

## Porto

# Conversa entre investidores: Competição mais racional pode ajudar 2023 e quem sabe 2024

Financials

### Pontos principais:

Realizamos uma conversa entre investidores e a Porto (roadshow) há alguns dias atrás, abordando sobre suas operações para o 2S23 e o que esperar para 2024. Continuamos otimistas com a tese da companhia que deve bater nossas estimativas para 2023. Para 2024, o management acredita no potencial de que os resultados sigam favoráveis, embora o ano de 2023 constitua uma forte base de comparação, em linha com nossa visão de que a companhia tem espaço para continuar entregando bons resultados.

Para o ano de 2023, com o 3T23 ainda forte com menos sazonalidade operacional que o usual, acreditamos que a Porto possa bater nossas estimativas de lucro de R\$ 2,1b, um pouco acima do consenso com R\$ 2,05b. A empresa acumula R\$ 1,04b no primeiro semestre de 2023, incluindo um 1T23 impactado pelas chuvas de verão. Tipicamente, o segundo semestre é mais forte que o primeiro, portanto, um lucro entre R\$ 2,2b a R\$ 2,4b nos parece razoável. Provavelmente iremos ver revisões de 10-20% no lucro da empresa concentrados nos próximos 2 trimestres.

Em agosto, as ações da Porto caíram uns 10% (de R\$ 29,00 para R\$ 26,00), muito por conta do medo de que a empresa tenha batido o pico do ciclo e saída de investidores estrangeiros. De fato, acreditamos que dependendo do lucro obtido em 2023, o crescimento de 2024 fica um pouco mais difícil, mas na nossa visão, ainda há espaço, principalmente porque a competição no seguro auto nos parece estruturalmente mais racional.

Nesse nosso roadshow, segundo a Porto os preços do seguro Auto seguem em patamares saudáveis, e como os preços de automóveis da tabela FIPE caíram uns 4pp esse ano, fica ainda um belo espaço para rentabilidade. A Porto continua aumentando sua frota de automóveis segurados, sobretudo fora da região de São Paulo. A indústria de seguro auto é bem competitiva e o risco é sempre de uma concorrente baixar o preço demais, roubar market share e destruir margem. No entanto, acreditamos que a competição no mercado de seguro auto possa estar cruzando por um período estruturalmente mais racional, mesmo com a rentabilidade da indústria melhorando esse ano por conta:

- **Consolidação de Mercado Auto.** O market share de prêmios das top 5 saiu de 50% há alguns anos para 80% de concentração depois de consolidações;
- **Juros Caindo.** Começo de um ciclo de queda de juros impactando a rentabilidade financeira limita eventuais movimentos de reduções de preços pelas seguradoras;
- **Reconstituição de Capital.** Necessidade de recomposição de capital das seguradoras após um terrível ano de consumo de float em 2022 devido a inflação de automóveis e autopeças.

### Analistas

#### Eduardo Nishio

+55 (11) 3206-8244  
eduardo.nishio@genial.com.vc

#### Wagner Biondo

+55 (11) 3206-8244  
wagner.biondo@genial.com.vc

#### Lorenzo Giglioli

+55 (11) 3206-8244  
lorenzo.giglioli@genial.com.vc

#### Eyzo Lima

+55 (11) 3206-8244  
eyzo.lima@genial.com.vc

### Companhias

#### PSSA3 BZ Equity

Comprar

Preço: R\$ 27,03 (18-Set-2023)

Target Price 12M: R\$ 34,70

A ação negocia a 8,0x P/L 23 nos nossos R\$ 2,1b de lucro para o ano e 6,9x P/L 24. Se a Porto entregar R\$ 2,4b de lucro em 2023, o papel estaria negociando a 7,0x P/L 23. Continuamos otimistas com nossa tese da Porto e reiteramos nossa recomendação de **COMPRAR**.

### **Gestão: O primeiro de fora**

Paulo Kakinoff deve assumir como CEO da Porto em jan/24. É a primeira vez que a Porto traz um executivo de fora. Sempre foi administrada por uma gestão familiar com o fundador Jayme Garfinkel à frente da firma por 47 anos. Posteriormente a empresa foi comandada por executivos com formação interna. O atual CEO, Roberto Santos, é um caso híbrido. Vindo de uma aquisição da Porto em 2004, Roberto comandou e reestruturou a unidade Azul por muitos anos, e então ficou à frente de outros negócios como os seguros Saúde e Patrimoniais, antes de assumir o comando de toda a companhia em 2018.

