



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“THE SECURITY I LIKE THE BEST” - ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA
EMPRESA *LEMONADE INC*

DANIEL QUADRA HEIZER

1711900

ORIENTADOR: MARIA ELENA GAVA REDDO ALVES

COORDENADOR DE MONOGRAFIA: MÁRCIO GARCIA

2023.2



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“THE SECURITY I LIKE THE BEST” - ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA
EMPRESA *LEMONADE INC*

DANIEL QUADRA HEIZER

1711900

ORIENTADOR: MARIA ELENA GAVA REDDO ALVES

COORDENADOR DE MONOGRAFIA: MÁRCIO GARCIA

2023.2

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

Agradecimentos

Gostaria de agradecer a todos que contribuíram para a realização desta monografia. Em primeiro lugar, à minha família pelo apoio ao longo desta jornada acadêmica. Seu incentivo foi fundamental para meu sucesso.

Aos meus companheiros de trabalho na Suno, meu profundo agradecimento por compartilharem conhecimentos valiosos e por proporcionarem um ambiente de aprendizado enriquecedor.

Gostaria de dedicar um agradecimento especial à minha orientadora Maria Elena Gava Reddo Alves. Sua experiência, paciência e dedicação foram fundamentais para a realização deste projeto, proporcionando um guia valioso em cada etapa.

Não posso deixar de expressar minha admiração e reconhecimento aos meus dois maiores mentores, Charlie Munger e Warren Buffett. Agradeço por moldarem minha perspectiva e me guiarem no mundo dos investimentos.

Junto com o fim da escrita dessa monografia, Charlie Munger faleceu aos 99 anos. Charlie foi um farol de inteligência e integridade, iluminando caminhos inexplorados nos negócios e na vida. Sua colaboração lendária com Warren Buffett na Berkshire Hathaway deixou um legado marcante de visão, disciplina e ética, moldando não apenas empresas, mas também as mentes e corações daqueles que o admiravam.

Sua partida deixa um vazio, mas seu impacto continuará a inspirar e orientar gerações futuras. Obrigado, Charlie Munger, um visionário cujo brilho nunca se apagará.

Agradeço também a todos os professores, colegas e amigos que contribuíram de várias maneiras para o meu crescimento acadêmico e pessoal. Cada interação, conversa e desafio foram fundamentais para a minha jornada.

Este trabalho não seria possível sem o apoio contínuo daqueles que acreditaram em mim. Obrigado a todos que, de alguma forma, tornaram possível a conclusão desta monografia.

Sumário

1. Introdução.....	7
2. Setor de seguros	8
2.1. O setor	8
2.2. TAM	10
2.3. NPS.....	11
2.4. O futuro da indústria de seguros.....	12
2.4.1 Primeira Saída: Copiar modelos de excelência já existentes	13
2.4.2 Segunda saída: Inovação (isso não quer dizer que a segunda saída não possua excelência. Retira-se o termo excelência porque ela é única no seu estilo de competição e, portanto, não teria uma competição direta, tornando o termo excelência para comparações obsoleto.)	14
3 Lemonade Inc.....	17
3.1 Modelo de negócios.....	17
3.1.1 A tecnologia.....	18
3.1.2 Seguros.....	21
3.1.3 Giveback	24
3.1.4 Resseguros	26
3.2 Análise financeira	26
3.3 Composição acionária.....	36
3.4 Vantagens competitivas.....	36
3.5 Perspectivas	39
3.6 Riscos	45
4 Valuation	47
4.1 Risco.....	47
4.2 Fluxo de caixa descontado.....	48
4.3 Valuation	49
4.4 Queima de caixa	52
5 Conclusão	58
6. Referências Bibliográficas.....	61

Índice de figuras:

Figura 1: Prêmios brutos subscritos (US\$ trilhões).....	11
Figura 2: NPS médio de filiais de seguros	12
Figura 3: Rede de “bots” da empresa	18
Figura 4: Evolução da contratação de seguros por parte dos clientes	22
Figura 5: Divisão do prêmio ganho da empresa	25
Figura 6: Evolução do número de clientes	27
Figura 7: Evolução da receita total (US\$ milhões)	28
Figura 8: Evolução do "In force premium" (US\$ milhões).....	29
Figura 9: Evolução do lucro bruto (US\$ milhões)	29
Figura 10: Evolução do lucro líquido (US\$ milhões)	30
Figura 11: Evolução das despesas operacionais (US\$ milhões)	31
Figura 12: Despesas operacionais como percentual da receita.....	32
Figura 13: Evolução do Annual dolar retention	32
Figura 14: Compradores de primeira viagem de seguros de aluguel	33
Figura 15: Compradores de primeira viagem de seguros de aluguel abaixo dos 35 anos	33
Figura 16: Evolução do fluxo de caixa operacional (US\$ milhões)	34
Figura 17: Evolução da remuneração baseada em ações (US\$ milhões)	35
Figura 18: Evolução do fluxo de caixa livre (US\$ milhões).....	35
Figura 19: Economias de escalas compartilhadas de acordo com Nick Sleep	37
Figura 20: “Flywheel” da Lemonade.....	38
Figura 21: Evolução do gross loss ratio (US\$ milhões)	40
Figura 22: <i>Gross Loss Ratio Over Time</i>	41
Figura 23: Potencial de crescimento.....	42
Figura 25: Projeção do dinheiro não restrito realizada pela companhia	54
Figura 26: Projeção do cenário base realizado pela empresa	55
Figura 27: Projeção do cenário otimista realizado pela empresa	55
Figura 28: Projeção do cenário pessimista realizado pela empresa.....	56
Figura 29: Projeção do cenário pessimista com ajustes realizado pela empresa.....	57

Índice de tabelas:

Tabela 1: NPS.....	11
Tabela 2: <i>Giveback</i>	26
Tabela 3: Composição acionária da empresa	36
Tabela 4: Prêmio subscrito por região	39
Tabela 5: índices da empresa.....	47
Tabela 6: Premissas do reverse valuation.....	51
Tabela 7: Tabela de probabilidade de sucesso.....	59

1. Introdução

De acordo com os dados fornecidos pela empresa *Lemonade* em seu site de RI, o setor de seguros é centenário, possui o tamanho de mercado global de 5 trilhões de dólares e as empresas têm uma média de 125 anos de idade.

Durante os últimos anos o mundo foi completamente transformado por novas tecnologias, mas o setor de seguros não. Além disso, mantém-se como uma das indústrias menos amigáveis aos consumidores, sendo sinônimo de estresse e problemas devido ao seu modelo de negócios, no qual o segurado disputa com o segurador quem sairá vitorioso. E como toda disputa, a vitória de um representa a derrota do outro.

A oportunidade de inovação ainda não foi explorada e existe uma empresa disposta a realizar essa mudança chamada: *Lemonade*, uma empresa de seguros do século XXI, nascida com o objetivo de mudar a má fama da indústria e criar valor para seus clientes. O modelo de negócios inovador, alinhado com a tecnologia são os protagonistas dessa revolução.

A principal motivação desse trabalho é entender o cenário atual do setor de seguros e como uma pequena empresa está desafiando o status quo e dando início a uma possível mudança estrutural.

O setor de seguros merece ser estudado, pois está sob as mesmas estruturas há anos, mesmo possuindo uma das menores notas de satisfação do cliente de acordo com o ranking de NPS. Dito isso, caso essa empresa obtenha sucesso, pode ser que o mercado de seguros, como conhecemos, nunca mais seja o mesmo.

2. *Setor de seguros*

2.1. *O setor*

O setor de seguros é formado por empresas que oferecem gestão de risco na forma de contratos de seguros. O segurado paga um prêmio a uma seguradora em troca de proteção para um futuro incerto. O benefício para o segurado só ocorre caso o futuro negativo aconteça. Dessa forma, caso o resultado negativo não aconteça, a seguradora fica com o dinheiro e opera positivamente.

As seguradoras se dividem em diferentes categorias, dentre as maiores estão: seguros de saúde/acidentes, de propriedade/danos e garantidores financeiros. Os tipos mais comuns de seguro são: automóvel, saúde, casa, aluguel e vida.

É importante mencionar que, no longo prazo, as empresas tendem a não operar positivamente. Isso só é possível, pois há o “*float*”, que é o dinheiro que a empresa tem disponível por um período para investir, originado dos prêmios, até a necessidade de pagamento devido ao acionamento dos seguros. Assim, a empresa consegue realizar um investimento, rentabilizar aquela quantia e, após isso, “devolver” para os seus clientes. E tudo isso é realizado sem custo, diferente de um banco que muitas vezes necessita realizar pagamento de juros sobre os depósitos para atrair clientes.

Em 2002, Warren Buffet, o maior investidor de todos os tempos e dono da maior seguradora do mundo escreveu em sua tradicional carta aos acionistas:

“To begin with, *float* is money we hold but don't own. In an insurance operation, *float* arises because premiums are received before losses are paid, an interval that sometimes extends over many years. During that time, the insurer invests the money. This pleasant activity typically carries with it a downside: The premiums that an insurer takes in usually do not cover the losses and expenses it eventually must pay. That leaves it running an “underwriting loss,” which is the cost of *float*. An insurance business has value if its cost of *float* over time is less than the cost the company would otherwise incur to obtain funds. But the business is a lemon if its cost of *float* is higher than market rates for money. Moreover, the downward trend of interest rates in recent years has transformed underwriting losses that formerly were tolerable into burdens that move insurance businesses deeply into the lemon category.”

Tradução Livre:

“Para começar, *float* é dinheiro que temos, mas não possuímos. Em uma operação de seguro, o *float* surge porque os prêmios são recebidos antes do pagamento das perdas, intervalo que às vezes se estende por muitos anos. Durante esse tempo, a seguradora

investe o dinheiro. Essa atividade agradável normalmente traz consigo uma desvantagem: os prêmios que uma seguradora recebe geralmente não cobrem as perdas e despesas que ela eventualmente deve pagar. Isso a deixa com uma “perda de subscrição”, que é o custo do *float*. Uma empresa de seguros tem valor se seu custo de *float* ao longo do tempo for menor do que o custo que a empresa incorreria para obter fundos. Mas o negócio será ruim se seu custo de *float* for maior do que as taxas de mercado por dinheiro. Além disso, a tendência de queda das taxas de juros nos últimos anos transformou as perdas de subscrição que antes eram toleráveis em encargos que movem as empresas de seguros profundamente para a categoria de empresas ruins”.

A indústria de seguros é tão dependente do *float* e não é capaz de gerar lucros de subscrição constantes e crescentes no longo prazo devido à falta de diferenciação.

No geral, não existe uma diferenciação do produto, na perspectiva do consumidor, e o fator mais importante na hora da escolha de uma seguradora é o preço.

Dessa forma, a indústria apresenta as seguintes características: muito fragmentada, com poucas barreiras de entrada e pouca diferenciação de produtos.

A saída apresentada por alguns players do setor para maiores retornos são: eficiência operacional ou uma operação em um pequeno e protegido nicho capaz de trazer bons retornos.

Ao longo dos anos, Warren Buffet deixou claro em suas cartas a importância dos preços competitivos e a situação do setor:

Warren Buffet em sua carta de 1988:

“Take the breakfast cereal industry, whose return on invested capital is more than double that of the auto insurance industry (which is why companies like Kellogg and General Mills sell at five times book value and most large insurers sell close to book). The cereal companies regularly impose price increases, few of them related to a significant jump in their costs. Yet not a peep is heard from consumers. But when auto insurers raise prices by amounts that do not even match cost increases, customers are outraged. If you want to be loved, it’s clearly better to sell high-priced corn flakes than low-priced auto

insurance.”

Tradução Livre:

“Tome a indústria de cereais matinais, cujo retorno sobre o capital investido é mais que o dobro do setor de seguros de automóveis (é por isso que empresas como Kellogg e General Mills vendem a cinco vezes o valor contábil e a maioria das grandes seguradoras vendem perto do valor patrimonial). As empresas de cereais impõem regularmente aumentos de preços, alguns deles relacionados a um salto significativo em seus custos. Mesmo assim, nem um pio é ouvido dos consumidores. Mas quando as seguradoras de automóveis aumentam os preços por valores que nem sequer correspondem aos aumentos de custos, os clientes ficam indignados. Se você quer ser amado, é melhor vender flocos de milho caros do que carros seguros de carros baratos.”

2.2. TAM

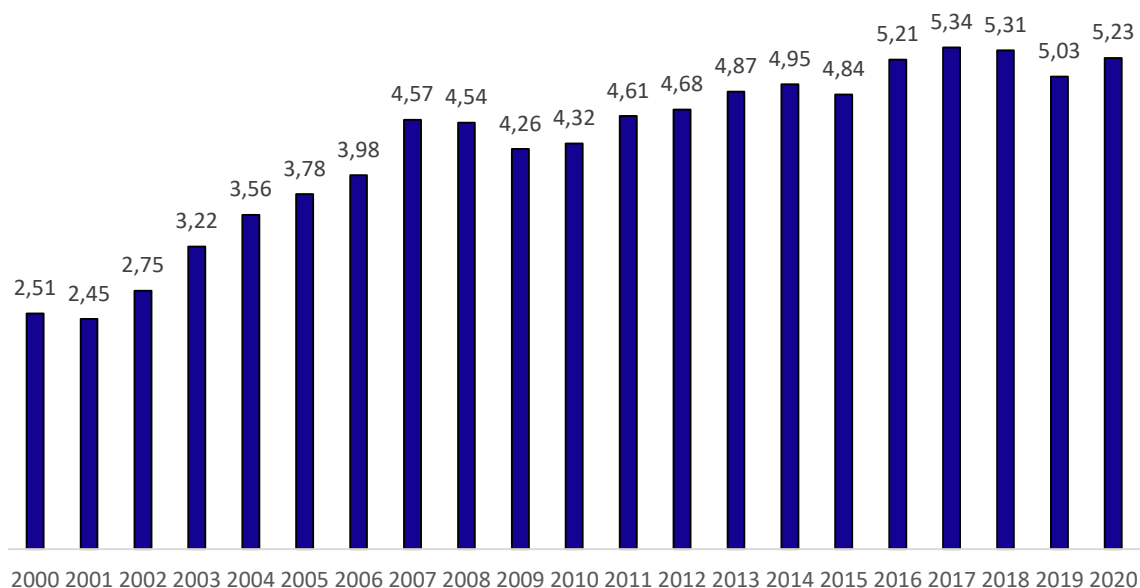
O TAM¹, “*Total Addressable Market*”, ou seja, o mercado total endereçável de seguros é um dos maiores do mundo por se tratar de um serviço necessário e, em alguns casos, até mesmo obrigatório.

Entre 2000 e 2020 houve um CAGR² de 3,74% no número de prêmios bruto subscritos e em 2024 é esperado que atinja a marca de 6 trilhões de dólares, de acordo com o Statista (empresa alemã especializada em dados de mercado)

¹ Metodologia que permite às empresas mensurarem o tamanho de seu mercado.

² Sigla para Compound Annual Growth Rate, em português, Taxa de Crescimento Anual Composta.

Figura 1: Prêmios brutos subscritos (US\$ trilhões)



Fonte: Statista

A maior empresa de seguros do planeta, Berkshire Hathaway, representa apenas 4% da participação de mercado mundial. É importante ressaltar que ela não apresenta resultados somente de seguros.

Dessa forma, conseguimos visualizar o que foi apresentado anteriormente. Estamos diante de um setor altamente fragmentado, gigante e sem diferenciação.

