setor de Seguros e Previdência contempla quatro grandes segmentos, sendo eles Seguros Gerais, Pessoas (Vida e Previdência), Capitalização e Saúde, dispostos em ramos de atuação. Nas décadas de 80 e 90 o mercado brasileiro de seguros, previdência aberta e capitalização registrou modesto crescimento, reflexo da inflação elevada, baixa competição e reduzida penetração. A partir de 1990 as companhias tornaram-se mais atuantes, com maior liberdade de precificação o que possibilitou a chegada de diversas empresas internacionais, resultando na maior oferta de produtos e melhora na prestação dos serviços.

Nas últimas duas décadas, os principais indicadores do mercado segurador brasileiro evoluíram fortemente, tanto na receita com prêmios de seguros e contribuições aos planos de previdência, quanto no quociente dessa receita contra o PIB. Segundo a SUSEP, o crescimento médio anual (CAGR) dos últimos 10 anos do mercado de Seguros e Previdência foi de 13% ao ano.

O mercado de seguros no Brasil é concentrado em três sub-ramos: seguro saúde, seguros de pessoas (vida, acidentes e previdência) e automóveis. Juntos estes seguros representam 85% da receita. No entanto, o mercado tem crescido de forma significativa em ramos não tradicionais como patrimonial, transporte, riscos financeiros, habitacional, rural e outros. Em 2017, tomando por base a arrecadação, a relação do mercado segurador versus o PIB, era de 6,5% e deve finalizar 2018 em patamar próximo a esse.

Em linhas gerais, o cenário econômico proporcionou aumento do nível de atividade das empresas, e o incremento da demanda por produtos de seguros. Ao mesmo tempo, o aumento da competitividade e a diversificação de produtos e serviços impulsionaram os resultados das seguradoras no país. Porém, o mercado apresenta reduzida taxa de penetração quando comparado a outros países.

A tendência é de crescimento, tendo como pano de fundo, a melhora dos indicadores macroeconômicos e fundamentalmente, o crescimento de renda. Somos a 8ª economia do mundo e a 12ª em Prêmios. Além disso, o mercado de seguros brasileiro possui uma baixa penetração nos principais segmentos, sendo de 10% na previdência complementar, 11% nos planos odontológicos, 14% nas residências seguradas, 19% do seguro de vida, 23% nos planos de saúde e 30% da frota de veículos.

Destacamos ainda o segmento de grandes riscos (patrimonial, responsabilidades, transporte e financeiro), que fazem parte do grupo de seguros gerais, e que pode surpreender positivamente, reflexo dos investimentos em infraestrutura e da retomada do programa de concessões e privatizações.

Em 2018 o cenário mostrou-se igualmente desafiador, mesmo num ambiente de inflação controlada e de redução dos juros. O desemprego ainda elevado, aliado à gradual recomposição da renda das famílias, somado a uma menor remuneração da carteira de títulos das seguradoras, refletiu diretamente na formação do lucro das companhias. Nesse sentido, as empresas buscaram uma precificação mais racional de suas apólices, redirecionamento dos investimentos em tecnologia para mitigação dos riscos inerentes de cada segmento específico, com destaque para o segmento de automóveis, e o comportamento do câmbio, cuja alta do dólar impacta diretamente os custos hospitalares. Ressalte-se também a redução dos custos, bem como a diversificação de portfólio de produtos, na busca de sinergias e ampliação do resultado operacional.

No geral, o setor de Previdência/Seguros e o ramo rural têm se mostrado consistentes, diante da desaceleração econômica, reflexo de uma reduzida taxa de penetração. O segmento de automóveis e de grandes riscos e habitacional estão registrando desempenhos crescentes.

Para 2019 atentar para a redução das taxas de juros, atualmente em 5,50% e possibilidade de ficar abaixo de 4,75% e o conseqüente impacto sobre o resultado líquido de investimentos das companhias. O crédito deve experimentar uma retomada lenta, mas melhor que o ano anterior. A alternativa para manutenção de rentabilidade e/ou incremento passa por crescimento de vendas/arrecadação, aumento de penetração, redução de custos/sinistralidade, aumento de produtividade e de recuperação do retorno (ROE).

