

ALEXANDRE ROMBOLI TARDIN COSTA

Análise e valuation da rede brasileira de hospitais Rede D'Or São Luiz, sob a perspectiva de
um investidor ativista

São Paulo

2021

ALEXANDRE ROMBOLI TARDIN COSTA

Análise e valuation da rede brasileira de hospitais Rede D'Or São Luiz, sob a perspectiva de
um investidor ativista

Trabalho de Formatura apresentado à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo para
obtenção do diploma de Engenheiro de Produção

São Paulo

2021

ALEXANDRE ROMBOLI TARDIN COSTA

Análise e valuation da rede brasileira de hospitais Rede D'Or São Luiz, sob a perspectiva de
um investidor ativista

Trabalho de Formatura apresentado à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo para
obtenção do diploma de Engenheiro de Produção

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Schneck de Paula
Pessôa

São Paulo

2021

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Tardin, Alexandre

Análise e valuation da rede brasileira de hospitais Rede D'Or São Luiz, sob a perspectiva de um investidor ativista / A. Tardin -- São Paulo, 2021.
94 p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1. Setor de saúde no Brasil e no mundo; 2. Modelo de negócio de hospitais; 3. COVID-19; 4. Rede D'Or São Luiz; 5. Avaliação de Empresas; 6. Engenharia Econômica. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

Dedico este trabalho aos meus pais, por
acreditarem em mim e me apoiarem sempre.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, a quem devo minha formação e, principalmente, os valores que carrego.

Agradeço à minha irmã Julia, pelo companheirismo ao longo de tantos anos.

Agradeço à minha família e aos meus irmãos Guilherme e Eduardo, pelos momentos felizes vividos juntos.

Agradeço aos professores do Colégio Santo Agostinho – Leblon, por me incentivarem a sonhar alto e por serem parte importante de minha educação.

Agradeço aos professores da Escola Politécnica da USP e da CentraleSupèlec, por me tornarem um engenheiro.

Agradeço aos colegas de trabalho na Poli Júnior, na Prisma Media, na RGS Partners e na Crescera Capital, pelo aprendizado e pela amizade.

Agradeço aos meus amigos do Rio, de São Paulo e do intercâmbio, por todas as recordações.

*“Se eu vi mais longe, foi por estar sobre ombros
de gigantes.”*

(Isaac Newton)

RESUMO

Este trabalho possui como objetivo principal o estudo do posicionamento, das barreiras de entrada e das principais alavancas de geração de valor da rede de hospitais particulares Rede D'Or São Luiz. Adicionalmente, o relatório busca definir um valor justo para as ações da companhia negociadas na bolsa de valores, através de métodos de avaliação como fluxo de caixa descontado e avaliação relativa. O estudo se inicia pela revisão de conceitos de Contabilidade e de Avaliação de Empresas. Em seguida, procede-se para a análise do setor de saúde, tanto no Brasil como no mundo, citando, dentre outros pontos, o efeito da COVID-19 nessa indústria. Adicionalmente, analisa-se detalhadamente o setor de hospitais privados no Brasil, identificando-se as características setoriais mais marcantes, bem como as principais companhias. Na sequência, o foco da análise passa a ser o grupo Rede D'Or São Luiz, por meio da discussão de seu histórico de crescimento, seu modelo de negócios e sua concentração em geografias e clientes. Levantam-se indicadores operacionais e financeiros, e realiza-se a discussão a respeito das barreiras de entrada, das alavancas de geração de valor e dos principais fatores de risco de uma tese de investimento na Rede D'Or São Luiz. Por fim, analisam-se as principais premissas por trás da modelagem financeira, que atuará como a base para a avaliação do valor justo da companhia.

Palavras-chave: setor de saúde; modelo de negócios de hospitais; COVID-19; Rede D'Or São Luiz; avaliação de empresas; engenharia econômica

ABSTRACT

The main objective of this work is to study the positioning, entry barriers, and value generation levers of the Brazilian private hospital network Rede D'Or São Luiz. Additionally, the report aims to calculate a fair value for the company's shares traded on the stock exchange, through valuation methods such as discounted cash flow and relative valuation. The study begins with a review of Accounting and Business Valuation concepts. Then, the analysis of the health sector, both in Brazil and in the world, is carried out, citing, among other points, the effect of COVID-19 in this industry. Additionally, the report analyzes the sector of private hospitals in Brazil in detail, identifying the most striking sectorial characteristics, as well as the main players. Subsequently, the focus of the analysis shifts to the Rede D'Or São Luiz group, through the discussion of its growth history, its business model, and its concentration on geographies and customers. Operational and financial indicators are raised, and a discussion is carried out regarding entry barriers, value generation levers, and the main risk factors of an investment thesis in Rede D'Or São Luiz. Finally, the report analyzes the main assumptions behind the financial modeling, which acts as the basis for assessing the company's fair value.

Keywords: health sector; hospital business model; COVID-19; Rede D'Or São Luiz; company valuation; economic engineering

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - MODELO DE BEVERIDGE	23
FIGURA 2 - MODELO DO SEGURO NACIONAL DE SAÚDE	24
FIGURA 3 - MODELO BISMARCK	25
FIGURA 4 – AMBIENTE REGULATÓRIO DA CADEIA DE SAÚDE SUPLEMENTAR DO BRASIL.....	30
FIGURA 5 – COBERTURA DE PLANOS DE SAÚDE NA POPULAÇÃO, POR ESTADO	41
FIGURA 6 – QUANTIDADE DE LEITOS PRIVADOS POR MIL BENEFICIÁRIOS, POR ESTADO	43
FIGURA 7 – HOSPITAL BARRA D'OR, O PRIMEIRO DA REDE D'OR SÃO LUIZ	47

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – POPULAÇÃO COM ACESSO A PLANOS DE SAÚDE NO BRASIL (MM).....	26
GRÁFICO 2 – DESPESAS TOTAIS COM SAÚDE NO BRASIL, POR TIPO (R\$ BI)	26
GRÁFICO 3 – PROPORÇÃO DE PROCEDIMENTOS E DESPESAS ASSISTENCIAIS DOS PLANOS MÉDICO-HOSPITALARES, POR VOLUME DE PROCEDIMENTOS (%).....	27
GRÁFICO 4 – PROPORÇÃO DE PROCEDIMENTOS E DESPESAS ASSISTENCIAIS DOS PLANOS MÉDICO-HOSPITALARES, POR DESPESAS (%)	28
GRÁFICO 5 – EVOLUÇÃO DA PIRÂMIDE DEMOGRÁFICA NO BRASIL (MM HABITANTES).....	32
GRÁFICO 6 – FREQUÊNCIA ANUAL MÉDIA DE EXAMES EM PLANOS CORPORATIVOS, POR FAIXA ETÁRIA	33
GRÁFICO 7 – CUSTO MÉDIO DE INTERNAÇÃO EM PLANOS CORPORATIVOS, POR FAIXA ETÁRIA (R\$)	33
GRÁFICO 8 – MODALIDADE DOS PLANOS DE SAÚDE, POR FAIXA ETÁRIA (%)	34
GRÁFICO 9 – COMPARAÇÃO DA INFLAÇÃO DOS CUSTOS MÉDICOS COM O IPCA (%).....	35
GRÁFICO 10 – EVOLUÇÃO DO ORÇAMENTO DO MINISTÉRIO DA SAÚDE (R\$ BI)	39
GRÁFICO 11 – EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE LEITOS HOSPITALARES, POR TIPO (MIL)	43
GRÁFICO 12 – NÚMERO DE LEITOS POR MIL HABITANTES, POR PAÍS	44
GRÁFICO 13 – EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE HOSPITAIS NO BRASIL, POR TIPO	44
GRÁFICO 14 – EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE HOSPITAIS (#) E DA TAXA DE OCUPAÇÃO DE LEITOS (%), NA REDE D’OR SÃO LUIZ	56
GRÁFICO 15 – EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE LEITOS (#) E DO TICKET MÉDIO (R\$ POR PACIENTE POR DIA INTERNADO), NA REDE D’OR SÃO LUIZ	57
GRÁFICO 16 – EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE INFUSÕES (#) E DO TICKET MÉDIO (R\$ POR INFUSÃO), NA REDE D’OR SÃO LUIZ	57
GRÁFICO 17 – EVOLUÇÃO DA RECEITA BRUTA (R\$ BILHÕES) POR LINHA DE NEGÓCIO E DO CRESCIMENTO (%), NA REDE D’OR SÃO LUIZ	58
GRÁFICO 18 – EVOLUÇÃO DO LUCRO BRUTO (R\$ BILHÕES) E DA MARGEM BRUTA (%), NA REDE D’OR SÃO LUIZ	59
GRÁFICO 19 – EVOLUÇÃO DO EBITDA (R\$ BILHÕES) E DA MARGEM EBITDA (%), NA REDE D’OR SÃO LUIZ	59
GRÁFICO 20 – EVOLUÇÃO DO LUCRO LÍQUIDO (R\$ BILHÕES) E DA MARGEM LÍQUIDA (%), NA REDE D’OR SÃO LUIZ	60

GRÁFICO 21 – PROJEÇÃO DO NÚMERO DE HOSPITAIS (#) E DA TAXA DE OCUPAÇÃO DE LEITOS (%) ATÉ 2026, NA REDE D’OR SÃO LUIZ	69
GRÁFICO 22 – PROJEÇÃO DO NÚMERO DE LEITOS (#) E DO TICKET MÉDIO (R\$ POR PACIENTE POR DIA INTERNADO) ATÉ 2026, NA REDE D’OR SÃO LUIZ	69
GRÁFICO 23 – PROJEÇÃO DO NÚMERO DE INFUSÕES (#) E DO TICKET MÉDIO (R\$ POR INFUSÃO) ATÉ 2026, NA REDE D’OR SÃO LUIZ	70
GRÁFICO 24 – PROJEÇÃO DA RECEITA BRUTA (R\$ BILHÕES) POR LINHA DE NEGÓCIO E DO CRESCIMENTO (%) ATÉ 2026, NA REDE D’OR SÃO LUIZ	71
GRÁFICO 25 – PROJEÇÃO DO LUCRO BRUTO (R\$ BILHÕES) E DA MARGEM BRUTA (%) ATÉ 2026, NA REDE D’OR SÃO LUIZ	71
GRÁFICO 26 – PROJEÇÃO DO EBITDA (R\$ BILHÕES) E DA MARGEM EBITDA (%) ATÉ 2026, NA REDE D’OR SÃO LUIZ	72
GRÁFICO 27 – EVOLUÇÃO DO LUCRO LÍQUIDO (R\$ BILHÕES) E DA MARGEM LÍQUIDA (%), NA REDE D’OR SÃO LUIZ	73

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – POPULAÇÃO, BENEFICIÁRIOS DE PLANOS DE SAÚDE E COBERTURA, POR ESTADO ..	39
TABELA 2 – HOSPITAIS PRIVADOS, LEITOS TOTAIS E PRIVADOS, E COBERTURA, POR ESTADO ...	41
TABELA 3 – MAIORES REDES DE HOSPITAIS DO BRASIL	45
TABELA 4 – LISTA DE UNIDADES HOSPITALARES DO GRUPO REDE D’OR SÃO LUIZ (SETEMBRO, 2021)	49
TABELA 5 – LISTA DAS AQUISIÇÕES REALIZADAS PELO GRUPO REDE D’OR SÃO LUIZ (SETEMBRO, 2021) – PARTICIPAÇÃO, <i>ENTERPRISE VALUE</i> DE 100% DO ATIVO, NÚMERO DE LEITOS E RECEITA LÍQUIDA	51
TABELA 6 – LISTA DAS AQUISIÇÕES REALIZADAS PELO GRUPO REDE D’OR SÃO LUIZ (SETEMBRO, 2021) – MÚLTIPLOS PAGOS NA TRANSAÇÃO, TICKET MÉDIO POR LEITO DA UNIDADE.....	51
TABELA 7 – POSICIONAMENTO GEOGRÁFICO DA REDE D’OR SÃO LUIZ	55
TABELA 8 – HISTÓRICO DOS INDICADORES DE CONVERSÃO DE CAIXA DA REDE D’OR SÃO LUIZ	60
TABELA 9 – HISTÓRICO DOS INDICADORES DE SOLVÊNCIA E LIQUIDEZ DA REDE D’OR SÃO LUIZ	61
TABELA 10 – HISTÓRICO DOS INDICADORES DE GIRO E EFICIÊNCIA DA REDE D’OR SÃO LUIZ..	62
TABELA 11 – HISTÓRICO E PROJEÇÃO DAS PRINCIPAIS LINHAS DO DRE ATÉ 2026.....	65
TABELA 12 – HISTÓRICO E PROJEÇÃO DO BALANÇO PATRIMONIAL, ATÉ 2026	65
TABELA 13 – HISTÓRICO E PROJEÇÃO DO DEMONSTRATIVO DE FLUXO DE CAIXA, ATÉ 2026 ...	66
TABELA 14 – CONDIÇÕES DE CONTORNO DE <i>MARKET SHARE</i> PARA AS PROJEÇÕES DO MODELO..	68
TABELA 15 – PROJEÇÃO DO CAPEX COM AQUISIÇÕES ATÉ 2026, PARA A REDE D’OR SÃO LUIZ	73
TABELA 16 – PROJEÇÃO DO CAPEX DE EXPANSÃO E MANUTENÇÃO ATÉ 2026, PARA A REDE D’OR SÃO LUIZ	74
TABELA 17 – PROJEÇÃO DO ENDIVIDAMENTO ATÉ 2026, PARA A REDE D’OR SÃO LUIZ	75
TABELA 18 – PROJEÇÃO DO DO CAPITAL DE GIRO ATÉ 2026, PARA A REDE D’OR SÃO LUIZ....	75
TABELA 19 – PROJEÇÃO DO CICLO DE CONVERSÃO DE CAIXA, DO <i>ROIC</i> E DO <i>ROE</i> ATÉ 2026, PARA A REDE D’OR SÃO LUIZ.....	76
TABELA 20 – PROJEÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO E DOS DIVIDENDOS ATÉ 2026, PARA A REDE D’OR SÃO LUIZ	77
TABELA 21 – PROJEÇÃO MACROECONÔMICAS ATÉ 2026.....	78

TABELA 22 – PROJEÇÃO DE FLUXO DE CAIXA PARA A FIRMA DESCONTADO A VALOR PRESENTE, ATÉ 2031	79
TABELA 23 – CÁLCULO DO WACC (CUSTO DE CAPITAL PONDERADO POR DÍVIDA LÍQUIDA E PATRIMÔNIO LÍQUIDO) DA REDE D’OR SÃO LUIZ	79
TABELA 24 – RESULTADOS DO <i>VALUATION</i> DA COMPANHIA POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	80
TABELA 25 – EMPRESAS COMPARÁVEIS (MÚLTIPLOS DE MERCADO).....	81
TABELA 26 – EMPRESAS COMPARÁVEIS (DADOS FINANCEIROS E OPERACIONAIS).....	82
TABELA 27 – TRANSAÇÕES PRECEDENTES NO SETOR DE SAÚDE BRASILEIRO	83
TABELA 28 – SIMULAÇÃO DE INVESTIMENTO DE UM INVESTIDOR NA REDE D’OR SÃO LUIZ, COM DESINVESTIMENTO EM 2026	84
TABELA 29 – INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA REDE ÍMPAR	90
TABELA 30 – INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DO ALBERT EINSTEIN	90
TABELA 31 – INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DO SÍRIO LIBANÊS.....	91
TABELA 32 – INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DO KORA (MERIDIONAL)	91
TABELA 33 – INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA HOSPITAL CARE	91
TABELA 34 – INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DO MATERDEI	92
TABELA 35 – INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DO HOSPITAL SANTA PAULA	92
TABELA 36 – INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DO HOSPITAL PEQUENO PRÍNCIPE.....	93
TABELA 37 – INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA ONCOCLÍNICAS	93
TABELA 38 – INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DO A.C. CAMARGO.....	94

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	19
1.1 VISÃO GERAL	19
1.2 OBJETIVOS.....	20
1.3 METODOLOGIA	20
2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	21
2.1 CONCEITOS DE CONTABILIDADE UTILIZADOS	21
2.2 CONCEITOS DE VALUATION UTILIZADOS	21
3 ANÁLISE SETORIAL	23
3.1 MODELOS DE SISTEMA DE SAÚDE AO REDOR DO MUNDO	23
3.2 PANORAMA DO SETOR DE SAÚDE NO BRASIL	25
3.2.1 Dados gerais sobre o setor	25
3.2.2 Cadeia de valor da saúde privada	28
3.2.3 Ambiente regulatório.....	30
3.2.4 Principais tendências	32
3.2.5 Efeitos da pandemia da COVID-19.....	38
3.3 TAMANHO E CENÁRIO COMPETITIVO DO MERCADO BRASILEIRO DE OPERADORES DE SAÚDE	39
4 ANÁLISE DA REDE D'OR SÃO LUIZ.....	46
4.1 HISTÓRICO DA COMPANHIA	46
4.2 MODELO DE NEGÓCIO DE UM HOSPITAL	52
4.3 POSICIONAMENTO E CONCENTRAÇÃO EM GEOGRAFIAS E CLIENTES	54
4.4 ANÁLISE DE INDICADORES OPERACIONAIS E FINANCEIROS	56
4.4.1 Indicadores operacionais.....	56
4.4.2 Indicadores de crescimento e rentabilidade	58
4.4.3 Indicadores de conversão de caixa	60
4.4.4 Indicadores de solvência e liquidez.....	61
4.4.5 Indicadores de giro e eficiência.....	62
4.5 SÍNTESE DAS BARREIRAS DE ENTRADA, ALAVANCAS DE GERAÇÃO DE VALOR E RISCOS ASSOCIADOS À TESE.....	63

5 MODELAGEM E VALUATION	65
5.1 MODELAGEM FINANCEIRA DA COMPANHIA.....	65
5.1.1 Projeções operacionais	67
5.1.2 Projeções de DRE	70
5.1.3 Projeções de CAPEX.....	73
5.1.4 Projeções de endividamento	75
5.1.5 Projeções de giro e eficiência	75
5.1.6 Outras premissas	77
5.2 VALUATION DA REDE D'OR SÃO LUIZ.....	78
5.2.1 Avaliação intrínseca	78
5.2.2 Avaliação relativa	81
5.3 ANÁLISE DE TIR EM SIMULAÇÃO DE INVESTIMENTO.....	84
6 CONCLUSÕES.....	86
7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	87
APÊNDICE A – INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DE COMPETIDORES.....	90

1 INTRODUÇÃO

1.1 VISÃO GERAL

Este trabalho de formatura objetiva realizar uma análise completa da rede de hospitais particulares Rede D'Or São Luiz, concluindo com a definição das alavancas de geração de valor e de um *valuation* para as ações dessa companhia.

A seção 3 do relatório consiste em uma análise sobre o setor de saúde. Ela se inicia fornecendo um panorama sobre os distintos modelos de sistemas de saúde ao redor do mundo, para em seguida se aprofundar no contexto brasileiro. Nessa parte, dados gerais sobre o setor serão levantados, como tamanho da população brasileira coberta por planos de saúde, bem como a classificação dos gastos médicos por tipo. Na sequência, os atores da cadeia de valor da saúde no Brasil serão identificados, e seus papéis serão explicados. Em seguida, o ambiente regulatório será analisado, pois a legislação é um componente central do setor de saúde. Por fim, o estudo abordará as principais tendências observadas no setor, tais como o envelhecimento populacional, a inflação médica e o surgimento de novas tecnologias, para em seguida explicar quais foram os efeitos da pandemia da COVID-19 sobre a indústria. A última subseção da parte de análise setorial diz respeito, especificamente, ao segmento de hospitais e clínicas no Brasil, levantando dados sobre número de leitos particulares e privados.

Já a seção 4 tem por objetivo aprofundar a análise na empresa Rede D'Or São Luiz, descrevendo detalhadamente o histórico da companhia desde seu surgimento, em 1977. Em seguida, o modelo de negócios de um hospital será explicado, por meio da identificação de suas principais áreas, bem como da análise dos principais custos envolvidos na operação. Na subseção seguinte, o posicionamento geográfico e a concentração em fontes pagadoras da Rede D'Or São Luiz serão pontos abordados. Todas essas análises serão visualizadas quantitativamente no momento da discussão dos indicadores operacionais e financeiros, categorizados em 5 famílias: (i) indicadores operacionais, (ii) indicadores de crescimento e rentabilidade, (iii) indicadores de conversão de caixa, (iv) indicadores de solvência e liquidez e (v) indicadores de giro e eficiência. Por último, as barreiras de entradas da Rede D'Or São Luiz serão discutidas, bem como as alavancas de geração de valor e os principais riscos de uma eventual tese de investimento na companhia.

A seção 5 do trabalho de formatura buscará explicar o racional por trás das premissas utilizadas na elaboração do modelo financeiro da companhia. Em seguida, métodos de avaliação de empresas serão aplicados, para fornecer insumos à análise de qual seria o valor

justo das ações da Rede D'Or São Luiz. Um exercício de simulação de um investimento será realizado, objetivando avaliar qual seria a taxa interna de retorno obtida.

1.2 OBJETIVOS

O trabalho de formatura tem por objetivo principal identificar o posicionamento, as barreiras de entrada e as principais alavancas de geração de valor do negócio da Rede D'Or São Luiz. Esse é um importante exercício para compreender e antecipar os movimentos da companhia, que compete nos setores hospitalar e de banco de sangue com empresas investidas da Crescera Capital, onde trabalha o autor deste estudo.

1.3 METODOLOGIA

Este relatório foi desenvolvido através da consulta de fontes como:

- **Portais de dados**, como o DATASUS e o Sistema de Expectativas do BACEN;
- **Livros**, como “Administração hospitalar no Brasil”, 1^a edição, do Prof. Enio Salu;
- **Relatórios especializados**, como os relatórios sobre saúde suplementar do IESS e do INCA;
- **Relatórios de auditoria**, como os desenvolvidos pela Ernst & Young, que forneceu os insumos necessários para a elaboração do modelo financeiro da Rede D'Or São Luiz

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Este trabalho recorrerá aos conceitos de contabilidades e *valuation* presentes na obra “Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset” (DAMODARAN, 2012).

2.1 CONCEITOS DE CONTABILIDADE UTILIZADOS

A teoria de contabilidade utilizada no estudo da Rede D’Or São Luiz recorreu aos seguintes conceitos:

- **Demonstrativo do Resultado do Exercício:** onde as receitas e os custos de uma companhia são reportados, em regime de competência;
- **Balanço Patrimonial:** onde todos os ativos e passivos da companhia são registrados. O método das partidas dobradas garante que o valor de todos os ativos seja igual à soma de passivo e patrimônio líquido;
- **Demonstrativo de Fluxo de Caixa:** atua como a ligação entre o demonstrativo do resultado do exercício e o balanço patrimonial;
- **Conceito de rentabilidade:** ligado às margens observadas no DRE;
- **Conceitos de solvência e liquidez:** ligado à capacidade da companhia honrar compromissos de longo e curto prazo, respectivamente;
- **Conceito de capital de giro:** ligado aos prazos de recebimento, pagamento e retenção de estoques;
- **Conceito de eficiência do capital:** ligado aos conceitos de *ROIC* e *ROE*

2.2 CONCEITOS DE VALUATION UTILIZADOS

A teoria de valuation utilizada no estudo da Rede D’Or São Luiz recorreu aos seguintes conceitos:

- **Avaliação intrínseca:** metodologia que diz que o valor de uma companhia é igual ao fluxo de caixa descontado a valor presente, que ela é capaz de gerar;

- **Avaliação relativa:** prevê que o valor de uma companhia está ligado a quanto que alguém é capaz de oferecer por ela. Para isso, analisam-se transações precedentes de empresas de um setor, ou múltiplos de mercado para companhias comparáveis;
- **Taxa interna de retorno:** é um dos indicadores mais importantes para se avaliar o sucesso de um investimento.

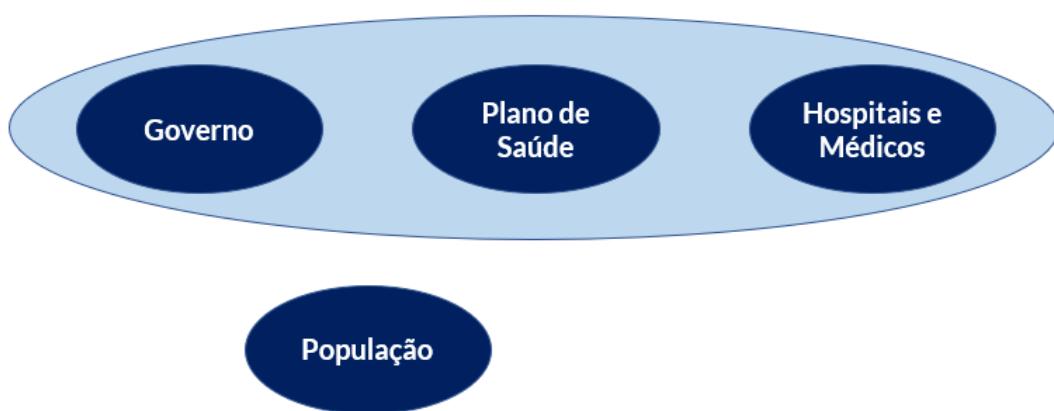
3 ANÁLISE SETORIAL

3.1 MODELOS DE SISTEMA DE SAÚDE AO REDOR DO MUNDO

Conceitualmente, os sistemas de saúde podem ser categorizados em quatro modelos diferentes, de acordo com a atuação dos agentes público e privados (PRINCETON PUBLIC HEALTH REVIEW, 2017). São eles:

- Modelo Beveridge, adotado no Reino Unido, Espanha, Nova Zelândia, Cuba e Hong Kong. Neste modelo, o governo atua como a única fonte pagadora dos procedimentos médicos, removendo a competição do mercado. Para manter custos reduzidos e garantir padrões mínimos de atendimento, o governo também detém o controle da rede de operadores de saúde, definindo o que eles são capazes de fazer, e quanto eles podem cobrar. O sistema se baseia na visão de que a saúde é um direito humano básico e, portanto, deve ser gratuita e universal para todos os cidadãos, os quais financiam o modelo através de impostos. Uma crítica a esse modelo envolve a possível sobreutilização do sistema, com procedimentos desnecessários, levando ao aumento dos custos médicos e, portanto, dos impostos. Especificamente no caso do Reino Unido, planos de saúde privados existem para oferecer atendimento complementar, com maior qualidade e agilidade do que o serviço público é capaz de fornecer.