2.3. NPS

NPS, ou “Net promoter score” é uma métrica de lealdade/fidelidade do cliente. A pontuação é calculada através de uma pesquisa com uma simples pergunta: Qual a probabilidade de recomendação da companhia para um amigo? A resposta é uma nota de 1 até 10 que representa a probabilidade dessa recomendação acontecer.

Tabela 1: NPS

Promoters ³ (9 or 10 rating)
Passives ⁴ (7 or 8 rating)
Detractors ⁵ (0 through 6 rating).

³ Impulsionadores

⁴ Indiferentes

⁵ Difamadores

Formula: $NPS = \% \text{ of Promoters} - \% \text{ of Detractors}$

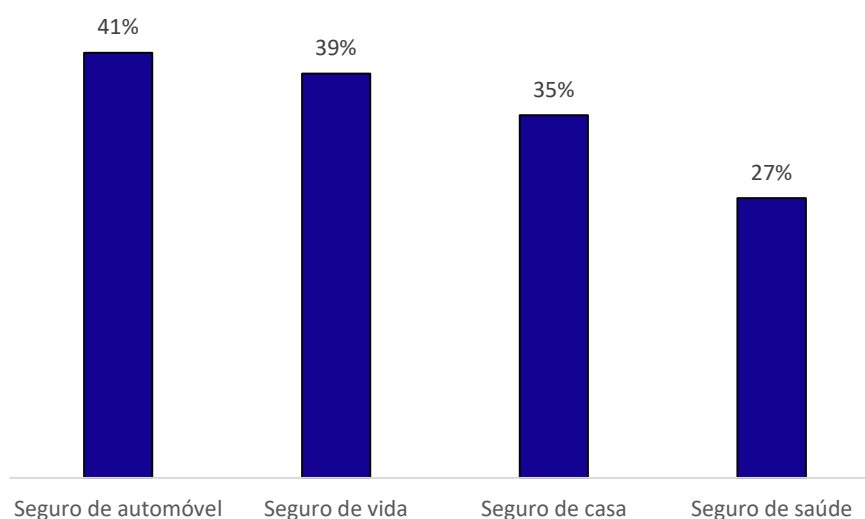
Fonte: <https://www.surveymonkey.com/curiosity/what-is-a-good-net-promoter-score/>

Como todo o setor é desenvolvido em torno da ideia de que existe uma disputa entre segurado e segurador, as notas não são as melhores.

Todos os anos uma grande quantia é gasta com advogados para garantir melhor desempenho para as empresas. Assim, cria-se um ambiente cada vez mais conflitante e desanimador para o consumidor, resultando em uma conotação negativa para qualquer assunto relacionado a seguros.

O NPS médio de filiais de seguros nos estados unidos pode ser observado abaixo:

Figura 2: NPS médio de filiais de seguros



Fonte: Statista

É possível observar que o número é muito baixo, comprovando essa insatisfação do cliente com as empresas do setor.

2.4. O futuro da indústria de seguros

Apesar de todas as dificuldades apresentadas na indústria, existem algumas possíveis saídas para o sucesso e destaque de uma empresa. A seguir abordaremos as duas principais.

Uma delas é seguir o nível de excelência de outras empresas do setor altamente eficientes. E a outra um pouco mais ousada e difícil, seria uma mudança estrutural no modelo de negócios.

2.4.1 *Primeira Saída: Copiar modelos de excelência já existentes*

Um exemplo, é a Berkshire Hathaway, que através de uma solidez financeira que garante que todas as promessas serão pagas, a Berkshire consegue se diferenciar e atrair clientes, principalmente em momentos difíceis nos quais os competidores não estão preparados para realizar novas subscrições.

Outra característica vencedora da Berkshire é a disciplina de subscrever somente contratos que sejam vantajosos para a empresa, não se importando com a perda de participação de mercado no curto prazo.

Apesar disso parecer obvio, não é a realidade que se observa. Durante períodos normais, as companhias de seguros sentem-se na necessidade de crescer constantemente. Dessa forma tomam mais riscos do que devem e quando os problemas chegam elas não são conseguem participar das melhores oportunidades.

Além disso, se observa também uma maior eficiência operacional. Com menores custos (despesas operacionais), é possível ofertar um preço menor para os clientes sem renunciar a rentabilidade.

No início de sua história, a GEICO (seguradora da Berkshire Hathaway) foi capaz de ofertar preços mais baixos, pois focava no nicho de trabalhadores do governo, que possuíam menores índices de sinistralidade e cortaram uma linha de despesas (gastos com uma rede de agentes para vender os seguros) através da venda direta para os consumidores.

Warren Buffett em sua carta aos acionistas de 1986:

“The difference between GEICO’s costs and those of its competitors is a kind of moat that protects a valuable and much-sought-after business castle.”

“The most important ingredient in GEICO’s success is rock-bottom operating costs, which set the company apart from literally hundreds of competitors that offer auto insurance.”

Tradução Livre:

“A diferença entre os custos da GEICO e os de seus concorrentes é uma espécie de fosso que protege um patrimônio valioso. “

“O ingrediente mais importante para o sucesso da GEICO são os custos operacionais mais baixos, que diferenciam a empresa de centenas de concorrentes que oferecem seguro automóvel.”

2.4.2 Segunda saída: Inovação (isso não quer dizer que a segunda saída não possua excelência. Retira-se o termo excelência porque ela é única no seu estilo de competição e, portanto, não teria uma competição direta, tornando o termo excelência para comparações obsoleto.)

A oportunidade de uma inovação disruptiva é gigantesca (como visto o mercado endereçável é enorme) e não explorada (nenhum player, nem mesmo os maiores e mais eficientes da indústria, ainda realizou).

De acordo com o professor Clayton M. Christensen, em seu livro “O dilema da inovação” as empresas líderes da indústria têm dificuldade em inovar pois devem focar seus investimentos nas inovações que prometem maiores retornos (geralmente com maiores margens e participação de mercado) e quando está-se inovando de maneira disruptiva é preciso lidar com margens menores e mercados de menor tamanho visando a quebra de paradigma e retornos maiores no longo prazo.

Existem dois tipos de inovação: as incrementais, que fomentam melhorias e as de ruptura, que criam uma proposta de valor diferente e superior a atual.

O grande problema é que, no início, as inovações de ruptura apresentam desempenho e margens inferiores por não atenderem instantaneamente as necessidades dos maiores clientes. Dessa forma, somente alguns consumidores adotam esses novos produtos (early-adopters).

Assim investir em uma inovação de ruptura é contraintuitiva e vista como um grande risco para empresas líderes. Porém, mal sabem elas, que o risco está em não tomarem esse caminho e tornarem-se obsoletas no futuro.

O dilema se dá quando é necessário escolher por um produto com resultados inferiores enquanto renuncia a seus produtos testados e que geram bons retornos (preferência pela performance no curto prazo e detrimento da performance no longo prazo).

Devido a isso, geralmente uma saída é a criação de unidades separadas dentro da própria empresa focadas nessas estratégias, impedindo que a cultura da empresa principal mate a inovação. Só que essa decisão não é tão simples e muitas vezes ainda há atrito envolvido nas relações.

Por isso, empresas pequenas, que estão nascendo, têm grande vantagem sobre empresas líderes dos setores e normalmente conseguem tornar as incumbentes obsoletas.

Observa-se isso várias vezes na história, desde aparelhos celulares, carros elétricos, vídeo games etc. É possível que, finalmente, esteja chegando a hora do setor de seguros, um dos maiores do mundo, com menor diferenciação e de grande insatisfação, representando uma oportunidade jamais vista.

Nas palavras de Clayton Christensen em seu livro, o dilema da inovação:

“The reason [for why great companies failed] is that good management itself was the root cause. Managers played the game the way it’s supposed to be played. The very decision-making and resource allocation processes that are key to the success of established companies are the very processes that reject disruptive technologies: listening to customers; tracking competitors actions carefully; and investing resources to design and build higher-performance, higher-quality products that will yield greater profit. These are the reasons why great firms stumbled or failed when confronted with disruptive technology change.”

Tradução Livre:

“A razão [porque grandes empresas falharam] é que a própria boa gestão foi a causa raiz. Os gestores jogaram o jogo da maneira que deveria ser jogado. Os próprios processos de tomada de decisão e de alocação de recursos que são fundamentais para o sucesso das empresas estabelecidas são os próprios processos que rejeitam tecnologias disruptivas: ouvir os clientes; acompanhar cuidadosamente as ações dos concorrentes; e investir recursos para projetar e construir produtos de maior desempenho e qualidade que gerarão maiores lucros. Estas são as razões pelas quais grandes empresas tropeçaram ou fracassaram quando confrontadas com mudanças tecnológicas disruptivas.”

Para ilustrar um caso de dilema da inovação, suponha-se um produto de grande sucesso. Esse produto está no meio da sua evolução, no qual apresenta o seu maior nível de produtividade marginal. Nesse momento os gastos com pesquisa e desenvolvimento estão gerando altos retornos, o mercado endereçável é grande e a demanda está pulsante. Ao mesmo tempo há uma nova tecnologia promissora que ainda não é muito utilizada, pois não é tão desenvolvida e acessível.

Dessa forma, os consumidores estão dispostos a pagar menos pelo novo produto e preferem a tecnologia antiga. O problema é que essa nova tecnologia possui uma produtividade marginal, no meio de sua evolução, bem maior do que a antiga, mas isso ainda não é visível.

Devido ao fato de no início essa nova tecnologia não ser bem aceita pelo público geral e trazer retornos menores, os incumbentes acabam não adotando e preferindo investir na tecnologia que já é provada e altamente lucrativa.

Da mesma forma, novos *players* na indústria, que estão dispostos a desenvolvê-la, investem até atingir um nível que ela supera a tecnologia anterior e ganha acesso as massas. Quando o incumbente olha para essa nova tecnologia, muito melhor e mais lucrativa do que a sua, já é tarde demais.

3 *Lemonade Inc*

A *Lemonade* está reconstruindo o que se conhece sobre o setor de seguros, com base em um modelo de negócios inovador e digital.

Alinhando a tecnologia, inteligência artificial, imensidão de dados e o impacto social, a empresa busca tornar os seguros mais acessível, agradável e mais eficiente.

Através dos *bots*,⁶ AI Maya e AI Jim, os clientes conseguem obter todos os seguros ofertados pela empresa, além de realizar reivindicações, que são pagas, em média, em apenas três segundos.

Diferente das empresas tradicionais do setor, os prêmios excedentes são doados a organizações sem fins lucrativos selecionadas pelos clientes como parte do programa anual chamado de: "Giveback".

A *Lemonade* vem apresentando grande sucesso entre os seus clientes, sendo considerada uma marca com NPS e linha com outras grandes marcas de sucesso como, Apple e Tesla.

A seguir, ficara mais claro como realmente funciona o modelo de negócios da empresa.

3.1 *Modelo de negócios*

O modelo de negócios da *Lemonade* se diferencia das outras seguradoras, por ser centrado no cliente, proporcionando alinhamento entre os interesses da empresa e dos clientes.

A *Lemonade* aproveita a tecnologia em tudo o que faz, afinal ela foi construída do zero no século da tecnologia. Enquanto mais de 93% das apólices de seguro residencial nos Estados Unidos são vendidas por meio de agentes, a *Lemonade* utiliza uma plataforma que encontra, integra e atende digitalmente todos os consumidores.

Todos os dados acumulados ao longo do contrato com o cliente, permitem a empresa impulsionar constantemente a aquisição de novos clientes, aprimorar a experiência dos clientes já existentes e tornar a operação mais eficiente.

Para alinhar os interesses com os dos clientes, incentivar o bom comportamento e construir uma relação de longo prazo baseada na confiança mútua, ao contrário do que ocorre com a maioria dos concorrentes, a *Lemonade* tenta minimizar os incentivos à negação de reivindicações legítimas e fraudes, já que devolve, ao em vez de embolsar, o dinheiro de prêmios que sobram.

⁶ Software que executa tarefas automatizadas, repetitivas e pré-definidas.

A *Lemonade* se compromete a ficar com uma taxa fixa de 25% dos prêmios recebidos. Caso a operação seja mais eficiente do que isso, todo o dinheiro é doado.

Após o cliente adquirir uma apólice, ele deve escolher uma causa de caridade, pré-selecionadas, para apoiar. Assim, os clientes têm menos incentivos para burlar reivindicações, mas não um impedimento por completo, já que prejudicarão diretamente uma organização sem fins lucrativos com a qual se preocupam, em vez de uma companhia de seguros com a qual não se importam. Isso pode parecer um incentivo fraco, mas de acordo com a economia comportamental é uma força bem significativa.

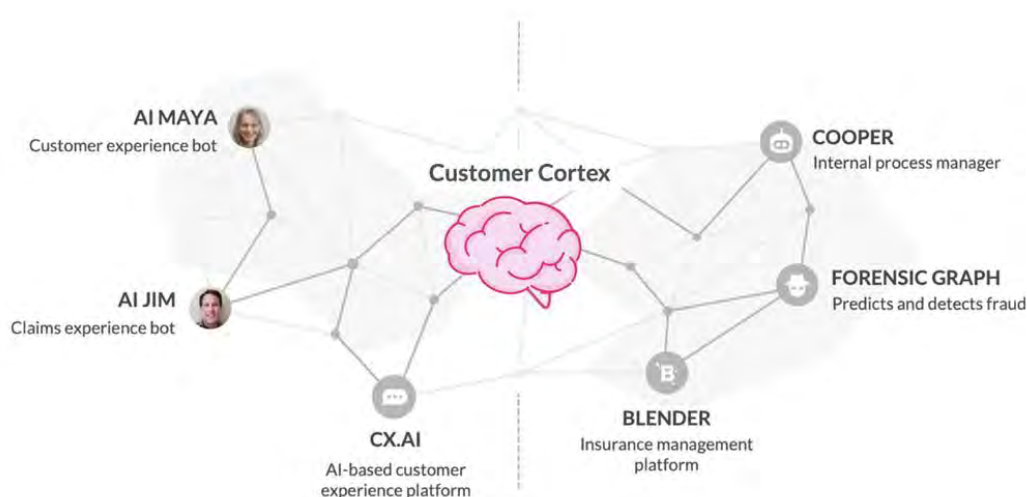
Criando uma relação de longo prazo, a empresa cria um modelo com altas taxas de retenção, com fluxos de receita recorrentes e crescimento orgânico.

Além disso, a companhia opera sobre um ecossistema virtuoso, no qual a aquisição de novos clientes gera mais dados, tornando a empresa mais eficiente, fazendo com que as economias, tanto de aumento de tamanho quanto de eficiência, sejam repassadas para os clientes, aumento dos níveis de satisfação e retornando para uma outra volta no círculo virtuosos começando com o crescimento de clientes.

3.1.1 A tecnologia

As interações com os clientes geram uma grande quantidade de dados, que melhoram as interações com os próprios clientes.

Figura 3: Rede de “bots” da empresa



Fonte: Investor day de 2022

A “AI Maya” é um *bot* de integração e experiência do cliente, que tem o objetivo de orientar os clientes a adesão dos produtos da *Lemonade*. A Maya cuida de tudo, desde a coleta de informações e personalização do atendimento até a facilitação de pagamentos.

Através de poucas perguntas de alto impacto e adaptação de acordo com as respostas, a AI Maya consegue reduzir o tempo de integração, ao mesmo tempo em que coleta dados fundamentais.

O “AI Jim” é o *bot* de reclamações. Em 98% das vezes o cliente é direcionado para ele. O AI Jim consegue resolver a maior parte dos problemas em segundos, mas quando isso não é possível, ele direciona o cliente exatamente para a área que pode ajudá-lo. Dessa forma, mesmo quando é necessária a intervenção humana, o AI Jim terá feito grande parte do trabalho, contribuindo para que a equipe realize as tarefas da maneira mais rápida e tranquila possível.