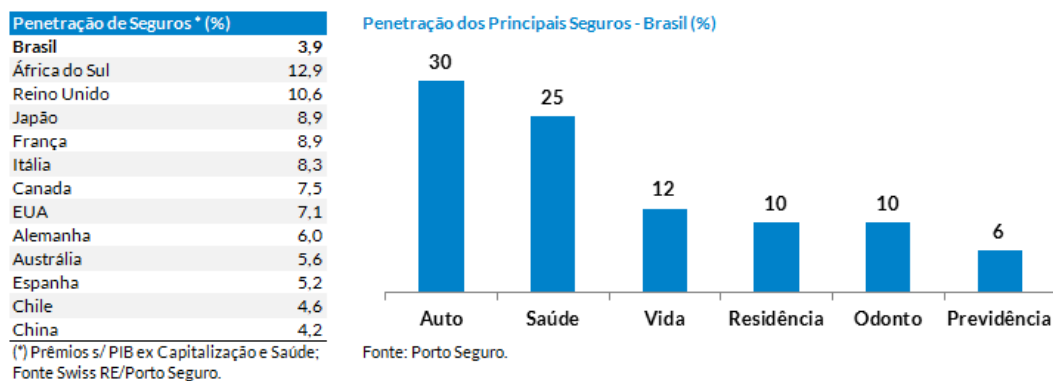
De acordo com dados da CNSeg, as projeções de Arrecadação do Mercado Segurador brasileiro, apontam para um crescimento entre 7,2% e 9,9% e se compara à expectativa de fechamento do ano de 2018.

Destaque para o incremento no segmento de ramos elementares (notadamente rural), cobertura de pessoas (entre 6,2% e 8,6%), e o segmento de Saúde com expectativa de crescimento nominal entre 11,2% e 12,8%.

Nesse contexto, ressalte-se a ampliação do contato com os clientes através da internet e da mobilidade, tendo como pano de fundo a transformação digital e seus inúmeros benefícios, conveniência, melhora de atendimento ao cliente e maior eficiência do setor. As sinalizações nesses primeiros meses do novo governo são positivas.

Um ponto sempre considerado é a baixa penetração de Seguros no Brasil em relação a outros países. É claro que devemos fazer as devidas considerações, até porque são países com características e estágios de desenvolvimento diferentes. No Brasil, por exemplo, a penetração passou de 2,8% em 2006 para 3,9% em 2018, ou seja, ganho de 1,1pp em 12 anos (média de 0,09pp por ano), mas consideramos as perspectivas como positivas. No Chile, por exemplo, a penetração é de 4,6%.

Fig.1 – Penetração de Seguros – Países Selecionados (2018) x Principais seguros – Brasil



O segmento de automóveis tem apresentado um crescimento consistente (CAGR de 7,7% de 2011 a 2018), apesar da crise econômica. Destacamos que a retomada nas vendas de veículos novos deve contribuir para a expansão e o rejuvenescimento da frota circulante, beneficiando o setor. Paralelamente a companhia entende que também é necessário ampliar o acesso a novos consumidores.

A Porto Seguro está entre as maiores seguradoras no segmento de Auto em todas as regiões do Brasil, porém, a companhia acredita que há espaço para expansão, especialmente fora de São Paulo. Ao final de 2018 era a líder no Brasil com participação de mercado de 27,8% e destaque para a região Sudeste com Market Share de 34,9% seguido do Nordeste com 21,7% de participação de mercado e de 18,8% no Centro Oeste. Completam a região Norte com 17,1% e a região Sul com 15,3%.

A companhia tem investido em tecnologia digital de modo a melhorar a experiência do cliente, por meio de uma melhor interface e mais serviços automáticos, apoiando o corretor, aperfeiçoando seus processos, visando o incremento de eficiência. Destaque para as ofertas via internet em parceria com os corretores, como forma de alavancar as vendas e aumentar a diversificação; e a digitalização de *backoffice* com investimento em tecnologia e melhoria de processos, que refletiram em ganhos de eficiência e uma operação mais robusta e escalável.

As oportunidades de mercado inexploradas estão alinhadas com as iniciativas para melhorar os produtos de seguros, expandir a diversificação e a eficiência operacional. O mercado de seguros ainda possui baixa penetração o que gera oportunidades de crescimento relevantes. Ressalte-se o valor de sua marca, seu histórico de relacionamento e atendimento, através de serviços diferenciados, permite a captura de valor. A companhia entende que o “desenvolvimento digital é crítico para manter a diferenciação no atendimento”, ao mesmo tempo em que a “melhoria da oferta, como novas ferramentas, treinamentos intensificados para corretores e vendas feitas por especialistas (por exemplo, seguros de vida e previdência), está abrindo caminho para alavancar as vendas”.

Visão da empresa

Histórico. A Porto Seguro é reconhecida pela qualidade dos serviços e o foco no atendimento ao cliente e corretores. A história da companhia teve início em 1945 comercializando seguros na cidade de São Paulo e ocupando a 44ª posição no Ranking brasileiro. Atualmente é a 4ª maior seguradora do Brasil (em volume de prêmios) e líder no segmento de automóvel e residência.