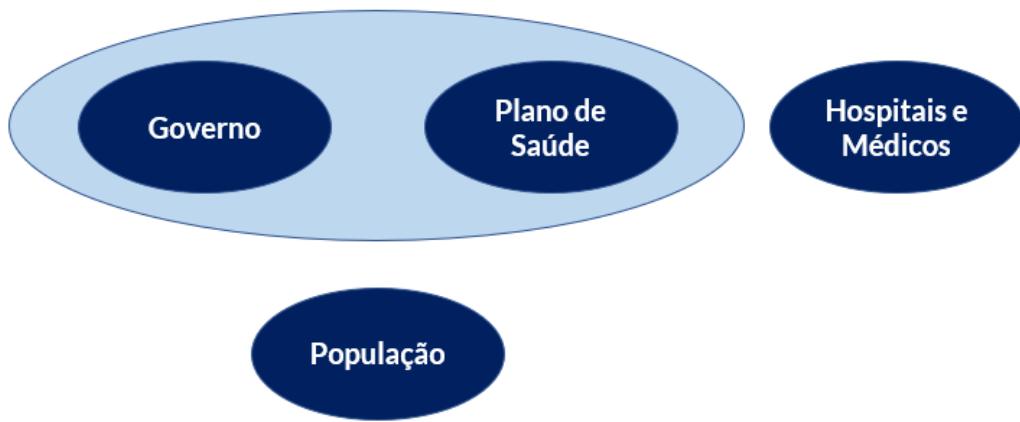
Figura 1 - Modelo de Beveridge



Fonte: Elaboração própria

- Modelo do Seguro Nacional de Saúde: adotado no Canadá, em Taiwan e na Coreia do Sul. Neste modelo, o governo também atua como a única fonte pagadora dos procedimentos médicos, porém, ao contrário do que ocorre no modelo Beveridge, os provedores de saúde são entidades privadas. O sistema é financiado através dos impostos, que garantem uma cobertura básica universal para toda a população. Uma das principais críticas a esse sistema são as longas filas para se buscar atendimento. No Canadá, planos particulares possuem permissão para oferecer serviços complementares aos da cobertura pública.

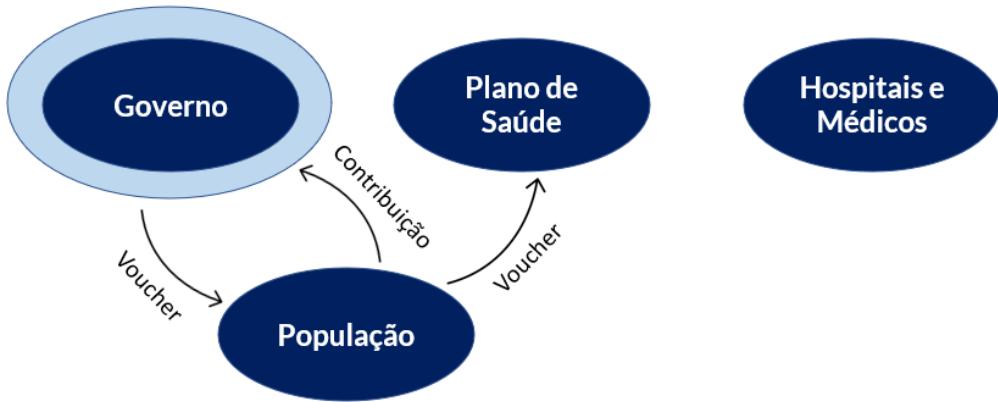
Figura 2 - Modelo do Seguro Nacional de Saúde



Fonte: Elaboração própria

- Modelo Bismarck: adotado na Alemanha, Bélgica, Japão, Suíça, Países Baixos e França. Este modelo busca ser uma alternativa mais descentralizada, e se baseia na existência de um fundo de saúde, abastecido com recursos de empresas e funcionários através de deduções no contracheque, ou outros impostos. Esse sistema é criticado por sua incapacidade muitas vezes de oferecer cuidados à população incapaz de trabalhar, ou de contribuir com o fundo de saúde. Como exemplo do funcionamento do sistema, o modelo alemão prevê contribuições iguais dos trabalhadores que, por sua vez, receberão de volta “vouchers”, em maior ou menor quantidade, de acordo com sua classificação de risco de saúde. Um cidadão pode usar esses vouchers para pagar por procedimentos médicos, ou então pode abdicar do subsídio público e das contribuições, para optar pela cobertura privada.

Figura 3 - Modelo Bismarck



Fonte: Elaboração própria

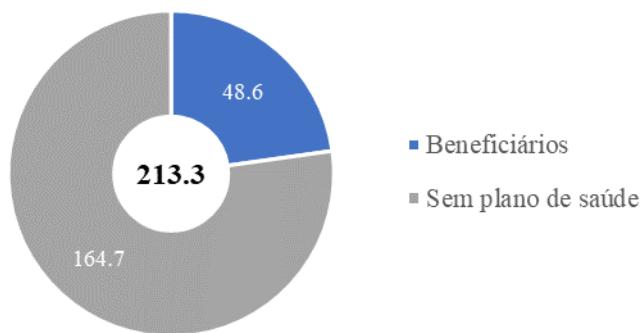
- Modelo das Despesas Correntes (“Out-Of-Pocket”): adotado em áreas rurais na Índia, China, África e em alguns países da América do Sul. Este modelo é comum em nações menos desenvolvidas, onde faltam recursos para se desenvolver o setor de saúde. Os pacientes devem arcar com os procedimentos junto aos operadores, o que acentua fortemente a desigualdade entre a população mais abastada, e os menos favorecidos.

3.2 PANORAMA DO SETOR DE SAÚDE NO BRASIL

3.2.1 Dados gerais sobre o setor

No Brasil, de acordo com dados da ANS, aproximadamente 23% da população consta como beneficiária de um plano de saúde. O restante da população é atendido pelo sistema público de saúde, ou por iniciativas privadas de menor custo, tais como cartões de benefício de saúde.

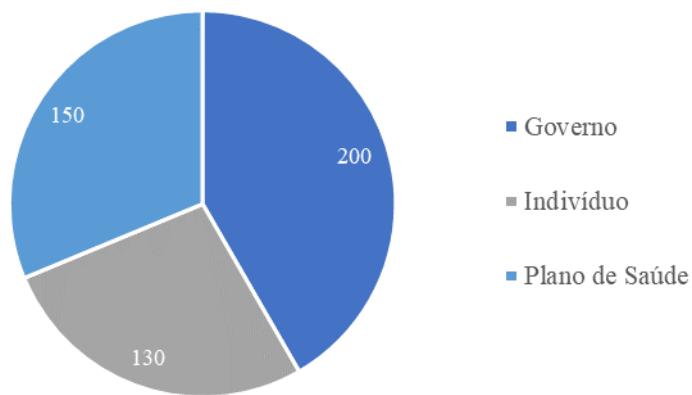
Gráfico 1 – População com acesso a planos de saúde no Brasil (mm)



Fontes: ANS, IBGE, 2021

Em 2017, o total dos gastos com saúde no país atingiu a marca de R\$ 480 bilhões, sendo 42% responsabilidade do governo, 31% dos planos de saúde e 27% desembolsos realizados por indivíduos.

Gráfico 2 – Despesas totais com saúde no Brasil, por tipo (R\$ bi)

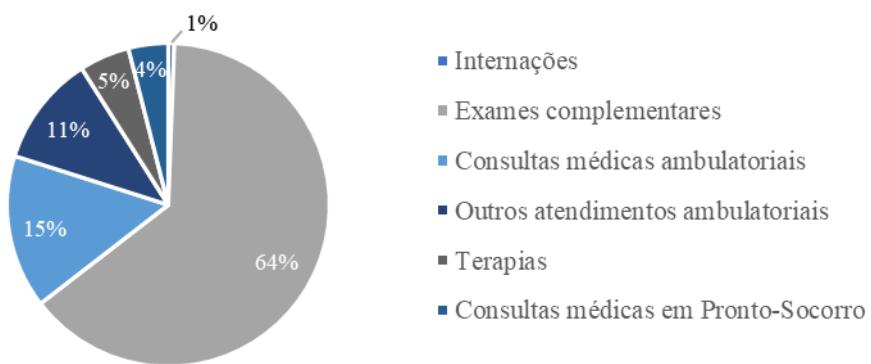


Fontes: Credit Suisse, ANS, IESS, 2018

Com relação apenas às despesas de planos de saúde, o Instituto de Estudos da Saúde Suplementar (IESS) indica que houve um total de 1,43 bilhões de procedimentos médicos no ano de 2019. A maior parte desse volume é atribuído aos exames complementares, que incluem procedimentos como radiografia, hemoglobina glicada, ressonância nuclear magnética e tomografia computadorizada. A segunda categoria mais relevante em volume são as consultas médicas ambulatoriais, em que estão incluídos atendimentos de clínica médica, ginecologia/obstetrícia, pediatria, oftalmologia, entre outros. Já a terceira categoria mais

importante são os outros atendimentos ambulatoriais, que incluem todos os procedimentos realizados por profissionais da saúde não médicos, tais como consultas com fisioterapeutas, fonoaudiólogos, nutricionistas, terapeutas ocupacionais e psicólogos. Na quarta posição encontram-se as terapias, que contêm procedimentos como hemodiálise crônica, quimioterapia e radioterapia. Na penúltima colocação estão as consultas médicas em Pronto-Socorro, para atendimentos de urgência, seguidas das internações, na última posição.

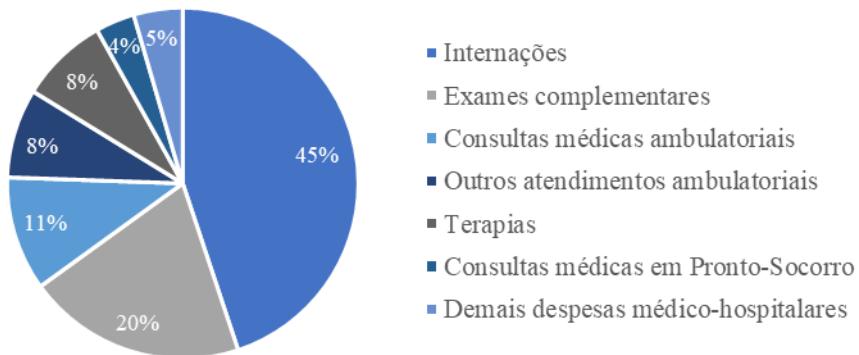
Gráfico 3 – Proporção de procedimentos e despesas assistenciais dos planos médico-hospitalares, por volume de procedimentos (%)



Fontes: IESS, 2019

Quando o total das despesas com cada uma dessas categorias é a variável analisada, o resultado se altera significativamente. Ainda que correspondam a menos de 1% do volume de procedimentos, as internações assumem a liderança como o maior centro de custo para planos de saúde, correspondendo a 45% dos R\$ 179 bilhões desembolsados em 2019. Na segunda colocação, estão os exames complementares, seguidos das consultas médicas ambulatoriais.

Gráfico 4 – Proporção de procedimentos e despesas assistenciais dos planos médico-hospitalares, por despesas (%)



Fontes: IESS, 2019

3.2.2 Cadeia de valor da saúde privada

De modo simplificado, a indústria de saúde particular no Brasil pode ser dividida nos seguintes grupos, que a compõem: (i) os beneficiários, (ii) as fontes pagadoras, (iii) os intermediários e (iv) os provedores de serviços.

Beneficiários

- Planos individuais: modalidade disponível para qualquer pessoa, bastante regulada pela ANS, atualmente operada apenas por atores de nicho que operam com uma estrutura enxuta de custos. Alguns exemplos de empresas nesse ramo são Hapvida, Amil e as Unimed.
- Planos corporativos: modalidade adotada por indivíduos pertencentes à força de trabalho. Esse segmento tem sofrido bastante com os aumentos de custos decorrentes de inflação médica, levando ao aumento dos preços, coparticipação e reduções de cobertura. As principais empresas que atuam nesse segmento são Bradesco Saúde, Amil e GNDI.
- Planos de afinidade: modalidade gerenciada por administradoras de benefícios, responsáveis por negociar, junto às fontes pagadoras, condições similares às obtidas nos planos corporativos, para sua base de beneficiários. Os planos de afinidade são muitas vezes a única alternativa para a população que não encontra oferta de planos individuais no mercado, nem tampouco são elegíveis para aderir a um plano corporativo. A Qualicorp é a empresa que domina esse setor.

Fontes pagadoras / Operadoras de planos de saúde

- Planos de saúde verticalizados: são empresas que, além de atuarem como seguradoras de saúde, também operam hospitais e clínicas de diagnóstico próprias. Esse processo de verticalização possui, como principal objetivo, facilitar o controle dos custos em toda a cadeia de saúde, e a padronização dos protocolos de atendimento em todas as unidades. Os principais planos de saúde verticalizados são Hapvida, GNDI e Amil.
- Seguradoras de saúde: são empresas que optam por se restringir à atividade de seguradora de saúde, gerenciando prêmios e sinistros de seus beneficiários. Realizam o credenciamento de diversos operadores de saúde, com os quais estabelecem uma parceria para o atendimento dos pacientes. Por ser mais difícil controlar os custos em toda a cadeia, geralmente oferecem planos mais caros do que seus concorrentes verticalizados. As principais empresas do setor são Bradesco Saúde e SulAmérica.
- Cooperativas médicas: organizações sem fins lucrativos, verticalizadas, cujos sócios normalmente são profissionais da saúde, acionistas dos hospitais e das clínicas que decidem ingressar à rede da cooperativa. São bem fortes regionalmente. Um problema observado em cooperativas é o conflito de interesses dos médicos acionistas – ao mesmo tempo em que são sócios na cooperativa, também detêm participação nos resultados de suas unidades operacionais e, portanto, estão inclinados a encaminhar mais pacientes para seus próprios hospitais e clínicas. Essa é uma das explicações para muitas cooperativas estarem passando por crises financeiras graves, nos últimos anos. A principal rede de cooperativas no Brasil é a rede Unimed.
- Planos odontológicos: atuam como planos de saúde na área odontológica. Com relação aos planos de saúde convencionais, lidam com valores de sinistro inferiores, devido à grande oferta de dentistas, bem como à estrutura de custos previsível. As principais empresas focadas nesse segmento são Odontoprev e Interodonto.

Intermediários

- Corretores de seguros: são pessoas físicas ou jurídicas, cuja função é atuar como canal de venda de planos de saúde para as fontes pagadoras, em troca de um percentual de comissão dos prêmios negociados.
- Administradoras de benefícios: são as únicas empresas capazes de vender planos de afinidade para o beneficiário final, conforme definido em legislação (ANS, 2009). Em troca de um percentual do valor pago pelos beneficiários, a administradora de benefícios

realiza a gestão dos planos dos beneficiários, absorvendo o risco de crédito caso algum deles atrasse o pagamento às fontes pagadoras.

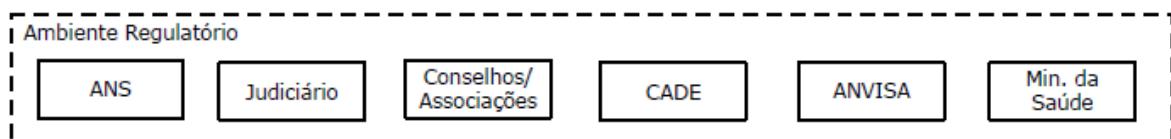
Provedores de Serviço

- Hospitais: segmento extremamente fragmentado, onde se encontram os maiores tickets da cadeia de saúde. Os hospitais normalmente gozam de grande poder de negociação perante às fontes pagadoras. As principais redes hospitalares do Brasil são Rede D'Or São Luiz, Einstein, Dasa e Sírio Libanês.
- Laboratórios: segmento igualmente fragmentado em número de clínicas existentes, porém concentrado com relação à quantidade de fontes pagadoras. Oferecem tanto visitas às próprias unidades, quanto serviços de B2B para outros laboratórios e hospitais.
- Profissionais da saúde: são profissionais que se beneficiam de uma taxa de empregabilidade altíssima, devido a sua escassez.

3.2.3 Ambiente regulatório

Uma série de entrevistas realizadas em um estudo de pesquisadores do Insper (AZEVEDO, 2016) identificou seis principais agentes no ambiente regulatório da cadeia de saúde suplementar no Brasil, e consiste na principal fonte de informações desta seção.

Figura 4 – Ambiente regulatório da cadeia de saúde suplementar do Brasil



Fonte: AZEVEDO, 2016

O Ministério da Saúde atua na saúde suplementar de maneira indireta, por meio da Agência Nacional da Saúde (ANS) e da Agência Nacional de Vigilância Sanitária (Anvisa), duas de suas entidades vinculadas.

A ANS, com sede no centro do Rio de Janeiro, talvez seja a entidade reguladora mais influente no setor de saúde brasileiro. Criada pela Lei nº 13.989 (BRASIL, 2000), do dia 28 de janeiro de 2000, a autarquia tem “por finalidade institucional promover a defesa do interesse público na assistência suplementar à saúde, regulando as operadoras setoriais, inclusive quanto

às suas relações com prestadores e consumidores, contribuindo para o desenvolvimento das ações de saúde no País”. Compete à ANS a supervisão do setor de planos de saúde no Brasil.

Já a Anvisa, criada em 26 de janeiro de 1999 pela Lei nº 9.782 (BRASIL, 1999), tem “por finalidade institucional promover a proteção da saúde da população, por intermédio do controle sanitário da produção e da comercialização de produtos e serviços submetidos à vigilância sanitária, inclusive dos ambientes, dos processos, dos insumos e das tecnologias a eles relacionados, bem como o controle de portos, aeroportos e de fronteiras”. Sediada em Brasília, a Anvisa possui atuação ampla em todos os setores relacionados à saúde dos brasileiros, sendo responsável por sua regulação sanitária e econômica. É responsabilidade da Anvisa, por exemplo, a aprovação do uso de novos equipamentos, medicamentos e tecnologias.

O Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), autarquia federal vinculada ao Ministério da Justiça, é atualmente regida pela Lei nº 12.529 (BRASIL, 2011), que estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência. Assim como em qualquer outro setor da economia, ao CADE é incumbida a análise de atos de concentração entre agentes do mercado de saúde. Um exemplo recente de atuação da autarquia são os estudos concorrenciais realizados a respeito da fusão entre Hapvida e NotreDame Intermédica, a qual foi anunciada no dia 11 de janeiro de 2021, porém ainda não aprovada (data referência: 30 de setembro de 2021). A atuação do CADE possui três focos: o preventivo, o repressivo e o educacional. O foco preventivo busca analisar de maneira prévia as ações potencialmente nocivas à livre concorrência do setor, tais como fusões e aquisições. Já o foco repressivo procura investigar e julgar movimentações que estão prejudicando à livre concorrência, tais como cartéis entre agentes do mercado. Por fim, o foco educacional, também conhecido como advocacia da concorrência, busca propagar a importância da concorrência nos níveis Legislativo, Executivo e Judiciário do governo, de modo que a competição seja uma métrica fundamental das ações do Estado (SEAE, 2020).

Os conselhos e as associações são entidades que procuram defender coletivamente os interesses de determinados grupos da sociedade, cujas decisões influenciam a cadeia de saúde suplementar. Os Conselhos de Medicina, no âmbito regional e federal, são os mais conhecidos, mas também exercem influência no setor a AMB (Associação Médica Brasileira), a Abramge (Associação Brasileira de Medicina em Grupo), a Anahp (Associação Nacional de Hospitais Privados), a Abraidi (Associação Brasileira de Importadores e Distribuidores de Implantes), Abimed (Associação Brasileira da Indústria de Alta Tecnologia de Produtos de Saúde) e a Abradilan (Associação Brasileira de Distribuição e Logística de Produtos Farmacêuticos).

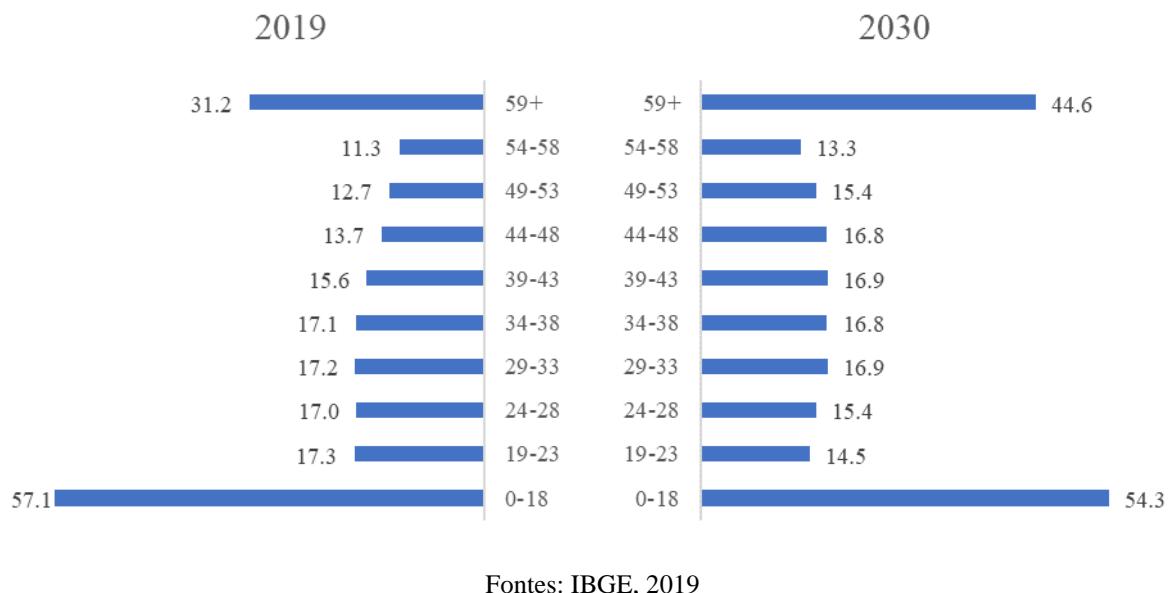
Por fim, as decisões do sistema judiciário impactam todos os agentes da saúde, sendo muitas vezes decisivas para a definição sobre alocação de gastos, realização de procedimentos e modelos de contratação na cadeia de saúde suplementar.

3.2.4 Principais tendências

1. Envelhecimento populacional

Dentre as tendências observadas no setor de saúde brasileiro, a mudança da pirâmide demográfica do país é a principal delas, à medida que a população envelhece. Em 2019, a população de idade igual ou superior a 59 anos era 31,2 milhões de habitantes, e a previsão do IBGE é que esse número atinja 44,6 milhões de pessoas em 2030.

Gráfico 5 – Evolução da pirâmide demográfica no Brasil (mm habitantes)



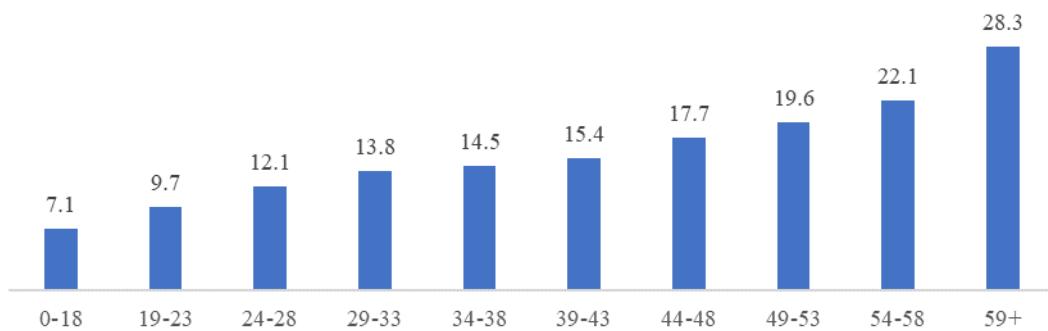
Fontes: IBGE, 2019

Há duas justificativas para a mudança na demografia brasileira. A primeira delas está no aumento da expectativa de vida da população, que foi de 45,5 anos em 1940, para 76,6 anos em 2019, de acordo com dados do IBGE. Somado a isso, há o efeito da redução da taxa de natalidade – se em 1960, cada mulher brasileira tinha 6,1 filhos, em 2019 esse número caiu para 1,7, segundo o World Bank.