A atenção nesse processo é muito importante, pois as reivindicações representam o elo mais crítico na experiência dos clientes no setor de seguros. Reimaginar as reivindicações em benefício do cliente, alinhando interesses e incentivos e eliminando atritos, complicações, custos e atrasos, é, portanto, um fator-chave da liderança na satisfação do cliente.

O “CX.AI” é a plataforma desenvolvida para compreender e resolver instantaneamente as solicitações dos clientes com o mínimo de intervenção humana, na qual os *bots* foram desenvolvidos. É normal a assistência de clientes para todos os tipos de situação, desde as mais simples até as mais complexas, por exemplo questões de cobertura, alterações na apólice e outros.

As tecnologias voltadas para o cliente, AI Maya, AI Jim e CX.AI, oferecem uma experiência superior por uma fração do custo de funcionários, ao mesmo tempo em que coletam e utilizam muito mais dados do que qualquer humano. Elas foram responsáveis pela venda de 98% das apólices da *Lemonade*.

Enquanto isso, 95% dos seguros dos incumbentes são vendidos por humanos, que, muitas vezes, ainda acabam pagando 15% do premium para os agentes, até a perpetuidade, por seus serviços.

Além disso, há a 'tecnologia de bastidores', que está estruturada em três aplicativos proprietários:

- a) Forensic Graph
- b) Blender
- c) Cooper

a) Forensic Graph

O Forensic Graph utiliza economia comportamental, big data e Inteligência artificial para prever, impedir, detectar e bloquear fraudes em todas as interações dos clientes.

De acordo com o FBI as fraudes em seguros nos Estados Unidos (excluindo seguros de saúde) custam mais de US\$ 40.000 milhões de dólares por ano em aumento de prêmios. É importante lembrar que a cada fraude evitada, é possível oferecer melhores preços, além de afastar cada vez pessoas que agem de má-fé e atrair pessoas honestas.

Com uma imensidão de dados é possível rastrear sinais incalculáveis e descobrir relações invisíveis para os humanos, mas nas quais os dados revelam ligações complexas que contribuem para evitar perdas.

b) Blender

O Blender é uma plataforma de gerenciamento de seguros. Ele é projetado para ser uma ferramenta de gerenciamento única para as equipes de experiência do cliente, subscrição, sinistros, crescimento, marketing, finanças e risco.

Ao entrar na plataforma, o especialista consegue acessar todas as reivindicações atribuídas a ele pelo AI Jim, e todas as instruções para as próximas etapas e alertas de atividades suspeitas. Além disso, é possível observar uma quantidade grande de informações do cliente para ajudar em todo o tipo de tarefa.

c) Cooper

O Cooper é o *bot* que administra partes importantes da empresa. Ele lida com tarefas complexas e repetitivas, desde ajudar na experiência do cliente até lidar com processos manuais demorados. Por exemplo, analisa a todo momento imagens transmitidas pelos satélites da NASA, identificando incêndios florestais em tempo real, bloqueando anúncios e vendas nas áreas afetadas.

Além disso, coleta e formata materiais para registros regulatórios e cuida da alocação de tarefas de engenharia, implantação de código e outros.

O Forensic Graph, Blender, Cooper, AI Maya, AI Jim e CX.AI são executados no Customer Cortex, ou Córtex do Cliente, que funciona como um sistema nervoso central, no qual todos os dados sobre os clientes são transmitidos, analisados e usados por todos esses seis aplicativos.

Atualmente, os modelos de *machine learning*⁷ fazem previsões de LTV (Life time value⁸) dos clientes de acordo com as suas características, geografia e outros, e já é responsável por aproximadamente 90% dos gastos com marketing.

3.1.2 Seguros

No final de 2022, 90% dos consumidores da empresa de seguros de casa e aluguel afirmaram terem migrado de outro serviço de seguros. Isso demonstra a capacidade da *Lemonade* de atrair pessoas jovens e que estão entrando no mercado de seguros pela primeira vez e procuram algo fácil, simples e diferente.

A experiência agradável e preços competitivos atraem clientes de outras seguradoras. No entanto, no final de 2022, 90% dos consumidores de seguros de casa e aluguel da *Lemonade*, afirmaram não terem migrado de outro serviço de seguros.

Da mesma maneira que é fácil de realizar o cadastro, é fácil de cancelar o cadastro, diminuindo os custos de troca. Porém na visão da empresa, com o foco no cliente, essa é a solução correta e única para seguir.

Uma das principais estratégias da *Lemonade*, é crescer junto com o cliente. A sua base de clientes é de jovens que ainda não necessitam de uma gama de serviços sofisticados. Por exemplo, um jovem universitário talvez precise apenas de um serviço de seguros para o seu pequeno apartamento alugado. No entanto, esse mesmo jovem daqui a 10 anos provavelmente vai precisar de um seguro para sua casa, seus pets, seu carro, sua vida e outros.

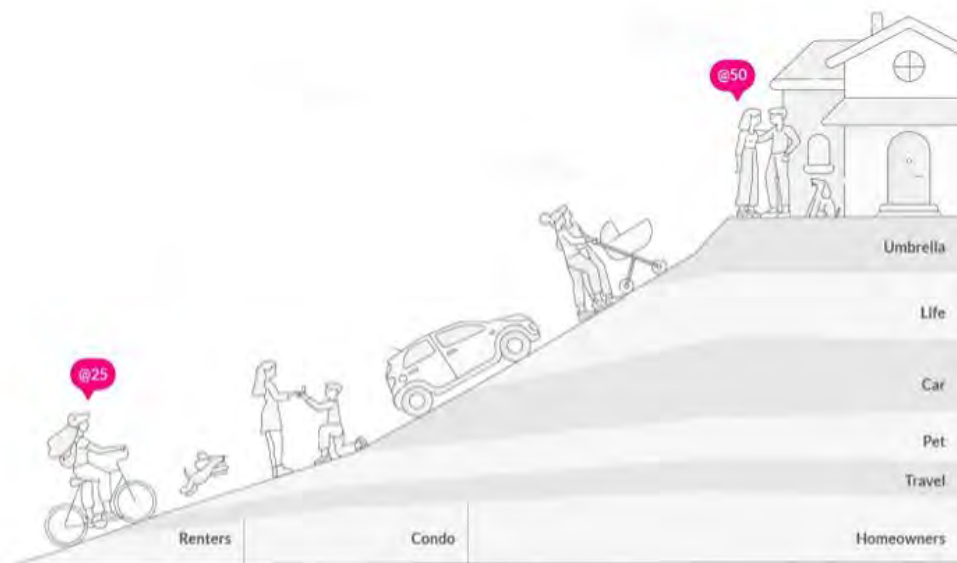
Dessa forma, o relacionamento e manutenção do cliente adquirido é muito importante para empresa, já que no futuro, o valor de um mesmo cliente será muito maior (LTV) com a venda de novos produtos a um custo de aquisição de clientes (CAC) nulo.

A seguir é possível observar uma imagem ilustrativa da evolução da necessidade de seguros.

⁷ Uso de algoritmos para organizar dados, reconhecer padrões e fazer com que computadores aprendam, a partir dos dados inseridos, a executar tarefas diferentes de forma autônoma, sem a necessidade de pré-programação.

⁸ Estimativa da receita média que um cliente irá gerar ao longo de sua vida como cliente.

Figura 4: Evolução da contratação de seguros por parte dos clientes



Fonte: Relatório anual da empresa

Atualmente os seguros oferecidos pela *Lemonade* são:

a) Seguro para locatários e proprietários de residências

Esse seguro é oferecido nos Estados Unidos, Alemanha, Holanda, França e Reino Unido e cobre bens roubados ou danificados. Também protege os clientes caso eles sejam responsáveis por acidentes ou danos a outra pessoa ou sua propriedade. Além da cobertura básica para bens pessoais, eletrônicos, móveis e roupas, é possível adquirir cobertura extra para proteção contra perda acidental, danos e roubo, em todo o mundo.

b) Seguro para animais de estimação

O seguro para animais de estimação cobre diagnósticos, procedimentos, medicamentos, acidentes ou doenças, exames de sangue, exames de urina, raios X, ressonâncias magnéticas, exames de laboratório e tomografias computadorizadas.

Também há planos adicionais com cobertura para cuidados preventivos, incluindo exames e vacinas anuais, e tratamentos de recuperação, incluindo fisioterapia e hidroterapia.

Em 2022, cerca de 72% das apólices de seguro para animais de estimação foram vendidas para novos clientes, e cerca de 5% desses clientes já adicionaram uma apólice de locatário ou proprietário à sua apólice para animais de estimação.

Isso é um fenômeno interessante de se observar, já que os clientes tendem a realizar todos os seguros em uma única empresa, e desde que a *Lemonade* ofereça todos os seguros necessários, isso contribui para um menor “churn⁹” e LTV (valor do cliente).

Além disso, clientes que compram mais de um seguro geralmente economizam dinheiro, pois comprar pacotes de seguros costuma gerar ofertas melhores.

c) Seguro de carro

Apesar de não está disponível em todos os estados dos Estados Unidos, o seguro de carro vem crescendo bastante. O seguro de carro cobre acidentes de carro, danos climáticos, roubo, vandalismo, danos causados por incêndio, árvores ou animais, reparo de vidros e para-brisas, danos materiais, despesas médicas e assistência rodoviária.

Em julho de 2022, foi realizada a aquisição da *Metromile*, uma seguradora de automóveis com milhões de dados coletados para uma melhor precificação do serviço.

Além disso, essa aquisição facilitou a expansão para diversos estados, já que a *Metromile* possuía aproximadamente 49 licenças estaduais, evitando a necessidade de entrar com o pedido para obter aprovação dos reguladores para prestar o serviço em diferentes estados.

O seguro de carro da *Lemonade* se diferencia dos outros seguros, pois ele é cobrado por milha, ou seja, dependendo de quanto você utiliza o carro. Além disso, por ter uma infinidade de dados coletados através do celular, cada motorista possui uma nota que diferencia o preço contratado.

Através da telemática, que se originou a partir da união de telecomunicação e informática, um alto volume de informações coletadas são analisadas, como aspectos diversos do veículo e comportamento do motorista, comunicando-se com os sistemas da empresa.

Por exemplo, o processo de uma empresa sem telemática consistiria em algumas perguntas básicas como idade, sexo e se o cliente já esteve envolvido em um acidente.

Caso a resposta fosse sexo masculino, 20 anos e nenhum acidente, provavelmente esse indivíduo estaria numa categoria de risco alta. Com a telemática é possível saber muito mais informações, como quanto tempo do dia passa dirigindo, se o indivíduo se mantém na maior parte dos trajetos dentro do limite de velocidade, quantas freadas

⁹ uma métrica que indica o número de clientes que cancelaram o serviço em um determinado período.

bruscas foram realizadas, se o indivíduo anda em avenidas, ruas ou rodovias, quantas milhas ele anda por mês e se as viradas são bruscas ou não.

Dessa forma, a empresa poderia chegar em respostas completamente diferentes da anterior, que não seriam possíveis sem a telemática, pois são perguntas que precisam de dados.

Isso é positivo, pois mais uma vez observamos um círculo virtuoso, no qual a empresa atrai os melhores motoristas para o ecossistema e repele os piores, tornando a operação mais eficiente e barata para os consumidores no longo prazo.

d) Seguro de vida

A *Lemonade* oferece produtos de seguro de vida por meio de um acordo com um administrador terceirizado. Os clientes possuem cobertura de até US\$ 1,5 milhão, apenas respondendo algumas perguntas básicas sobre sua saúde.

3.1.3 Giveback

Como dito anteriormente, a companhia tem uma política de “Giveback”, ou seja, ela doa parte do dinheiro não utilizado para causas escolhidas por seus clientes. Em um primeiro momento isso parece algo sem sentido, mas é uma estratégia poderosa para alinhar os incentivos entre empresa e os clientes. Em uma empresa de seguros tradicional, quando uma das partes ganha a outra perde e há uma constante batalha para saber quem sairá vitorioso. Com parte do dinheiro indo para doação, a *Lemonade* protege a si mesma de entrar em uma disputa com seu maior ativo: sua base de clientes.

Figura 5: Divisão do prêmio ganho da empresa



Fonte: Site da empresa

A *Lemonade* se compromete a ficar apenas com uma taxa fixa de 25% do premium ganho. Os outros 75% são usados para pagar as apólices e, caso, sobre algo, ela doa o dinheiro.

É importante ressaltar alguns pontos:

- Primeiro: para ocorrer um *Giveback* expressivo percentualmente, é necessário que a *Lemonade* atinja um nível de eficiência, que deve ser acima da média do setor, já que o setor geralmente fica no zero a zero, algo que eles estão apostando que vai acontecer.
- Segundo: atualmente a *Lemonade* gera prejuízo, mas o *Giveback* acontece devido a maneira como o cálculo é realizado. Os clientes adquirem uma apólice e selecionam uma causa para caridade, em uma lista pré-avaliada pela *Lemonade*, para apoiar com os prêmios residuais de sua apólice.
- Os clientes que selecionam a mesma causa são classificados como um grupo, que no final do ano, caso o índice de sinistralidade de determinado grupo seja favorável (sinistralidade acima de 40% geralmente não passa no teste), ocorre a doação.
- Terceiro: como é necessária uma alta eficiência operacional para o modelo da *Lemonade*, em termos de números percentuais, começar a se diferenciar dos demais, podemos analisar a *Lemonade*, de forma quantitativa, como se não houvesse o *Giveback*.

Em 2022, o *Giveback* totalizou aproximadamente 1% dos prêmios ganhos. A seguir podemos observar uma tabela com o *Giveback* realizado em cada ano desde 2018.

Tabela 2: *Giveback*

Ano	Número de Organizações não Lucrativas	Valor
2018	15	\$ 162.135,00
2019	26	\$ 631.540,00
2020	34	\$ 1.128.109,00
2021	65	\$ 2.303.381,00
2022	59	\$ 1.873.588,00

Fonte: Relatório anual da empresa

3.1.4 Resseguros

Além de tudo que foi mencionado, a *Lemonade* adota o serviço de resseguradoras, algo comum no setor e nada de especial para a diferenciação da empresa. Isso ocorre com o objetivo de diminuir a volatilidade na margem bruta, que é afetado diretamente por impactos climáticos.

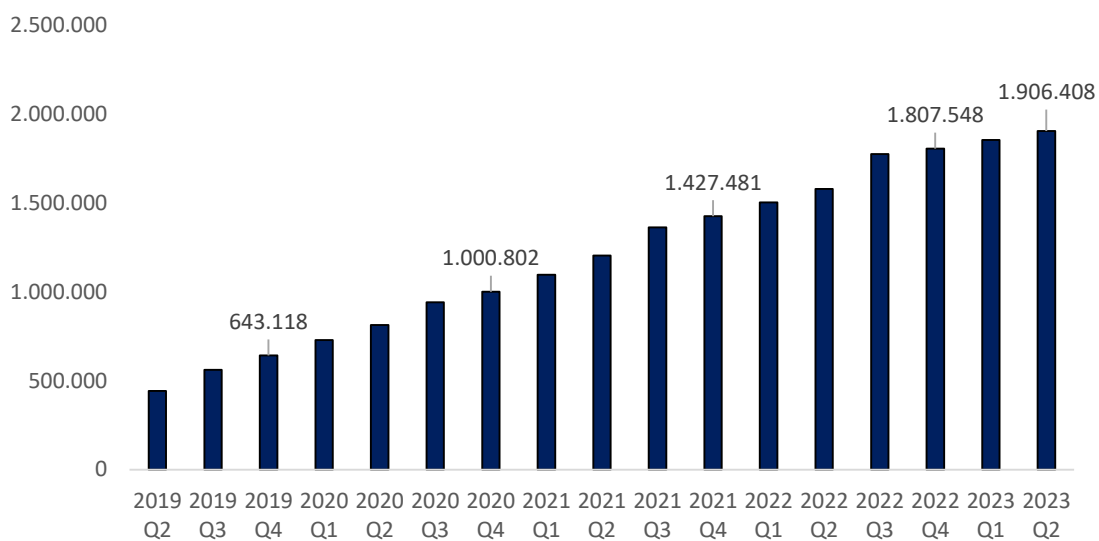
O negócio de seguros possui fluxos de receitas altamente recorrentes e, portanto, previsíveis, mas com uma volatilidade significativa nos lucros, uma vez que estes são afetados por efeitos de calda como, tempestades de granizo, terremotos, incêndios florestais e furacões.