Kakinoff não é um total estranho. Após 3 anos no conselho de administração, o novo CEO deixa o board para assumir o novo cargo. Kakinoff já está em período de transição com reuniões com diversas pessoas-chaves, incluindo o presidente do conselho (Bruno Garfinkel) e o atual CEO (Roberto Santos).

Kakinoff tem ampla experiência como líder e no mercado de automóveis, tendo passagem como CEO da Gol, onde chamou atenção por sua experiência na área comercial, além de ter apresentado uma gestão mais aberta. Kakinoff também trabalhou na área automobilística, com passagens pela Volkswagen onde atuou em diversas áreas até chegar como diretor executivo para a América do Sul e como CEO da Audi Brasil. Kakinoff tem uma visão parecida com o atual CEO, com foco em eficiência, experiência do consumidor e processos.

Sendo o primeiro executivo de fora, esperamos provavelmente uma gestão com mais mudanças. A empresa obteve muitos sucessos em diversos segmentos como o cartão de crédito, segmentação de marcas e residencial. Até o momento, os casos de sucesso mais que compensaram os casos de fracasso como a empresa de celular (MVO) que usava a mesma rede de seus dispositivos de monitoramento de automóveis e rede corretores para distribuir linhas de celulares. O carro por assinatura (Carro Fácil) em prejuízo no atual nível de juros e queda nos preços de usados é provavelmente a próxima unidade no empasse de uma decisão do que fazer. Por outro lado, o segmento saúde, que por muito tempo não crescia e foi até objeto de desinvestimento, hoje é a unidade de seguro que mais cresce com uma rentabilidade acima da indústria.

### **Auto: Vindo surpreendentemente ainda forte**

Acreditamos que do lado dos prêmios emitidos, a Porto deve começar apresentar uma desaceleração em seu crescimento para o 2S23, devido a uma base comparativa mais forte que foi marcada pelo início do processo de reprecificação. Apesar do aumento relevante de preços nesses últimos trimestres e de a precificação seguir em níveis saudáveis, o pico desse movimento de alta de preços já passou. Apesar de vislumbrarmos uma desaceleração dos prêmios, acreditamos que a companhia tem espaço para continuar entregando bons resultados na vertical de autos, já que entendemos que o mercado está mais racional, principalmente após o forte processo ocorrido de consolidação do mercado que levou a participação das 5 maiores seguradoras de 50% há alguns anos atrás para 80% depois da HDI comprou a Liberty na América Latina. Além disso, os juros já começaram o ciclo de queda e as empresas ainda estão recompondo capital das perdas por conta da inflação automotiva nos últimos trimestres, tudo isso corroborando para um ambiente de preços mais racionais.

Além disso, a Porto tem três novidades que vem auxiliando o incremento de frota na distribuição dos seus produtos de seguros:

- i. crescimento no Centro Oeste, Sul, Minas;
- ii. Itaú mais propenso a comercializar produtos Porto principalmente pelo seguro auto por assinatura, com o Itaú Auto Fácil; e a
- iii. Cotação para Todos onde disponibiliza planos mais flexíveis para diminuir o número de rejeições (exemplo: seguro com proteção apenas para roubo, ou com menos de 100% de indenização sobre a tabela FIPE, etc.) Com isso acreditamos que apesar da base comparativa mais forte e queda de preço gradual, o aumento de frota aliada a um preço ainda alto, possa conferir a seguradora um crescimento entre 8-13% de prêmios no segmento auto no 3T23.

No 2T23, a Porto conseguiu aumentar sua frota em 90k itens t/t para 5,79m de frota segurada.

Em relação a sinistralidade, acreditamos que a Porto conseguirá entregar um resultado atrativo para o 2S23. Geralmente, o 3T é sazonalmente pior que o 2T, mas o 4T é sazonalidade o mais forte. Nossas estimativas são de uma sinistralidade de 56,9% para o 2S23 vs 61% da média histórica. Mas o número pode vir ainda melhor, pois as frequências de sinistros estão comportadas e a tabela FIPE caiu aproximadamente 4 pp no ano, contribuindo para a redução no custo dos sinistros, já que representa por volta de 50% da base de sinistros da Porto.

Além da sinistralidade, a Porto comentou que vê potencial para seguir reduzindo o índice de despesas administrativas (DA) que está em aproximadamente 11-12%, vs. cerca de 17% há pouco mais de 5 anos. Por fim, a companhia comentou que o índice comissionamento, que reduziu um pouco nos últimos 12 meses, não deve mudar significativamente, mesmo com ajustes realizados nas metas.