A consequência direta do envelhecimento populacional para o sistema de saúde será o aumento generalizado dos custos, já que os idosos são mais suscetíveis a complicações crônicas,

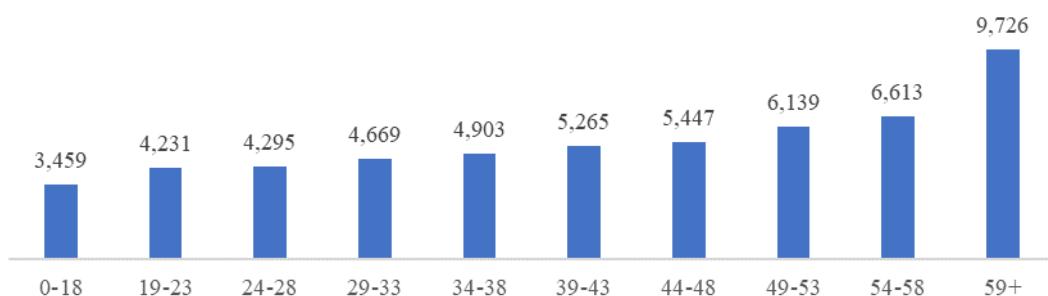
degenerativas e oncológicas. Dados da ANS demonstram como a frequência de uso dos planos de saúde aumenta nesse grupo, assim como os custos associados ao tratamento de doenças. Comparado à população com idade igual ou inferior a 18 anos, um idoso realiza 4,0x mais exames por ano, e seu custo médio em uma internação é 2,8x superior, refletindo maior severidade e duração.

Gráfico 6 – Frequência anual média de exames em planos corporativos, por faixa etária



Fontes: Credit Suisse, ANS, 2019

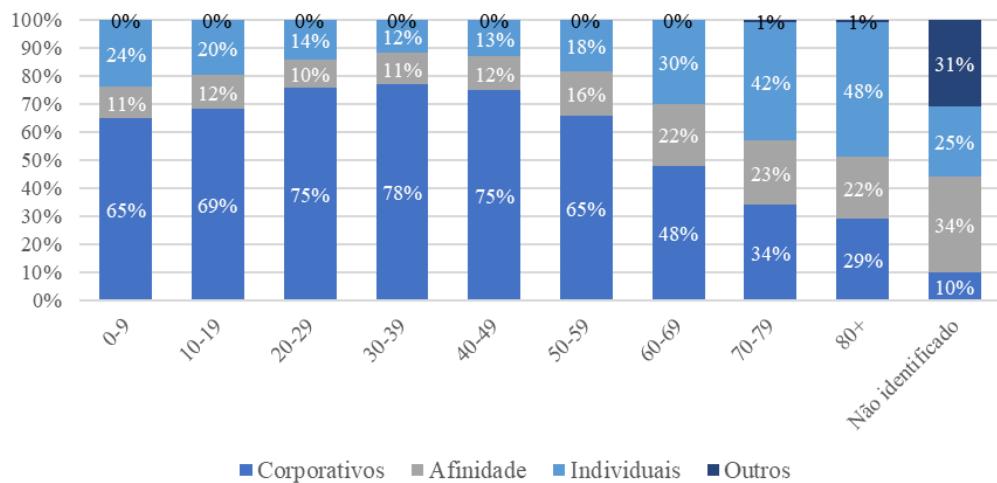
Gráfico 7 – Custo médio de internação em planos corporativos, por faixa etária (R\$)



Fontes: Credit Suisse, ANS, 2019

Além de um aumento dos custos, outra consequência do envelhecimento populacional para o sistema de saúde é a maior utilização de planos individuais e por afinidade, que são modalidades de planos de saúde proporcionalmente mais populares entre idosos, normalmente já aposentados.

Gráfico 8 – Modalidade dos planos de saúde, por faixa etária (%)

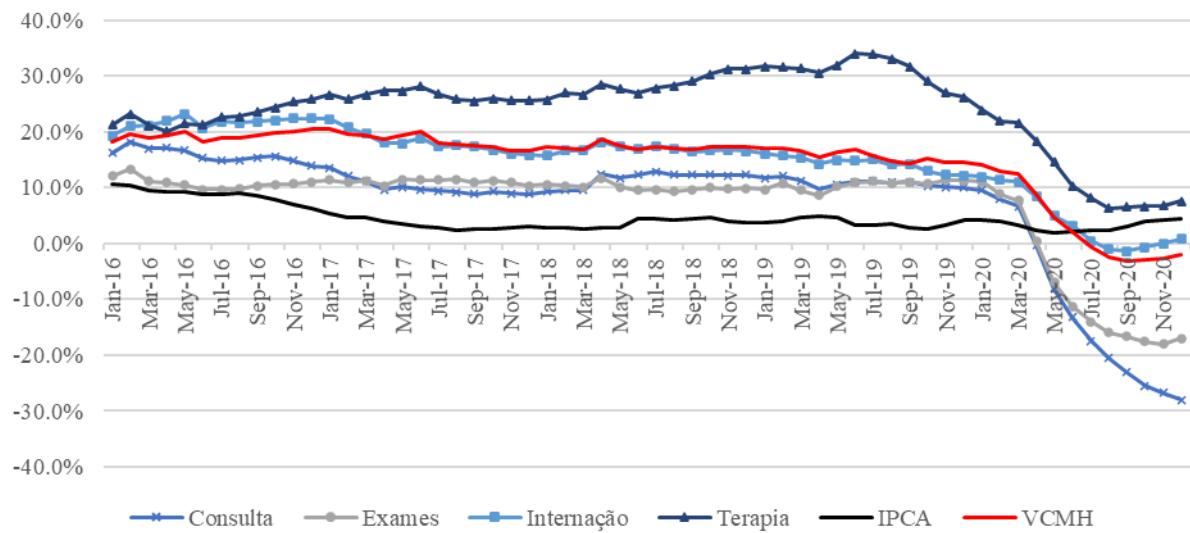


Fontes: Credit Suisse, ANS, 2021

2. Inflação médica elevada

Como observado no gráfico 9, a inflação médica é um problema que assola o setor de saúde no Brasil há alguns anos. O indicador VCMH (Variação dos Custos Médicos-Hospitalares) representa a variação dos custos médicos *per capita* nos 12 meses anteriores, e permaneceu constantemente acima do indicador de inflação IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo), para o mesmo intervalo de tempo. Uma reversão desse cenário foi observada no ano atípico de 2020, em função do adiamento de muitos procedimentos eletivos durante a pandemia da COVID-19, reduzindo significativamente os custos médicos *per capita*. Entretanto, à medida que o sistema de saúde se normaliza, espera-se que a inflação médica retome um patamar elevado, algo que pode ser observado no gráfico abaixo, a partir de setembro de 2020.

Gráfico 9 – Comparação da inflação dos custos médicos com o IPCA (%)



Fontes: IBGE, IESS, 2021

Existem três explicações para o fenômeno da inflação médica no país: as (i) fraudes, desperdícios e abusos, o (ii) comportamento inadequado dos beneficiários de planos e a (iii) judicialização.

As fraudes, os desperdícios e os abusos são considerados na indústria como principal razão pela qual os custos médicos crescem aceleradamente. Operadoras de planos de saúde costumam acusar os prestadores de serviço de inflar os preços e solicitar procedimentos sem necessidade, pois são frequentemente remunerados por serviço prestado. Observando esse conflito de interesse no setor, algumas fontes pagadoras, como Hapvida e NotreDame Intermédica, apostaram na verticalização das operações como estratégia de controle de custos, uma movimentação que se revelou bem sucedida.

Já o comportamento inadequado dos beneficiários é reflexo de uma relação na qual, sob a ótica do paciente, não há custo marginal para a realização de procedimentos adicionais, ou seja, existe incentivo para a exploração indiscriminada dos recursos. Como reflexo desse fenômeno, pesquisadores do Insper (AZEVEDO, 2016) citam que o percentual de ausência em consultas médicas é bastante elevado, e que cerca de 30% dos exames realizados no país não são sequer retirados.

Por fim, a respeito do processo de judicialização, o Art. 196 da constituição brasileira (BRASIL, 1988) garante:

“A saúde é direito de todos e dever do Estado, garantido mediante políticas sociais e econômicas que visem à redução do risco de doença e de outros agravos e ao acesso universal e igualitário às ações e serviços para sua promoção, proteção e recuperação.”

Art. 196 da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988

Assim, o acesso à saúde é considerado direito universal, e garantido a qualquer cidadão brasileiro por lei. Como consequência, se um beneficiário solicitar acesso a um tratamento que não está previsto na cobertura de seu plano de saúde, provavelmente a operadora do plano será obrigada a arcar com as despesas após batalha judicial. Pacientes provenientes de judicialização normalmente apresentam custos extremamente elevados e diminuem a rentabilidade de suas carteiras, levando as operadoras dos planos a realizarem ajustes de preço mais elevados.

Além do processo de verticalização das seguradoras, citado anteriormente, outras iniciativas vêm sendo implementadas com o objetivo de conter o avanço dos custos médicos. Para evitar que problemas graves surjam entre os pacientes de suas carteiras, por exemplo, operadoras de planos de saúde podem trabalhar com os dados coletados de seus beneficiários, consolidando os resultados de exames para agir antecipadamente. Também podem atuar de maneira proativa junto aos pacientes com doenças crônicas, procurando evitar que estes desenvolvam complicações mais graves, bem como realizar campanhas de incentivo de hábitos saudáveis. A Prevent Senior é uma empresa com atuação destacada na prevenção das complicações médicas, algo crucial para a companhia se manter competitiva, trabalhando com carteiras de beneficiários idosos.

Já com relação ao tratamento das complicações médicas, diversas iniciativas de aumento de eficiência são possíveis para as operadoras de planos de saúde e para os provedores de serviço. As operadoras, por exemplo, podem definir um mecanismo de coparticipação, para aumentar o custo marginal de um procedimento adicional para o beneficiário, desincentivando o uso indiscriminado dos recursos. Além disso, caso ofereçam unidades de atendimento primário, próprias ou terceirizadas, as operadoras conseguem evitar que os beneficiários procurem, sem necessidade, os cuidados secundários e o pronto-socorro dos hospitais. As fontes pagadoras também podem desenvolver novos modelos de pagamento aos prestadores de serviço, como a remuneração por performance no lugar do pagamento por serviço, ou então o oferecimento do modelo fechado, para compartilhar o risco entre os agentes da cadeia e aumentar a visibilidade sobre as despesas médicas.

Outra iniciativa de controle de gastos observadas na indústria é a transição para a modalidade *home care*, na qual o paciente migra de um leito hospitalar para sua casa, podendo receber atendimentos de alta, média ou baixa complexidades. O custo de uma internação ou atendimento domiciliar é significativamente inferior ao equivalente em um leito hospitalar, e essa economia torna o *home care* atraente para fontes pagadoras. Além disso, operadoras de planos de saúde podem explorar ferramentas de *data analytics* para detectar quando há desperdício ou fraude na prestação de um serviço, ou então de telemedicina, para baratear o processo de triagem de pacientes. Essas companhias também são capazes de instituir protocolos padronizados para os atendimentos médicos, bem como de cortar intermediários na compra de materiais e medicamentos de alto custo, como fazem grande parte das empresas verticalizadas.

3. Desenvolvimento tecnológico

O setor de saúde, assim como várias outras indústrias, também passa por intensa transformação tecnológica, acelerada pela crise da COVID-19. A Lei nº 13.989 (BRASIL, 2020), por exemplo, foi promulgada 15 de abril de 2020 e permitiu o uso da telemedicina em caráter emergencial, durante a pandemia. Tal lei dificilmente será revogada, tendo em vista que o setor de saúde se adequou à nova realidade, e tem experimentado os diversos benefícios da telemedicina, como maior agilidade nos atendimentos e redução de custo com triagem.

Considerando os avanços mais recentes em *medtech*, seis tecnologias capazes de transformar a medicina moderna foram levantadas abaixo.

- *Big Data*: como a tradução do termo em inglês revela, o *Big Data* nada mais é do que a disponibilidade de dados em volumes nunca antes vistos. Através dele, seria possível consolidar todos os relatórios médicos de um paciente, bem como consultar o histórico de exames de diversos pacientes, mesmo quando as consultas são realizadas em hospitais distintos. O acesso a bases de dados ilimitadas de diagnósticos permite aos médicos fazerem comparações entre pacientes que até então não seriam possíveis.
- *Inteligência artificial*: se o Big Data é a profusão de dados clínicos para os profissionais de saúde, a inteligência artificial cumpre a função analítica, ao interpretar um oceano de informações por meio de correlações e outras ferramentas estatísticas. Um exemplo disso seriam softwares médicos capazes de identificar, com precisão, os pacientes de em situações de maior risco, que porventura necessitariam de intervenção médica. Outra aplicação seria um programa capaz de recomendar a dosagem exata de um medicamento

para um dado paciente, considerando suas características biológicas e o histórico de informações coletadas em toda a população.

- Realidade virtual: com o auxílio dos chamados óculos de realidade virtual, os quais são capazes de projetar imagens no campo de visão do usuário, a realidade virtual poderia ser bastante explorada na parte pedagógica. Com uma infraestrutura mínima apropriada, estudantes de medicina e profissionais da saúde conseguiriam ter acesso a treinamentos de qualidade a um custo consideravelmente inferior, se comparado a alternativas de educação tradicionais.
- Realidade aumentada: beneficiada pelas conexões mais rápidas da internet 5G, a realidade aumentada talvez seja uma das tecnologias mais disruptivas da indústria. Ferramentas como óculos de realidade aumentada e bisturis adaptados permitiriam cirurgias e tratamentos em tempo real, realizados à distância. O aumento de eficiência seria expressivo, uma vez que os médicos conseguiriam atender pacientes e realizar procedimentos sem precisar se deslocar até o centro hospitalar correspondente, derrubando completamente as barreiras geográficas.
- Robótica avançada: amplamente explorados no setor industrial, os robôs também são capazes de revolucionar a saúde. Se atuarem em suporte ao médico, durante procedimentos cirúrgicos, conseguiriam adicionar precisão e reduzir erros. Em atividades mais simples, como coletas de sangue, os robôs substituiriam alguns plantonistas, reduzindo os custos de folha para os hospitais.
- Nanotecnologia: essa tecnologia seria capaz de revolucionar a forma com que medicamentos ou vacinas são tomadas. Através do uso de nanopartículas, por exemplo, seria possível direcionar medicamentos para regiões específicas do corpo, limitando o dano ao restante do organismo, o que favoreceria pacientes em quimioterapia. As substâncias de um medicamento ou vacina também seriam customizadas de acordo com as características do indivíduo, garantindo maior absorção.

3.2.5 Efeitos da pandemia da COVID-19

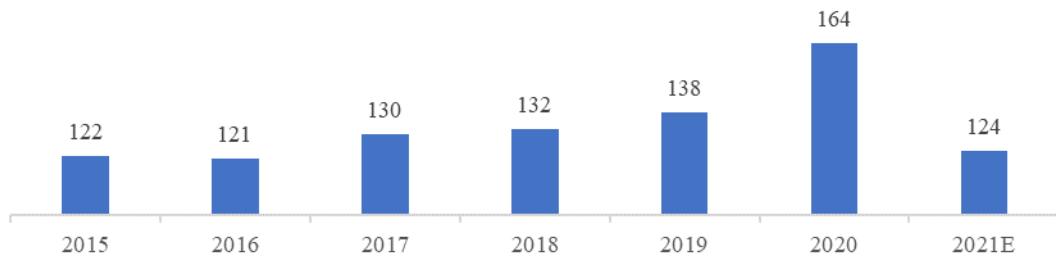
Como visto anteriormente, a crise da COVID-19 provocou um esvaziamento dos centros hospitalares, à medida que a população adiou a realização de procedimentos eletivos. Assim, os hospitais viram suas margens contraírem, tendo em vista a maior ociosidade da infraestrutura, a menor rentabilidade dos pacientes COVID-19 e o aumento dos preços dos materiais médicos e equipamentos importados. Tal cenário pode facilitar o processo de

aquisição de pequenos hospitais em dificuldade financeira por grandes grupos de saúde capitalizados, acelerando a consolidação do setor.

Sob a perspectiva das operadoras de planos de saúde, do lado positivo, o adiamento dos procedimentos eletivos resultou em uma sinistralidade bastante inferior à média histórica e, consequentemente, em margens melhores. Do lado negativo, houve restrições severas por parte da ANS, quanto ao reajuste do preço dos seguros durante a pandemia.

Por fim, como visto no gráfico abaixo, o combate à pandemia exigiu maiores recursos do Ministério da Saúde no ano de 2020. A tendência para 2021, entretanto, é que o orçamento recue a patamares compatíveis aos anos anteriores, segundo previsão do J.P. Morgan.

Gráfico 10 – Evolução do orçamento do Ministério da Saúde (R\$ bi)



Fontes: Ministério da Saúde, Siga Brasil, J.P. Morgan, 2021

3.3 TAMANHO E CENÁRIO COMPETITIVO DO MERCADO BRASILEIRO DE OPERADORES DE SAÚDE

No Brasil, existem 48 milhões de pessoas beneficiárias de algum plano de saúde, o que corresponde a 23% da população do país. A penetração da população segurada varia consideravelmente, de acordo com o Estado do Brasil.

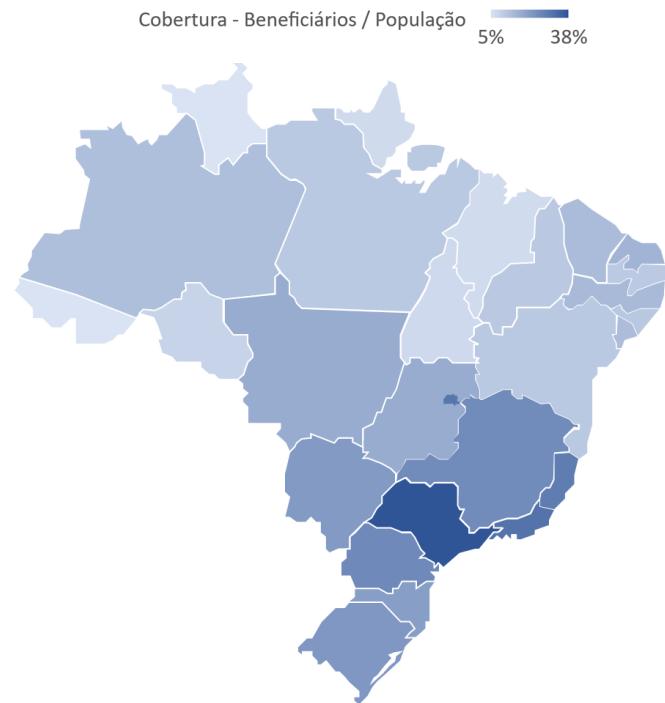
Tabela 1 – População, beneficiários de planos de saúde e cobertura, por Estado

Estados	População	Beneficiários Planos de Saúde	% Cobertura
Acre	906,876	42,563	5%
Alagoas	3,365,351	370,457	11%
Amapá	877,613	58,828	7%
Amazonas	4,269,995	555,882	13%
Bahia	14,985,284	1,611,695	11%
Ceará	9,240,580	1,266,797	14%
Distrito Federal	3,094,325	925,240	30%
Espírito Santo	4,108,508	1,164,782	28%
Goiás	7,206,589	1,256,613	17%
Maranhão	7,153,262	460,705	6%
Mato Grosso	3,567,234	623,200	17%
Mato Grosso do Sul	2,839,188	609,849	21%
Minas Gerais	21,411,923	5,334,245	25%
Pará	8,777,124	833,994	10%
Paraíba	4,059,905	434,150	11%
Paraná	11,597,484	2,915,182	25%
Pernambuco	9,674,793	1,363,621	14%
Piauí	3,289,290	356,068	11%
Rio de Janeiro	17,463,349	5,336,663	31%
Rio Grande do Norte	3,560,903	550,255	15%
Rio Grande do Sul	11,466,630	2,539,741	22%
Rondônia	1,815,278	153,511	8%
Roraima	652,713	30,331	5%
Santa Catarina	7,338,473	1,509,833	21%
São Paulo	46,649,132	17,495,546	38%
Sergipe	2,338,474	317,000	14%
Tocantins	1,607,363	111,947	7%
Total	213,317,639	48,228,698	23%

Fontes: IBGE, ANS, 2021

Como observado na tabela acima e no mapa abaixo, o Estado de São Paulo é aquele com a maior cobertura, com um pouco menos de 40% da população segurada. Na sequência, estão Rio de Janeiro, Distrito Federal e Espírito Santo, com 31%, 30% e 28% da população coberta, respectivamente. Segundo o indicador, os Estados de menor cobertura encontram-se nas regiões Norte e Nordeste, sendo os piores Roraima, Acre, Maranhão, Amapá e Tocantins.

Figura 5 – Cobertura de planos de saúde na população, por Estado



Fonte: Elaboração própria

Com relação à capacidade hospitalar, o Brasil possui um total de 447 mil leitos, sendo 60% deles na rede privada. Mais uma vez, observa-se grande variância entre Estados quando indicadores de disponibilidade de leito por população são consolidados.

Tabela 2 – Hospitais privados, leitos totais e privados, e cobertura, por Estado

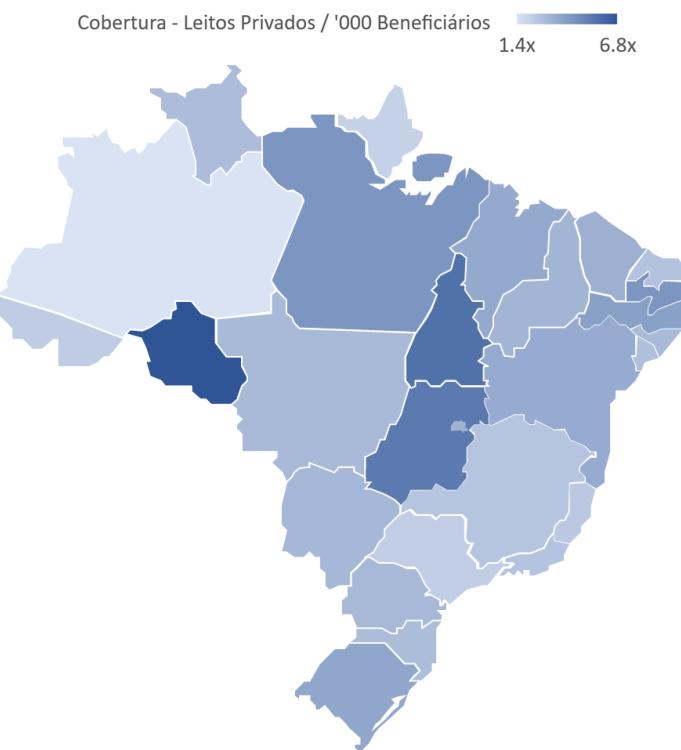
Estados	Leitos		Cobertura	
	Totais	Privados	Leitos / 1k pop.	Leitos Priv. / 1k ben.
Acre	1,613	96	1.8x	2.3x
Alagoas	6,731	1,102	2.0x	3.0x
Amapá	1,240	122	1.4x	2.1x
Amazonas	5,755	771	1.3x	1.4x
Bahia	29,785	5,715	2.0x	3.5x
Ceará	19,595	4,235	2.1x	3.3x
Distrito Federal	7,609	2,994	2.5x	3.2x
Espírito Santo	7,975	2,815	1.9x	2.4x
Goiás	17,965	6,818	2.5x	5.4x
Maranhão	14,875	1,661	2.1x	3.6x
Mato Grosso	7,220	1,847	2.0x	3.0x
Mato Grosso do Sul	5,783	1,863	2.0x	3.1x
Minas Gerais	42,586	13,682	2.0x	2.6x
Pará	15,283	3,532	1.7x	4.2x
Paraíba	8,657	1,891	2.1x	4.4x
Paraná	27,816	8,689	2.4x	3.0x
Pernambuco	22,874	5,414	2.4x	4.0x
Piauí	8,036	1,129	2.4x	3.2x
Rio de Janeiro	36,286	13,875	2.1x	2.6x
Rio Grande do Norte	7,779	1,440	2.2x	2.6x
Rio Grande do Sul	30,064	9,512	2.6x	3.7x
Rondônia	4,569	1,050	2.5x	6.8x
Roraima	1,490	87	2.3x	2.9x
Santa Catarina	15,374	4,305	2.1x	2.9x
São Paulo	93,756	38,196	2.0x	2.2x
Sergipe	3,306	866	1.4x	2.7x
Tocantins	2,938	644	1.8x	5.8x
Total	446,960	134,351	2.1x	2.8x

Fontes: BTG Pactual, CNES, 2021

Considerando o número de leitos totais por 1 mil habitantes, verifica-se maior carência de leitos nos Estados do Amazonas, Sergipe, Amapá e Pará. No outro extremo, os Estados que mais se destacaram positivamente nesse ranking foram Rio Grande do Sul, Distrito Federal, Goiás e Rondônia.

Já com relação à disponibilidade de leitos particulares para cada 1 mil beneficiários de planos de saúde, um indicador relevante para sinalizar o potencial de um projeto de expansão do número de leitos para uma rede hospitalar, os Estados mais carentes são Amazonas, Amapá, São Paulo e Acre. Por outro lado, os destaques positivos dessa classificação são Rondônia, Tocantins, Goiás e Paraíba.