Além disso, os contratos de resseguro servem para diminuir a necessidade de capital imposta pelos reguladores. Atualmente 55% dos sinistros da *Lemonade* são suportados pelas resseguradoras, assim, a resseguradora, concorda em cobrir uma parte dos sinistros em troca de uma parte de seus prêmios.

3.2 Análise financeira

O número de clientes aumenta todo trimestre. Desde 2020, o crescimento anualizado é de aproximadamente 34% ao ano.

Figura 6: Evolução do número de clientes



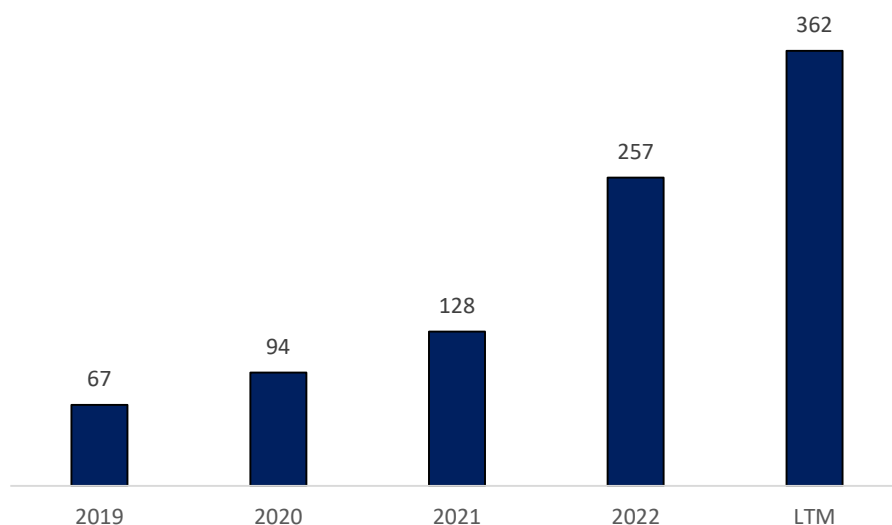
Fonte: Relatórios anuais e trimestrais da empresa

Ter uma base de clientes grande é muito importante, pois isso representa mais dados e de acordo com a estratégia da *Lemonade*, atingir um número grande de dados na frente de outros competidores permite a eles serem mais eficientes e praticar preços inimagináveis pelos incumbentes. No entanto, enquanto essa base de clientes não é rentável e apresenta prejuízos ano após ano, crescer sem limites pode trazer problemas financeiros impedindo o sucesso de longo prazo.

A empresa afirma estar trabalhando duro para atingir um ponto de equilíbrio entre crescimento e rentabilidade e, portanto, está sendo menos agressiva no último trimestre em seu marketing. É importante mencionar que a empresa acredita ter passado pelo seu pico de perdas e que de agora em diante haverá somente melhoras nas margens.

Acompanhando o crescimento dos clientes, a receita vem crescendo ano após ano, com um aumento anualizado de aproximadamente 56% desde 2019. Nos últimos doze meses ela atingiu a marca de US\$ 362 milhões.

Figura 7: Evolução da receita total (US\$ milhões)



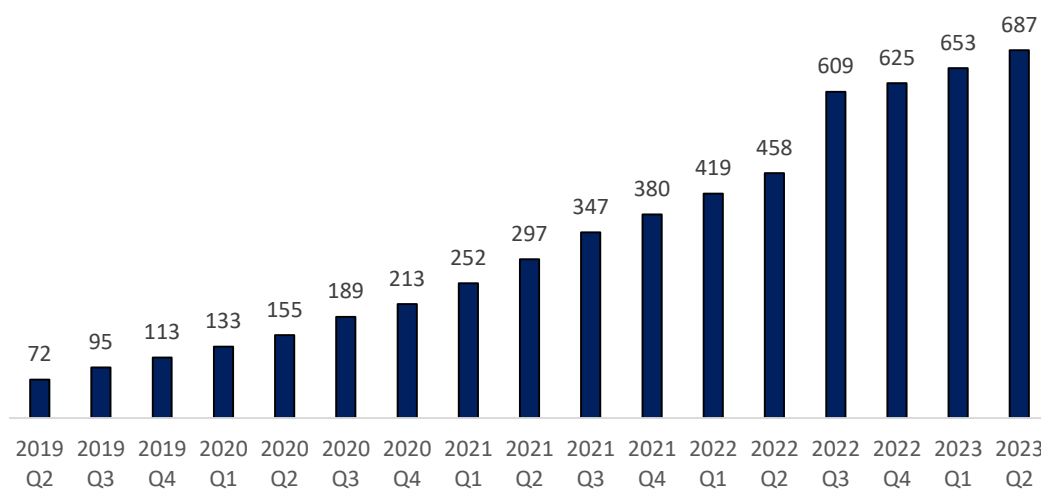
Relatório anual e trimestral da empresa

Uma métrica que a companhia prefere é o “In force premium”, que representa o prêmio anualizado dos clientes (prêmio por cliente vezes o número de clientes).

Essa métrica é uma melhor forma de visualizar a evolução dos números da empresa, pois ignora o efeito “negativo” da contratação de resseguros. Apesar do resseguro ser positivo para empresa, ele mascara a evolução da receita da empresa, uma vez que uma grande parte é cedida a eles em troca de comissão.

O crescimento anualizado do “In force premium” foi de aproximadamente 77% desde 2019, o que representa um crescimento bem maior que a receita e demonstra o verdadeiro poder de crescimento da empresa.

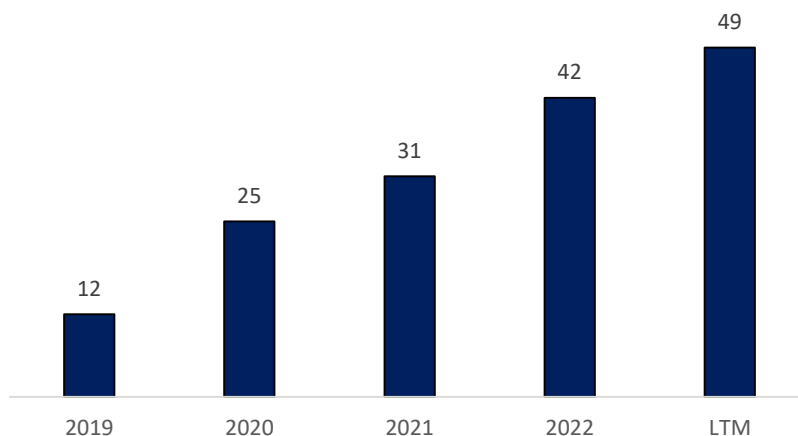
Figura 8: Evolução do "In force premium" (US\$ milhões)



Relatório anual e trimestral da empresa

Já o lucro bruto, ou “gross profit”, definido como: receita menos perdas, outras despesas e depreciação e amortização, apresenta um crescimento anualizado, desde 2019, de 53,5% e atingiu a marca de US\$ 49 milhões nos últimos doze meses.

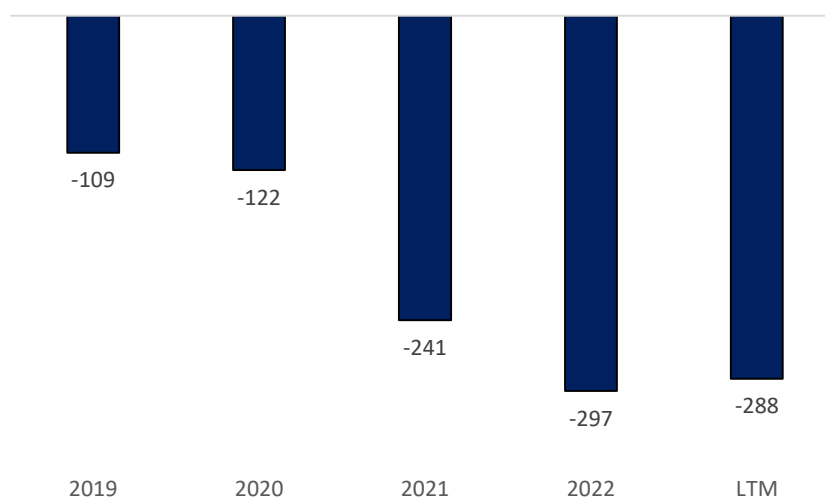
Figura 9: Evolução do lucro bruto (US\$ milhões)



Fonte: Relatório anual e trimestral da empresa

No entanto, o lucro líquido apresenta números negativos e um pouco assustadores. Isso se deve ao fato de a companhia estar investindo pesado principalmente em marketing, para crescer, em tecnologia, para tornar-se mais eficiente e se diferenciar dos outros players do setor, e em pessoas chave para a empresa progredir.

Figura 10: Evolução do lucro líquido (US\$ milhões)

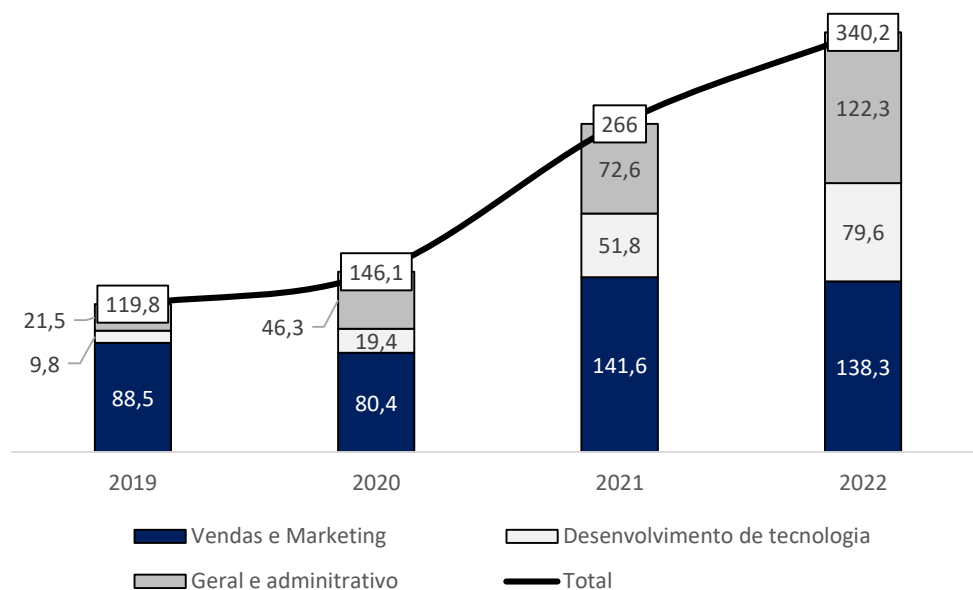


Fonte: Relatório anual e trimestral da empresa

Como dito anteriormente, a companhia acredita já ter passado pelo pico de perdas no ano de 2022, mas, de qualquer forma, ainda há preocupações se ela realmente um dia será rentável e se há combustível, ou em outras palavras, dinheiro suficiente, para sobreviver até chegar esse dia.

Os gastos com marketing, tecnologia e geral e administrativo podem ser observados abaixo. Enquanto as receitas tiveram um crescimento anualizado, desde 2019, de 56%, as despesas da companhia tiveram um crescimento anualizado de 42% desde 2019.

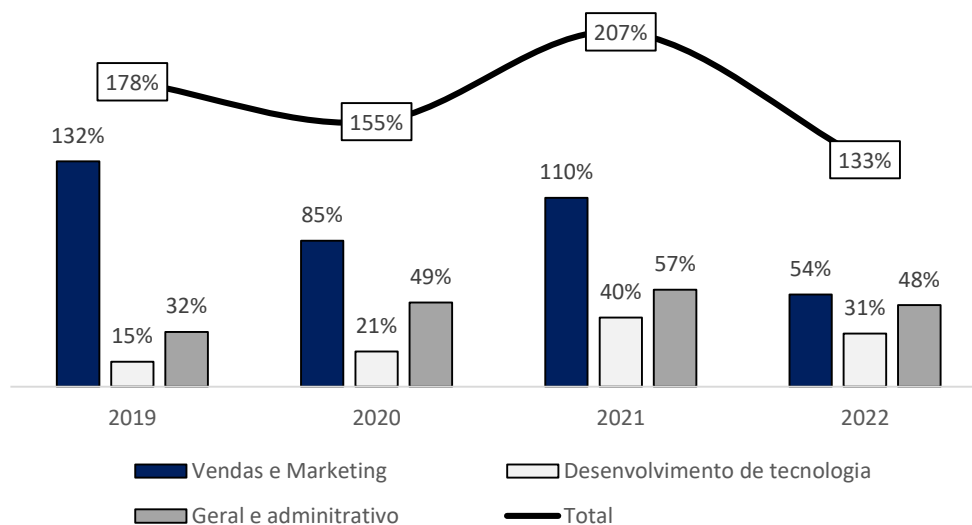
Figura 11: Evolução das despesas operacionais (US\$ milhões)



Fonte: Relatório anual e trimestral da empresa

Dessa forma, é possível observar uma estabilização/leve queda do percentual das despesas pelo total da receita, e é esperado que continue a decair com o tempo. Os investimentos realizados no presente serão ativos valiosos para a companhia no futuro. Além disso, a companhia possui muitos custos fixos, que permitirão uma alavancagem operacional expressiva durante sua jornada.

Figura 12: Despesas operacionais como percentual da receita



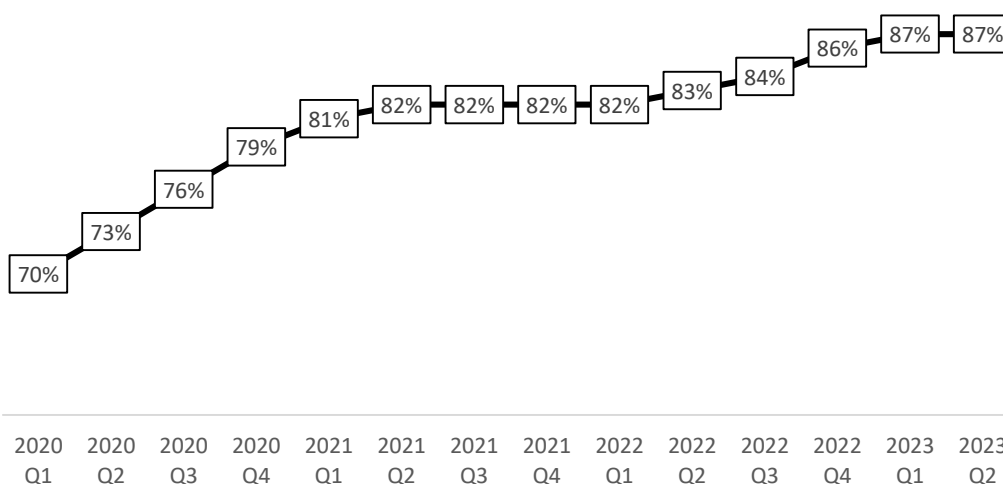
Fonte:

Relatório anual e trimestral da empresa

Um ponto importante de ser mencionado é o “Annual dollar retention”, ou a retenção de clientes. Não adianta a *Lemonade* investir grandes quantias em marketing para trazer clientes para o seu ecossistema e não os manter lá dentro.