Conta com aproximadamente 10 milhões de clientes distribuídos nas suas diversas linhas de negócios, 14 mil funcionários, 120 filiais, 3,6 mil agências bancárias do Itaú no país, 34 mil corretores independentes e 13 mil prestadores de serviço, com contrato de exclusividade.

Em novembro de 2003, a companhia ampliou sua presença no mercado de seguros por meio da aquisição da Azul Seguros, através do seguro de automóvel, seguros patrimoniais e seguros de vida (excluindo os produtos de previdência).

Em 2004, destaque para a abertura de capital (IPO) da companhia, para a consolidação da governança corporativa e sua expansão para fora de São Paulo.

No quarto trimestre de 2009, celebrou com o Itaú Unibanco Holding, a unificação das operações de seguros residenciais e de automóveis, pelo qual a Porto Seguro obteve o direito exclusivo para a oferta e distribuição destes produtos para os clientes da rede de agências e demais canais do banco. Com esta associação o Itaú Unibanco passou a deter 30% de participação nas operações da Porto Seguro, que começou a atuar por meio das marcas: Porto Seguro, Itaú Auto e Residência e Azul Seguros.

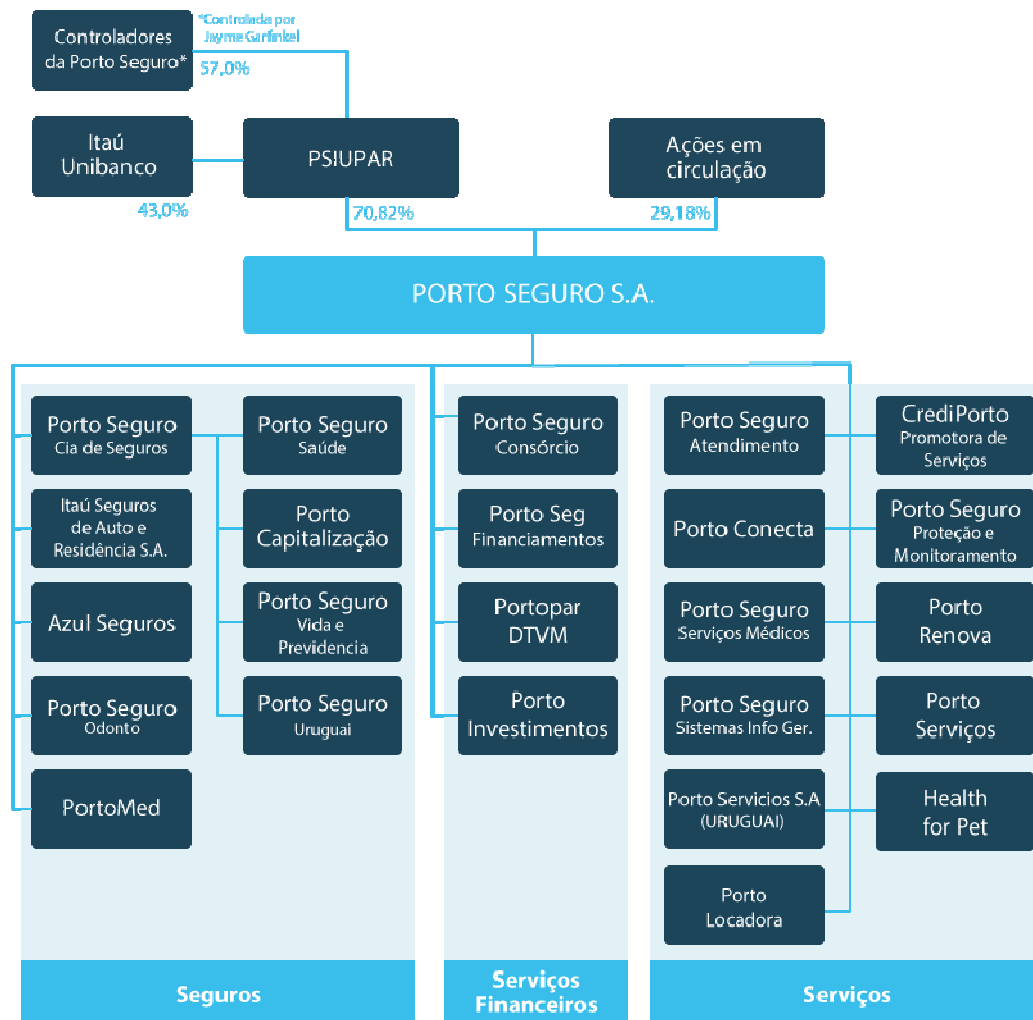
Pioneira no desenvolvimento de uma ampla gama de produtos e serviços, a companhia tem implementado soluções inovadoras e sinérgicas aos negócios de seguros possibilitando uma maior fidelização dos clientes.