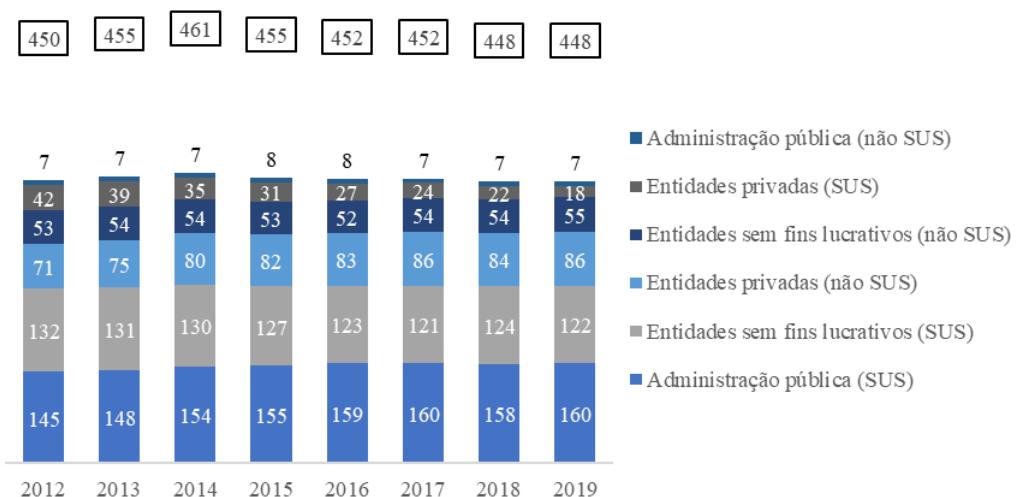
Figura 6 – Quantidade de leitos privados por mil beneficiários, por Estado



Fonte: Elaboração própria

Um levantamento da ANAHP revelou uma tendência de estabilidade no total de leitos no país, de 2012 a 2019. Com relação apenas aos leitos não SUS, houve uma tendência de leve crescimento, dos 131 mil leitos em 2012 aos 148 mil leitos em 2019.

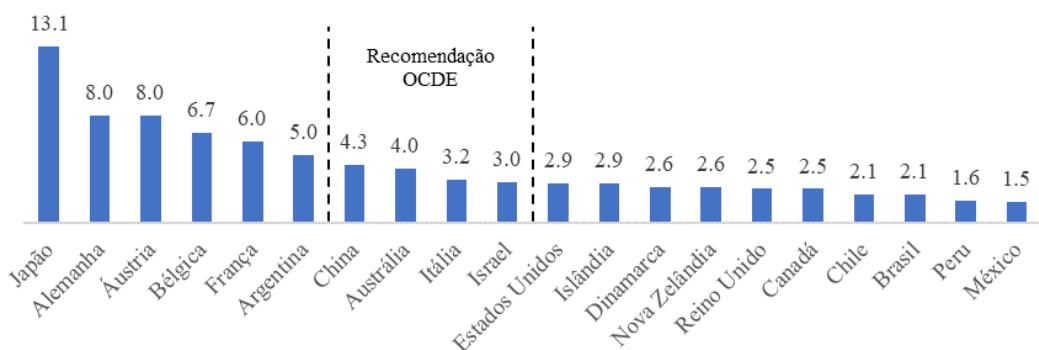
Gráfico 11 – Evolução do número de leitos hospitalares, por tipo (mil)



Fontes: BTG Pactual, ANAHP, 2021

Como visto anteriormente, o Brasil possui uma proporção de 2,1 leitos para cada 1 mil habitantes, bem abaixo dos patamares encontrados em nações mais desenvolvidas. A OCDE recomenda uma proporção de 3 a 5 leitos por 1 mil habitantes, ou seja, seria preciso adicionar 190 mil leitos aos 440 mil já existentes, para enquadrar o Brasil ao nível mínimo recomendado pela OCDE. Há, portanto, grande potencial de crescimento para redes hospitalares privadas como a Rede D'Or, considerando a saturação do sistema de saúde brasileiro e as restrições orçamentárias do governo.

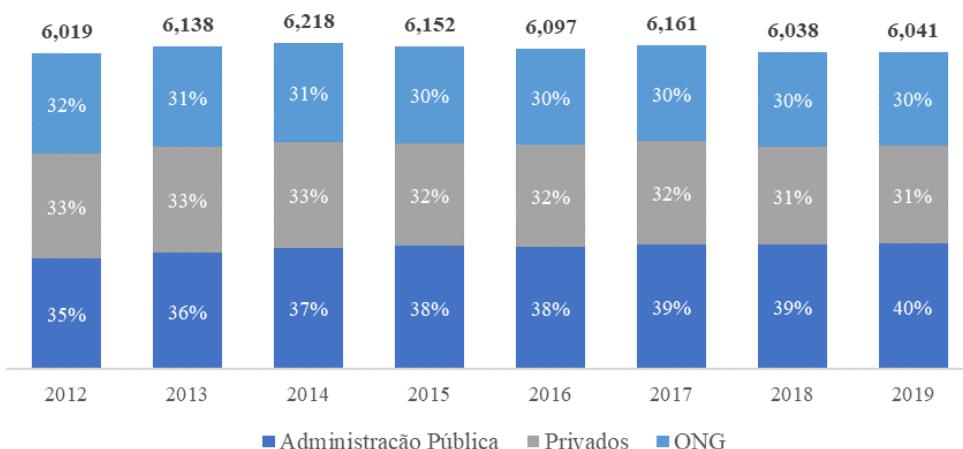
Gráfico 12 – Número de leitos por mil habitantes, por país



Fontes: OCDE, DATASUS, J.P. Morgan, 2021 (adicionar bibliografia)

Dados da ANAHP indicam que, em 2019, havia 6.041 hospitais no Brasil, sendo 40% deles administrados por órgãos públicos, 31% por órgãos privados, e 30% por organizações não governamentais.

Gráfico 13 – Evolução do número de hospitais no Brasil, por tipo



Fontes: ANAHP, J.P. Morgan, 2021

A tabela abaixo consolida as seis maiores redes hospitalares no Brasil. A Rede D'Or São Luiz é líder em número de leitos, com mais que o dobro da NotreDame Intermédica, a segunda colocada. Na sequência, vem a Hapvida, a Américas Serviços Médicos (controlada pela United Health, o mesmo grupo que detém a Amil), a Rede Ímpar e a Hospital Care. Com os números de leitos e hospitais, totais e privados, levantados anteriormente, foi possível calcular o *market share* de cada um desses *players* dominantes. Os valores encontrados comprovam o quanto altamente fragmentado o setor de hospitais é no Brasil – mesmo líder da indústria, a Rede D'Or possui apenas 1,6% dos leitos totais, ou 7,1% dos leitos privados. Desse modo, a consolidação dos ativos aparenta ser um caminho natural no setor, especialmente considerando as sinergias a serem destravadas, como maior de poder de barganha com fontes pagadoras e fornecedores, e economias de back-office.

Tabela 3 – Maiores redes de hospitais do Brasil

Empresas	# Leitos	# Hospitais	% Market Share Leitos Totais	% Market Share Leitos Privados	% Market Share Hospitais Totais	% Market Share Hospitais Privados
Rede D'Or São Luiz	7,393	51	1.6%	7.1%	0.8%	2.7%
NotreDame Intermédica	3,092	30	0.7%	3.0%	0.5%	1.6%
Hapvida	2,939	41	0.7%	2.8%	0.7%	2.2%
Americas Serviços Médicos (United Health)	2,700	18	0.6%	2.6%	0.3%	1.0%
Rede Ímpar	1,300	7	0.3%	1.2%	0.1%	0.4%
Hospital Care	1,000	11	0.2%	1.0%	0.2%	0.6%

Fontes: J.P. Morgan, 2021

4 ANÁLISE DA REDE D'OR SÃO LUIZ

A Rede D'Or São Luiz é a maior rede privada de hospitais no Brasil, com mais de 60 hospitais e quase 10 mil leitos, espalhados em 12 Estados do Brasil (informações de setembro de 2021). Fundada no Rio de Janeiro pelo cardiologista Jorge Moll Filho, em 1977, o grupo atuou no ramo de diagnósticos por duas décadas, ingressando na indústria de hospitais apenas em 1998. A Rede D'Or está posicionada como um player *premium* no setor hospitalar, com seus hospitais sendo referência tanto em serviços de hotelaria quanto na qualidade do atendimento médico. Desse modo, o racional da expansão do grupo priorizou regiões com população mais abastada e com grande volume de beneficiários de planos de saúde.

A companhia mantém um ecossistema de serviços relacionados à saúde, com sua rede de hospitais totalmente integrada a seus centros de diagnóstico, clínicas de oncologia e bancos de sangue. Além disso, a Rede D'Or detém participação na Qualicorp, a maior administradora de benefícios do país, e um importante canal para os planos de saúde atingirem seus clientes. Por fim, o grupo mantém, desde 2010, um centro de estudo e pesquisa chamado IDOR.

Com relação à estrutura societária, em 2020, logo após o IPO da Rede D'Or São Luiz, a família Moll detinha o controle da companhia, com 52,8% das ações, seguida do fundo soberano de Cingapura GIC, com 23,8%, e do fundo norte-americano Carlyle, com 10,9%. Apenas 12,5% das ações da empresa eram negociadas livremente na bolsa de valores.

Já com relação ao conselho e à diretoria executiva, a Rede D'Or São Luiz possui um conselho de administração com 7 lugares, sendo 4 conselheiros indicados pela família Moll, e o restante dos conselheiros independentes. O CEO da companhia é Paulo Junqueira Moll, filho de Jorge Moll Filho, bacharel em economia pelo IBMEC e membro do conselho da ANAHP (Associação Nacional de Hospitais Privados). O CFO do grupo é Otávio Lazcano, na empresa desde 2015, bacharel em economia pela Faculdade Integrada Cândido Mendes e detentor de MBA na Fundação Dom Cabral, com passagens nas áreas financeiras da Suzano, CSN (Companhia Siderúrgica Nacional), Prumo Logística e BTG Pactual.

4.1 HISTÓRICO DA COMPANHIA

As origens do Grupo Rede D'Or São Luiz remetem ao ano de 1977, quando seu fundador e cardiologista Jorge Moll Filho cria o Grupo Labs, para atuar na área de diagnósticos. Uma unidade da marca Cardiolab foi inaugurada em Botafogo, onde os pacientes poderiam realizar exames como ultrassonografia e ecocardiografia, sendo atendidos por médicos

dedicados aos exames. Nas duas décadas seguintes, o Grupo Labs buscou expandir seu portfólio, primeiramente para diagnósticos não invasivos em cardiologia, para depois qualquer tipo de exame. Nesse período, a companhia abriu diversas unidades no Rio de Janeiro, investindo constantemente em novos equipamentos diagnósticos.

Jorge Moll Filho ingressa no ramo hospitalar apenas em 1998, quando sua companhia Rede D'Or inaugura o Hospital Barra D'Or, no Rio de Janeiro. Dois anos depois, o grupo estreia o Copa D'Or na zona sul do Rio de Janeiro, para oferecer hotelaria hospitalar e tecnologia nos serviços médicos de ponta. Em 2001, o hospital Quinta D'Or é reformado e reinaugurado, visando ao atendimento da população do centro e da zona norte do Rio de Janeiro. Ao longo dos anos seguintes, já com uma marca referência em excelência de serviços hospitalares, tecnologia em diagnósticos e exames laboratoriais, a Rede D'Or expande suas unidades diagnósticas para diversos bairros do Rio de Janeiro.

Figura 7 – Hospital Barra D'Or, o primeiro da Rede D'Or São Luiz



Fonte: Rede D'Or

Em 2007, o grupo chega a Pernambuco, através dos hospitais Esperança, São Marcos e Protolinda, marcando o início da expansão para outros Estados do Brasil. Em 2008, o Hospital Bangu é adquirido, trazendo serviços de atendimento de emergência adulto 24 horas, pronto atendimento ortopédico e atendimento cirúrgico. No ano seguinte, o Hospital Rios D'Or se junta ao grupo, com o objetivo de preencher uma lacuna de atendimento existente em Jacarepaguá, na zona oeste do Rio de Janeiro.

A Rede D'Or se desfez de suas operações em unidades diagnósticas no ano de 2010, quando vendeu a Cardiolab para o Grupo Fleury, levantando recursos para financiar o plano de expansão nas operações core de hospitais. Esse mesmo ano marcou a entrada do grupo na cidade

de São Paulo, com a aquisição do Hospital e Maternidade Brasil, em Santo André, bem como do Hospital São Luiz Morumbi. Em 2011, houve a aquisição do Hospital Assunção para oferecer atendimento para a região do Grande ABC paulista, além da inauguração dos Hospitais Norte D'Or, em Cascadura, e Niterói D'Or, em Niterói, ambos no Rio de Janeiro. Ainda nesse período, unem-se à rede os Hospitais Maternidade São Luiz, em São Paulo, nos bairros do Morumbi, Itaim e Anália Franco.

Em 2012, a Rede D'Or adquire os hospitais Santa Luzia e Coração do Brasil, e entra no mercado de Brasília. Já no Estado de São Paulo, o grupo assume o controle dos Hospitais viValle, em São José dos Campos, e do Hospital São Luiz (unidade Jabaquara) e Hospital da Criança, ambos na cidade de São Paulo. No ano seguinte, o Hospital Caxias D'Or marca a entrada da rede na Baixada Fluminense, e o hospital Oeste D'Or é inaugurado em Campo Grande, no Rio de Janeiro. A rede expande em 2014, com a inauguração do Hospital Esperança Olinda, aproveitando-se a infraestrutura física do Hospital Protolinda, bem como com a aquisição do Hospital IFOR, unidade referência em ortopedia e traumatologia em São Bernardo do Campo, São Paulo.

O ano de 2015 marcou o início de um planejamento quinquenal que previa a duplicação do número de leitos da Rede D'Or São Luiz, até então com 4 mil leitos. Ao longo desse período, houve a aquisição de 4 novos hospitais: o Hospital Maternidade Sino-Brasileiro (Osasco-SP), o Hospital Villa Lobos (Mooca, São Paulo-SP), o Hospital e Maternidade Bartira (Santo André-SP) e o Hospital Santa Helena (Brasília-DF). No ano seguinte, ocorreu a aquisição do Complexo Hospitalar Memorial São José (Recife-PE), além da inauguração do Hospital CopaStar (Copacabana, Rio de Janeiro-RJ), para ser referência de qualidade de serviço hospitalar, profissionais e tecnologia.

Em 2017, o Hospital e Maternidade São Luiz (São Caetano-SP) é inaugurado, sendo o primeiro hospital construído pelo grupo Rede D'Or no Estado de São Paulo. Houve, também, o lançamento do Hospital Real D'Or (Bangu, Rio de Janeiro-RJ), a primeira unidade do grupo com atendimento exclusivo para maternidade e pediatria. Por fim, ocorreu a aquisição da Clínica São Vicente (Gávea, Rio de Janeiro-RJ), que oferece serviços de emergência 24 horas, UTI, UCI, hospital-dia e cirurgias.

No ano de 2018, o grupo inaugurou os hospitais DF Star (Brasília-DF) e Vila Nova Star (São Paulo-SP), e pela primeira vez adquiriu centros hospitalares na Bahia e Maranhão. No ano seguinte, o grupo entrou no Estado de Sergipe, através da compra do Hospital São Lucas (Aracaju-SE), bem como reforçou sua presença no Rio de Janeiro, em São Paulo e na Bahia, com uma aquisição em cada uma das localidades. Em 2020, a Rede D'Or seguiu sua jornada

de crescimento acelerado, ao inaugurar o Glória D'Or (Rio de Janeiro-RJ), e adquirir o Hospital Perinatal Laranjeiras (Rio de Janeiro-RJ), a Clínica São Luiz (Macaé-RJ) e o Hospital Aliança (Salvador-BA). O grupo entrou pela primeira vez nos Estados do Paraná, com a compra do Hospital Santa Cruz (Curitiba-PR), e do Ceará, com a aquisição do Hospital São Carlos (Fortaleza-CE).

Em 2020, também ocorreu o IPO da companhia na bolsa de valores brasileira, que movimentou R\$ 10,1 bilhões (REDE D'OR, 2020), dos quais R\$ 8,4 bilhões referentes a uma oferta primária (ou seja, aporte de capital novo na companhia), e R\$ 1,7 bilhões correspondendo a uma oferta secundária (acionistas existentes vendendo suas ações). O valor pago em comissões aos assessores financeiros totalizou R\$ 218 milhões. Como consequência dessa operação, a companhia reportou em 2020 o valor líquido de R\$ 8,2 bilhões injetado no negócio, para fomentar a expansão orgânica e inorgânica dos anos subsequentes.

Abaixo, encontra-se um resumo dos hospitais pertencentes à Rede D'Or São Luiz, com a data de entrada no grupo, a origem e uma estimativa do número de leitos totais.

Tabela 4 – Lista de unidades hospitalares do grupo Rede D'Or São Luiz (setembro, 2021)

Ano	Unidade	Estado	Cidade	Origem	# Leitos Tot.	% Leitos Tot.
1998	Hospital Barra D'Or	RJ	Rio de Janeiro	Orgânico	166	1.70%
2000	Copa D'Or	RJ	Rio de Janeiro	Orgânico	258	2.64%
2001	Quinta D'Or	RJ	Rio de Janeiro	Orgânico	320	3.28%
2006	Hospital Badim	RJ	Rio de Janeiro	M&A	160	1.64%
2007	Hospital Esperança Olinda	PE	Olinda	M&A	195	2.00%
2007	Hospital Esperança Recife	PE	Recife	M&A	281	2.88%
2007	Hospital São Marcos	PE	Recife	M&A	124	1.27%
2008	Hospital Bangu	RJ	Rio de Janeiro	M&A	40	0.41%
2009	Rios D'Or	RJ	Rio de Janeiro	Orgânico	144	1.48%
2010	Hospital São Luiz Morumbi	SP	São Paulo	M&A	201	2.06%
2010	Brasil Hospital e Maternidade	SP	Santo André	M&A	352	3.61%
2011	Norte D'Or	RJ	Rio de Janeiro	Orgânico	138	1.41%
2011	Niterói D'Or	RJ	Niterói	Orgânico	268	2.75%
2011	Hospital Assunção	SP	São Bernardo do Campo	M&A	135	1.38%
2011	Hospital e Maternidade São Luiz Anália Franco	SP	São Paulo	M&A	198	2.03%
2011	Hospital e Maternidade São Luiz Itaim	SP	São Paulo	M&A	210	2.15%
2012	Hospital São Luiz Jabaquara	SP	São Paulo	M&A	198	2.03%
2012	Hospital da Criança	SP	São Paulo	M&A	71	0.73%
2012	Hospital Vivalle	SP	São José dos Campos	M&A	179	1.83%
2012	Hospital Santa Luzia	DF	Brasília	M&A	187	1.92%
2012	Hospital do Coração do Brasil	DF	Brasília	M&A	31	0.32%
2013	Caxias D'Or	RJ	Duque de Caxias	Orgânico	220	2.25%
2013	Oeste D'Or	RJ	Rio de Janeiro	Orgânico	200	2.05%
2015	Hospital Bartira	SP	Santo André	M&A	90	0.92%
2015	Hospital IFOR	SP	São Bernardo do Campo	M&A	48	0.49%
2015	Hospital Villa-Lobos	SP	São Paulo	M&A	154	1.58%
2015	Hospital e Maternidade Sinobrasileiro	SP	Osasco	M&A	174	1.78%
2015	Hospital Santa Helena	DF	Brasília	M&A	178	1.82%
2016	Copa Star	RJ	Rio de Janeiro	Orgânico	150	1.54%
2016	Hospital e Maternidade Ribeirão Pires	SP	Ribeirão Pires	M&A	155	1.59%
2016	Hospital Memorial São José	PE	Recife	M&A	159	1.63%
2017	Clínica S. Vicente	RJ	Rio de Janeiro	M&A	88	0.90%
2017	Real D'Or Materno Infantil	RJ	Rio de Janeiro	Orgânico	49	0.50%
2017	Hospital e Maternidade São Luiz São Caetano	SP	São Caetano do Sul	Orgânico	197	2.02%
2018	Hospital Samer	RJ	Resende	M&A	96	0.98%
2018	Vila Nova Star	SP	São Paulo	Orgânico	42	0.43%
2018	DF Star	DF	Brasília	Orgânico	112	1.15%
2018	Hospital São Rafael	BA	Salvador	M&A	446	4.57%
2018	UDI Hospital	MA	São Luis	M&A	89	0.91%
2019	Hospital de Clínicas Rio Mar	RJ	Rio de Janeiro	M&A	82	0.84%
2019	Hospital Avicenna	SP	São Paulo	M&A	96	0.98%
2019	Hospital Cardio Pulmonar	BA	Salvador	M&A	249	2.55%
2019	Hospital São Lucas	SE	Aracaju	M&A	142	1.45%
2020	Glória D'Or	RJ	Rio de Janeiro	Orgânico	72	0.74%
2020	Hospital Perinatal Laranjeiras	RJ	Rio de Janeiro	M&A	234	2.40%
2020	Hospital Aliança	BA	Salvador	M&A	199	2.04%
2020	Hospital Santa Cruz	PR	Curitiba	M&A	220	2.25%
2020	Hospital São Carlos	CE	Fortaleza	M&A	129	1.32%
2020	Clínica São Lucas	RJ	Macaé	M&A	58	0.59%
2021	Hospital Balbino	RJ	Rio de Janeiro	M&A	150	1.54%
2021	Hospital Central de Guianases	SP	São Paulo	M&A	153	1.57%
2021	Hospital América	SP	Mauá	M&A	112	1.15%
2021	Hospital de Clínicas Antonio Afonso	SP	Jacareí	M&A	60	0.61%
2021	Biocor	MG	Belo Horizonte	M&A	350	3.59%
2021	Nossa Senhora das Neves & Clim	PB	João Pessoa	M&A	235	2.41%
2021	Serra Mayor	SP	São Paulo	M&A	102	1.04%
2021	Proncor	MS	Campo Grande	M&A	136	1.39%
2021	Santa Emilia	BA	Feira de Santana	M&A	109	1.12%
2021	Novo Atibaia	SP	Atibaia	M&A	166	1.70%
2021	Aeroporto	BA	Lauro de Freitas	M&A	85	0.87%
2021	Santa Isabel	SP	São Paulo	M&A	119	1.22%

9,761 100.00%

Fontes: DATASUS, CNES, Rede D'Or, BTG Pactual, 2021

Segue abaixo, igualmente, o compilado das aquisições realizadas pela Rede D'Or São Luiz, com o ano da operação e valores sobre o percentual adquirido, o *valuation* implícito e o número de leitos adquiridos.