Dessa forma, a combinação de receitas crescentes e maior contenção dos custos/despesas, deve fazer com que o segmento continue entregando uma ótima rentabilidade. A estimativa é de que a Porto tenha um ROE de longo prazo normalizado entre 20-25% (low twenties) para a unidade de Seguros. Hoje, dados divulgados ao mercado mostram que a Vertical de Seguros está rodando com um ROE de 40%, o que nos preocupa, evidentemente, o pace de desaceleração desse ROE ao longo do tempo.

### **Vida e Patrimonial: Foco na expansão**

O segmento de vida tem se beneficiado do crescimento do vida coletivo. No vida individual, a Porto investiu por anos em consultores especializados para melhor assessorar os corretores, melhorou o UX do produto, digitalizou produtos e simplificou processos. A estratégia para esses produtos combinada com o desempenho dos produtos massificados registrou resultados positivos. No 2T23 o produto encerrou com 5,4m de vidas asseguradas (+11,3% a/a) e R\$ 389m em prêmios emitidos (+25,9% a/a). Além disso, ajustes de precificação e maior controle da sinistralidade com o fim dos impactos da Covid-19 (31,2% no 2T23 vs 37,4% no 2T22), deixam os executivos confortáveis com os resultados futuros desse segmento.

O patrimonial deve seguir com expansão de prêmios emitidos para o 3T23, diante da reprecificação dos produtos realizada nos trimestres passados. No 2T23, os ajustes de preços foram importantes para os resultados do segmento, com forte crescimento nos prêmios emitidos que ficaram em R\$ 729m (+20,5% a/a).

## Saúde: Continua crescendo acima do mercado

Um dos pontos positivos do segmento é a sinistralidade inferior ao mercado, explicada por um portfólio de beneficiários com maior qualidade com foco no segmento de pequenas e médias empresas (2/3 da base), carteira concentrada em poucas regiões (foco em áreas de maior PIB e controle de sinistro), além de uma limpeza de base realizada no 4T22, o que ocasionou em uma não renovação de aproximadamente 13k vidas.

Apesar do 3T ser usualmente pior que o 2T em termos de sinistralidade, esperamos que no 3T23 o segmento não deve apresentar grande oscilação em relação ao 2T23, devido a introdução de melhorias feitas pela companhia como o combate à fraude. Para o longo prazo, vemos potencial para a Porto retomar um índice de sinistralidade inferior a 80% (vs. 83% em 2022, 80-83% em 2023). Ademais, a empresa vem trabalhando em outros custos/despesas, com perspectivas de seguir aumentando eficiência operacional nesta vertical.

Em relação ao potencial de crescimento, a Porto não tem apresentado dificuldades em crescer no segmento, atingindo aproximadamente 12k vidas por mês e com bom desempenho nos planos enxutos que representam a maior parte das vendas, com foco bem forte em PMEs. PME representava algo em torno de 20% do portfólio de saúde há uns 5-7 anos atrás e hoje representa 2/3 do saúde. Dentro da PME, a planos mais enxutos (linha Pro) são os mais vendidos. Com um plano 25% menor que o tradicional (tradicional custa por volta de R\$ 700, plano Pro custa cerca de R\$ 500), o plano Pro é mais restrito em relação a reembolso e trabalha em parceria com hospitais de ponta como o Sírio e Oswaldo Cruz e médicos da Porto.

A companhia conta atualmente com mais de 460k beneficiários, um aumento de quase 60% nos últimos 2 anos e espera seguir crescendo em ritmo forte. Recentemente, a Porto também realizou uma Joint Venture (JV) com a Oncoclínicas, o que deve beneficiar na expansão das receitas e maior controle da sinistralidade. A sustentabilidade do resultado (ROE) ainda é volátil, com o ROE sem a receita não-recorrente de Oncoclínicas de R\$ 36m caindo de 30% para algo próximo a 10% no 2T23.

## Porto Bank: Deve ajudar no crescimento em 2024

O Porto Bank tem um forte potencial de crescimento na visão do management, possuindo uma base de aproximadamente 12 milhões de clientes para explorar. O segmento apresentou um robusto lucro líquido de R\$ 106,5m no 2T23 (+38,2% a/a) e uma rentabilidade (ROAE) muito atrativa de 29,0%. Apesar dos bons números, o indicador de inadimplência acima de 90 dias (NPL 90+) está elevado em 7,5% e chama atenção do management que busca reduzir este indicador. Com este objetivo, o banco tem trabalhado com processos mais conservadores, focando em clientes com relacionamento, segmento mais premium e reduzindo exposição a carteiras mais agressivas como o mar aberto. A companhia vê espaço para que o NPL 90+ comece a apresentar sinais de melhora em breve. Além disso, a Porto está trabalhando em novos processos de cobranças e renegociações, o que deve elevar a recuperação de clientes devedores.