A seguir podemos observar a evolução do “Annual dollar retention” da *Lemonade*

Figura 13: Evolução do Annual dollar retention



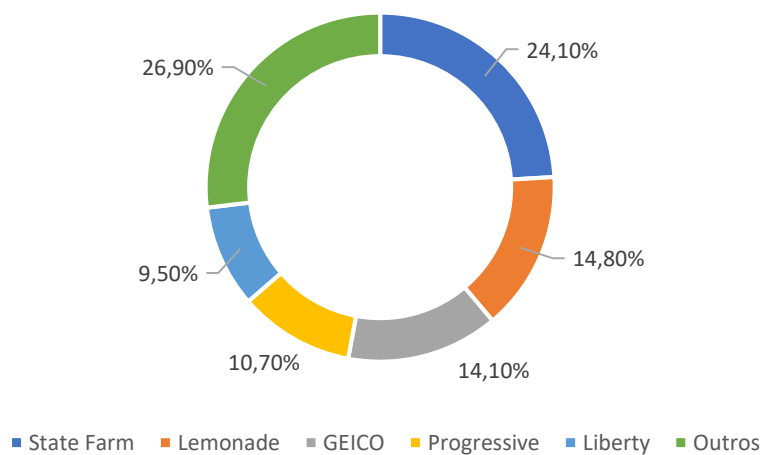
Fonte: Relatório anual e trimestral da empresa

Apesar de ser uma companhia com níveis de satisfação de clientes altos, que podem ser comprovados pelo NPS, e classificações altas para seus serviços, em comparação com as concorrentes, nas diferentes “app stores” (em 2022, a nota da *Lemonade* na Apple Store

era de 4.9/5.0), a retenção de clientes não é tão elevada. Isso pode ocorrer por alguns fatores:

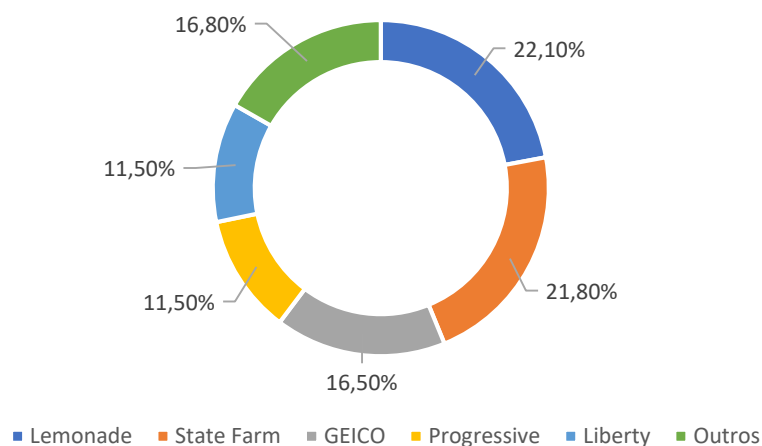
- (1) a maioria dos clientes da *Lemonade* são jovens que estão começando a vida e que muitas vezes nunca tiveram seguros.

Figura 14: Compradores de primeira viagem de seguros de aluguel



Fonte: Investor day de 2022

Figura 15: Compradores de primeira viagem de seguros de aluguel abaixo dos 35 anos



Fonte: Investor day de 2022

- (2) quase metade do “In force premium¹⁰” vem de seguros de locatários, e esse grupo demográfico pode ser mais instável e sensível ao preço,

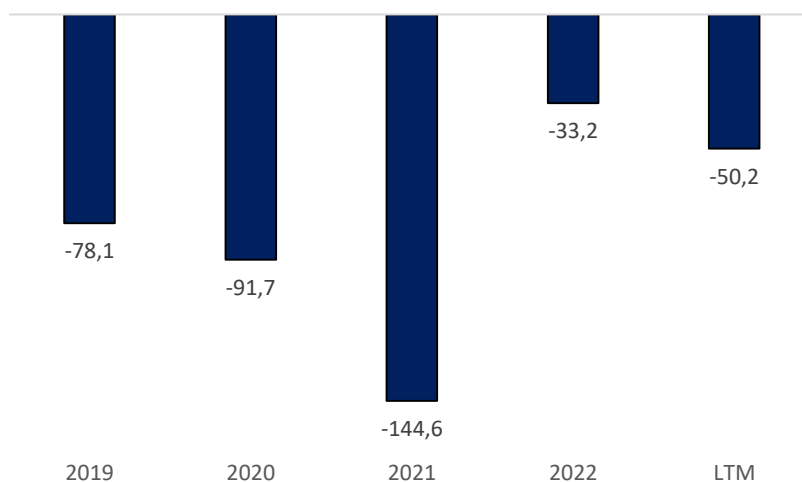
¹⁰ Soma dos prêmios que os segurados estão pagando por suas apólices de seguro que ainda estão ativas.

além de muitas vezes ser mais suscetível ao cancelamento de apólices devido a grandes transições na vida.

(3) A falta de cobertura em diferentes seguros, faz com que seja melhor, tanto financeiramente quanto comodamente, fechar um pacote de seguros com outra empresa que já oferece essa opção. Devido a isso a *Lemonade* se esforçou bastante ao longo dos últimos anos para oferecer diversos tipos de seguros, apesar de eles ainda não estarem disponíveis em todos os locais.

O fluxo de caixa operacional da empresa nos últimos três anos foi negativo, porém os resultados são melhores do que os do lucro líquido. Isso se deve principalmente a despesas não caixa, como: remuneração baseada em ações, variação de capital de giro positiva e depreciação.

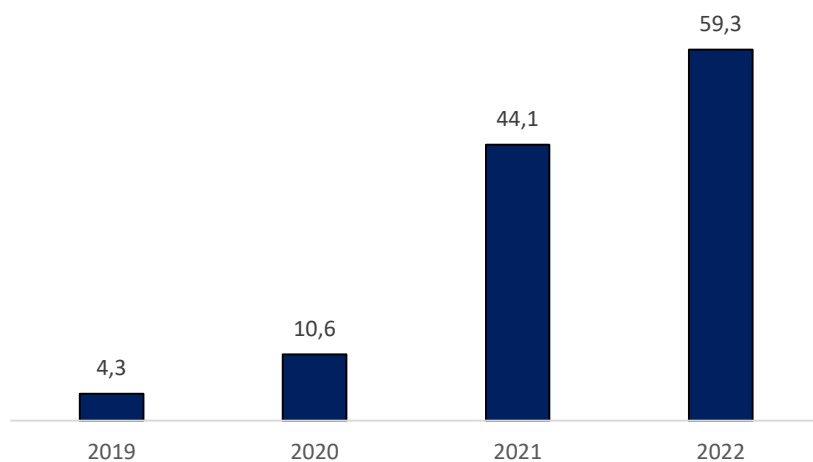
Figura 16: Evolução do fluxo de caixa operacional (US\$ milhões)



Fonte: Relatório anual e trimestral da empresa

É importante mencionar que a depreciação e a remuneração baseadas em ações são gastos reais. No entanto, nesse caso em específico, é possível enxergar a remuneração baseadas em ações como algo benéfico, apesar de continuar sendo um custo, pois há uma maior retenção de talentos e aumento do tempo que a empresa consegue queimar caixa até se tornar rentável.

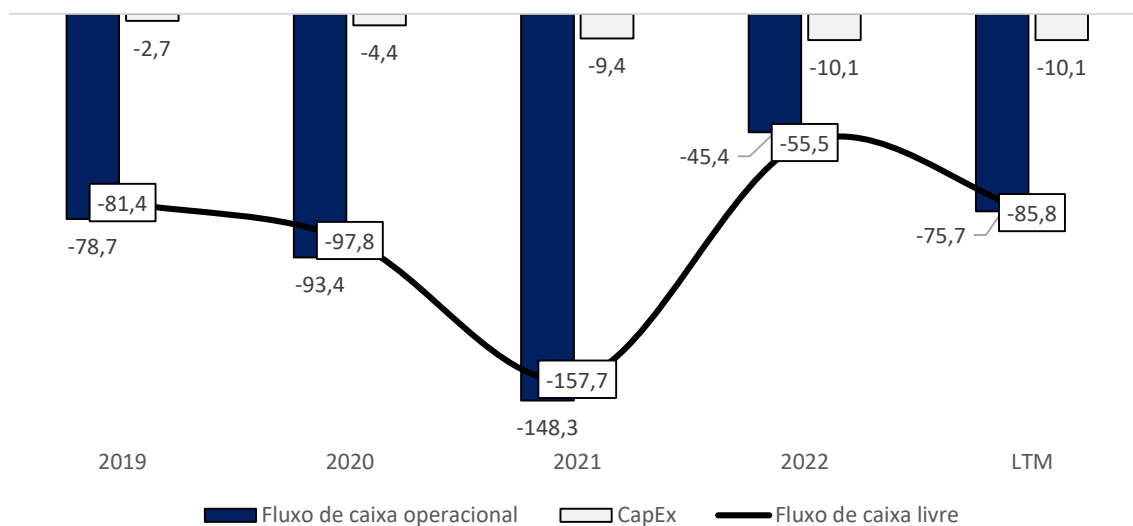
Figura 17: Evolução da remuneração baseada em ações (US\$ milhões)



Fonte: Relatório anual e trimestral da empresa

Dessa forma, o fluxo de caixa livre da empresa pode ser calculado como fluxo de caixa operacional, ajustado pela depreciação, menos as despesas de capital, ou CapEx (Capital Expenditure).

Figura 18: Evolução do fluxo de caixa livre (US\$ milhões)



Fonte: Relatório anual e trimestral da empresa

No trimestre terminado em 30 de junho de 2023, a empresa possuía US\$ 193,8 milhões em caixa e US\$ 748,1 milhões em investimentos, totalizando US\$ 941,9 milhões.

Na sessão de valuation será realizada uma análise para saber se esse número é suficiente para atingir a rentabilidade ou não.

3.3 Composição acionária

Tabela 3: Composição acionária da empresa

Nome	Número de ações	Participação
SoftBank	11.983.384	19,40%
Baillie Gifford & Co	4.966.255	8%
The Vanguard Group	3.324.966	5,40%
Daniel Schreiber (CEO)	14.683.543	23,80%
Shai Wininger	15.368.295	24,90%
Tim Bixby (CFO)	426.437	*
Adina Eckstein	56.914	*
John Peters	189.813	*
Jorge Espinel	286.250	*
Joel Cutler	1.519.590	2,50%
Michael Eisenberg	1.985.413	3,20%
Silvija Martincevic	2.077	*
Irina Novoselsky	2.077	*
Mwashuma Nyatta	11.983.384	19,40%
Caryn Seidman-Becker	115.625	*
Todos os executivos e diretores	22.652.650	36,70%

Fonte: Proxy statement de 2022

No final do ano de 2022, os fundadores da empresa, Daniel Schreiber e Shai Wininger, possuíam juntos aproximadamente 50% da empresa. Já que essa é uma grande quantia de seus patrimônios, eles ainda estão com a pele em risco e alinhados com os interesses dos acionistas.

3.4 Vantagens competitivas

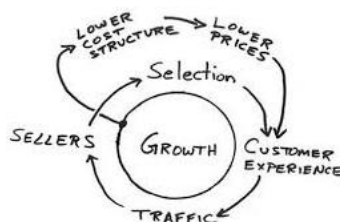
(1) Ao criar todas as licenças e códigos do zero, a *Lemonade* conseguiu reimaginar o que o mundo dos seguros deveria e poderia ser. Ela realizou a construção de todas as estruturas do negócio com o cliente no centro, algo não muito comum nas empresas que competem com ela.

Para isso, assim como a Amazon, eles usam a metodologia do “Working Backwards”, que consiste em pensar primeiro no que é melhor para o cliente e somente depois implementar mudanças e inovações. Essa metodologia parece simples, mas não é. Ela está completamente conectada com a cultura da empresa, que deve ser lapidada e observada de perto desde o primeiro dia de vida da companhia.

(2) A *Lemonade* funciona sob um Flywheel¹¹ virtuoso. O termo “economias de escalas compartilhadas” foi criado por Nick Sleep e Qais Zakaria, ambos gestores do Nomad Partners, e ilustra muito bem o que a empresa está construindo.

A economia de escalas compartilhadas ocorre quando a empresa que se beneficia de economias de escala, compartilha os benefícios com os seus clientes, normalmente oferecendo preços mais baixos, e dessa forma consegue estender a vida da franquia ao se diferenciar dos demais e consequentemente expandir suas vantagens competitivas que cada vez mais impedem novos entrantes.

Figura 19: Economias de escalas compartilhadas de acordo com Nick Sleep



Fonte: Cartas aos acionistas da "Nomad Partners"

¹¹ Uma cadeia fechada de eventos que reforçam a energia do processo.

Figura 20: “Flywheel”¹² da Lemonade

Fonte: Investor day de 2022

(3) O modelo de negócios permite que a empresa se beneficie de uma alavancagem operacional. Isso quer dizer que a empresa consegue se tornar mais eficiente com o crescimento, pois a maior parte de seus custos são fixos e necessita de pouco capital investido incremental para cada unidade de receita adicional, dessa forma, seu ROIC é crescente com o passar do tempo.

Essa ideia aliada diferenciação do produto, devido a uma melhor experiência do cliente e preços mais baixos, que a Lemonade vem mostrando ser capaz de entregar, contribuem para que ela seja capaz de alcançar altos retornos sobre o capital investido em um mercado imenso e com grandes oportunidades de reinvestimentos.

(4) Acesso direto aos consumidores sem a dependência de agentes de seguros que obtêm uma comissão pelo cliente durante toda sua vida como consumidor da empresa beneficiada. A *Lemonade* não tem uma dependência tão grande desses agentes, e, além disso, está estruturando uma nova estrutura de agentes chamada de agentes sintéticos. Essa estrutura será analisada no tópico: 3.5

¹² Fidelizar os atuais clientes, promovendo a melhoria contínua dos produtos e serviços oferecidos, tornando-os defensores da marca, ao invés de se voltar para a aquisição de novos clientes, e beneficiando-se do marketing boca a boca, ou seja, um processo autossustentável.

Perspectivas.

3.5 *Perspectivas*

(1) Apesar da companhia ainda não ser rentável, ser difícil prever o futuro e todo o seu valor (todos os fluxos de caixa da empresa trazidos a valor presente) estarem no futuro, ainda há muita oportunidade para crescimento e melhora nas margens da empresa.

No setor, aproximadamente 60% dos clientes das empresas incumbentes possuem mais de um tipo de seguro, de acordo com a *Lemonade*. No entanto, a *Lemonade* possui menos de 4% dos seus clientes com mais de um tipo de seguro.

Como explicado anteriormente, mais de um tipo de seguro melhora a experiência do cliente, eficiência da empresa e conseqüentemente diminui o “churn” (taxa de rotatividade, ou seja, uma medida da proporção de indivíduos deixando de ser clientes em um período específico).