Tabela 5 – Lista das aquisições realizadas pelo grupo Rede D’Or São Luiz (setembro, 2021) – participação, *enterprise value* de 100% do ativo, número de leitos e receita líquida

Ano	Unidade	Estado	Cidade	% Part.	EV 100%	# Leitos	Receita Liq.
				[%]	[R\$'mm]	[#]	[R\$'mm]
2007	Hope-Esperança	PE	Recife	-	-	-	-
2010	Hospital Brasil	SP	Santo André	-	-	-	-
2010	São Luiz	SP	São Paulo	100%	1,030.00	803	630
2010	Hospital Assunção	SP	São Bernardo do Campo	-	-	-	-
2010	Hospital Rio de Janeiro	RJ	Rio de Janeiro	-	-	-	-
2011	Hospital Prontolinda	PE	Olinda	-	-	-	-
2011	Vivalle	SP	São José dos Campos	-	-	-	-
2011	Nossa Senhora de Lourdes	SP	São Paulo	-	300	-	175
2012	Santa Luzia	DF	Brasília	-	-	-	-
2012	Hospital do Coração	DF	Brasília	-	-	-	-
2013	Hospite Norte D’Or	RJ	Rio de Janeiro	-	-	-	93.1
2014	IFOR	SP	São Bernardo do Campo	100%	84.7	-	80.5
2015	Santa Helena	DF	Brasília	99%	336	-	140.4
2015	Bartira	SP	Santo André	100%	118.4	-	108.9
2015	Sino-Brasileiro	SP	Osasco	100%	345.9	145	166.6
2015	Villa-Lobos	SP	São Paulo	100%	123.5	109.1	162.1
2016	Neoh	PE	Recife	100%	37.5	-	38.3
2016	Ribeirão Pires	SP	Ribeirão Pires	100%	197.6	115	137.3
2016	Alpha-Med São Paulo	SP	São Paulo	100%	53.6	-	52.8
2016	Memorial São José	PE	Recife	100%	141.3	155	183
2017	São Vicente (Sator)	RJ	Rio de Janeiro	100%	125.2	97	153.4
2018	Hospital UDI	MA	São Luís	100%	441.5	154	354.3
2018	Laboratório Richet	RJ	Rio de Janeiro	75%	255.8	-	262.7
2018	São Rafael	BA	Salvador	75%	810	356	262.7
2018	Samer	RJ	Rio de Janeiro	100%	78.3	125	103.6
2019	Clínicas Rio Mar	RJ	Rio de Janeiro	95%	89.5	89	64.4
2019	São Lucas	SE	Aracaju	75%	314	200	342.3
2019	Cardio Pulmonar	BA	Salvador	48%	230.8	180	-
2019	Aviccena	SP	São Paulo	100%	93.4	110	93.4
2020	Perinatal	RJ	Rio de Janeiro	100%	800	250	261.9
2020	Santa Cruz	PR	Curitiba	100%	361.1	200	166.5
2020	Paraná Clínicas	PR	Curitiba	100%	385	-	196
2020	São Carlos	CE	Fortaleza	75%	213	150	170
2020	Aliança	BA	Salvador	80%	1,000.00	203	440
2020	Clínica São Lucas	RJ	Macaé	-	-	58	-
2021	Hospital Balbino	RJ	Rio de Janeiro	100%	-	141	-
2021	Hospital Central de Guaianases	SP	São Paulo	100%	-	153	-
2021	Cardio Pulmonar	BA	Salvador	52%	-	180	-
2021	Hospital América	SP	Mauá	100%	-	112	-
2021	Hosp. de Clín. Antonio Afonso	SP	Jacareí	-	-	60	-
2021	Biocor	MG	Belo Horizonte	-	-	350	-
2021	Nossa Senhora das Neves	PB	João Pessoa	-	-	235	-
2021	Serra Mayor	SP	São Paulo	-	-	102	-
2021	Proncor	MS	Campo Grande	-	-	136	-
2021	Santa Emilia	BA	Feira de Santana	-	-	109	-
2021	Novo Atibaia	SP	Atibaia	-	-	166	-
2021	Aeroporto	BA	Lauro de Freitas	-	-	85	-
2021	Santa Isabel	SP	São Paulo	-	-	119	-

Fontes: Rede D’Or, BTG Pactual, 2021

Tabela 6 – Lista das aquisições realizadas pelo grupo Rede D’Or São Luiz (setembro, 2021) – múltiplos pagos na transação, ticket médio por leito da unidade

Ano	Unidade	Estado	Cidade	EV / Receita	EV / Leito	Receita / Leito
				[x]	[R\$'mm]	[R\$'mm]
2007	Hope-Esperança	PE	Recife	-	-	-
2010	Hospital Brasil	SP	Santo André	-	-	-
2010	São Luiz	SP	São Paulo	1.6x	1,283	785
2010	Hospital Assunção	SP	São Bernardo do Campo	-	-	-
2010	Hospital Rio de Janeiro	RJ	Rio de Janeiro	-	-	-
2011	Hospital Prontolinda	PE	Olinda	-	-	-
2011	Vivalle	SP	São José dos Campos	-	-	-
2011	Nossa Senhora de Lourdes	SP	São Paulo	1.7x	-	-
2012	Santa Luzia	DF	Brasília	-	-	-
2012	Hospital do Coração	DF	Brasília	-	-	-
2013	Hospite Norte D'Or	RJ	Rio de Janeiro	-	-	-
2014	IFOR	SP	São Bernardo do Campo	1.1x	-	-
2015	Santa Helena	DF	Brasília	2.4x	-	-
2015	Bartira	SP	Santo André	1.1x	-	-
2015	Sino-Brasileiro	SP	Osasco	2.1x	2,386	1,149
2015	Villa-Lobos	SP	São Paulo	0.8x	1,132	1,486
2016	Neoh	PE	Recife	1.0x	-	-
2016	Ribeirão Pires	SP	Ribeirão Pires	1.4x	1,718	1,194
2016	Alpha-Med São Paulo	SP	São Paulo	1.0x	-	-
2016	Memorial São José	PE	Recife	0.8x	912	1,181
2017	São Vicente (Sator)	RJ	Rio de Janeiro	0.8x	1,291	1,581
2018	Hospital UDI	MA	São Luís	1.2x	2,867	2,301
2018	Laboratório Richet	RJ	Rio de Janeiro	1.0x	-	-
2018	São Rafael	BA	Salvador	3.1x	2,275	738
2018	Samer	RJ	Rio de Janeiro	0.8x	626	829
2019	Clínicas Rio Mar	RJ	Rio de Janeiro	1.4x	1,006	724
2019	São Lucas	SE	Aracaju	0.9x	1,570	1,712
2019	Cardio Pulmonar	BA	Salvador	-	1,282	-
2019	Aviccena	SP	São Paulo	1.0x	849	849
2020	Perinatal	RJ	Rio de Janeiro	3.1x	3,200	1,048
2020	Santa Cruz	PR	Curitiba	2.2x	1,806	833
2020	Paraná Clínicas	PR	Curitiba	2.0x	-	-
2020	São Carlos	CE	Fortaleza	1.3x	1,420	1,133
2020	Aliança	BA	Salvador	2.3x	4,926	2,167
2020	Clínica São Lucas	RJ	Macaé	-	-	-
2021	Hospital Balbino	RJ	Rio de Janeiro	-	-	-
2021	Hospital Central de Guaianases	SP	São Paulo	-	-	-
2021	Cardio Pulmonar	BA	Salvador	-	-	-
2021	Hospital América	SP	Mauá	-	-	-
2021	Hosp. de Clín. Antonio Afonso	SP	Jacareí	-	-	-
2021	Biocor	MG	Belo Horizonte	-	-	-
2021	Nossa Senhora das Neves	PB	João Pessoa	-	-	-
2021	Serra Mayor	SP	São Paulo	-	-	-
2021	Proncor	MS	Campo Grande	-	-	-
2021	Santa Emilia	BA	Feira de Santana	-	-	-
2021	Novo Atibaia	SP	Atibaia	-	-	-
2021	Aeroporto	BA	Lauro de Freitas	-	-	-
2021	Santa Isabel	SP	São Paulo	-	-	-

Fontes: Rede D'Or, BTG Pactual, 2021

4.2 MODELO DE NEGÓCIO DE UM HOSPITAL

Uma rede de hospitais como a Rede D'Or São Luiz gera receita por meio da prestação de serviços médicos e ambulatoriais aos pacientes necessitados. A ampla maioria dos pacientes tratados é beneficiária de plano de saúde, evidenciando a importância de um bom

relacionamento entre hospitais independentes e fontes pagadoras. Nesses casos, para cada serviço realizado, o hospital emite uma fatura e a envia à fonte pagadora. A partir daí, o plano de saúde avalia se a cobrança é justa e, caso discorde da validade dos procedimentos realizados, pode suspender o pagamento e originar uma dedução sobre receita bruta chamada de “glosa”.

Com relação aos custos ligados à operação, uma rede hospitalar possui gastos significativos com folha salarial de sua equipe de funcionários, com material médico e com a eventual terceirização de serviços. Dentre os desembolsos em atividades indiretamente conectadas à operação, o principal gasto de uma rede hospitalar é novamente com a folha de pagamento de seus funcionários administrativos e comerciais, bem como com aluguel dos imóveis de suas unidades, caso estes não sejam próprios (dependendo da norma contábil adotada, o aluguel pode estar incluído nas despesas gerais, ou então na depreciação e despesa financeira). Por ser uma atividade intensiva em capital, seja devido à aquisição de equipamentos médicos ou à construção de hospitais, a depreciação é um componente contábil relevante da despesa de um hospital, indicando necessidade elevada de reinvestimento constante na operação. O financiamento disso muitas vezes ocorre através da captação de dívidas de longo prazo, e por essa razão que a despesa financeira costuma ser uma linha relevante em um demonstrativo de resultado em exercício padrão do setor.

O papel das quatro áreas principais de um hospital como geradoras de receita e/ou centros de custo será desenvolvido nos tópicos abaixo, seguindo classificação presente no livro “Administração hospitalar no Brasil” (SALU, ENU JORGE, 2012):

- Emergência / Pronto Socorro: é a parte do hospital que recebe pacientes que exigem atenção imediata da equipe médica. A população brasileira, culturalmente, recorre aos serviços de pronto socorro mesmo em casos simples e sem urgência, ainda que esse costume tenha diminuído à medida que a pandemia da COVID-19 evidenciou o risco de infecção hospitalar, e que serviços de telemedicina passaram a ser oferecidos nos hospitais. A área de emergência em um hospital não é rentável por si só, sendo um centro de custos fixos, porém atua como canal originador de internações e diagnósticos para a unidade. Em operadores de saúde verticalizados, existe um cuidado acima da média para evitar internações e procedimentos desnecessários, enquanto operadores independentes se beneficiam quanto mais internações houver.
- Ambulatório: é a parte do hospital onde são realizados todas as consultas e procedimentos que não necessitam de internação. Costuma ser próximo ao hospital, por

vezes sendo uma extensão do prédio principal, e consegue ser uma operação autossustentável. Entretanto, não é a seção mais atraente do ponto de vista de rentabilidade, tendo em vista que as consultas são intensivas em mão de obra e que os preços não são elevados o bastante para gerar margens atrativas. Uma importante função do ambulatório é originar procedimentos complexos para as demais áreas do hospital.

- Internações e Centro Cirúrgico: essa é a principal seção de um hospital, tanto em termos de rentabilidade, como também em extensão de área instalada. A operação recebe fluxo de pacientes com procedimentos eletivos agendados, ou então originados do pronto socorro. O Centro Cirúrgico é a área do hospital onde estão os maiores tickets e margens por procedimento, e explora parcerias com médicos cirurgiões (do hospital, ou externos) para originar volume de cirurgias. Já a área de internações apresenta margens menores, que decrescem progressivamente à medida que o paciente demanda menos procedimentos. Uma grande preocupação do hospital, sob a perspectiva de retorno sobre ativos, é manter uma taxa de ocupação de leitos hospitalares elevada.
- Diagnóstico e Terapias: é a área que concentra diversos equipamentos ligados a exames médicos e diagnósticos, fundamentais para suprir a demanda das outras seções do hospital. A parte de Terapias, em particular, está adaptada para receber pacientes de consultas ambulatoriais como, por exemplo, pessoas realizando infusões de quimioterapia. A área de Diagnósticos e Terapias menos complexa de operar e apresenta margens atraentes, principalmente para procedimentos de alto custo como tratamento oncológico. Ao hospital também é possível utilizar sua capacidade excedente para atender demanda externa, para obter receita adicional.

4.3 POSICIONAMENTO E CONCENTRAÇÃO EM GEOGRAFIAS E CLIENTES

A Rede D'Or São Luiz está presente em 12 Estados brasileiros, com +60 unidades e quase 10 mil leitos (informações de setembro de 2021). A tabela abaixo evidencia a estratégia adotada pelo grupo ao longo dos anos, de domínio das regiões metropolitanas mais abastadas do país. Em termos de fatia de mercado, por exemplo, estima-se que a Rede D'Or São Luiz possua 21% dos leitos privados no Rio de Janeiro, 19% na Bahia, 17% no Distrito Federal, 14%

em Pernambuco e 8% em São Paulo. Para expandir para novas geografias, a companhia busca adquirir hospitais locais de marca forte, e a partir daí expandir na região.

Tabela 7 – Posicionamento geográfico da Rede D’Or São Luiz

Unidade	Principais Marcas	Hospitais	Leitos Rede D’Or	% Concentração Leitos	Leitos Privado Estado	% Market Share
		[#]	[#]	[%]	[#]	[%]
São Paulo		22	3,212	33%	38,196	8%
Rio de Janeiro		19	2,893	30%	13,875	21%
Bahia	 Hospital Cárdio Pulmonar	5	1,088	11%	5,715	19%
Distrito Federal	 *STAR	4	508	5%	2,994	17%
Pernambuco		4	759	8%	5,414	14%
Ceará		1	129	1%	4,235	3%
Maranhão		1	89	1%	1,661	5%
Mato Grosso do Sul		1	136	1%	1,863	7%
Minas Gerais		1	350	4%	13,682	3%
Paraíba		1	235	2%	1,891	12%
Paraná		1	220	2%	8,689	3%
Sergipe		1	142	1%	866	16%

Fontes: Rede D’Or, BTG Pactual, CNES, 2021

Com relação à concentração geográfica, a Rede D’Or possui 33% de seus leitos em São Paulo, 30% no Rio de Janeiro e 11% na Bahia. Ainda que exista concentração importante nas praças de São Paulo e Rio de Janeiro, a tendência da companhia é a diversificação geográfica, à medida que novas unidades são abertas ou adquiridas em outros Estados.

A situação torna-se mais desafiadora quando se analisa a concentração em fontes pagadoras. De acordo com o BTG Pactual, aproximadamente 45% da receita da Rede D’Or São Luiz em 2019 é decorrente de pacientes de Bradesco Saúde e SulAmérica. A alta concentração nesses dois clientes deixa o grupo vulnerável a eventuais alterações de contrato, bem como à perda de *market share* e às dificuldades financeiras que essas duas fontes pagadoras possam apresentar.

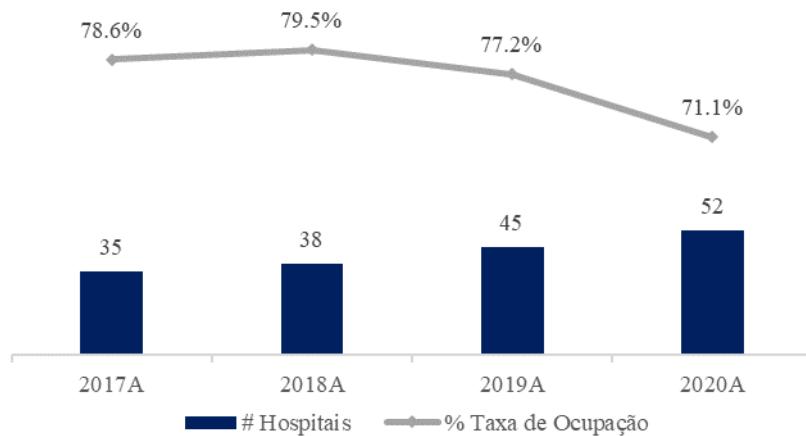
4.4 ANÁLISE DE INDICADORES OPERACIONAIS E FINANCEIROS

Com base nos demonstrativos financeiros e nas apresentações institucionais da companhia (ERNST & YOUNG, 2020), foram definidas cinco categorias de indicadores essenciais para a compreensão do negócio: (i) operacionais, (ii) crescimento e rentabilidade, (iii) conversão de caixa, (iv) solvência e liquidez e (v) eficiência e giro.

4.4.1 Indicadores operacionais

Como discutido nas seções anteriores e evidenciado no gráfico 14, a Rede D'Or São Luiz expandiu em número de hospitais nos últimos anos. Ao final de 2020, eram 52 unidades, contra 35 em 2017. A taxa de ocupação dos hospitais é outro indicador-chave para avaliar o quanto bem um hospital consegue utilizar sua infraestrutura. Esse percentual apresentou estabilidade de 2017 a 2019, no entanto sofreu uma queda brusca em 2020, devido ao adiamento de procedimentos eletivos em função da pandemia da COVID-19.

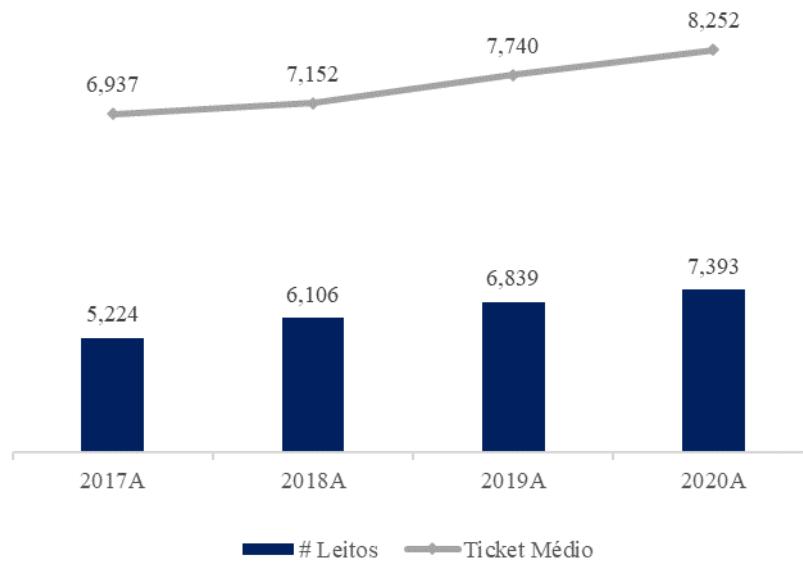
Gráfico 14 – Evolução do número de hospitais (#) e da taxa de ocupação de leitos (%), na Rede D'Or São Luiz



Fontes: Rede D'Or, 2021

A companhia também aumentou progressivamente o número de leitos da rede, através de (i) aquisições de outros hospitais, (ii) inauguração de unidades próprias e (iii) expansão do número de leitos nos hospitais da rede. Ao final de 2020, a Rede D'Or apresentava 7.393 leitos e um *ticket* médio de R\$ 8,3 mil reais de diária para um paciente internado.

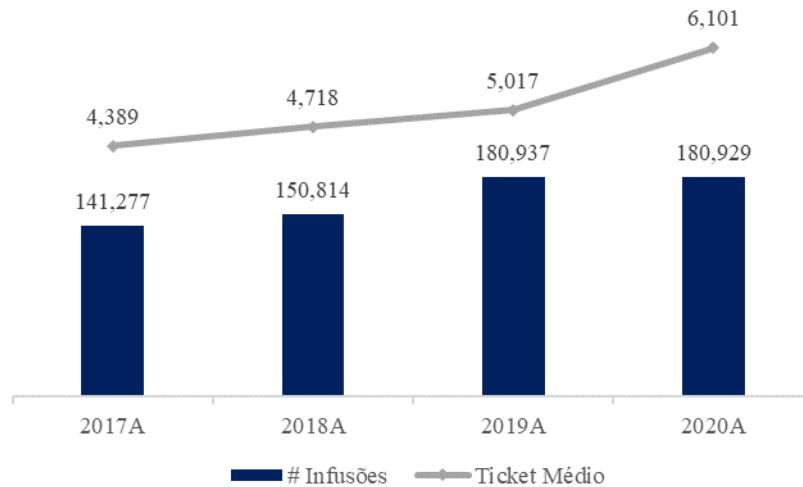
Gráfico 15 – Evolução do número de leitos (#) e do ticket médio (R\$ por paciente por dia internado), na Rede D’Or São Luiz



Fontes: Rede D’Or, 2021

Na parte de oncologia, as clínicas da Rede D’Or São Luiz realizaram por volta de 181 mil infusões de quimioterapia em 2020, contra 141 mil em 2017, a um ticket médio de R\$ 4,4 mil por infusão realizada.

Gráfico 16 – Evolução do número de infusões (#) e do ticket médio (R\$ por infusão), na Rede D’Or São Luiz

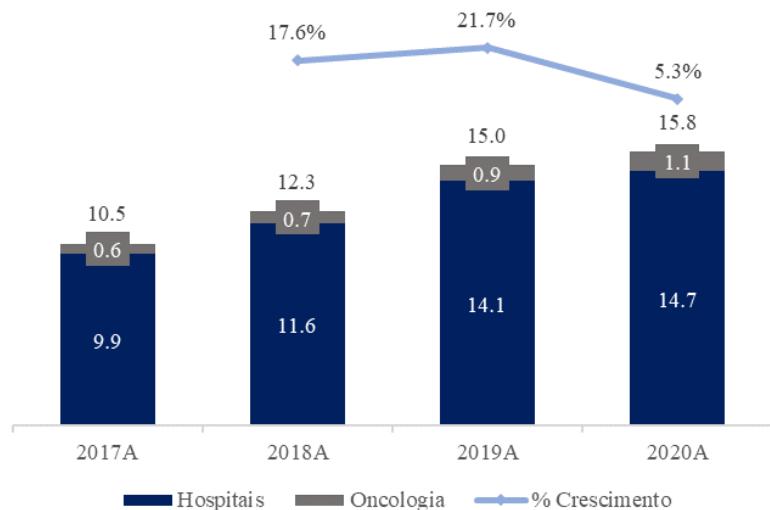


Fontes: Rede D’Or, 2021

4.4.2 Indicadores de crescimento e rentabilidade

A receita da Rede D'Or São Luiz é a soma do faturamento da parte de hospitais, com o faturamento da parte de oncologia. Em 2020, a receita bruta do grupo foi R\$ 15,8 bilhões, sendo 93% dela proveniente de serviços hospitalares, e os 7% restantes originados de tratamentos oncológicos. Como visto no gráfico 17, a pandemia do coronavírus desacelerou o crescimento da companhia, devido à queda da taxa de ocupação dos leitos, e à mudança do perfil de pacientes (internações de COVID-19 apresentam *ticket* médio inferior).

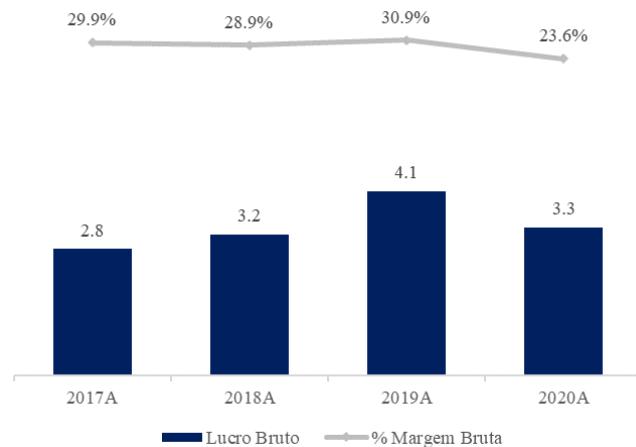
Gráfico 17 – Evolução da receita bruta (R\$ bilhões) por linha de negócio e do crescimento (%), na Rede D'Or São Luiz



Fontes: Rede D'Or, 2021

Antes da pandemia, a companhia apresentava margem bruta de aproximadamente 30%. A crise sanitária de 2020 provocou desordem nas cadeias de abastecimento em escala global, especialmente no setor de saúde. Como consequência, o custo para adquirir materiais médicos aumentou, justificando 3 p.p. de queda na margem bruta. A perda de rentabilidade restante é atribuída ao inflacionamento do custo com serviços terceirizados e ao aumento dos custos com pessoal, responsáveis por uma queda de 2,5 e 1,5 p.p. na margem, respectivamente.

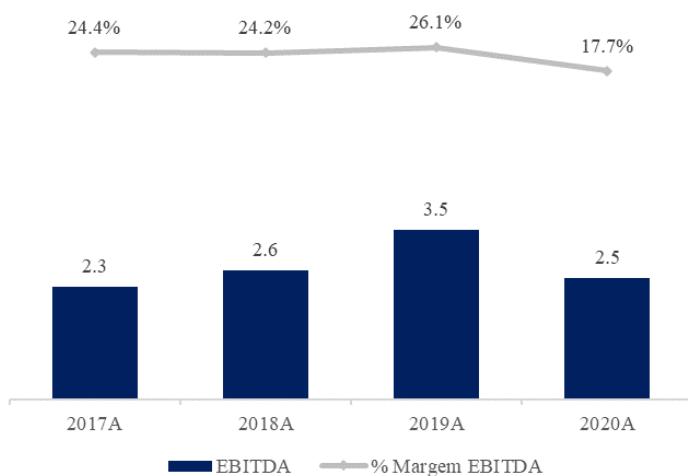
Gráfico 18 – Evolução do lucro bruto (R\$ bilhões) e da margem bruta (%), na Rede D’Or São Luiz



Fontes: Rede D’Or, 2021

A Rede D’Or São Luiz apresentou margens EBITDA flutuando entre 24% e 26% antes da pandemia. Em 2020, houve queda da margem para 17,7%, refletindo a perda de margem bruta citada anteriormente. O EBITDA da companhia nesse ano foi R\$ 2,5 bilhões, comparado ao valor de R\$ 2,3 bilhões em 2017.

Gráfico 19 – Evolução do EBITDA (R\$ bilhões) e da margem EBITDA (%), na Rede D’Or São Luiz

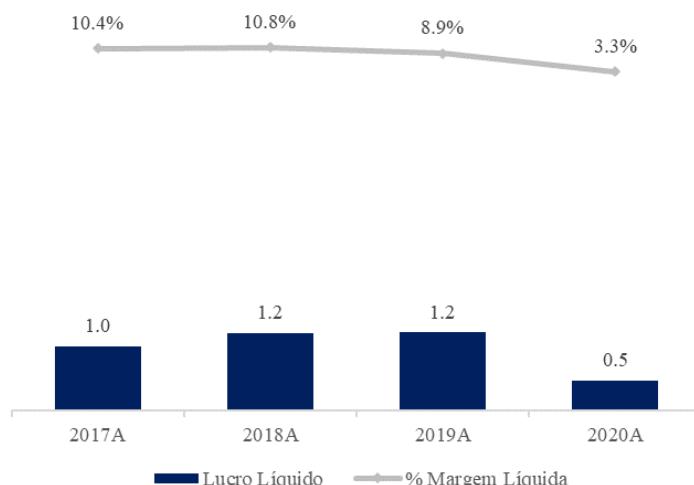


Fontes: Rede D’Or, 2021

Para calcular o lucro líquido da Rede D’Or a partir de seu EBITDA, é necessário subtrair a depreciação e a amortização, adicionar ou subtrair a equivalência patrimonial (lucro gerado

por outras companhias que receberam investimentos minoritários da Rede D'Or, como a Qualicorp e o Grupo GSH), adicionar ou subtrair o resultado financeiro (composto principalmente por juros de empréstimos e financiamentos contraídos pela empresa), e subtrair os impostos pagos no período. O grupo tem apresentado margens líquidas decrescentes nos últimos dois anos, devido (i) ao aumento do endividamento da companhia, resultando no aumento dos juros, e (ii) à perda de rentabilidade operacional explicada anteriormente. Em 2020, a Rede D'Or apresentou lucro líquido de R\$ 0,5 bilhão, equivalente a uma margem líquida de 3,3%.

Gráfico 20 – Evolução do lucro líquido (R\$ bilhões) e da margem líquida (%), na Rede D'Or São Luiz



Fontes: Rede D'Or, 2021

4.4.3 Indicadores de conversão de caixa

À exceção do ano pandêmico de 2020, quando o fluxo de caixa operacional foi praticamente nulo, a Rede D'Or São Luiz é uma companhia geradora de caixa operacional. A razão do CAPEX pela depreciação e amortização (que é um *proxy* do CAPEX de manutenção) é consideravelmente superior a 1,0x, o que é um indicativo de que a companhia reinveste agressivamente para expandir sua operação, crescendo orgânica e inorganicamente.