A companhia possui um portfólio diversificado de produtos, com destaque para a liderança nos segmentos de seguro auto, residência e fiança locatícia. Seus principais produtos (base 2018) seguem descritos.

- **Automóveis.** Líder nesse segmento, a empresa terminou o ano com uma participação de mercado de 27,8%, R\$ 10 bilhões de Prêmios Auferidos, equivalente a 55% das Receitas Totais, com uma frota segurada de 5,5 milhões de veículos.
- **Patrimonial.** Ocupa a 2ª posição com *Market Share* de 10,1%, R\$ 1,5 bilhão de Prêmios Auferidos, equivalente a 8% das Receitas Totais e 2,6 milhões de itens segurados.
- **Saúde + Odonto.** Sua participação de mercado é de 3,4% com R\$ 1,5 bilhão em Prêmios Auferidos (8% das Receitas Totais) e 791 mil vidas seguradas.
- **Vida.** Participação de mercado de 2,5% e R\$ 798 milhões em Prêmios Auferidos (4% das Receitas Totais) e 6 milhões de vidas seguradas.
- **Cartão de Crédito.** Ocupa a 3ª posição em “maior gasto médio do Brasil”, participação de mercado de 2,3%, R\$ 1,3 bilhão de Receitas (7% das Receitas Totais) e 2,2 milhões de unidades.
- **Consórcio.** A empresa é a segunda no segmento de consórcios residenciais com *Market Share* de 1,7%, R\$ 297 milhões em Receitas (2% das Receitas Totais) e 143 mil clientes.

Estrutura atual de controle. A companhia (composta por empresas de seguros, negócios financeiro e serviços gerais), é controlada por Jayme Garfinkel (pela Porto Seguro) com 57,07% da PSIUPAR junto com o Itaú Unibanco que possui os 42,93% restantes desta Holding. Por sua vez a PSIUPAR detém 70,82% da Porto Seguro S.A. (PSSA3) sendo o *free float* de 29,18%. O capital social da companhia está dividido em 323.293.030 ações ordinárias.

Fig.2 - Estrutura Societária



Fonte/elaboração: Porto Seguro S.A.

A Porto Seguro é reconhecida pelo bom relacionamento com os corretores. Os corretores independentes dominam os segmentos de Auto, Patrimonial e Saúde no Brasil, enquanto a Internet ainda possui uma participação pequena. No Brasil a participação do Corretor é de 80% no segmento Auto, 75% no Patrimonial e 93% em Saúde. Olhando a Porto Seguro, os corretores representam mais de 90% da força de vendas da companhia que por sua vez possui índices elevados de satisfação nas pesquisas com esses corretores.

Dentre os benefícios para os Corretores a companhia destaca: "(i) uma política de portas abertas; (ii) reuniões mensais com corretores de todo Brasil; (iii) suporte a operação; (iv) espaços de Negócios e Salas de Corretores; (v) Portal do Corretor; e a (vi) PortoServ (terceirização da renovação e venda de produtos)".

Precificação e seleção de riscos. A sinistralidade da Empresa tem sido uma das mais baixas do mercado, resultado principalmente do seu modelo de subscrição de riscos e da disciplina de preços. Tomando por

base o ano de 2018 a sinistralidade no segmento Auto da Porto Seguro foi de 52,7% ante 64,2% do Mercado (-11,5pp). No segmento Patrimonial a Porto fechou o ano com 28,7% de sinistralidade, 8,7pp abaixo dos 37,4% do Mercado. Em Saúde a sinistralidade da Porto Seguro era de 78,9% ante 83,4% do Mercado (-4,5pp).

No segmento Auto a companhia conta com um questionário de análise de riscos e o uso de Telemetria para análise do comportamento do cliente; Sistema de orçamento e análise de riscos próprios para a regulação de sinistros. Destaque para o sistema de Compra de Peças: a Porto é o maior comprador de peças do Brasil, equivalente a R\$ 1,0 bilhão por ano.

A Porto Seguro tem buscado na diversificação dos negócios, ganhos de sinergia, maior retenção dos clientes e corretores, alavancar as vendas cruzadas e o aumento de rentabilidade. Como exemplo, a expansão das vendas com produtos que se complementam: “Auto + Cartão de Crédito” e “Carro + Casa”. A companhia desenvolve ainda, programas de fidelidade diferenciados com descontos no preço do seguro, o uso de soluções segmentadas e a ampliação do portfólio para o corretor.

Crescimento e diversificação dos Negócios. Nos últimos anos, a companhia tem buscado um crescimento mais vigoroso em outros seguros e negócios, porém, preservando sua posição competitiva no seguro Auto. As linhas de seguros Patrimoniais e Vida, além de Negócios Financeiros / Serviços, tem registrado crescimento de “dois” dígitos, aumentando proporcionalmente sua participação nas receitas totais da seguradora.