### **Serviço: O que fazer com o carro por assinatura?**

A vertical de serviços está em fase de crescimento e, por conta disso, o segmento continua ainda levemente negativo, impactado principalmente pelo Carro por Assinatura. A Porto comunicou que está avaliando este modelo de negócios pela maior cautela atualmente em negócios que exigem muito capital. No momento, a companhia avalia, por exemplo, alternativas de operações mais asset-light visando otimizar a rentabilidade do segmento. Para a operação de serviços a Porto tem como objetivo intensificar substancialmente o crescimento (ex-Carro Fácil) da unidade de Serviços, ampliando seu escopo de atuação e se consolidando ainda mais como uma referência na prestação de serviços no país.

### **Financeiro: Curto prazo pior, mas com espaço para melhorar a rentabilidade**

Esperamos que o desempenho financeiro da Porto deve ser melhor em 2024, possivelmente rodando mais em linha com o CDI devido as realocações de portfólio da empresa. A companhia reduziu as posições em inflação (NTNs) e aumentou em ativos pós-fixados, enquanto mantém posições pré-fixadas de curto prazo. Para o 3T23, estimamos que o resultado da linha seja menor que o apresentado no 2T23, impactado pela inflação (IPCA) mais fraca do período.

## Disclaimer

A Genial pode fazer negócios com empresas que constam nos seus relatórios de pesquisa. Como resultado, os investidores devem estar cientes de que a empresa pode ter um conflito de interesses que poderia afetar a objetividade deste relatório. Os investidores devem considerar este relatório como apenas um dos fatores na tomada de sua decisão de investimento. Para as declarações do analista e outros disclaimers importantes, consulte a Seção de Disclaimers, localizada no final deste relatório.

### Genial Rating

	Definição	Cobertura
Comprar	Retorno esperado acima de +10% em relação ao média do setor da Companhia	53%
Manter	Retorno esperado entre +10% e -10% em relação ao média do setor da Companhia	33%
Vender	Retorno esperado abaixo de -10% em relação ao média do setor da Companhia	3%
Em revisão	Rating está em revisão	11%

### DISCLAIMER GERAL

Este relatório foi produzido pelo departamento de Research da Genial. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Genial. A Genial não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

Este relatório de Research destina-se à distribuição somente em circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório de Research não leva em consideração os objetivos específicos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de qualquer indivíduo em especial, mesmo quando enviado a um único destinatário. Este relatório de Research não se propõe a ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos aqui referidos. Nem a Genial nem qualquer um de seus conselheiros, diretores, funcionários ou representantes terá qualquer responsabilidade decorrente de qualquer erro, imprecisão ou imperfeição de fato ou opinião contida neste relatório, ou será responsabilizado por quaisquer perdas ou danos que possam surgir a partir da utilização deste relatório de Research.

A Genial poderá contar com barreiras de informação, tais como "chinese walls", para controlar o fluxo de informações dentro de suas áreas, unidades, divisões, grupos ou afiliadas.

O desempenho passado não é necessariamente um indicador de resultados futuros e nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita pela Genial em relação ao desempenho futuro. Rendimentos de aplicações podem variar. O preço ou valor dos investimentos aos quais este relatório de Research se refere, direta ou indiretamente, podem cair ou subir contra o interesse dos investidores. Qualquer recomendação ou opinião contida neste relatório de pesquisa pode se tornar desatualizada em consequência de alterações no ambiente em que o emitente dos valores mobiliários sob análise atua, além de alterações nas estimativas e previsões, premissas e metodologia de avaliação aqui utilizadas.

### DECLARAÇÕES DO ANALISTA

O analista de investimento declara que as opiniões contidas nesse relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma, inclusive em relação a GENIAL.

A remuneração dos analistas está, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela GENIAL. Além disso, o analista certifica que nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será direta ou indiretamente relacionada com as recomendações ou opiniões específicas expressas neste relatório de Research.