Tabela 8 – Histórico dos indicadores de conversão de caixa da Rede D'Or São Luiz

Conversão de Caixa		2017A	2018A	2019A	2020A
Fluxo de Caixa Operacional	[R\$'mm]	738	789	782	(77)
% FCO / EBITDA	[%]	32.1%	29.8%	22.5%	-3.1%
CAPEX	[R\$'mm]	(1,609)	(2,758)	(4,109)	(13,388)
% Receita Líquida	[%]	-17.1%	-25.3%	-30.9%	-95.4%
CAPEX / Depreciação e Amort.	[%]	5.2x	7.0x	5.8x	15.9x

Fontes: Rede D'Or, 2021

4.4.4 Indicadores de solvência e liquidez

Com relação à solvência (capacidade de honrar obrigações de longo prazo), nos últimos anos a companhia contraiu mais empréstimos e financiamentos, o que elevou sua dívida total. O IPO em 2020 resultou na entrada de R\$ 8,2 bilhões no caixa da Rede D'Or, mas ainda assim a razão entre a dívida líquida e o EBITDA atingiu 3,5x, o maior valor nos quatro anos analisados, e acima do nível de endividamento observado em empresas concorrentes (ver Apêndice A). No entanto, o índice de alavancagem financeira (calculado como a razão entre dívida líquida e patrimônio líquido) atingiu seu menor nível no período de análise, o que sinaliza que a companhia não se encontra tão alavancada, e que a situação de solvência deverá melhorar à medida que as margens do grupo retomam valores normalizados.

Já a respeito da liquidez, o índice de liquidez corrente (calculado como ativos circulantes divididos por passivos circulantes) é consideravelmente superior a 1,0x, o que indica que a Rede D'Or São Luiz é bastante capaz de honrar seus compromissos de curto prazo.

Tabela 9 – Histórico dos indicadores de solvência e liquidez da Rede D'Or São Luiz

Solvência e Liquidez		2017A	2018A	2019A	2020A
Dívida Líquida	[R\$'mm]	4,602	8,153	11,099	8,726
(+) Dívida Total	[R\$'mm]	7,725	11,847	15,406	23,939
(+) Aquisições a Pagar	[R\$'mm]	139	363	463	515
(-) Caixa e Equivalentes	[R\$'mm]	(3,261)	(4,057)	(4,770)	(15,727)
Dívida Líquida/EBITDA	[x]	2.0x	3.1x	3.2x	3.5x
Dívida Líquida/Patrimônio Líquido	[x]	1.0x	1.8x	2.0x	0.6x
Liquidez Corrente	[x]	3.1x	3.7x	3.6x	5.8x
Ativo Circulante	[R\$'mm]	6,614	8,055	9,729	22,432
Passivo Circulante	[R\$'mm]	2,135	2,181	2,693	3,861

Fontes: Rede D'Or, 2021

4.4.5 Indicadores de giro e eficiência

Com relação ao ciclo de conversão de caixa, a Rede D'Or é uma companhia que, em média, recebe de seus clientes em 120 dias, paga seus fornecedores em 45 dias, e mantém estoques por 15 dias. No ano de 2020, o prazo de recebimento dos clientes se prolongou em 30 dias, resultando em queima de caixa para financiar o aumento do capital de giro.

Considerando agora os indicadores de eficiência, o *ROIC* das operações da Rede D'Or São Luiz foi aproximadamente de 13%, em 2018 e 2019, caindo para 5,5% em 2020. Já o *ROE*, calculado como o produto entre (i) margem líquida, (ii) giro dos ativos e (iii) alavancagem, girou em torno de 28,5% nos dois anos pré-pandemia, e atingiu 6,0% em 2020. A queda acentuada do *ROE* nesse ano se deve, principalmente, ao encolhimento da margem líquida e à piora do giro dos ativos, reflexo do aporte de capital decorrente do *IPO*.

Analizando apenas valores anteriores à pandemia, percebe-se que o *ROIC* excede o *WACC* (custo de capital ponderado pela dívida líquida e pelo patrimônio líquido) e o *ROE* excede o *Ke* (retorno esperado pelo patrimônio líquido), estimados em 9,5% e 13,7%, respectivamente, na seção 5.2.1 deste relatório. Isso significa que a Rede D'Or São Luiz é uma companhia que gerou valor para seus acionistas, nesse período.

Tabela 10 – Histórico dos indicadores de giro e eficiência da Rede D'Or São Luiz

Giro e Eficiência		2017A	2018A	2019A	2020A
Ciclo de Conversão de Caixa (CCC)	[Dias]	89	91	101	125
Dias de Recebíveis	[Dias]	121	121	122	151
Dias de Estoque	[Dias]	13	13	13	21
Dias de Contas a Pagar	[Dias]	44	43	35	47
ROIC	[%]		13.7%	12.5%	5.5%
NOPAT	[R\$'mm]	1,313	1,487	1,829	1,085
Capital Investido	[R\$'mm]	9,083	12,681	16,541	22,728
Dívida Líquida	[R\$'mm]	4,602	8,153	11,099	8,726
Patrimônio Líquido	[R\$'mm]	4,481	4,528	5,442	14,002
ROE	[%]		29.5%	27.9%	6.0%
(x) % Margem Líquida	[%]	10.4%	10.8%	8.9%	3.3%
Lucro Líquido	[R\$'mm]	975	1,180	1,192	459
Receita Líquida	[R\$'mm]	9,417	10,915	13,320	14,029
(x) Giro dos Ativos	[x]		0.65x	0.58x	0.39x
Receita Líquida	[R\$'mm]	9,417	10,915	13,320	14,029
Ativos Totais	[R\$'mm]	14,713	19,029	26,600	45,657
(x) Alavancagem	[%]		4.22x	5.34x	4.70x
Ativos Totais	[R\$'mm]	14,713	19,029	26,600	45,657
Patrimônio Líquido	[R\$'mm]	4,481	4,528	5,442	14,002

Fontes: Rede D'Or, 2021

4.5 SÍNTSEDE DAS BARREIRAS DE ENTRADA, ALAVANCAS DE GERAÇÃO DE VALOR E RISCOS ASSOCIADOS À TESE

Com base na análise do posicionamento de mercado da Rede D'Or, e de suas informações operacionais e financeiras, foi possível listar as barreiras de entrada, os *drivers* da tese e os riscos envolvidos em um investimento nesse ativo.

A Rede D'Or São Luiz se beneficia por estar posicionada em hospitais de referência nas principais metrópoles do país, frequentemente em regiões nobres, onde os terrenos para a construção de novos hospitais são escassos. Além disso, a companhia desenvolveu uma relação simbiótica com seus dois principais clientes (Bradesco e SulAmérica), que estão cientes da dificuldade de se operar uma carteira de segurados no Rio de Janeiro e em São Paulo, sem ter acesso aos hospitais de elevada qualidade da Rede D'Or São Luiz. A escala atingida pelo grupo também propicia maior poder de barganha frente aos fornecedores, gerando mais eficiência nas compras e melhoria dos prazos de pagamento. Por fim, a companhia encontra-se capitalizada após seu *IPO*, e seu time executivo já se provou qualificado para executar uma tese de crescimento inorgânico, uma combinação poderosa em um setor onde os pequenos *players* se recuperaram da perda de receita e rentabilidade, durante a pandemia.

As principais alavancas de geração de valor na tese de investimento encontram-se listadas abaixo, sobre as quais um investidor ativista poderia atuar.

- (i) Crescimento orgânico do número de leitos;
- (ii) Crescimento inorgânico do número de leitos;
- (iii) Manutenção da taxa de ocupação de leitos elevada;
- (iv) Crescimento no número de infusões realizadas;
- (v) Melhoria do *ticket* médio dos procedimentos;
- (vi) Manutenção e melhoria das margens;
- (vii) Gestão eficiente do CAPEX para expansão orgânica e inorgânica;
- (viii) Gestão eficiente do ciclo de conversão de caixa, alongando pagamentos e encurtando recebimentos;
- (ix) Gestão eficiente das glosas;
- (x) Planejamento tributário eficiente;
- (xi) Melhoraria da estrutura de capital da companhia.

Por fim, os principais riscos da tese de investimento são:

- A) Não conseguir executar integralmente os planos de expansão orgânica, ou executar a um CAPEX por leito superior ao planejado;
- B) Não conseguir executar integralmente as metas de aquisições de leitos por M&A, ou executar a um CAPEX por leito superior ao planejado;
- C) Não conseguir incorporar os hospitais adquiridos às operações da Rede D'Or, de modo que as sinergias sejam inferiores às imaginadas, e as margens do grupo caiam;
- D) Enfraquecimento repentina dos contratos com fontes pagadoras chave, como Bradesco e SulAmérica, devido a mudanças contratuais, problemas financeiros ou redução do volume de pacientes originado por esses clientes;
- E) Mudança na regulação, que hoje diz respeito apenas a aspectos sanitários, mas que eventualmente poderia se estender para a parte de protocolos médicos e precificação;
- F) Danos reputacionais à Rede D'Or São Luiz, devido a práticas condenáveis de seus funcionários.

5 MODELAGEM E VALUATION

As análises realizadas na seção 3 (análise setorial) e na seção 4 (análise da companhia) serviram de insumo para o desenvolvimento de um modelo financeiro da Rede D'Or, representando sua performance financeira e operacional nos próximos 5 anos. As principais projeções do modelo encontram-se expostas na seção 5.1.

O restante do capítulo é destinado ao exercício de definição de um preço justo para as ações da empresa. Como referência, ao final do dia 30 de novembro de 2021, as ações da empresa negociavam a R\$ 50,17 na B3.

5.1 MODELAGEM FINANCEIRA DA COMPANHIA

O modelo financeiro foi construído de forma a projetar a evolução de três demonstrativos financeiros: o Demonstrativo do Resultado em Exercício (DRE), o Balanço Patrimonial e o Demonstrativo de Fluxo de Caixa.

As tabelas a seguir sintetizam os resultados obtidos pela modelagem financeira, refletindo um plano de negócios de 5 anos para a Rede D'Or São Luiz.

Tabela 11 – Histórico e projeção das principais linhas do DRE até 2026

DRE		2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita Bruta	[R\$'mm]	10,472	12,315	14,989	15,777	23,603	30,379	36,005	42,125	48,838	56,204
% Crescimento	[%]		17.6%	21.7%	5.3%	49.6%	28.7%	18.5%	17.0%	15.9%	15.1%
(+) Hospitais	[R\$'mm]	9,852	11,603	14,081	14,673	22,215	28,738	34,124	40,012	46,506	53,680
(+) Oncologia	[R\$'mm]	620	711	908	1,104	1,388	1,641	1,881	2,114	2,332	2,525
Receita Líquida	[R\$'mm]	9,417	10,915	13,320	14,029	21,004	27,034	32,041	37,487	43,461	50,016
Lucro Bruto	[R\$'mm]	2,819	3,154	4,118	3,310	6,061	7,801	9,246	10,817	12,541	14,432
% Margem Bruta	[%]	29.9%	28.9%	30.9%	23.6%	28.9%	28.9%	28.9%	28.9%	28.9%	28.9%
EBITDA	[R\$'mm]	2,297	2,647	3,480	2,488	4,890	6,343	7,558	8,885	10,345	11,954
% Margem EBITDA	[%]	24.4%	24.2%	26.1%	17.7%	23.3%	23.5%	23.6%	23.7%	23.8%	23.9%
Lucro Líquido	[R\$'mm]	975	1,180	1,192	459	1,573	1,830	2,354	2,782	3,196	3,717
% Margem Líquida	[%]	10.4%	10.8%	8.9%	3.3%	7.5%	6.8%	7.3%	7.4%	7.4%	7.4%

Fontes: Elaboração própria, Rede D'Or, 2021

Tabela 12 – Histórico e projeção do Balanço Patrimonial, até 2026

Balanço Patrimonial		2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
1. Ativo	[R\$'mm]	14,713	19,029	26,600	45,657	49,067	48,653	54,519	60,123	66,458	72,415
Ativo Circulante	[R\$'mm]	6,614	8,055	9,729	22,432	18,363	13,833	15,402	16,478	18,037	18,857
Caixa e Equivalentes de Caixa	[R\$'mm]	3,261	4,057	4,770	15,727	10,448	3,727	3,477	2,574	1,963	402
Contas a Receber de Clientes	[R\$'mm]	2,837	3,259	4,118	5,164	6,410	8,250	9,779	11,441	13,264	15,264
Estoque	[R\$'mm]	229	284	335	608	546	703	833	975	1,130	1,301
Impostos a Receber	[R\$'mm]	116	117	91	298	242	311	369	432	500	576
Instrumentos Financeiros	[R\$'mm]	9	82	117	266	266	266	266	266	266	266
Recebíveis por Venda de Ativo	[R\$'mm]	0	18	40	18	18	18	18	18	18	18
Outros Ativos Circulantes	[R\$'mm]	161	238	258	350	432	556	659	771	894	1,029
Ativo Não Circulante	[R\$'mm]	8,099	10,974	16,870	23,225	30,704	34,819	39,117	43,645	48,420	53,558
Imobilizado	[R\$'mm]	4,045	5,087	6,536	7,369	10,611	12,475	14,457	16,558	18,783	21,144
Intangível	[R\$'mm]	3,557	4,813	5,365	7,810	10,546	11,770	13,023	14,295	15,579	16,966
Investimentos	[R\$'mm]	90	145	1,227	1,089	1,187	1,287	1,388	1,491	1,596	1,704
Direito de Uso	[R\$'mm]	0	0	2,370	2,998	4,399	5,328	6,290	7,342	8,502	9,785
Impostos Deferidos	[R\$'mm]	113	196	319	529	529	529	529	529	529	529
Depósito Judicial	[R\$'mm]	119	148	186	277	277	277	277	277	277	277
Instrumentos Financeiros	[R\$'mm]	91	479	695	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744
Outros	[R\$'mm]	83	108	173	410	410	410	410	410	410	410
2. Passivo	[R\$'mm]	10,231	14,501	21,158	31,655	33,964	32,378	36,879	41,036	45,901	50,371
Passivo Circulante	[R\$'mm]	2,135	2,181	2,693	3,861	6,055	6,235	7,201	8,238	9,391	10,642
Contas a Pagar a Fornecedores	[R\$'mm]	476	529	498	847	1,048	1,348	1,598	1,870	2,168	2,495
Folha de Pagamento e Encargos	[R\$'mm]	370	437	510	671	839	1,080	1,280	1,498	1,737	1,999
Impostos a Pagar	[R\$'mm]	272	344	314	365	791	1,019	1,207	1,413	1,638	1,885
Dividendos a Pagar	[R\$'mm]	275	9	287	347	347	347	347	347	347	347
Ganhos Diferidos na Venda de Propriedade	[R\$'mm]	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Instrumentos Financeiros	[R\$'mm]	69	98	93	325	325	325	325	325	325	325
Dívida - Curto Prazo	[R\$'mm]	588	608	585	663	597	530	589	629	680	708
Aquisições a Pagar	[R\$'mm]	26	105	163	58	1,343	594	620	646	672	700
Passivo de Arrendamento - Curto Prazo	[R\$'mm]	0	0	171	415	644	837	1,053	1,299	1,580	1,902
Outros Passivos Circulantes	[R\$'mm]	55	48	67	166	117	150	178	208	242	278
Passivo Não Circulante	[R\$'mm]	8,097	12,320	18,465	27,794	27,909	26,143	29,678	32,798	36,509	39,729
Impostos a Pagar	[R\$'mm]	282	233	229	228	228	228	228	228	228	228
Provisões	[R\$'mm]	178	190	228	320	320	320	320	320	320	320
Instrumentos Financeiros	[R\$'mm]	45	0	0	88	88	88	88	88	88	88
Impostos Diferidos	[R\$'mm]	218	263	302	326	326	326	326	326	326	326
Dívida - Longo Prazo	[R\$'mm]	7,137	11,239	14,821	23,276	20,948	18,620	20,668	22,091	23,861	24,867
Aquisições a Pagar	[R\$'mm]	112	258	300	456	1,343	594	620	646	672	700
Passivo de Arrendamento - Longo Prazo	[R\$'mm]	0	0	2,356	2,822	4,378	5,688	7,150	8,822	10,736	12,922
Outros Passivos	[R\$'mm]	124	136	230	278	278	278	278	278	278	278
3. Patrimônio Líquido	[R\$'mm]	4,481	4,528	5,442	14,002	15,103	16,275	17,640	19,087	20,557	22,044

Check 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0

Fontes: Elaboração própria, Rede D'Or, 2021

Tabela 13 – Histórico e projeção do Demonstrativo de Fluxo de Caixa, até 2026

Fluxo de Caixa		2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Fluxo de Caixa Operacional											
(+) Lucro Líquido	[R\$'mm]					1,573	1,830	2,354	2,782	3,196	3,717
(+) Juros - Passivo de Arrendamento	[R\$'mm]					487	756	983	1,235	1,524	1,854
(+/-) Equivalência Patrimonial	[R\$'mm]					-121	-122	-125	-127	-130	-132
(+) D&A	[R\$'mm]					1,077	1,349	1,611	1,899	2,220	2,475
(+/-) Variação Capital de Giro	[R\$'mm]					-465	-1,388	-1,153	-1,254	-1,375	-1,509
(+/-) Variação Outros Itens (ex. Cap de Giro)	[R\$'mm]					0	0	0	0	0	0
Total	[R\$'mm]	738	789	782	-77	2,552	2,425	3,670	4,535	5,435	6,405
Fluxo de Caixa de Investimento											
(-) CAPEX - M&A	[R\$'mm]					-3,201	-3,875	-2,429	-2,531	-2,636	-2,745
(-) CAPEX - Exp e Man. Imobilizado	[R\$'mm]					-1,293	-1,541	-1,762	-2,006	-2,278	-2,585
(-) CAPEX - Exp e Man. Intangível	[R\$'mm]					-150	-165	-175	-179	-174	-155
Total	[R\$'mm]	-1,609	-2,758	-4,109	-13,388	-4,644	-5,582	-4,367	-4,716	-5,087	-5,485
Fluxo de Caixa Financeiro											
(+) Dividendos Qualicorp	[R\$'mm]					23	23	23	24	24	25
(-) Pagamento do Principal - Passivo de Arr	[R\$'mm]					-345	-535	-695	-873	-1,077	-1,311
(+) Captação de Dívida	[R\$'mm]					0	0	4,500	4,500	5,500	5,500
(-) Amortização de Dívida	[R\$'mm]					-2,394	-2,394	-2,394	-3,037	-3,680	-4,465
(+) Aumento de Capital	[R\$'mm]					0	0	0	0	0	0
(-) Dividendos	[R\$'mm]					-472	-659	-989	-1,335	-1,726	-2,230
(-) Recompra de Ações	[R\$'mm]					0	0	0	0	0	0
Total		2,765	4,041	24,422	-3,188	-3,564	446	-721	-959	-2,482	
Caixa e Equivalentes de Caixa (BoP)	[R\$'mm]	3,261	3,261	4,057	4,770	15,727	10,448	3,727	3,477	2,574	1,963
(+/-) Fluxo de Caixa	[R\$'mm]		796	713	10,957	-5,279	-6,721	-251	-902	-611	-1,562
Caixa e Equivalentes de Caixa (EoP)	[R\$'mm]	3,261	4,057	4,770	15,727	10,448	3,727	3,477	2,574	1,963	402

Fontes: Elaboração própria, Rede D'Or, 2021

O modelo financeiro da companhia é composto por 6 tipos principais de projeções: (i) operacional, (ii) DRE, (iii) CAPEX, (iv) endividamento, (v) giro e eficiência e (vi) outras premissas.

5.1.1 Projeções operacionais

Para projetar os dados operacionais da Rede D'Or São Luiz, primeiramente foi necessário definir condições de contorno para o modelo, cuja função seria garantir a razoabilidade das premissas adotadas. O indicador escolhido foi o *market share* em número de leitos privados, para a parte hospitalar, e em número de infusões, para a parte oncológica.

Em 2019, de um total de 448 mil leitos no Brasil, 104 mil pertenciam a entidades privadas como a Rede D'Or. Para projetar esse número até 2026, considerou-se que a razão de leitos por 1 mil habitantes no país permaneceria constante em 2,1x (ainda distante da recomendação da OCDE, de 3,0x) e, portanto, o crescimento em número de leitos totais refletiria apenas o aumento populacional. A segunda premissa adotada foi que a iniciativa privada seria a responsável por originar a maior parte desses novos leitos para o sistema de saúde, considerando que o endividamento atual do governo brasileiro asfixiaria sua capacidade de investir.

Já com relação à parte oncológica, dados do INCA estimam que houve 686 mil novos casos de câncer no Brasil em 2020 (INCA, 2021), representando uma incidência de 0,32% na

população, bem como 4,1 milhões de infusões realizadas no período (considera a média de 6 infusões por paciente). Com o envelhecimento da população brasileira, é esperado que a incidência de câncer permaneça subindo – para o ano de 2026, no modelo considera que essa proporção atingirá o valor de 0,35%.

Tabela 14 – Condições de contorno de *market share* para as projeções do modelo

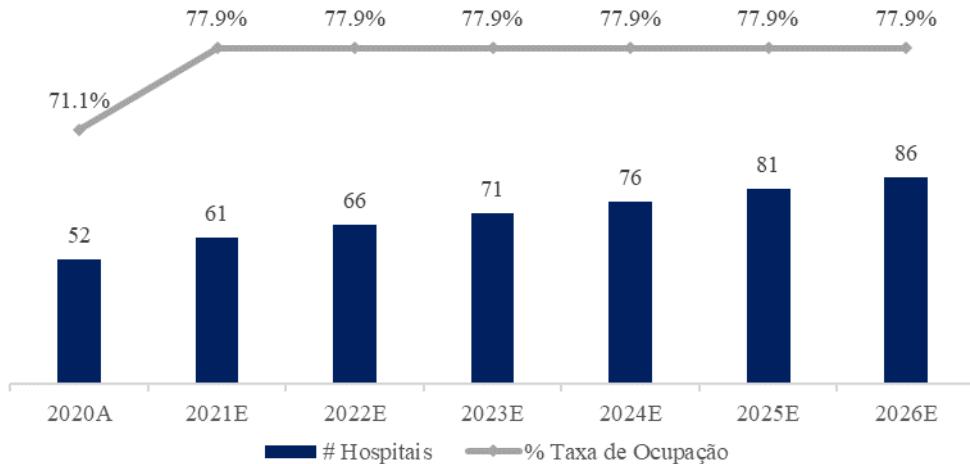
Condições de Contorno			2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
% Market Share Rede D'Or - Leitos Privados			4.4%	4.9%	5.9%	6.5%	7.0%	9.2%	10.4%	11.6%	12.9%	14.2%
População Brasileira Leitos / 1 mil Habitantes	IBGE	[#'mm] [x]	207 2.2x	208 2.1x	210 2.1x	212 2.1x	213 2.1x	215 2.1x	216 2.1x	218 2.1x	219 2.1x	220 2.1x
Leitos Totais - Brasil % Crescimento		[#'000]	452	448 -0.8%	448 0.0%	452 0.8%	455 0.7%	458 0.7%	461 0.7%	464 0.6%	467 0.6%	470 0.6%
(+) Leitos Públicos % Leitos Totais		[#'000] [%]	341 75.5%	342 76.3%	344 76.7%	346 76.7%	349 76.4%	350 76.0%	351 75.7%	351 75.3%	352 75.0%	352 75.0%
(+) Leitos Privados % Leitos Totais		[#'000] [%]	111 24.5%	106 23.7%	105 23.3%	106 23.3%	108 23.6%	111 24.0%	113 24.3%	115 24.7%	117 25.0%	117 25.0%
% Market Share Rede D'Or - Infusões Oncológicas			4.0%	4.6%	4.4%	5.0%	5.5%	6.0%	6.4%	6.7%	6.9%	
Novos casos de câncer no Brasil % Incidência na população	INCA	[#'000] [%]	635 0.30%	660 0.31%	686 0.32%	700 0.33%	715 0.33%	729 0.34%	743 0.34%	757 0.35%	771 0.35%	
Infusões		Inf./Paciente [#000]	6.0	3,809	3,963	4,116	4,202	4,287	4,373	4,458	4,543	4,627

Fontes: Elaboração própria, INCA, IBGE, 2021

Esses dados de mercado indicam que a Rede D'Or São Luiz detinha uma participação de 6,5% nos leitos privados e 4,4% nas infusões oncológicas do país, no ano de 2020. As projeções do cenário base do modelo consideram que a companhia atinge participação de 14,2% em leitos e 6,9% em infusões, dentro de 5 anos.

Especificamente sobre a parte hospitalar, estima-se que a companhia atingirá a marca de 86 unidades em 2026. Além disso, o modelo prevê a recuperação da taxa de ocupação dos hospitais, à medida que a pandemia da COVID-19 é superada.

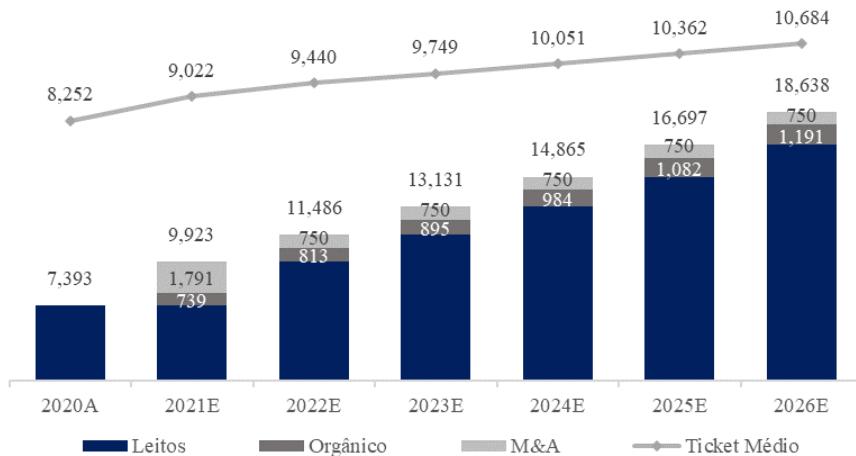
Gráfico 21 – Projeção do número de hospitais (#) e da taxa de ocupação de leitos (%) até 2026, na Rede D’Or São Luiz



Fontes: Elaboração própria, 2021

Além disso, é estimado que a companhia atinja 18,6 mil leitos ao final de 2026. No período de 2021 até 2024, o modelo considera que 3,4 mil leitos serão adicionados organicamente (versus a meta de 5,3 mil anunciada pela diretoria executiva), e que 4,0 mil leitos serão obtidos por meio de aquisições (em linha com a meta estabelecida, de adicionar 1,0 mil leitos por ano, ou seja, 4,0 mil no período). O *ticket* médio cresce junto com o indicador IPCA de inflação.