Em 2018, a Porto Seguro obteve o melhor resultado operacional dos últimos 10 anos, ao mesmo tempo em que registrou a menor taxa de juros desse período (6,4%). Historicamente, o índice combinado ampliado apresenta estabilidade terminando o ano com 87,5% ante 91,6% de 2017.

Desempenho econômico-financeiro recente (2T19 e 1S19)

A companhia encerrou o 2T19 e 1S19 com aumento da rentabilidade, decorrente da expansão do resultado dos negócios financeiros, dos serviços e da elevação do resultado financeiro. Apesar do crescimento de 200 mil veículos na frota, as receitas totais foram impactadas pela queda dos prêmios de Auto, explicado pelos ajustes técnicos (redução do risco), e pela desaceleração do segmento Patrimonial.

A Porto Seguro registrou no 2T19 um lucro líquido de R\$ 381 milhões (ROAE de 22,2%) com crescimento de 13,7% em relação ao lucro de R\$ 335 milhões do 2T18 (ROAE de 19,7%). No 1S19 o lucro líquido somou R\$ 681 milhões, 11% acima de igual período do ano anterior.

As Receitas Totais somaram R\$ 4,4 bilhões no 2T19 e se comparam a R\$ 4,5 bilhões em igual trimestre do ano anterior. No 1S19 as receitas totais foram de R\$ 8,75 bilhões ante R\$ 8,90 bilhões do 1S18. O CAGR 2014-2018 foi de 5,6% ao ano, sendo de 4,9% em Seguros e Previdência; 11,5% em Negócios Financeiros (Consórcio, Cartão de Crédito, Financiamento e Gestão de Ativos) e 13% em Serviços (Alarmes Monitorados, Serviços Médicos, H4Pet, Porto Carro Fácil, etc.).

Distribuição dos Prêmios de Seguros por segmento. No segmento Auto, o carro chefe da companhia, 63,3% no 1S19 ante 65,2% em 2018. Em Saúde, 10,7% no 1S19 ante 9,8% em 2018. No segmento Patrimonial, 9,8% em 2018 e no 1S19. Em Pessoas, 5,2% em 2018 e 6,0% no 1S19. Outros negócios: passou de 10,0% em 2018 para 10,2% no 1º semestre de 2019.

O índice combinado de 93,4% no 2T19, apesar de maior em relação ao 2T18 (91,0%) permanece 2,5 pp abaixo da média dos últimos 5 anos e adequado aos objetivos estratégicos da empresa e de rentabilidade do negócio. O índice combinado ampliado passou de 86,5% para 89,0%, na mesma base de comparação.

As despesas (Administrativas e Operacionais) ficaram estáveis no semestre (16,7% no 1S19 versus 16,9% no 1S18) em função dos esforços da companhia para aumento de eficiência operacional, com o objetivo de

21 de outubro de 2019

alavancar o crescimento. Em valores: R\$ 1.048 milhões em DA e R\$ 180 milhões em DO. Os índices de DA +DO recuaram 2,8pp nos últimos anos, graças aos ganhos de eficiência operacional, através da intensificação no uso de tecnologia e ajustes de processos. Entre o 1S15 e o 1S19 a soma das despesas administrativas e operacionais caiu 2% contra uma inflação acumulada de 21%.

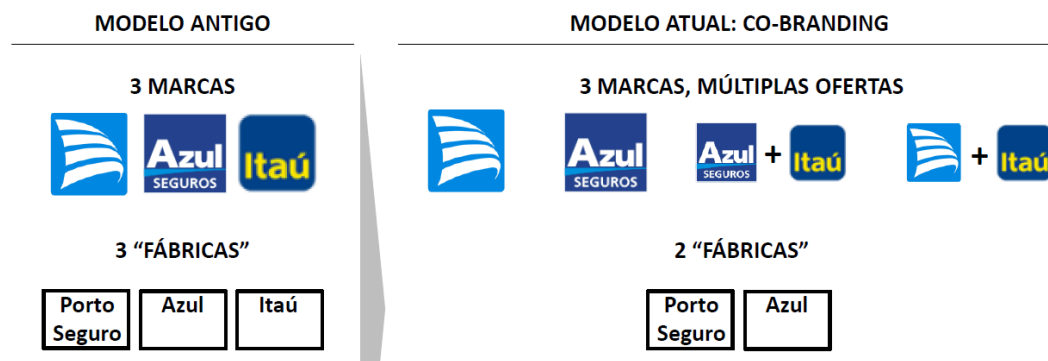
O ROAE de seguros atingiu 19,0% no 2T19 refletindo o aumento de eficiência operacional, notadamente nos últimos dois anos. Nos Negócios Financeiros e Serviços o ROAE atingiu 26,0% através da expansão do resultado do Cartão de Crédito e da redução das despesas associadas a Conecta. Ressalte-se que a Porto Seguro têm superado os cenários adversos e ampliado a rentabilidade de forma consistente.