(2) Outro fato interessante de mencionar, em relação a *Lemonade*, é a sua parceria firmada com a Chewy. A Chewy é uma das maiores plataformas de e-commerce de Pets dos EUA e a *Lemonade* tornou-se sua parceira na venda de seguros através de sua plataforma.

O seguro de pets, de acordo com a *Lemonade*, possui uma avenida de crescimento enorme e pode ser responsável por atrair clientes para seus outros tipos de seguros. Aproximadamente 80 milhões de casas nos EUA tem animais de estimação e apenas 2,5% do total possui seguros.

(3) A companhia está diminuindo sua exposição na Califórnia, um dos estados com maior ocorrência de eventos climáticos indesejados e dificuldades relacionadas a regulamentação, como percentual total, ao expandir-se para outros estados. A seguir, observa-se o percentual de prêmios bruto subscritos por região geográfica.

Tabela 4: Prêmio subscrito por região

Local	US\$ milhões	Percentual
Califórnia	142	25,6%
Texas	91,3	16,4%

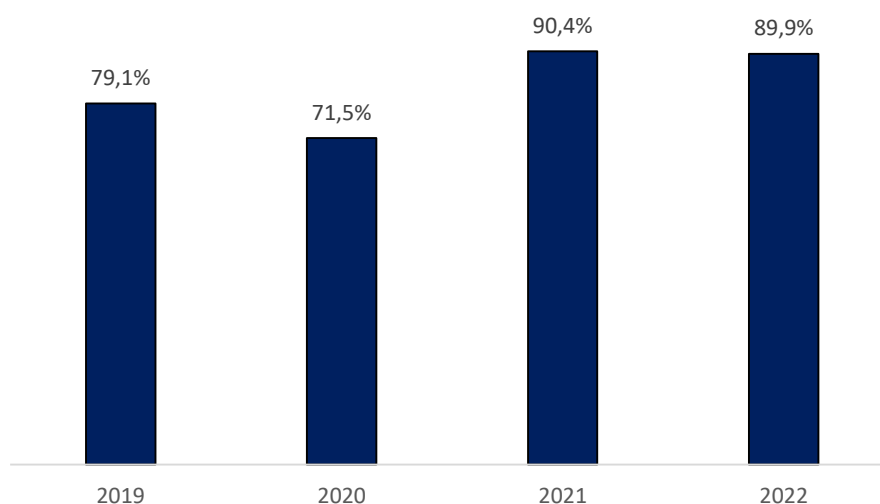
Nova York	66	11,9%
Nova Jersey	28,3	5,1%
Illinois	26,3	4,7%
Georgia	19,8	3,6%
Washington	15,8	2,8%
Colorado	15,8	2,8%
Pensilvania	14,4	2,6%
Virgínia	13	2,3%
Outros	123	22,1%

Fonte: Relatório anual e trimestral da empresa

(4) Produtos mais antigos estão apresentando queda constante no gross loss ratio ¹³ (Perdas totais dividida pelo gross earned premium), enquanto produtos mais novos estão escondendo os efeitos da eficiência.

Como a companhia adicionou diversos novos tipos de seguros e localidades no seu portfólio ao longo dos últimos anos, além de eventos pontuais, as melhorias notáveis na performance da empresa acabaram sendo mascaradas.

Figura 21: Evolução do gross loss ratio (US\$ milhões)

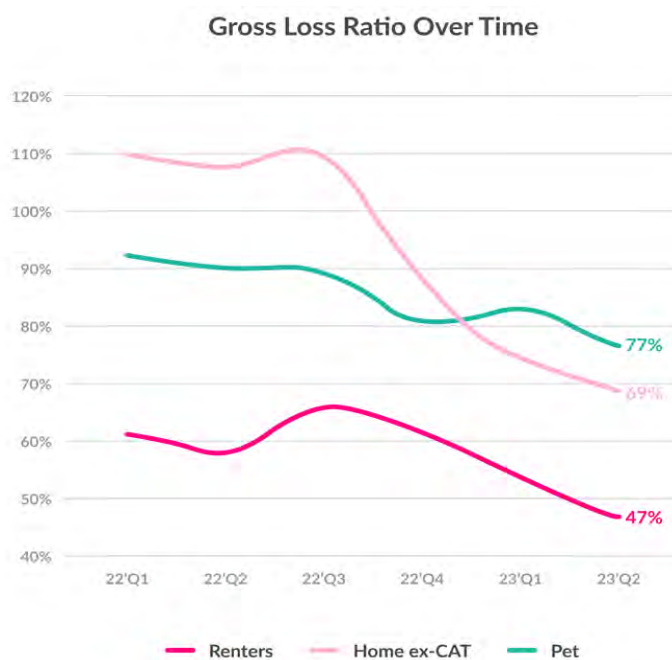


Fonte: Relatório anual e trimestral da empresa

¹³ Proporção de perdas brutas e outras perdas em relação aos prêmios brutos ganhos.

A seguir é possível observar o gross loss ratio dividido por categorias. O gross loss ratio de produtos mais antigos, como seguros de locatários são os que apresentam os níveis mais baixos de perdas. Isso demonstra uma tendência positiva, possível de ser alcançada por todas as categorias, a caminho de percentuais menores com o passar do tempo e aperfeiçoamento dos dados e consequentemente da precificação dos produtos.

Figura 22: *Gross Loss Ratio Over Time*



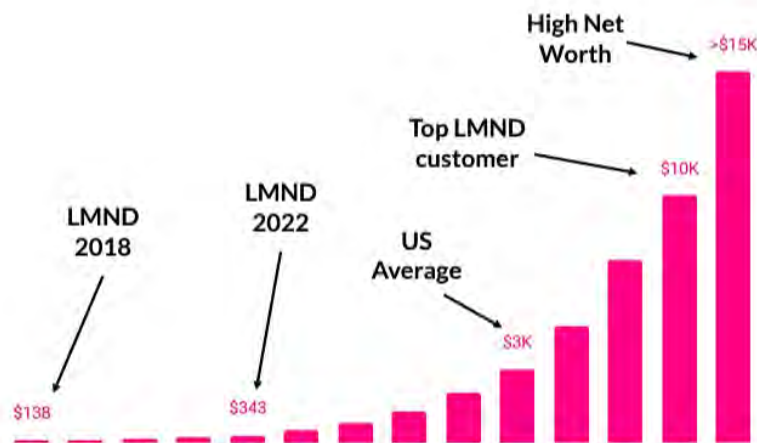
Fonte: *Investor day de 2022*

- Em 2022, o prêmio anual por consumidor da *Lemonade*, aproximadamente US\$ 343, está longe da média dos Estados Unidos, de aproximadamente US\$ 3.000. Isso quer dizer, que somente com os mesmos clientes, caso a *Lemonade* consiga mantê-los e vender seus outros produtos ela teria a capacidade de multiplicar dez vezes apenas para se igualar a média do setor.

Figura 23: Potencial de crescimento

Vast Potential to Grow With Customers

Annual premium per customer



Fonte: Investor day de 2022

(5) Diferentemente de outros produtos, o seguro possui um LTV (valor vitalício, ou *life time value*) que pode ser medido com base na vida inteira da pessoa, já que é um produto recorrente e necessário ao longo de todos os anos da vida.

As pessoas geralmente compram sua primeira apólice aos 20 anos e continuam pagando até terem mais de 80 anos e, por esse motivo, a *Lemonade* acredita ser tão importante investir, hoje, na aquisição de clientes.

De acordo com a empresa, o LTV/CAC¹⁴ é maior do que 3, o que significa que, em média, eles recebem US\$ 3 em lucro bruto para cada US\$ 1 gasto com a aquisição dos clientes.

Eles afirmam que a taxa interna de retorno (TIR) estimada sobre as despesas com CAC é de aproximadamente 50%. Além disso, afirmam que a *Lemonade* leva aproximadamente 24 meses para recuperar o CAC inicial.

Essa prática traz benefícios, mas não é o melhor dos mundos, visto que o dinheiro não estará disponível durante pelo menos dois anos para ser investido na aquisição de novos clientes e isso prejudica a capacidade de crescimento atual da empresa.

¹⁴ Life time value sobre o custo de aquisição de clientes, ou seja, demonstra se há ou não vantagem financeira na operação comercial.

Durante a explicação serão realizados cálculos para provar o que está sendo afirmado por eles.

Os “inputs” desses cálculos serão os dados disponibilizados pela empresa e através deles poderão ser confirmados se os números apresentados acima fazem sentido ou não.

Utilizando 24 meses, tempo afirmado pela companhia como necessário para o retorno do investimento, uma taxa de retenção de 87% e 81% de gross loss ratio prevista, divulgados no investor day de 2022, é possível chegar ao valor de “x”, como demonstrado na equação abaixo.

Ao calcularmos a equação chegamos ao valor de x igual a 3. Dessa forma, esse valor representa que o LTV é de 3 vezes o investimento inicial, assim como a empresa afirma em seus relatórios.

$$0 = -100 + \sum_{i=0}^{23} (0.87)^{\frac{i}{12}} * (1-0.81) * \left(\frac{x}{12} \right)$$

X= variável desejada

I= meses

Além disso, como dito acima, eles afirmam que a taxa interna de retorno (TIR) estimada sobre as despesas com CAC é de aproximadamente 50%.

Ao calcularmos a TIR, através da equação abaixo, utilizando uma taxa de juros de 4%, que representava a taxa livre de risco quando a empresa divulgou as informações, chegamos a um valor de 50%, ou seja, também em linha com o valor afirmado pela companhia. Observe que diferentemente da última equação, não estamos falando mais de 24 meses, mas sim de um período infinito.

$$0 = -100 + \sum_{i=0}^{\text{inf}} \frac{(0.87)^{\frac{i}{12}} * (1-0.81) * \left(\frac{300}{12} \right)}{(1+x)^{\frac{i}{12}} * (1+0.04)^{\frac{i}{12}}}$$

X= variável desejada

I= meses

Como dito anteriormente, os retornos são bons, mas essa dinâmica, comum no setor, acaba sendo um impedimento ao crescimento, pois mesmo que haja

oportunidades atraentes, o dinheiro está “preso” no curto prazo devido à grande necessidade de capital. Uma maneira de contornar essa realidade é a contratação de agentes independentes, uma prática muito comum no setor.

Apesar do investimento inicial continuar sendo necessário, os agentes financiam uma parte do CAC inicial em troca de uma parte do LTV do cliente. Essa comissão, de geralmente 10% a 20%, dura a vida toda do cliente. Algo que não parece muito justo, apesar de no curto prazo fazer sentido.

Assim como no setor de seguros, os agentes são necessários para aumentar o alcance de clientes da *Lemonade*, principalmente aqueles que estão fora dos canais digitais. Apesar do uso de agentes, a *Lemonade* afirma que a maioria de suas apólices sempre será feita diretamente, devido ao fato de os agentes substituírem a experiência única que a *Lemonade* está tentando criar para os seus consumidores, mercantilizando a marca, diluindo os dados que ela coleta e ficando com uma parte relevante do lucro bruto.

Dessa forma, atualmente só faz sentido utilizar agentes para os clientes que ela realmente não consegue alcançar. No entanto, a *Lemonade* está formulando uma estrutura que proporcione os benefícios dos agentes sem ter que arcar com suas desvantagens.

Eles chamam esse método de agentes sintéticos. Os agentes sintéticos serão responsáveis por financiar até 80% do CAC e receberão uma “comissão” de até 16% em cima dos prêmios pagos pelos clientes.

Após 2-3 anos, o fluxo de comissões vai representar os gastos dos agentes sintéticos, mais um retorno fixo de 16% e após esse período acordado, todos os fluxos serão exclusivos da *Lemonade*.

Além disso, se o fluxo acabar antes da comissão recuperar os investimentos dos agentes sintéticos, a perda será total deles.

Com os agentes sintéticos, o relacionamento com o cliente é direto e exclusivo com a *Lemonade*, fazendo com que os agentes sintéticos sejam parceiros apenas no financiamento do CAC. Dessa forma o cliente fica dentro do ecossistema e está inserido 100% na experiência proporcionada pela empresa, o que dificulta danos de reputação proporcionados por terceiros que afetem a franquia.

É importante mencionar que os agentes sintéticos também são beneficiados, pois não incorrerem despesas gerais, não interagem com os clientes e não

precisam de licenças, ou seja, eles apenas ligam os clientes a empresa e a dinâmica continua benéfica para ambos.

Através dos agentes sintéticos a *Lemonade* terá muito mais facilidade para acelerar seu crescimento, sem esgotar as reservas de capital.

De acordo com a *Lemonade*, a TIR sobre o CAC saltará para 90%. A partir da equação abaixo e os números já apresentados anteriormente, podemos comprovar que essa conclusão faz sentido, ou seja, esse salto de 50% para 90% é viável.

$$0 = -100 * (1-0.80) + \sum_{i=0}^{26} \frac{(0.87)^{\frac{i}{12}} * (1-0.81-0.16) * \left(\frac{300}{12}\right)}{(1+x)^{\frac{i}{12}} (1+0.04)^{\frac{i}{12}}} + \sum_{i=27}^{\text{inf}} \frac{(0.87)^{\frac{i}{12}} * (1-0.81) * \left(\frac{300}{12}\right)}{(1+x)^{\frac{i}{12}} (1+0.04)^{\frac{i}{12}}}$$

X= variável desejada

I= meses

Inf = infinito (perpetuidade)

3.6 Riscos

O sucesso e capacidade de expandir os negócios dependem da retenção e expansão da base de clientes. Para isso é necessário atrair novos e reter os antigos clientes, que só será possível caso a *Lemonade*, de fato, consiga entregar um produto com um valor superior (por exemplo, melhores preços, agilidade, experiência e suporte), na percepção dos clientes, em relação as concorrentes.

A *Lemonade* possui um histórico de perdas e corre o risco de nunca alcançar a rentabilidade no futuro. A intensa concorrência, alinhada com a falta de diferenciação, podem fazer com que a companhia nunca seja lucrativa.

Altos níveis de inflação costumam afetar demais as empresas de seguro, uma vez que as reivindicações vêm mais caras e o ajuste das apólices, geralmente, demora para ser aprovado em todos os diferentes estados.

O resseguro pode não estar disponível nos níveis e preços atuais e isso pode limitar a capacidade da empresa de subscrever novos negócios. Atualmente a *Lemonade* possui 55% de seus prêmios sob resseguros¹⁵, o que permite menores níveis de capital para

¹⁵ Prêmios de resseguros é a parcela dos prêmios de seguros que a seguradora transfere para empresas resseguradoras, em troca de proteção contra grandes perdas.

operar e menor volatilidade nos resultados, que são importantes principalmente enquanto a companhia está correndo contra o tempo para se tornar rentável.

Caso ela aumente o nível de resseguros, ela precisa de menos capital restrito, caso ela diminua ela precisa de mais capital restrito. O desafio está em manter próximo do que ela julgar que seja o nível ótimo e que ela consiga contratos por preços justos.

A inteligência artificial da empresa pode não funcionar como o esperado, o que pode levar a redigir apólices que não deveriam ser redigidas, definir preços inadequados para as apólices ou pagar reivindicações fraudulentas. Além disso, os algoritmos proprietários de inteligência artificial podem ser preconceituosos e realizar discriminação não intencional.

A *Lemonade* está sujeita a diversas regras de reguladores que podem limitar o desenvolvimento dos algoritmos proprietários, acabar com a confidencialidade das tecnologias e dificultar a coleta de dados. Além disso, esses mesmos reguladores dificultam a entrada em novos mercados, atualização do preço de seguros e impõem a necessidade de reservas de capital.