*O analista declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e atende às exigências da Resolução CVM nº 20/2021.*

*O analista declara que pode ser diretamente, em nome próprio, titular de valores mobiliários objeto do presente relatório. Salvo disposição em contrário, os indivíduos listados na capa deste relatório são analistas devidamente credenciados.*

*A Genial, suas afiliadas, coligadas, controladoras e/ou subsidiárias têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação aos emissores ou aos valores mobiliários objetos da análise.*

#### DISCLOSURES ADICIONAIS

*(i) Este documento foi preparado pelo Research da Genial e é publicado com o único propósito de fornecer informações sobre as empresas e seus valores mobiliários.*

*(ii) As informações contidas neste documento são fornecidas apenas para fins informativos e não constituem uma oferta para comprar ou vender, e não devem ser interpretadas como uma solicitação para adquirir quaisquer valores mobiliários em qualquer jurisdição. As opiniões aqui expressas, no que diz respeito à compra, venda ou detenção de valores mobiliários, ou com relação à ponderação de tais valores mobiliários numa carteira real ou hipotética, são baseadas em uma análise cuidadosa feita pelos analistas que elaboraram este relatório e não devem ser interpretadas por investidores como recomendações para qualquer decisão de investimento. A decisão final do investidor deve ser tomada levando em consideração todos os riscos e as taxas envolvidas. Este relatório é baseado em informações obtidas de fontes públicas primárias ou secundárias, ou diretamente das empresas, e é combinado com estimativas e cálculos elaborados pela GENIAL. Este relatório não pretende ser uma declaração completa de todos os fatos relevantes relacionados a qualquer estratégia da empresa, indústria, segurança ou mercado mencionados. As informações foram obtidas de fontes consideradas confiáveis; a GENIAL não faz nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, quanto à integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento são baseadas em dados atuais e estão sujeitas a alterações. Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. A GENIAL não está obrigada a atualizar ou revisar este documento, ou a avisar sobre quaisquer alterações em tais dados.*

*(iii) Os valores mobiliários discutidos neste relatório, bem como as opiniões e recomendações contidas neste documento, podem não ser apropriados para todo tipo de investidor. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de um determinado investidor. Os investidores que desejam comprar, vender ou investir em títulos que são abrangidos por este relatório devem procurar aconselhamento financeiro independente que leve as características individuais e necessidades em consideração, antes de tomar qualquer decisão de investimento em relação aos valores mobiliários em questão. Cada investidor deve tomar decisões de investimento independentes depois de analisar cuidadosamente os riscos, taxas e comissões envolvidas. Se um instrumento financeiro for denominado numa moeda diferente da moeda do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar adversamente o preço ou valor, ou da renda derivada do instrumento financeiro e o leitor deste relatório assume todos os riscos cambiais. Resultados com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. As informações, opiniões e recomendações contidas neste relatório não constituem e não devem ser interpretadas como uma promessa ou garantia de um retorno especial em qualquer investimento. O desempenho passado não necessariamente indica resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, é aqui feita sobre o desempenho futuro. Portanto, a GENIAL, suas empresas afiliadas, e os analistas envolvidos neste relatório não assumem qualquer responsabilidade por qualquer perda direta, indireta ou decorrente do uso das informações contidas no presente, e qualquer pessoa que use este relatório se compromete a indenizar irrevogavelmente a GENIAL e suas afiliadas por quaisquer reclamações e demandas.*

*(iv) Os preços neste relatório são considerados confiáveis a partir da data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes expressamente especificadas junto aos dados relevantes; (ii) preço cotado no principal mercado regulamentado para o ativo em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; ou*

*(iv) dados de propriedade da GENIAL ou disponíveis para a GENIAL.*

*(v) Nenhuma garantia expressa ou implícita é fornecida em relação à exatidão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas à GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas. Em todos os casos, os investidores deverão realizar sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação a títulos ou mercados que são analisados neste relatório.*

*(vii) Uma vez que as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, a GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas podem ter publicado ou podem vir a publicar outros relatórios que não apresentem uniformidade e/ou cheguem a conclusões diferentes daquelas aqui contidas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma garantia de que os assuntos nelas referidas de fato ocorrerá. O preço e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. Resultado com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. 01 de fevereiro de 2023.2.*

*(viii) Este documento não pode ser: (a) fotocopiado ou duplicado de qualquer forma, no todo ou em parte, e/ou (b) distribuído sem o prévio consentimento por escrito da GENIAL. A GENIAL não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.*

*(ix) Nem a GENIAL nem quaisquer de suas afiliadas ou seus respectivos diretores, funcionários ou agentes, aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano resultante do uso de toda ou qualquer parte deste relatório.*

*(x) Genial Investimentos é a plataforma de negociações da Genial Investimentos Corretora de Valores Mobiliários, uma empresa do Grupo Genial.*