O resultado financeiro foi de R\$ 246 milhões no 2T19 (+46% sobre o 2T18) e de R\$ 517 milhões no 1S19 (+28%). O retorno sobre as aplicações financeiras atingiu 158% do CDI no trimestre e 157% do CDI no semestre, impulsionado pelo desempenho das alocações em títulos com juros indexados a inflação, pré-fixados e renda variável.

A sinistralidade do 2T19 recuou 4,2pp em relação ao primeiro trimestre (de 58,2% para 54,0%), permanecendo 2,1pp abaixo da média dos últimos 5 anos apesar do aumento em relação ao 2T18 (51,7%) o índice está em linha com os objetivos estratégicos e de rentabilidade do negócio.

O oferta dos produtos e marcas de Auto foi alterada para um modelo de “co-branding” cuja mudança busca o aumento de eficiência operacional e maior competitividade na oferta das marcas, simplificando a oferta e ampliando as opções para os clientes Itaú. Dentre as principais vantagens destacam-se: (i) a redução da complexidade operacional, com ganhos de eficiência; (ii) o aumento da competitividade; (iii) mais opções de produtos para atender as diversas necessidade dos clientes; (iv) simplificação dos processos de contratação do seguro; (v) coberturas adicionais para personalizar o seguro.

Fig.3 – Modelo Atual: co-branding



Fonte/elaboração: Porto Seguro S.A.

Governança Corporativa

As ações da companhia são negociadas no “Novo Mercado” da B3, um segmento especial do mercado de ações, destinado exclusivamente a companhias que atendam a requisitos mínimos e aceitem submeter-se a regras de “governança corporativa” diferenciadas.

Remuneração. As práticas de remuneração visam alinhar os administradores, aos objetivos da companhia e do grupo Porto Seguro, incentivando os profissionais para a geração de valor todos os acionistas. Parte significativa da remuneração dos administradores é atrelada a resultados. A remuneração dos membros do conselho de administração, da diretoria estatutária e do comitê de auditoria adotada pela companhia é unificada e compreende todas as sociedades do grupo Porto Seguro.

Planos de Opção de Compra de Ações. O plano de remuneração em ações foi aprovado em 2018 e será implementado em 2019, pela primeira vez. O valor da remuneração baseada em ações indica apenas o valor da projeção que será convertido em ações de acordo com a cotação da época, nos termos do plano de remuneração.

Política de Ética e Conduta. Objetiva formalizar os padrões éticos adotados e trazer orientações gerais de conduta a todos os funcionários, dirigentes, estagiários, temporários, jovens aprendizes e prestadores de serviços internos da Porto Seguro. A Política de Ética e Conduta está fundamentada na Missão e na Filosofia Empresarial da Porto Seguro, “assumir riscos e prestar serviços, através de um atendimento familiar que supere expectativas, garantindo agilidade a custos competitivos com responsabilidade social e ambiental”.

Atualmente a companhia possui seis comitês: Auditoria (3 membros), de Pessoas (3 membros), Remuneração (4 membros), Risco Integrado (4 membros), Comitê de Investimento (5 membros) e o Comitê de Ética e Conduta, composto por 5 membros.

Precificação

A precificação da companhia aponta para um Preço Justo de R\$ 70,00/ação e um potencial de alta de 23,5% olhando o final de 2020. Iniciamos a cobertura de Porto Seguro com recomendação de COMPRA e preço justo de R\$ 70,00 por ação. Para tanto consideramos o fluxo de caixa e o Modelo de desconto de Dividendos - DDM, um custo de capital de 9,0%, taxa na perpetuidade de 3,5% e premissas de crescimento que entendemos como sustentáveis para os próximos anos. A companhia se destaca pela liderança nos segmentos de Seguro Auto, Residência e Fiança locatícia e deve se beneficiar da melhoria do ambiente macroeconômico e dos ganhos de eficiência.

Nossa expectativa é de que a economia brasileira possa retomar trajetória de crescimento sustentável. A inflação segue ancorada, possibilitando ao Banco Central utilizar de uma política monetária “estimulativa” com taxas de juros abaixo da taxa estrutural, com Meta Selic de 4,75% para este ano e 2020. O nível de emprego e renda deve melhorar de forma gradual, contribuindo, no conjunto, para o crescimento do PIB, aumento da confiança dos agentes econômicos e da sociedade. A Porto Seguro deve se beneficiar desse cenário, registrando resultados consistentes, com crescimento dos prêmios e maior eficiência na operação.