Por último a *Lemonade* é uma empresa de seguros e, portanto, opera com “*float*”, ou seja, possui dinheiro disponível durante o período entre o pagamento do seguro e o pagamento do sinistro. Dessa forma, a alocação de capital é algo importante para a rentabilidade da empresa e deve ser feita com excelência.

4 Valuation

4.1 Risco

Segundo a teoria do mercado de capitais, risco é associado a volatilidade. A volatilidade é muito utilizada como parâmetro, pois é uma maneira de transformar o risco em um número e dessa forma, mensurá-lo.

Para isso, o mercado calcula o WACC¹⁶ de uma empresa, que pode ser expresso pela seguinte fórmula:

$$WACC = Ke \times \frac{E}{(D + E)} + Kd \times \frac{D}{(D + E)} \times (1 - imposto)$$

Onde:

(Ke) é o custo de capital do acionista e será calculado através da fórmula:

$$Ke = \text{Retorno livre de risco} + \text{Beta} \times (\text{Retorno esperado do mercado} - \text{Retorno livre de risco})$$

;

(Kd) é o custo de capital da dívida e será calculado através da fórmula:

$$Kd = \frac{\text{Despesa com juros}}{\text{Total da dívida}}$$

(E) é o patrimônio líquido;

(D) é a dívida bruta;

A seguir, é possível observar os valores de cada variável para a empresa *Lemonade*:

Tabela 5: índices da empresa

Patrimônio líquido	1210,83
Dívida bruta	31,80
Custo da dívida (Ke)	10,4%
Custo de capital do acionista (Kd)	14,0%
E/(D+E)	0,03
D/(D+E)	0,97
Alíquota de IR	34%
Prêmio de risco	5,9%
Ativo livre de risco	4,6%
Beta	1,59
WACC	9,3%

¹⁶ Sigla de *Weight Average Capital Cost*, em português Custo Médio Ponderado de Capital (CAPM)

Fonte: Relatórios da empresa, Yahoo Finance, GuruFocus, NYU

O ativo livre de risco foi considerado como os títulos de longo prazo dos EUA e o prêmio de risco foi retirado dos dados disponibilizados pelo professor Damodaran da Universidade de Nova York (NYU). Damodaran é um dos professores de finanças mais influentes do mundo, autor de vários livros sobre o tema e carinhosamente reconhecido como o papa do “valuation”.

4.2 Fluxo de caixa descontado

O valor de uma companhia é igual à soma de seus fluxos de caixas livre, de hoje até o seu fim, trazidos a valor presente (descontado por uma taxa).

No entanto é importante mencionar, que caso a companhia reinvesta todo o fluxo de caixa no negócio e no final morra, sem distribuir nada aos acionistas, seu valor é zero.

$$VPL = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+i)^t}$$

No qual:

VPL é o valor presente líquido da empresa;

FC_t é o fluxo de caixa no período *t*;

i é a taxa de desconto;

n é o número de períodos;

O fluxo de caixa livre para os acionistas mostra todo o dinheiro que sobrou para o acionista após os gastos e necessidades de reinvestimentos da empresa.

Podemos expressar o fluxo de caixa ao acionista através da seguinte fórmula:

$$FCLA = NOPAT + Depreciação - Juros - CapEx + Capital de giro$$

Onde:

FCLA é o fluxo de caixa ao acionista;

NOPAT sigla de Net Operating Profit After Taxes, é o lucro operacional após os impostos;

CapEx. Sigla de Capital Expenditure, é a despesa de capital;

Além disso, é necessário trazer para o valor presente devido a perda do valor do dinheiro no tempo. A taxa de desconto utilizada pelo mercado é o WACC e é ela que será utilizada devido ao método de *valuation* que será realizado.

Porém é importante mencionar que na visão de um “*value investor*”, a volatilidade não representa o risco. Ela é uma das variáveis de risco e está longe de representar, sozinha, o risco de uma empresa. O risco na visão de um *value investor* seria a perda permanente de capital e a taxa de desconto utilizada seria o custo de oportunidade.

O custo de oportunidade é um custo invisível, pois sempre que tomamos uma decisão nos abdicamos de outra e isso não é diferente no mundo dos investimentos. Ao escolhermos um investimento estamos renunciando a outro.

Hoje, em um mundo globalizado e com ausência de dificuldades para investir globalmente, o custo de oportunidade da média que investe em ações deveria ser o índice da bolsa americana, visto que até mesmo, a maioria dos fundos não consegue apresentar uma performance melhor do que o S&P500¹⁷, após taxas de administração, taxa de performance e impostos, e quase não há custos e esforços para replicar sua performance.

Dessa forma, apesar do custo de oportunidade ser diferente para cada investidor, e muitas vezes estar diretamente conectado com a sua melhor ideia, utilizar o S&P500 como um custo de oportunidade pode ser considerado, na média, uma decisão acertada.

Nesse trabalho, por se tratar de uma empresa que não gera caixa e todo o seu valor está no futuro, será realizada um “reverse DCF”, ou seja, chegaremos aos números necessários para que o valor atual da companhia seja justificado e depois iremos analisar se esses números são conservadores ou não. Essa maneira de realizar um fluxo de caixa descontado, nos mostra o que o mercado está projetando para a companhia.

Além disso, é importante mencionar que a fórmula do VPL será dividida em duas partes: os dez primeiros anos de fluxo de caixa para o acionista da empresa e a perpetuidade.

4.3 Valuation

No dia 30 de outubro de 2023, o valor de mercado da companhia era de US\$ 737,28 milhões e cada ação estava sendo negociada por US\$ 10,58.

¹⁷ O S&P 500® é amplamente considerado o melhor indicador das ações de alta capitalização dos EUA. O índice inclui 500 empresas líderes e representa aproximadamente 80% da capitalização de mercado.

Dessa forma, através da tabela apresentada abaixo é possível observar as premissas que tiveram que ser adotadas para que o valor da empresa ficasse próximo do valor de mercado atual, ou seja, o que o consenso do mercado está projetando para a companhia.

Primeiramente, o pico de perdas, de acordo com a companhia, foi em 2022. Assim, espera-se que ao longo dos anos, ocorra uma melhora nas margens.

Além disso, o crescimento dos primeiros anos utilizado foi de 45%, algo que parece factível para a companhia que vem crescendo a receita em um CAGR muito maior.

As margens projetadas são negativas até o ano 6, apresentando algum resultado operacional apenas no ano 7. Esse período parece ser suficiente para que a companhia atinja resultados positivos. Como mencionado anteriormente, na seção de modelo de negócios, o máximo que a empresa pode ter, sendo extremamente eficiente é 25% dos prêmios menos as despesas e isso ocorre por causa da sua política de *giveback*.

Dessa forma, uma margem de 12% na perpetuidade parece ser algo factível, já que há mais do que o suficiente para empresa gastar com as despesas, além da sua capacidade de se beneficiar de uma alavancagem operacional que permite o aumento de margens com o crescimento. Assim parece ser possível que o mercado esteja projetando uma margem dessas.

Note que como é uma empresa que não possui um histórico de margens que contribua para a previsão das margens de longo prazo, a tarefa de escolher uma margem para o longo prazo é mais difícil do que o normal. Assim, seguiremos com essa escolha para o *valuation*, já que não é algo fora do normal para uma empresa do setor.

Tabela 6: Premissas do reverse valuation

Valuation						
LEMONADE (LMND)						
Tabela de valuation derivada dos exemplos de valuation realizado pelo professor Damodaran em seu livro "Narrative and Numbers".						
Premissas						
	Ano base	Ano 1-5	Ano 6-10		Após anos 10	
Receita	\$ 257	CAGR= 45%	15,00%		2,00%	
Margem operacional	-114,00%				12,00%	
Impostos	25,00%	25,00%	25,00%		25,00%	
CapEx	10,1	Reinvestimento	4%	Reinvestimento =	4,00%	
Custo de capital	9,30%	9,30%	9,30%		9,30%	
Fluxo de caixa						
	Receita	Margem Operacional	EBT	EBT (1-t)	Reinvestimento	FCL
1	\$ 373	-100,00%	\$ (373)	\$ (279)	\$ 11	\$ (290)
2	\$ 540	-90,00%	\$ (486)	\$ (365)	\$ 7	\$ (371)
3	\$ 783	-70,00%	\$ (548)	\$ (411)	\$ 10	\$ (421)
4	\$ 1.136	-50,00%	\$ (568)	\$ (426)	\$ 14	\$ (440)
5	\$ 1.647	-30,00%	\$ (494)	\$ (371)	\$ 20	\$ (391)
6	\$ 1.894	-10,00%	\$ (189)	\$ (142)	\$ 10	\$ (152)
7	\$ 2.179	2,00%	\$ 44	\$ 33	\$ 11	\$ 21
8	\$ 2.505	5,00%	\$ 125	\$ 94	\$ 13	\$ 81
9	\$ 2.881	8,00%	\$ 230	\$ 173	\$ 15	\$ 158
10	\$ 3.313	10,00%	\$ 331	\$ 248	\$ 17	\$ 231
Terminal year	\$ 3.810	12,00%	\$ 457	\$ 343	\$ 20	\$ 323
The Value						
Terminal value			\$ 4.425			
PV(Terminal value)			\$ 1.664			
PV (CF over next 10 years)			\$ (1.208)			
Value of operating assets =			\$ 455			
Adjustment for distress			\$ -			
- Debt & Mnority Interests			0			
+ Cash & Other Non-operating assets			313,97			
Value of equity			\$ 769			
- Value of equity options			\$ -			
Number of shares			69,68			
Value per share			R\$ 11,04	Stock was trading at =		

Tabela 6: Premissas do reverse valuation

Dessa forma, os números utilizados na tabela acima, foram premissas que parecem estar sendo utilizadas pelo mercado para precificar a ação.

Como visto, o valor encontrado de US\$ 11,04 é muito próximo do valor de mercado que a empresa se encontra, de US\$ 10,58. Ou seja, essas premissas podem ser diferentes, mas não parecem estar muito fora da realidade.

Assim, o *reverse valuation*¹⁸ está realizado. Caso o investidor considere que as premissas do mercado estejam muito conservadoras, ele pode chegar à conclusão de que

¹⁸ Engenharia reversa do fluxo de caixa descontado a partir do preço das ações. É calculado a quantidade de fluxo de caixa que a empresa terá de produzir para justificar o preço atual de suas ações.

a empresa deveria valer mais. Caso o investidor considere que as premissas estão fora da realidade, ele pode chegar à conclusão de que a empresa deveria valer menos.

O problema de a empresa não dar lucro hoje é que todo o seu valor está no futuro e a grande verdade é que é muito difícil prever o futuro. Apesar disso, a companhia parece possuir vantagens competitivas, uma abordagem única e um TAM gigantesco, o que pode representar uma grande oportunidade. Porém também pode representar uma cilada justificada por especulações.

Os números não parecem estar fora da realidade, mas como dito anteriormente, é necessário tomar cuidado para não estar realizando especulações.

Na seção da conclusão, será possível chegar em uma resposta a respeito do *valuation*.

Na próxima seção será feita uma análise da capacidade de sobrevivência da empresa nos próximos anos, ou seja, se seu caixa é o suficiente para que a empresa tenha tempo para começar a dar lucro.

4.4 Queima de caixa

Devido a uma política de resseguros que está em vigor desde julho de 2023 com o prazo padrão de 12 meses, a cota renovada de 55% para resseguros permite que a *Lemonade* continue a operar com pouco capital.

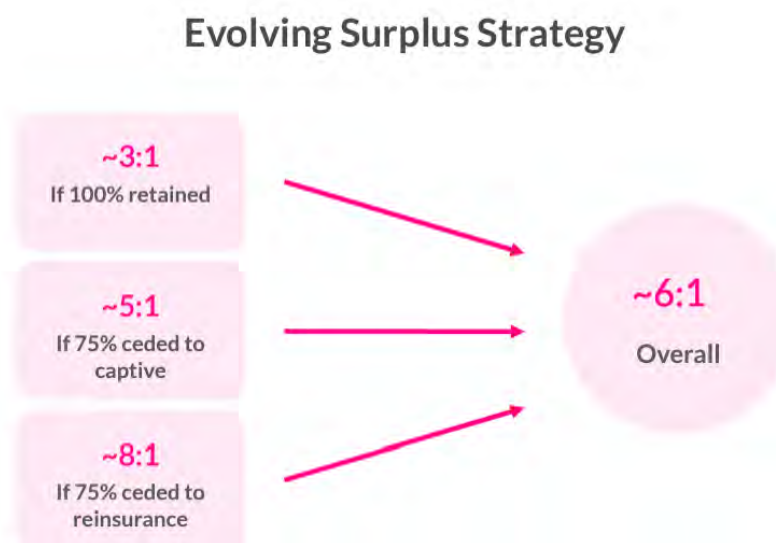
A seguir, é possível observar diferentes estratégias e suas respectivas razões necessárias de caixa para in force premium.

Caso a companhia retenha todos os prêmios, é necessário reter US\$ 1 de caixa para cada US\$ 3 de in force premium. Lembre-se: o dinheiro é deles, porém é restrito devido a regulação.

Caso a companhia utilize uma estratégia de ceder 75% do prêmio para resseguradoras, ela só precisar manter US\$ 1 de caixa para cada US\$ 8 dólares de in force premium.

Dessa maneira, na média ela precisaria de US\$ 1 de caixa para cada US\$ 6 de in force premium e ela pode se adaptar de acordo com suas necessidades.

Figura 24: Necessidade de caixa para cada nível de resseguro



Fonte: Investor day de 2022

Queimando caixa no ritmo atual e respeitando a necessidade de capital estipulada pelos reguladores a empresa possui um plano para administrar de forma saudável seu caixa.

A empresa projeta três diferentes cenários: cenário base, cenário pessimista e cenário otimista, na qual utiliza três variáveis para chegar em suas conclusões: crescimento do “in force premium”, “gross loss ratio” e quantidade de consumidores comprando mais de um dos seus produtos.

Ressalte-se que as conclusões apresentadas estão fundamentadas em suposições e as hipóteses subjacentes necessitam de base sólida de fundamentação, o que não é possível devido ao cenário atual da empresa. Como mencionado anteriormente, por se tratar de uma empresa que não é rentável, tudo em relação ao futuro é incerto.

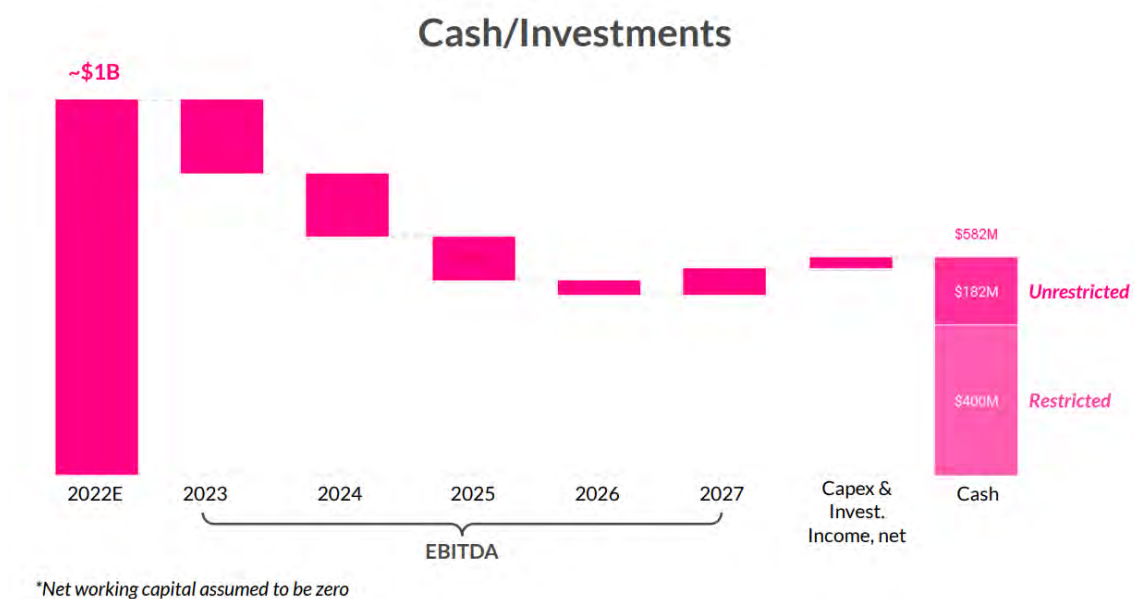
De acordo com Howard Marks, um famoso gestor americano, o futuro é incerto e é impossível de prevê-lo, mas é possível se preparar para ele.