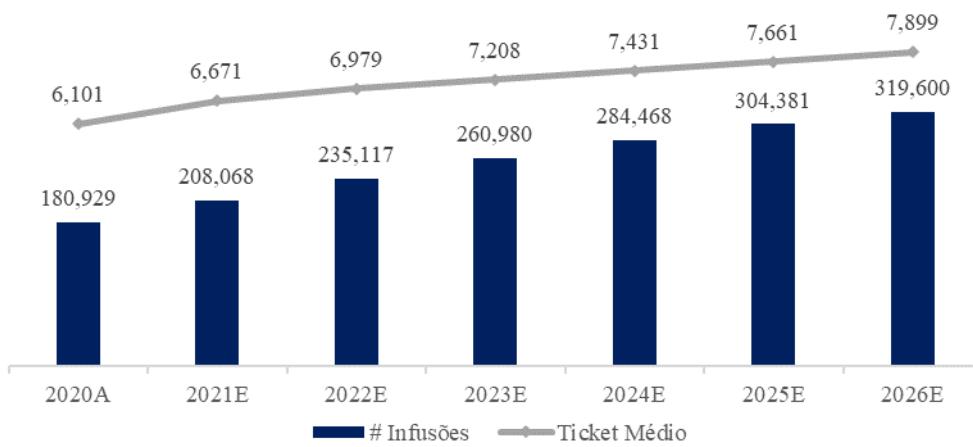
Gráfico 22 – Projeção do número de leitos (#) e do ticket médio (R\$ por paciente por dia internado) até 2026, na Rede D’Or São Luiz



Fontes: Elaboração própria, 2021

Considerando a parte oncológica, projeta-se que a companhia atingirá a marca de 320 mil transfusões em 2026. O *ticket* médio dos procedimentos cresce junto com o indicador IPCA de inflação.

Gráfico 23 – Projeção do número de infusões (#) e do ticket médio (R\$ por infusão) até 2026, na Rede D’Or São Luiz

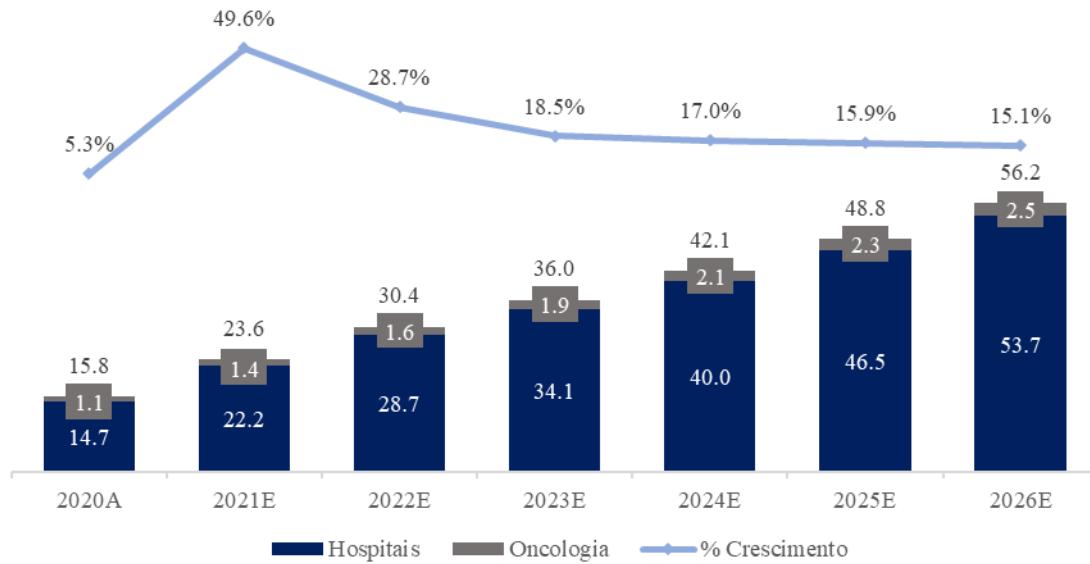


Fontes: Elaboração própria, 2021

5.1.2 Projeções de DRE

A projeção de receita bruta é reflexo do aumento do número de leitos e de infusões realizadas, explicado na seção 5.1.1. O modelo estima que a companhia atingirá um faturamento de R\$ 56,2 bilhões de reais em 2026, dos quais 95,5% correspondem à área hospitalar.

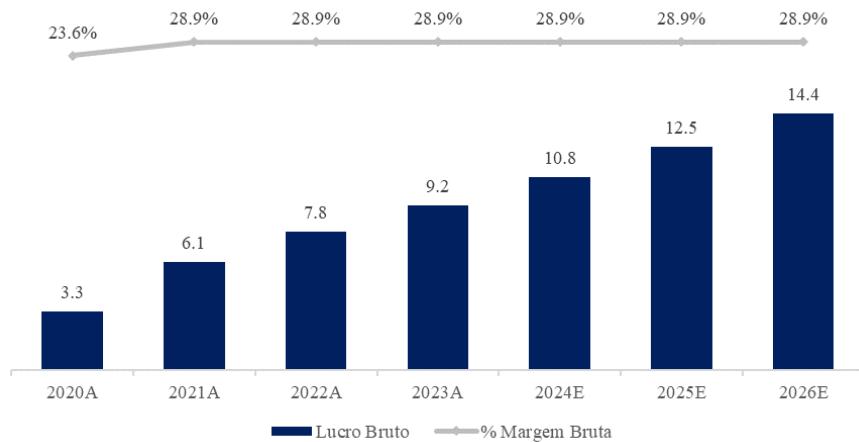
Gráfico 24 – Projeção da receita bruta (R\$ bilhões) por linha de negócio e do crescimento (%) até 2026, na Rede D’Or São Luiz



Fontes: Elaboração própria, 2021

Com relação ao lucro bruto, as projeções contemplam a retomada das margens brutas do período pré-pandemia, considerando o arrefecimento da inflação dos custos de materiais médicos e serviços terceirizados.

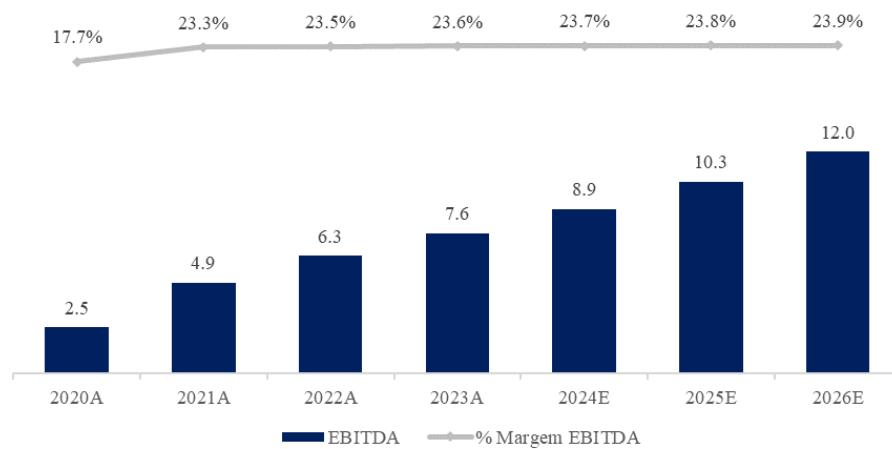
Gráfico 25 – Projeção do lucro bruto (R\$ bilhões) e da margem bruta (%) até 2026, na Rede D’Or São Luiz



Fontes: Elaboração própria, 2021

A melhoria da situação dos custos operacionais pós-pandemia também se reflete no aumento da margem EBITDA, nas projeções. O modelo prevê, adicionalmente, ganhos de rentabilidade por aumento de escala de, aproximadamente, 0,6 p.p. Nesse caso, optou-se pelo conservadorismo na projeção, pois comumente ganhos de eficiência são compartilhados entre os agentes da cadeia de saúde.

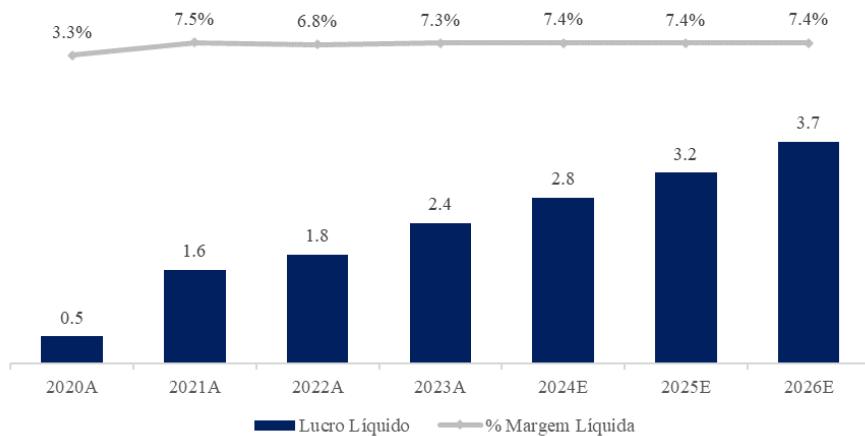
Gráfico 26 – Projeção do EBITDA (R\$ bilhões) e da margem EBITDA (%) até 2026, na Rede D'Or São Luiz



Fontes: Elaboração própria, 2021

Para chegar ao lucro líquido, os principais descontos no EBITDA são depreciação, despesas financeiras e impostos. A depreciação aumenta, acompanhando o elevado investimento feito pela companhia, e os juros da dívida também sobem, refletindo o aumento do endividamento da empresa. Uma alíquota de imposto sobre lucro igual a 34,0% foi adotada.

Gráfico 27 – Evolução do lucro líquido (R\$ bilhões) e da margem líquida (%), na Rede D’Or São Luiz



Fontes: Elaboração própria, 2021

5.1.3 Projeções de CAPEX

O CAPEX da companhia é destinado para (i) aquisições de outros hospitais e (ii) expansão orgânica da companhia. Na frente de crescimento inorgânico, foi considerado um CAPEX de R\$ 3,0 milhões por leito adquirido em 2021 (estimado com base no histórico de aquisições anteriores da companhia), bem como um inflacionamento desse preço em 1 p.p. ao ano. Como premissas dessa modelagem, considerou-se que toda aquisição será paga 100% em dinheiro, e que o desembolso será realizado metade à vista, e metade após 12 meses.

Tabela 15 – Projeção do CAPEX com aquisições até 2026, para a Rede D’Or São Luiz

CAPEX			2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	
CAPEX - M&A	[R\$'mm]		3,201	3,875	2,429	2,531	2,636	2,745	
% Receita Líquida	[%]		15.2%	14.3%	7.6%	6.8%	6.1%	5.5%	
(+) Parcela de Novas Aquisições	[R\$'mm]		2,687	3,875	2,429	2,531	2,636	2,745	
(+) Parcela de Aquisições Anteriores	[R\$'mm]		515	0	0	0	0	0	
Valor Total das Novas Aquisições	[R\$'mm]		5,373	2,378	2,480	2,582	2,689	2,800	
Novos Leitos - M&A	[#]		1,791	750	750	750	750	750	
CAPEX / Leito	[R\$'mm/leito]		3.0	3.2	3.3	3.4	3.6	3.7	
% Crescimento (Termos Reais)	[%]		1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Parcelas M&A - Novo	Anos	[R\$'mm]	Valor da Aquisição	(2,687)	(3,875)	(2,429)	(2,531)	(2,636)	(2,745)
2021	2	[R\$'mm]	5,373	(2,687)	0	0	0	0	
2022	2	[R\$'mm]	2,378	(1,189)	(1,189)	0	0	0	
2023	2	[R\$'mm]	2,480		(1,240)	(1,240)	0	0	
2024	2	[R\$'mm]	2,582			(1,291)	(1,291)	0	
2025	2	[R\$'mm]	2,689				(1,345)	(1,345)	
2026	2	[R\$'mm]	2,800					(1,400)	
Aquisições a Pagar - Nova	Anos	[R\$'mm]	Valor da Aquisição	2,687	1,189	1,240	1,291	1,345	1,400
2021		[R\$'mm]	5,373	2,687	0	0	0	0	
2022		[R\$'mm]	2,378		1,189	0	0	0	
2023		[R\$'mm]	2,480			1,240	0	0	
2024		[R\$'mm]	2,582				1,291	0	
2025		[R\$'mm]	2,689					1,345	
2026		[R\$'mm]	2,800					1,400	
Variação Imobilizado - Comb. de Negócios	[R\$'mm]		191	2,687	1,189	1,240	1,291	1,345	1,400
% Valor da Aquisição	[%]		50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
Variação Intangível - Ágio		[R\$'mm]		2,687	1,189	1,240	1,291	1,345	1,400

Fontes: Elaboração própria, 2021

Na frente de expansão orgânica, destaca-se o CAPEX de R\$ 1,5 milhões por leito (em linha com a estimativa da diretoria executiva), ajustado no tempo pelo indicador IPCA de inflação.

Tabela 16 – Projeção do CAPEX de expansão e manutenção até 2026, para a Rede D’Or São Luiz

CAPEX			2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
CAPEX Imobilizado - Expansão e Manutenção	[R\$'mm]		1,293	1,541	1,762	2,006	2,278	2,585
% Receita Líquida	[%]		6.2%	5.7%	5.5%	5.4%	5.2%	5.2%
CAPEX / Novo Leito	[R\$'mm/leito]		1.7	1.9	2.0	2.0	2.1	2.2
(+) Expansão	[R\$'mm]		1,109	1,276	1,451	1,644	1,864	2,115
% Receita Líquida	[%]		5.3%	4.7%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%
Novos Leitos - Orgânico	[#]		739	813	895	984	1,082	1,191
CAPEX / Novo Leito	Companh	[R\$'mm/leito]	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8
(+) Manutenção	[R\$'mm]		184	265	312	361	414	470
% Imobilizado (BoP)	[%]		2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
CAPEX Intangível - Expansão e Manutenção	[R\$'mm]		150	165	175	179	174	155
% Receita Líquida	[%]		0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%
% Intangível - Durançao Definida (BoP)	[%]		30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

Fontes: Elaboração própria, 2021

5.1.4 Projeções de endividamento

De 2022 a 2026, a modelagem prevê que a companhia realizará a captação de R\$ 20 bilhões e amortizará R\$ 16 bilhões em dívidas. As novas dívidas captadas serão amortizadas no prazo de 7 anos, e sobre elas incidirá uma taxa de juros equivalente a um prêmio de 105% sobre a taxa Selic no período. O indicador de dívida líquida sobre EBITDA atinge patamares equivalentes ao de outras empresas no setor, como observado em seus demonstrativos, no Apêndice A deste relatório.

Tabela 17 – Projeção do endividamento até 2026, para a Rede D’Or São Luiz

		2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Dívida Líquida	[R\$'mm]	13,783	16,612	19,020	21,437	23,922	26,574
(+) Dívida Total	[R\$'mm]	21,545	19,151	21,257	22,720	24,541	25,575
(+) Aquisições a Pagar	[R\$'mm]	2,687	1,189	1,240	1,291	1,345	1,400
(-) Caixa e Equivalentes	[R\$'mm]	(10,448)	(3,727)	(3,477)	(2,574)	(1,963)	(402)
Dívida Líquida/EBITDA	[x]	2.8x	2.6x	2.5x	2.4x	2.3x	2.2x
Dívida Líquida/Patrimônio Líquido	[x]	0.9x	1.0x	1.1x	1.1x	1.2x	1.2x

Fontes: Elaboração própria, 2021

5.1.5 Projeções de giro e eficiência

Com relação às dinâmicas de capital de giro, com base nos dados históricos, as projeções consideram os seguintes prazos normalizados: 123 dias para recebimento de clientes, 42 dias para pagamento de fornecedores e 13 dias de manutenção dos estoques. O capital de giro da companhia é positivo e, portanto, é necessário prever queima de caixa com o financiamento do giro, conforme a operação escala.

Tabela 18 – Projeção do capital de giro até 2026, para a Rede D’Or São Luiz

Capital de Giro		2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Capital de Giro	[R\$'mm]	4,835	6,223	7,376	8,630	10,005	11,514
Variação do Capital de Giro	[R\$'mm]	465	1,388	1,153	1,254	1,375	1,509
Ativo Circulante	[R\$'mm]	7,631	9,821	11,640	13,619	15,789	18,170
Contas a Receber de Clientes	[R\$'mm]	6,410	8,250	9,779	11,441	13,264	15,264
Dias de Receita Líquida	[Dias]	111	111	111	111	111	111
Estoque	[R\$'mm]	546	703	833	975	1,130	1,301
Dias de Custos	[Dias]	13	13	13	13	13	13
Impostos a Receber	[R\$'mm]	242	311	369	432	500	576
Dias de Receita Líquida	[Dias]	4	4	4	4	4	4
Outros Ativos Circulantes	[R\$'mm]	432	556	659	771	894	1,029
Dias de Receita Líquida	[Dias]	8	8	8	8	8	8
Passivo Circulante	[R\$'mm]	2,795	3,598	4,264	4,989	5,784	6,656
Contas a Pagar a Fornecedores	[R\$'mm]	1,048	1,348	1,598	1,870	2,168	2,495
Dias de Custos	[Dias]	26	26	26	26	26	26
Folha de Pagamento e Encargos	[R\$'mm]	839	1,080	1,280	1,498	1,737	1,999
Dias de Custos	[Dias]	21	21	21	21	21	21
Impostos a Pagar	[R\$'mm]	791	1,019	1,207	1,413	1,638	1,885
Dias de Receita Líquida	[Dias]	14	14	14	14	14	14
Outros Passivos Circulantes	[R\$'mm]	117	150	178	208	242	278
Dias de Custos	[Dias]	3	3	3	3	3	3

Fontes: Elaboração própria, 2021

O modelo considera que ocorre melhoria do *ROIC* e do *ROE*, à medida que os recursos levantados no *IPO* e reinvestidos na operação começam a refletir nos resultados da companhia.

Tabela 19 – Projeção do ciclo de conversão de caixa, do *ROIC* e do *ROE* até 2026, para a Rede D’Or São Luiz

Giro e Eficiência		2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ciclo de Conversão de Caixa (CCC)	[Dias]	94	94	94	94	94	94
Dias de Recebíveis	[Dias]	123	123	123	123	123	123
Dias de Estoque	[Dias]	13	13	13	13	13	13
Dias de Contas a Pagar	[Dias]	42	42	42	42	42	42
ROIC	[%]	9.8%	10.7%	11.3%	11.9%	12.6%	13.4%
NOPAT	[R\$'mm]	2,517	3,296	3,925	4,610	5,363	6,256
Capital Investido	[R\$'mm]	28,886	32,887	36,660	40,524	44,479	48,617
Dívida Líquida	[R\$'mm]	13,783	16,612	19,020	21,437	23,922	26,574
Patrimônio Líquido	[R\$'mm]	15,103	16,275	17,640	19,087	20,557	22,044
ROE	[%]	11.2%	11.6%	14.7%	15.9%	16.9%	18.2%
(x) % Margem Líquida	[%]	7.5%	6.8%	7.3%	7.4%	7.4%	7.4%
Lucro Líquido	[R\$'mm]	1,573	1,830	2,354	2,782	3,196	3,717
Receita Líquida	[R\$'mm]	21,004	27,034	32,041	37,487	43,461	50,016
(x) Giro dos Ativos	[x]	0.44x	0.55x	0.62x	0.65x	0.69x	0.72x
Receita Líquida	[R\$'mm]	21,004	27,034	32,041	37,487	43,461	50,016
Ativos Totais	[R\$'mm]	49,067	48,653	54,519	60,123	66,458	72,415
(x) Alavancagem	[%]	3.37x	3.10x	3.22x	3.27x	3.35x	3.40x
Ativos Totais	[R\$'mm]	49,067	48,653	54,519	60,123	66,458	72,415
Patrimônio Líquido	[R\$'mm]	15,103	16,275	17,640	19,087	20,557	22,044

Fontes: Elaboração própria, 2021

5.1.6 Outras premissas

Com relação às movimentações no patrimônio líquido, o modelo financeiro não considerou a possibilidade da companhia levantar mais capital na bolsa de valores, via emissão de novas ações. Para o ano de 2021, as projeções preveem o pagamento de 30% do lucro líquido em dividendos, e esse percentual sobre até atingir 60% em 2026, conforme a empresa amadurece.

Tabela 20 – Projeção do patrimônio líquido e dos dividendos até 2026, para a Rede D’Or São Luiz

Patrimônio Líquido		2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Patrimônio Líquido (BoP)	[R\$'mm]		4,481	4,528	5,442	14,002	15,103	16,275	17,640	19,087	20,557
(+/-) Lucro Acumulado no Período	[R\$'mm]	-1	-86	1,179	427	1,101	1,171	1,365	1,446	1,470	1,487
(+) Aumento de Capital	[R\$'mm]	0	0	0	8,219	0	0	0	0	0	0
(-) Recompra de Ações	[R\$'mm]	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+/-) Outros	[R\$'mm]		132	-264	-86	0	0	0	0	0	0
Patrimônio Líquido (EoP)	[R\$'mm]	4,481	4,528	5,442	14,002	15,103	16,275	17,640	19,087	20,557	22,044
Lucro Acumulado no Período	[R\$'mm]	-1	-86	1,179	427	1,101	1,171	1,365	1,446	1,470	1,487
(+/-) Lucro Líquido	[R\$'mm]	975	1,180	1,192	459	1,573	1,830	2,354	2,782	3,196	3,717
(-) Dividendos	[R\$'mm]	-976	-1,265	-13	-32	-472	-659	-989	-1,335	-1,726	-2,230
% Lucro Líquido	[%]	-100.1%	-107.2%	-1.1%	-7.0%	-30.0%	-36.0%	-42.0%	-48.0%	-54.0%	-60.0%

Fontes: Elaboração própria, 2021

As informações macroeconômicas que serviram de base para a modelagem são expectativas de mercado, disponibilizadas no Boletim Focus do dia 5 de novembro de 2021 (BACEN, 2021).

Tabela 21 – Projeção macroeconômicas até 2026

Macro		2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
PIB	Boletim Focus (05/11/2021)		4.93%	1.00%	2.00%	2.05%	2.05%	2.05%
IPCA	Boletim Focus (05/11/2021)	4.50%	9.33%	4.63%	3.27%	3.10%	3.10%	3.10%
IGP-M	Boletim Focus (05/11/2021)		18.40%	5.32%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
Meta Selic	Boletim Focus (05/11/2021)	2.00%	9.25%	11.00%	7.50%	7.00%	7.00%	7.00%
IPCA Acumulado (base 2021)			1.00x	1.05x	1.08x	1.11x	1.15x	1.18x
VCMH (acumulado 12 meses)		(1.9%)	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

Fontes: BACEN, IESS, 2021

5.2 VALUATION DA REDE D'OR SÃO LUIZ

Com base nas projeções anteriormente descritas, uma avaliação do valor justo da companhia foi desenvolvida, através de duas metodologias: avaliação intrínseca (por fluxo de caixa descontado), e avaliação relativa (analisando múltiplos de empresas comparáveis listadas, ou de transações realizadas no setor).

5.2.1 Avaliação intrínseca

O método do fluxo de caixa para a firma descontado a valor presente foi adotado para chegar a um valor justo por ação de R\$ 44,17. As projeções foram estendidas até 2031, para ser possível visualizar com maior clareza a maturação dos investimentos realizados pela companhia. Taxa de crescimento de receita, margens EBITDA da operação e taxa de conversão de EBITDA para fluxo de caixa são fatores-chave que influenciam no valor do ativo.

Os valores até 2026 refletem os mesmos descritos na seção 5.1. De 2026 até 2031 (último ano antes do período de perpetuidade), considerou-se que (i) o crescimento da receita líquida reduz a cada ano, convergindo para o crescimento do PIB brasileiro, (ii) a companhia mantém suas margens EBITDA em 23,9%, e (iii) a conversão de EBITDA em fluxo de caixa para a firma atinge 50%, refletindo a menor necessidade de reinvestimento de uma companhia já madura.