A companhia apresenta um bom histórico de crescimento. Nos últimos 6 anos, de 2013 a 2018, a taxa média de crescimento anual (CAGR) foi de 8% para as Receitas “ex” outras operacionais e de 13% para o Lucro Líquido. Esperamos a continuidade desta trajetória de crescimento nos próximos anos. Nosso horizonte de projeção (5 anos a partir de 2019 e perpetuidade no 6º ano), utilizando premissas que entendemos como conservadoras, conduzem a um CAGR de 5% para a Receita e de 10% para o Lucro Líquido.

No preço justo de R\$ 70,00/ação o P/L para 2019 é de 15,3x e o Preço sobre o valor patrimonial (P/VPA) alcança 2,96x.

A companhia tem apresentado retornos crescentes e reportou um ROAE de 19,1% em 2018. Estimamos uma média de 20,9% no período projetado de 5 anos (de 2019 a 2023) com um ROAE na perpetuidade de 22,2% resultando num retorno médio de 21,1% no horizonte de projeção e que se compara a média de 17,0% no período compreendido de 2013 a 2018.

A precificação pelo Modelo de Desconto de Dividendos – DDM com um *payout* médio de 43,3% em todo o horizonte de projeção, e crescimento na perpetuidade de 3,5%, converge para o Preço Justo de R\$ 70,00/ação. Segue na Fig.6 um exercício de sensibilidade cujo preço justo pode variar, positivamente, caso a companhia distribua um percentual acima desse patamar.

Fig.4 – DRE resumido; Preço Justo e Análise de sensibilidade.

R\$ milhões	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	perpetuidade
Rec. Oper. Líquida*	17.474	18.530	19.860	21.552	22.038	22.534
EBIT	908	1.180	1.521	1.921	2.030	2.142
margem ebit	5,2%	6,4%	7,7%	8,9%	9,2%	9,5%
Lucro Líquido	1.475	1.625	1.870	2.170	2.357	2.409
margem líquida	8,4%	8,8%	9,4%	10,1%	10,7%	10,7%
LPA (R\$/ação)	4,56	5,03	5,79	6,71	7,30	7,45

(*) ex outras receitas operacionais.

NPV	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	perpetuidade
ROAE	19,4%	19,9%	20,9%	22,0%	22,4%	22,2%
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Nº Ações (em milhões)	323	323	323	323	323	323
VPA (R\$/Ação)	24,14	26,40	29,01	32,03	33,00	34,01
RI = (ROAE - WACC) * VPA	2,50	2,88	3,45	4,16	4,43	50,04
anos	0,2	1,2	2,2	3,2	4,2	5,2
PV RI	2,46	2,59	2,85	3,16	3,09	31,95

VPA Atual (BV)	23,91
PV RI	46,09
Preço Justo por ação	R\$ 70,00
Preço atual	R\$ 56,70
Upside %	23,5%

Fonte: Planner Corretora.

Fig.5 - Análise de Sensibilidade para 2019e

Preço alvo	taxa de cresc. na perpetuidade					P/VPA	Ke	taxa de cresc. na perpetuidade				
	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%			2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
7,5%	73,97	76,82	80,39	84,98	91,10	7,5%	3,13	3,25	3,40	3,59	3,85	
8,0%	71,07	73,35	76,14	79,62	84,10	8,0%	3,00	3,10	3,22	3,37	3,56	
8,5%	68,67	70,53	72,76	75,48	78,88	8,5%	2,90	2,98	3,08	3,19	3,33	
9,0%	66,66	68,19	70,00	72,17	74,83	9,0%	2,82	2,88	2,96	3,05	3,16	
9,5%	64,94	66,22	67,72	69,49	71,61	9,5%	2,75	2,80	2,86	2,94	3,03	
10,0%	63,46	64,54	65,80	67,26	68,99	10,0%	2,68	2,73	2,78	2,84	2,92	
10,5%	62,17	63,10	64,16	65,39	66,81	10,5%	2,63	2,67	2,71	2,76	2,82	

P/L	taxa de cresc. na perpetuidade				
	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
7,5%	16,2	16,8	17,6	18,6	20,0
8,0%	15,6	16,1	16,7	17,4	18,4
8,5%	15,0	15,5	15,9	16,5	17,3
9,0%	14,6	14,9	15,3	15,8	16,4
9,5%	14,2	14,5	14,8	15,2	15,7
10,0%	13,9	14,1	14,4	14,7	15,1
10,5%	13,6	13,8	14,1	14,3	14,6

Fonte: Planner Corretora.