O intuito dessa seção, é entender de que forma a companhia está se preparando para os próximos anos queimando caixa e como os executivos estão lidando com isso. Entender as saídas que os executivos enxergam e o nível de preocupação podem trazer alguns *insights* para a tomada de decisão.

O cenário base teria como “input” 20% de crescimento anual de “in force premium”, um gross loss ratio de 70% e 25% dos consumidores com mais de um produto.

Assim, parece que a gestão da empresa não está projetando algo muito fora da realidade. Caso a companhia consiga continuar o que vem sendo feito, os resultados devem ser melhores do que esses.

Figura 24: Projeção do dinheiro não restrito realizada pela companhia



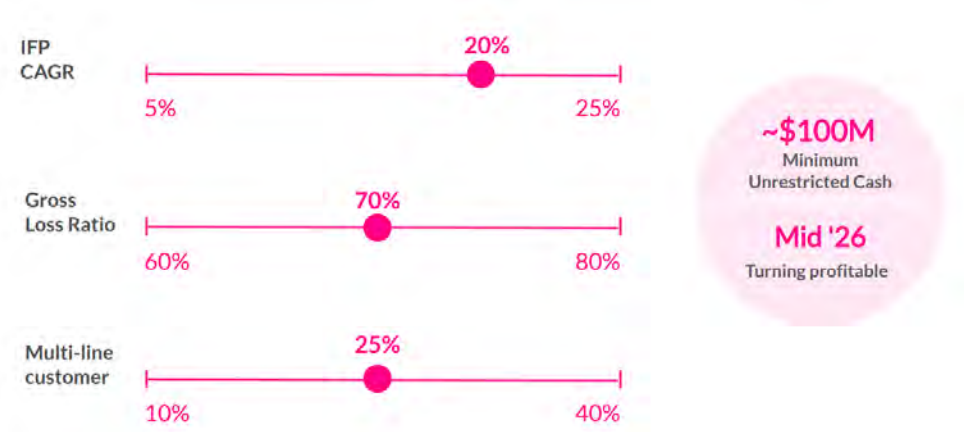
Fonte: Investor day de 2022

Dessa forma, ocorreriam perdas de caixa até 2026, e, após isso a companhia começaria a gerar caixa. É importante mencionar que foi contabilizado os investimentos em CapEx e os juros provenientes dos investimentos (que foram positivos, juntos, durante o período).

Em suma, no final de 2027 a companhia teria aproximadamente US\$ 582 milhões de caixa, sendo US\$ 182 milhões não restritos.

De acordo com a imagem abaixo, podemos ver o resultado do cenário base e um mínimo de caixa não restrito de aproximadamente US\$ 100 milhões, ou seja, um número positivo e suficiente para a sobrevivência da companhia. Lembre-se: o grande problema é ela não conseguir manter um nível saudável de caixa não restrito.

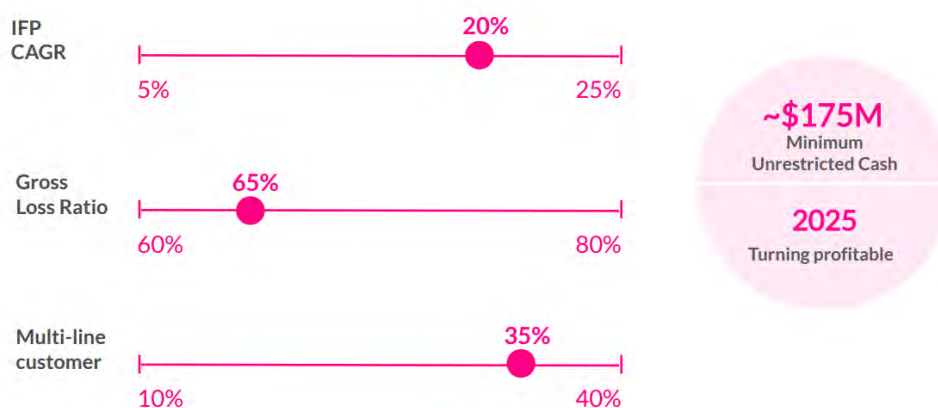
Figura 25: Projeção do cenário base realizado pela empresa



Fonte: Investor day de 2022

No cenário otimista, o “gross loss ratio” cai para 65% e há uma maior adesão dos produtos por clientes já existentes, o mínimo esperado de caixa não restrito é de US\$ 175 milhões e a lucratividade deve chegar antes, em 2025.

Figura 26: Projeção do cenário otimista realizado pela empresa



Fonte: Investor day de 2022

No último cenário, o pessimista, com o aumento do “gross loss ratio” para 78%, todo o excedente de caixa não restrito sumiria e a companhia teria um déficit de aproximadamente US\$ 125 milhões em 2027, o que é preocupante.

Projeção do cenário pessimista realizado pela empresa

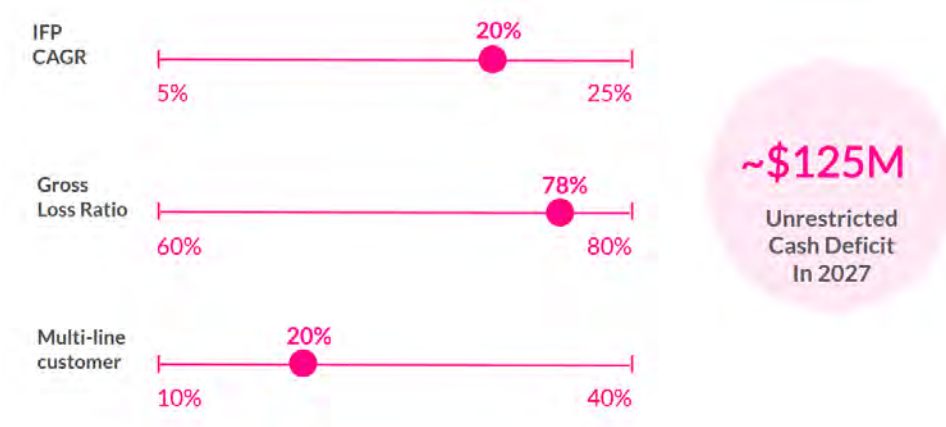


Figura 27: Projeção do cenário pessimista realizado pela empresa / Fonte: *Investor day de 2022*

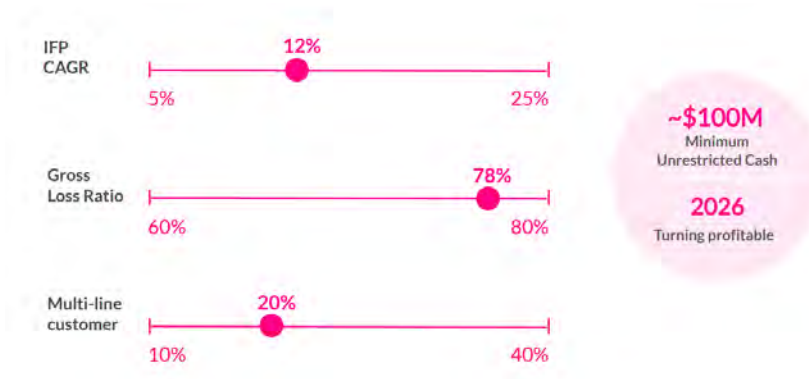
Percebe-se que apesar de serem suposições, elas não parecem muito distante do que a companhia apresentou e uma melhora gradual dos indicadores seria capaz de entregar esses resultados.

Saindo um pouco do mundo da suposição, é importante lembrar que a companhia verá esses resultados vindo, aos poucos, durante os anos e terá tempo para tomar diferentes reações. Dessa forma, ela possui flexibilidade e outras saídas para evitar o cenário ruim, o que dá mais confiança na sobrevivência da empresa.

A primeira seria levantar capital através da oferta de ações. A companhia já fez isso duas vezes, uma em seu IPO e a outra durante um período em que suas ações estavam próximas da máxima (a companhia tinha aproximadamente US\$ 10 bilhões de valor de mercado), o que pode ser um indício de boas tomadas de decisão pelos executivos.

A segunda seria moderar o crescimento, apesar do “gross loss ratio” se manter elevado. Assim, em 2026 a companhia se tornaria lucrativa e teria aproximadamente US\$ 100 milhões disponível em caixa não restrito. Ou seja, a companhia consegue influenciar uma variável caso a outra esteja apresentando problemas e dessa forma é capaz de manter níveis saudáveis de caixa ao atingir a rentabilidade.

Figura 28: Projeção do cenário pessimista com ajustes realizado pela empresa



Fonte: Investor day de 2022

5 Conclusão

A *Lemonade* aparenta ser uma companhia única¹⁹, na definição de Michael Porter, com vantagens competitivas que se expandem, com uma gestão com a “pele em risco” (possuem grande quantidade de seu patrimônio investido na empresa) e com diferentes saídas para a sobrevivência. Mas qual o valor justo dela e será que ela realmente entregará altos retornos sobre capital? Será que ela é um bom investimento?

Por se tratar de uma empresa que ainda não é rentável não é tão simples chegar em conclusões bem fundamentadas sobre o futuro e é necessário realizar algumas suposições para entender o valor encontrado de US\$ 11,04.

Isso pode ser um perigo na análise de empresas, ainda mais quando levado em conta os custos de oportunidade, uma vez que é desejável investir em empresas nas quais o que está sendo pago seja barato em termos do que ela gera hoje.

Dessa forma, apesar das premissas necessárias para que o valor da companhia seja de aproximadamente US\$ 10,58 por ação, ou aproximadamente US\$ 740 milhões de valor de mercado, supostamente sejam aceitáveis e alcançáveis de acordo com o que já foi realizado e com a trajetória planejada pelos donos, é preciso entender que de uma perspectiva fundamentalista baseada em fatos, é muito difícil afirmar com um grau de certeza aceitável o futuro da empresa.

Charlie Munger e Warren Buffett, os dois maiores investidores de todos os tempos, dividem seus investimentos em três categorias: investimentos bons, investimentos ruins e investimentos muito difíceis para opinar. Em qual dessas categorias a *Lemonade* deveria entrar?

Uma tentativa de responder essa pergunta é buscando auxílio da matemática.

Os melhores investidores tendem a acertar aproximadamente apenas 2/3 de seus investimentos. Isso ocorre devido ao fato de que um investidor está sujeito aos erros do tipo 1 e erros do tipo 2.

O "erro do tipo 1" ocorre quando um investidor toma uma decisão de investimento ruim porque acredita que é uma boa escolha. Isso é um erro de ação, também chamado de "falso positivo", porque leva a uma decisão ativa e equivocada.

¹⁹ Na definição de Michael Porter, uma companhia única é aquela que identifica e comunica uma proposta de valor única que as diferencia dos concorrentes, pois não é facilmente replicada por outros no mercado. Dessa forma, ela não é classificada como a melhor, pois para ser a melhor é preciso estar em uma competição com suas concorrentes, no entanto ela está em outro patamar, no qual a competição não é direta, ou seja, ela é única.

O "erro do tipo 2" acontece quando um investidor recusa uma oportunidade de investimento boa, acreditando que é ruim. Isso é um erro de omissão, ou "falso negativo", porque o investidor deixa de agir.

Um investidor excessivamente otimista, que vê potencial de valorização em todos os investimentos, cometerá vários erros do tipo 1, tomando decisões de investimento ruins, mas não perderá algumas boas oportunidades.

Já um investidor excessivamente cauteloso que sempre encontra razões para rejeitar um investimento fará poucas decisões ruins, mas também perderá algumas boas oportunidades.

Vamos a um exemplo:

Imagine que exista um universo de 8.000 empresas nas quais 6.000 são ruins investimentos e 2.000 são bons investimentos. Nessa situação, assim como na realidade, grande parte das empresas não são bons investimentos e por isso gerar "alpha" ao longo do tempo pode ser uma tarefa extremamente difícil.

Um investidor experiente, que acerta 80% das vezes, reconhecerá 80% das empresas de qualidade e se confundirá em relação a 20%. Ao mesmo tempo, ele conseguirá identificar corretamente 80% das empresas ruins, mas confundirá 20% delas com boas oportunidades.

Dessa forma, ele reconhece 1.600 das 2.000, que são um bom investimento, como um bom investimento e 1.200 das 6.000, que não são um ruim investimento, como um bom investimento.

Portanto, ele acredita que existem $1.600 + 1.200 = 2.800$ boas empresas, quando na verdade existem apenas 2.000. Assim, a probabilidade de fazer um bom investimento é de $1.600/2.800 = 57\%$. Assim, mesmo que ele esteja correto em 80% das vezes, 43% de suas decisões serão ruins.

Escolher ser menos sensível aos dois erros simultaneamente seria algo extremamente difícil, pois isso implicaria que o indivíduo estivesse correto em 90% de suas decisões. Dessa forma, a maneira mais eficiente de aumentar a probabilidade de acertos é se tornando menos sensível aos erros do tipo 1.

Tabela 7: Tabela de probabilidade de sucesso

Erro Tipo 1	Erro Tipo 2	Sucesso
20%	20%	57%

10%	20%	73%
20%	10%	60%
10%	10%	75%

Em suma, aumentar os erros de omissão, apesar de em alguns casos serem extremamente custosos, na média traz benefícios e é a forma mais eficiente de aumentar as chances de acerto.

Junto a isso, o custo de oportunidade, que ocorre devido ao fato de investir em uma ação que não performe enquanto existem outros problemas mais fáceis para serem resolvidos e com bons retornos, fazem com que a cada ano que passe o retorno tenha que ser maior somente para o ativo se igualar ao custo de oportunidade.

Dessa forma, aplicando o conceito de margem de segurança e custo de oportunidade, parece fazer sentido aceitar a *Lemonade* como um possível erro de omissão no futuro e adicioná-la na pilha de investimentos muito difíceis para opinar, já que não há fundamentos suficientes para chegar em uma conclusão óbvia.

6. Referências Bibliográficas

Documentos da empresa no site de relações com investidores. Disponível em <<https://investor.lemonade.com/home/default.aspx>>.

CHRISTENSEN, Calyton. O dilema da inovação. 1.ed. São Paulo: M. Books do Brasil Editora Ltda, 2012.

DAMODARAN, Aswath. Narrative and Numbers. 1.ed. New York: Columbia University Press, 2017.

PRASAD, Pulak. What I Learned About Investing From Darwin. 1.ed. New York: Columbia University Press, 2023.

KLARMAN, Seth. Margino of Safety. 1.ed. United States: HarperCollins, 1991.

Christensen MARKS, Howard. The Most Important Thing Illuminated. 1.ed. New York: Columbia University Press, 2013.

Dados coletados e tratados por Damodaran. Disponível em <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html>