21 de outubro de 2019

Fig.6 - Modelo de Desconto de dividendos (DDM)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	perpetuidade
LPA (R\$/ação)	4,56	5,03	5,79	6,71	7,30	135,47
VP_LPA (R\$/ação)	4,45	4,39	4,58	4,85	4,85	83,38
Payout	43,3%	43,3%	43,3%	43,3%	43,3%	43,3%
VP_Div. (R\$/ação)	1,93	1,90	1,98	2,10	2,10	36,09
Total VP_Div. (R\$/ação)	46,09					
Patr.Líquido atual (R\$/ação)	23,91					
Preço Justo por ação	R\$ 70,00					

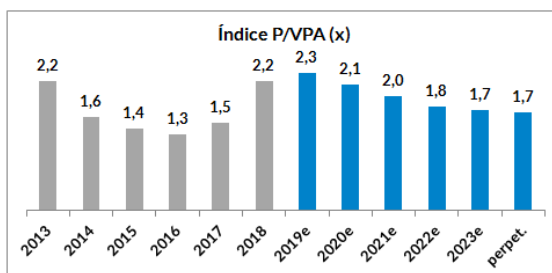
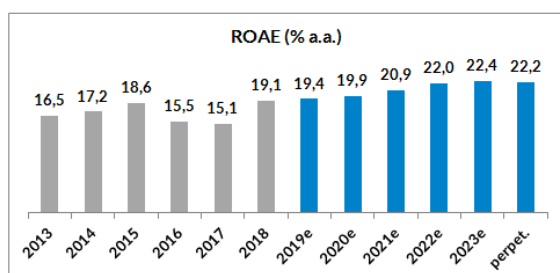
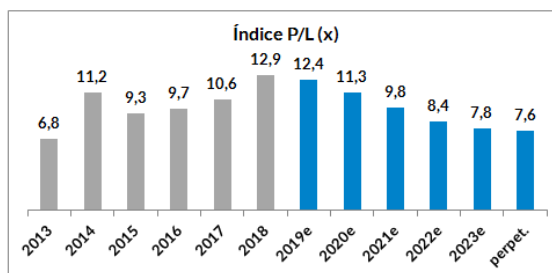
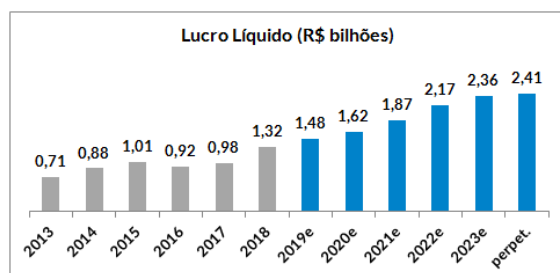
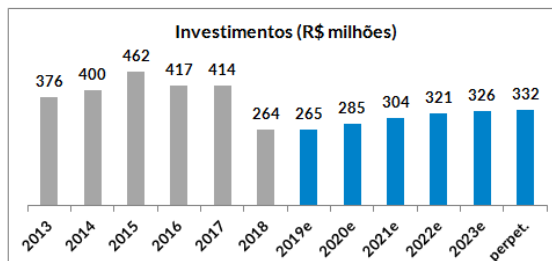
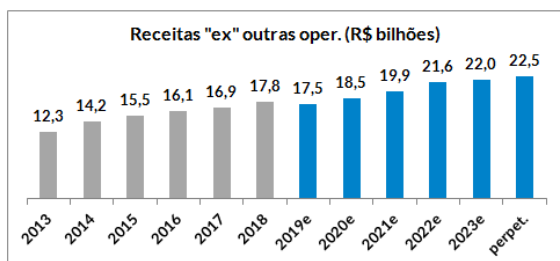
Fonte: Planner Corretora.

Análise de Sensibilidade (payout vs perpetuidade)

Preço Justo payout	taxa de cresc. na perpetuidade				
	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
30,0%	52,01	53,78	55,86	58,36	61,41
35,0%	56,70	58,75	61,18	64,10	67,67
40,0%	61,38	63,73	66,51	69,84	73,92
43,3%	64,45	66,99	70,00	73,61	78,02
45,0%	66,06	68,71	71,83	75,58	80,17
50,0%	70,75	73,69	77,16	81,33	86,42
55,0%	75,43	78,66	82,48	87,07	92,67

Fonte: Planner Corretora.

Fig.7 - Indicadores de desempenho



Fonte: Porto Seguro/Planner Corretora.

Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

Compra: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Neutro: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Venda: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI*
mmariante@plannercorretora.com.br

Karoline Sartin Borges,
kborges@planner.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI
lcaetano@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins, CNPI
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI
rmartins@planner.com.br

DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Planner Corretora.

As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Instrução CVM 598/18:

O(s) analista(s) de investimento declara(m) que as opiniões contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.