Tabela 22 – Projeção de fluxo de caixa para a firma descontado a valor presente, até 2031

Análise DCF		2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Receita Líquida	[R\$'000]	21,004	27,034	32,041	37,487	43,461	50,016	56,256	61,808	66,297	69,384	70,807
% Crescimento	[%]	49.7%	28.7%	18.5%	17.0%	15.9%	15.1%	12.5%	9.9%	7.3%	4.7%	2.1%
EBITDA	[R\$'000]	4,890	6,343	7,558	8,885	10,345	11,954	13,446	14,773	15,846	16,583	16,923
% Margem EBITDA	[%]	23.3%	23.5%	23.6%	23.7%	23.8%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%
(-) D&A	[R\$'000]	(1,077)	(1,349)	(1,611)	(1,899)	(2,220)	(2,475)					
EBIT	[R\$'000]	3,813	4,995	5,947	6,986	8,126	9,479					
(-) Impostos	[R\$'000]	(1,296)	(1,698)	(2,022)	(2,375)	(2,763)	(3,223)					
% Alíquota	[%]	-34.0%	-34.0%	-34.0%	-34.0%	-34.0%	-34.0%					
NOPAT	[R\$'000]	2,517	3,296	3,925	4,610	5,363	6,256					
(+) D&A	[R\$'000]	1,077	1,349	1,611	1,899	2,220	2,475					
(-) CAPEX	[R\$'000]	(4,644)	(5,582)	(4,367)	(4,716)	(5,087)	(5,485)					
M&A	[R\$'000]	(3,201)	(3,875)	(2,429)	(2,531)	(2,636)	(2,745)					
Imobilizado e Intangível	[R\$'000]	(1,443)	(1,706)	(1,938)	(2,185)	(2,452)	(2,740)					
(+/-) Variação Capital de Giro	[R\$'000]	(465)	(1,388)	(1,153)	(1,254)	(1,375)	(1,509)					
(-) Pagamento do Principal - Passivo de Arr.	[R\$'000]	(345)	(535)	(695)	(873)	(1,077)	(1,311)					
(=) FCFF	[R\$'000]	(1,514)	(2,324)	16	540	1,120	1,737	2,908	4,243	5,675	7,115	8,462
% FCFF / EBITDA	[%]	-31.0%	-36.6%	0.2%	6.1%	10.8%	14.5%	21.6%	28.7%	35.8%	42.9%	50.0%
Fator de Desconto	[%]	91.3%	83.4%	76.2%	69.6%	63.5%	58.0%	53.0%	48.4%	44.2%	40.4%	
Data de Referência		31/12/2021		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0
(=) FCFF Descontado		(2,123)	14	411	779	1,104	1,687	2,248	2,746	3,145	3,416	

Fontes: Elaboração própria, 2021

O WACC calculado para a Rede D’Or São Luiz foi 9,5%, e o *Ke* (Custo do Capital) foi estimado em 13,7%, de acordo com o racional descrito na tabela 23.

Tabela 23 – Cálculo do WACC (Custo de Capital Ponderado por Dívida Líquida e Patrimônio Líquido) da Rede D’Or São Luiz

CAPM

1. Beta Alavancado	1.28
Beta Desalavancado - Hospitais / Instalações de Saúde ¹	0.80
Dívida Líquida / Patrimônio Líquido	0.91
Alíquota de Imposto	34.0%
<i>¹ Beta Desalavancado - Hospitais / Instalações de Saúde, Damodaran, de 01/01/2021</i>	
2. Custo do Capital	13.67%
Taxa Livre de Risco - EUA ²	2.50%
Prêmio de Risco ³	5.50%
Prêmio de Liquidez ⁴	0.00%
Prêmio de Risco Brasil ⁵	2.91%
Inflação de Longo Prazo - Brasil ⁶	3.10%
Inflação de Longo Prazo - EUA ⁷	2.00%
<i>² Taxa normalizada livre de risco, Duff & Phelps, de 20/09/2021</i>	
<i>³ Prêmio de Risco do Capital, Duff & Phelps, de 20/09/2021</i>	
<i>⁴ Prêmio de risco adicional, devido ao tamanho ou liquidez (nulo para empresas listadas)</i>	
<i>⁵ "Country Default Spreads and Risk Premiums", Damodaran, de 08/01/2021</i>	
<i>⁶ Inflação brasileira esperada para o ano de 2026</i>	
<i>⁷ Meta de inflação do governo dos EUA, em setembro/2021</i>	
3. Custo da Dívida Pós-Impostos	4.92%
Custo de Dívida da Companhia	9.71%
Spread Implícito	0.42%
Custo de Dívida de Longo Prazo da Companhia	7.45%
Alíquota de Imposto	34.00%
Dívida Líquida / (Dívida Líquida + Patrimônio Líquido)	47.71%
(=) WACC	
9.50%	

Fontes: Elaboração própria, 2021

O Valor Presente Líquido dos fluxos de caixa, de 2022 até 2031, totalizou R\$ 13,4 bilhões. O Valor Terminal da Rede D'Or São Luiz foi R\$ 207,8 bilhões, aproximadamente 12,3x o EBITDA da companhia em 2031, o que equivale a R\$ 83,9 bilhões trazidos a valor presente. Portanto, os ativos operacionais da Rede D'Or valem R\$ 97,3 bilhões.

Para calcular o quanto desse montante pertence ao acionista, primeiramente subtraem-se a dívida líquida (R\$ 13,8 bilhões) e os passivos não operacionais (R\$ 0,4 bilhões), e adicionam-se os ativos não operacionais (R\$ 3,9 bilhões).

Tabela 24 – Resultados do *valuation* da companhia por fluxo de caixa descontado

VPL Fluxos de Caixa	[R\$'mm]	13,427
<i>WACC</i>	[%]	9.5%
<i>Crescimento (Perpetuidade)</i>	[%]	5.2%
<i>Crescimento Real</i>	[%]	2.1%
<i>IPCA (2026)</i>	[%]	3.1%
Valor Terminal	[R\$'mm]	207,891
EV/EBITDA 2031	[x]	12.3x
VPL Valor Terminal	[R\$'mm]	83,917
 Enterprise Value	[R\$'mm]	97,345
(-) Dívida Líquida	[R\$'mm]	13,783
(+) Ativos Não Operacionais	[R\$'mm]	3,931
Investimentos	[R\$'mm]	1,187
Instrumentos Financeiros	[R\$'mm]	2,744
(-) Passivos Não Operacionais	[R\$'mm]	412
Instrumentos Financeiros	[R\$'mm]	412
Equity Value	[R\$'mm]	87,080
Ações em Circulação	[#'mm]	1,972
Preço por Ação	[R\$]	44.17
 EV/EBITDA 2021 (Implícito)	[x]	19.9x
EV/EBITDA 2022 (Implícito)	[x]	15.3x
 P/E 2021 (Implícito)	[x]	55.4x
P/E 2022 (Implícito)	[x]	47.6x

Fontes: Elaboração própria, 2021

5.2.2 Avaliação relativa

O *valuation* através de avaliação relativa pode ser realizado (i) analisando múltiplos de empresas similares, negociadas publicamente em bolsas de valores, ou (ii) analisando múltiplos pagos em transações anteriores.

Análise de múltiplos de companhias comparáveis

A seguir, encontram-se listadas companhias do setor de saúde, nacionais e internacionais, seus respectivos múltiplos de mercado e dados financeiros. As informações são da data base de 30 de novembro de 2021 (CAPITAL IQ, 2021).

Tabela 25 – Empresas comparáveis (múltiplos de mercado)

Valuation Metrics

Companhia	País	Enterprise Value [US\$'mm] USD	Equity Value [US\$'mm] USD	EV/Receita 21E [x] 22E [x]		EV/EBITDA 21E [x] 22E [x]		P/E 21E [x] 22E [x]	
Unidade	-			-	-	-	-	-	-
Brasil									
Hapvida Participações e Investimentos S.A.	Brasil	7,615	7,146	4.3x	3.6x	27.6x	17.9x	42.5x	26.6x
Notre Dame Intermédica Participações S.A.	Brasil	7,087	6,393	3.1x	2.6x	46.2x	16.7x	215.3x	30.9x
Sul América S.A.	Brasil	1,992	1,734	0.5x	0.5x	NM	NM	23.3x	8.6x
Centro de Imagem Diagnósticos S.A.	Brasil	547	379	2.7x	2.6x	12.3x	11.1x	60.7x	40.9x
Diagnósticos da América S.A.	Brasil	4,164	3,272	2.3x	1.7x	10.8x	7.5x	19.6x	16.6x
Fleury S.A.	Brasil	1,310	954	1.9x	1.7x	6.9x	6.4x	14.7x	15.4x
Hypera S.A.	Brasil	3,793	3,012	3.6x	3.1x	10.6x	9.0x	11.4x	10.4x
Instituto Hermes Pardini S.A.	Brasil	488	423	1.4x	1.3x	5.7x	5.4x	10.8x	10.7x
Odontoprev S.A.	Brasil	1,098	1,095	3.4x	3.1x	11.6x	11.5x	17.4x	16.9x
Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A.	Brasil	937	746	2.5x	2.3x	5.6x	4.9x	10.8x	9.9x
Hospital Mater Dei S.A.	Brasil	758	882	4.1x	2.4x	13.5x	7.8x	31.8x	22.4x
Kora Saúde Participações S.A.	Brasil	810	639	3.7x	2.0x	14.6x	8.3x	31.3x	15.6x
Oncoclinicas do Brasil Serviços Médicos S.A.	Brasil	651	635	1.3x	0.9x	7.4x	5.1x	20.7x	13.5x
CM Hospitalar S/A	Brasil	834	832	0.8x	0.5x	10.1x	6.5x	16.0x	11.6x
Média				2.5x	2.0x	14.1x	9.1x	37.6x	17.9x
Mediana				2.6x	2.2x	10.8x	7.8x	20.2x	15.5x
Internacional									
Aier Eye Hospital Group Co., Ltd.	China	35,964	35,784	14.9x	11.9x	55.5x	42.6x	94.5x	70.6x
Apollo Hospitals Enterprise Limited	Índia	11,097	10,703	5.9x	5.1x	41.7x	32.6x	90.1x	71.9x
Bangkok Chain Hospital Public Company Limited	Tailândia	1,781	1,593	3.1x	4.7x	7.3x	16.0x	9.8x	26.6x
Bangkok Dusit Medical Services Public Company Limited	Tailândia	10,916	10,623	5.0x	4.5x	23.0x	20.2x	50.3x	41.1x
Bumrungrad Hospital Public Company Limited	Tailândia	3,239	3,388	9.0x	7.1x	44.3x	25.9x	117.2x	48.9x
Chemring Group PLC	Reino Unido	1,094	1,042	2.0x	1.9x	10.6x	9.5x	16.8x	15.6x
Fortis Healthcare Limited	Índia	3,156	2,895	4.3x	3.8x	25.7x	20.1x	90.1x	49.2x
GDS Holdings Limited	China	13,543	9,995	11.0x	8.6x	23.6x	18.1x	NM	NM
HCA Healthcare, Inc.	EUA	105,611	70,170	1.8x	1.7x	8.3x	8.2x	12.8x	12.2x
IHH Healthcare Berhad	Malásia	15,869	13,700	4.1x	3.8x	16.1x	15.3x	38.1x	36.3x
Mouwasat Medical Services Company	EUA	4,797	4,585	8.1x	7.0x	22.3x	19.9x	28.1x	25.6x
M.D.C. Holdings, Inc.	EUA	4,515	3,416	0.8x	0.7x	NM	NM	5.9x	5.2x
Tenet Healthcare Corporation	EUA	22,358	7,555	1.1x	1.1x	6.8x	6.7x	11.2x	10.9x
Universal Health Services, Inc.	EUA	13,518	9,543	1.1x	1.0x	7.1x	7.0x	9.9x	9.6x
Média				5.2x	4.5x	22.5x	18.6x	44.2x	32.6x
Mediana				4.2x	4.2x	22.3x	18.1x	28.1x	26.6x

Fontes: Elaboração própria, 2021

Tabela 26 – Empresas comparáveis (dados financeiros e operacionais)

Valuation Metrics

Companhia	País	Enterprise Value	Equity Value	Cresc. Receita	Margem EBITDA	Margem Líquida
Unidade	-	[US\$'mm] USD	[US\$'mm] USD	[%]	[%]	[%]
Câmbio	-			-	-	-
Brasil						
Hapvida Participações e Investimentos S.A.	Brasil	7,615	7,146	32%	16%	20%
Notre Dame Intermédica Participações S.A.	Brasil	7,087	6,393	28%	7%	15%
Sul América S.A.	Brasil	1,992	1,734	11%	0%	0%
Centro de Imagem Diagnósticos S.A.	Brasil	547	379	6%	22%	23%
Diagnósticos da América S.A.	Brasil	4,164	3,272	56%	21%	22%
Fleury S.A.	Brasil	1,310	954	17%	28%	27%
Hypera S.A.	Brasil	3,793	3,012	32%	34%	35%
Instituto Hermes Pardini S.A.	Brasil	488	423	19%	25%	24%
Odontoprev S.A.	Brasil	1,098	1,095	4%	29%	27%
Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A.	Brasil	937	746	7%	45%	46%
Hospital Mater Dei S.A.	Brasil	758	882	51%	30%	31%
Kora Saúde Participações S.A.	Brasil	810	639	93%	25%	24%
Oncoclinicas do Brasil Serviços Médicos S.A.	Brasil	651	635	46%	18%	18%
CM Hospitalar S/A	Brasil	834	832	50%	8%	8%
Média				32%	22%	23%
Mediana				30%	23%	24%
Internacional						
Aier Eye Hospital Group Co., Ltd.	China	35,964	35,784	34%	27%	28%
Apollo Hospitals Enterprise Limited	Índia	11,097	10,703	21%	11%	15%
Bangkok Chain Hospital Public Company Limited	Tailândia	1,781	1,593	10%	42%	29%
Bangkok Dusit Medical Services Public Company Limited	Tailândia	10,916	10,623	2%	22%	23%
Bumrungrad Hospital Public Company Limited	Tailândia	3,239	3,388	(1%)	20%	27%
Chemring Group PLC	Reino Unido	1,094	1,042	10%	19%	20%
Fortis Healthcare Limited	Índia	3,156	2,895	12%	10%	19%
GDS Holdings Limited	China	13,543	9,995	49%	47%	47%
HCA Healthcare, Inc.	EUA	105,611	70,170	8%	21%	21%
IHH Healthcare Berhad	Malásia	15,869	13,700	9%	25%	25%
Mouwasat Medical Services Company	EUA	4,797	4,585	16%	36%	35%
M.D.C. Holdings, Inc.	EUA	4,515	3,416	25%	0%	0%
Tenet Healthcare Corporation	EUA	22,358	7,555	4%	17%	17%
Universal Health Services, Inc.	EUA	13,518	9,543	6%	15%	15%
Média				15%	22%	23%
Mediana				10%	21%	22%

Fontes: Elaboração própria, 2021

Análise de múltiplos de transações relevantes

Na tabela abaixo, encontram-se os múltiplos de transações anteriores, no setor de saúde brasileiro.

Tabela 27 – Transações precedentes no setor de saúde brasileiro

Data	Comprador	Alvo	EV [R\$'mm]	Receita Líq. [R\$'mm]	EV/Receita [x]	EV/EBITDA [x]
Jul-17	São Francisco	Ampla	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Aug-17	Pátria	Med Imagem	47	26	1.8x	n.a.
Jul-18	GNDI	Group Cruzeiro do Sul	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Jul-18	GNDI	Group Samed	120	214	0.6x	8.0x
Jun-18	GNDI	Group Mediplan	150	228	0.7x	9.1x
Sep-18	Hapvida	Uniplam	30	30	1.0x	5.0x
Sep-18	GNDI	Group Green Line	1,200	956	1.3x	7.4x
Sep-18	Amil	Sobam	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sep-18	Hapvida	Free Life	25	31	0.8x	4.2x
Nov-18	Pátria	Samp	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Nov-18	Pátria	São Bernardo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Jan-19	São Francisco	Santa Casa SJRP	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Feb-19	São Francisco	Hospital Regional de Franca	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Feb-19	CNU	Unimed Feira de Santana	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
May-19	Hapvida	São Francisco	5,000	2,100	2.4x	10.6x
May-19	Starboard	AGEMED	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
May-19	Kinea	CCG	150	350	0.4x	n.a.
Jun-19	Hapvida	América	427	320	1.3x	5.3x
Jul-19	Hapvida	RN Metropolitan	53	123	0.4x	5.3x
Oct-19	GNDI	São Lucas	312	229	1.4x	n.a.
Nov-19	GNDI	Clinipam	2,600	635	4.1x	26.5x
Nov-19	Hapvida	(15% of AGEMED members)	19	46	0.4x	n.a.
Nov-19	Hapvida	Medical	294	165	1.8x	n.a.
Dec-19	Hapvida	Plamed (portfolio)	58	n.a.	n.a.	n.a.
Dec-19	GNDI	Ecole	49	68	0.7x	4.1x
Jun-20	Sul America	Paraná Clínicas	385	200	1.9x	32.9x
Jun-20	GNDI	Grupo Santa Mônica (SM)	259	89	2.9x	18.5x
Jul-20	Hapvida	Grupo São José	320	219	1.5x	7.9x
Aug-20	GNDI	Climepe	168	74	2.3x	16.8x
Jul-20	GNDI	Bio Saúde	79	103	0.8x	n.a.
Aug-20	GNDI	Medisanitas Brasil	1,000	572	1.7x	12.5x
Sep-20	Hapvida	Promed	1,500	600	2.5x	13.2x
Sep-20	Hapvida	Samedh	20	n.a.	n.a.	n.a.
Sep-20	Hapvida	Plamheg	23	n.a.	n.a.	n.a.
Sep-20	Hapvida	Filosanitas	45	n.a.	n.a.	n.a.
Oct-20	GNDI	Lifeday	70	95	0.7x	n.a.
Oct-20	GNDI	Grupo Serpram	170	108	1.6x	n.a.
Nov-20	Hapvida	Premium Saúde	150	143	1.0x	n.a.

Fontes: Elaboração própria, 2021

5.3 ANÁLISE DE TIR EM SIMULAÇÃO DE INVESTIMENTO

Uma simulação foi realizada para avaliar a TIR de um eventual investimento na Rede D’Or São Luiz, à cotação atual. Igualando-se múltiplos de entrada com os de saída, a TIR obtida foi 19,7%, e o *MOIC* (divisão entre o que foi recebido como retorno, pelo investimento realizado) foi 2,43x.

Tabela 28 – Simulação de investimento de um investidor na Rede D’Or São Luiz, com desinvestimento em 2026

Análise de TIR

Receita Líquida	[R\$'mm]	14,029	21,004	27,034	32,041	37,487	43,461	50,016
EBITDA	[R\$'mm]	2,488	4,890	6,343	7,558	8,885	10,345	11,954
Lucro Líquido	[R\$'mm]	459	1,573	1,830	2,354	2,782	3,196	3,717
Entrada								
Preço da Ação	[R\$]		50.17					
Ações em Circulação	[#'mm]		1,972					
Equity Value	[R\$'mm]		98,910					
(+) Dívida Líquida	[#'mm]		13,783					
(-) Ativos Não Operacionais	[#'mm]		3,931					
(+) Passivos Não Operacionais	[#'mm]		412					
Enterprise Value	[R\$'mm]		109,175					
Múltiplo EV/Receita Líquida	[x]	7.8x	5.2x	4.0x	3.4x	2.9x	2.5x	2.2x
Múltiplo EV/EBITDA	[x]	43.9x	22.3x	17.2x	14.4x	12.3x	10.6x	9.1x
Múltiplo P/E	[x]	215.3x	62.9x	54.0x	42.0x	35.6x	30.9x	26.6x
Equity Value (Pre-Money)	[R\$'mm]		98,910					
Valor Investido em Ações	[R\$'mm]		500					
Equity Value (Post-Money)	[R\$'mm]		98,910					
% Participação	[%]		0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Participação Investidor	[R\$'mm]		500					
Saída								
Múltiplo EV/Receita Líquida	[x]					5.9x	5.1x	
Múltiplo EV/EBITDA	[x]					24.8x	21.4x	
Múltiplo P/E	[x]					73.1x	62.9x	
Equity Value	[R\$'mm]						233,694	
(+) Dívida Líquida	[#'mm]						26,574	
(-) Ativos Não Operacionais	[#'mm]						4,448	
(+) Passivos Não Operacionais	[#'mm]						412	
Enterprise Value	[R\$'mm]						256,232	
Participação Investidor	[R\$'mm]						1,181	
Data								
			31-Dec-21	31-Dec-22	31-Dec-23	31-Dec-24	31-Dec-25	31-Dec-26
(-) Investimento	[R\$'000]		-500					
(+) Dividendos	[R\$'000]			3	5	7	9	11
(+) Cash-out	[R\$'000]							1,181
Fluxo de Caixa	[R\$'000]		-500	3	5	7	9	1,193
TIR	19.7%							
MOIC	2.43x							

Fontes: Elaboração própria, 2021

6 CONCLUSÕES

O principal objetivo desse estudo foi identificar o posicionamento, as barreiras de entrada e as principais alavancas de geração de valor do negócio da Rede D'Or São Luiz.

Como visto na seção 4.5 do relatório, a Rede D'Or São Luiz se beneficia de seu posicionamento em hospitais de referência nas principais metrópoles do país, frequentemente em regiões nobres, o que fortalece a Rede D'Or frente às fontes pagadoras. Trata-se de uma empresa atualmente capitalizada, com vasta experiência em *M&A* e bem sucedida ao integrar e explorar sinergias em suas aquisições.

Um investidor ativista poderia atuar sobre as seguintes frentes, para propulsionar a geração de valor na Rede D'Or São Luiz:

- (i) Crescimento orgânico do número de leitos;
- (ii) Crescimento inorgânico do número de leitos;
- (iii) Manutenção da taxa de ocupação de leitos elevada;
- (iv) Crescimento no número de infusões realizadas;
- (v) Melhoria do *ticket* médio dos procedimentos;
- (vi) Manutenção e melhoria das margens;
- (vii) Gestão eficiente do CAPEX para expansão orgânica e inorgânica;
- (viii) Gestão eficiente do ciclo de conversão de caixa, alongando pagamentos e encurtando recebimentos;
- (ix) Gestão eficiente das glosas;
- (x) Planejamento tributário eficiente;
- (xi) Melhoraria da estrutura de capital da companhia.

7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANAHp (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE HOSPITAIS PRIVADOS). Disponível em: <<https://www.anahp.com.br/>>. Acesso em: 04/11/2021.

ANS (AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR). **Dados Gerais**. Disponível em: <<http://www.ans.gov.br/perfil-do-setor/dados-gerais/>>. Acesso em: 30/10/2021.

ANS (AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR). **Resolução Normativa Nº 195 e 196**. Disponível em: <<https://www.ans.gov.br/component/legislacao/>>. Acesso em: 22/10/2021.

AZEVEDO, PAULO & BOARATI, VANESSA & ALMEIDA, SILVIA & ITO, NOBUIUKI & MORON, CAROLINE & INHASZ, WILLIAM & ROUSSET, FERNANDA. **A Cadeia de Saúde Suplementar no Brasil: avaliação de falhas de mercado e propostas de políticas**. Disponível em: <<https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2018/09/estudo-cadeia-de-saude-suplementar-Brasil.pdf>>. Acesso em: 02/11/2021

BACEN (BANCO CENTRAL). **Boletim Focus, de 5 de novembro de 2021**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>>. Acesso em: 10/11/2021.

BANK OF AMERICA. Disponível em: <<https://markets.ml.com/>>. Acesso em: 03/11/2021

BRASIL. **Artigo 196 da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: <http://conselho.saude.gov.br/web_sus20anos/20anossus/legislacao/constituicaoederal.pdf>. Acesso em: 02/11/2021.

BRASIL. **Lei Nº 9.782, de 26 de janeiro de 1999**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9782.htm>. Acesso em: 03/11/2021.

BRASIL. **Lei Nº 9.961, de 28 de janeiro de 2000**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9961.htm>. Acesso em: 03/11/2021.

BRASIL. **Lei Nº 12.529/2011, de 30 de novembro de 2011**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12529.htm>. Acesso em: 03/11/2021.

BRASIL. **Lei Nº 13.989, de 15 de abril de 2020**. Disponível em: <<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-n-13.989-de-15-de-abril-de-2020-252726328>>. Acesso em: 02/11/2021.

BTG PACTUAL. Disponível em: <<https://www.btgpactual.com/research/>>. Acesso em: 03/11/2021

CAPITAL IQ. Disponível em: <<https://www.capitaliq.com/>>. Acesso em: 30/11/2021.

CNES (CADASTRO NACIONAL DE ESTABELECIMENTOS DE SAÚDE). Disponível em: <<http://cnes.datasus.gov.br/>>. Acesso em: 03/11/2021

CREDIT SUISSE. Disponível em: <<https://plus.credit-suisse.com/>>. Acesso em: 03/11/2021

DAMODARAN, ASWATH. **Useful Datasets**. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.htmls>. Acesso em: 15/11/2021.

DAMODARAN, ASWATH. **Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 3^a edição. Editora Wiley, 2012.

DATASUS. Disponível em: <<https://datasus.saude.gov.br/>>. Acesso em: 12/11/2021

DUFF & PHELPS. **Cost of Capital Resource Center**. Disponível em: <<https://www.duffandphelps.com/insights/publications/cost-of-capital>>. Acesso em: 15/11/2021.

ERNST & YOUNG. **Relatório do auditor independente sobre as demonstrações financeiras individuais e consolidadas (2020)**

IBGE (INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA). Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/>>. Acesso em 30/10/2021.

IESS (INSTITUTO DE ESTUDOS DE SAÚDE SUPLEMENTAR). **Análise especial do mapa assistencial da saúde suplementar no Brasil entre 2014 e 2019**. Disponível em: <<https://www.ies.org.br/biblioteca/tds-e-estudos/estudos-especiais-do-ies/analise-especial-do-mapa-assistencial-da-saude>>. Acesso em: 31/10/2021

IESS (INSTITUTO DE ESTUDOS DE SAÚDE SUPLEMENTAR). **IESS Data**. Disponível em: <<https://www.ies.org.br/ies-data>>. Acesso em: 30/10/2021

INCA (INSTITUTO NACIONAL DO CÂNCER). **Estatísticas de Câncer**. Disponível em: <<https://www.inca.gov.br/numeros-de-cancer>>. Acesso em: 15/11/2021.

J.P. MORGAN. Disponível em: <<https://www.jpmorgan.com/insights/research>>. Acesso em: 12/11/2021

MINISTÉRIO DA SAÚDE. Disponível em: <<https://www.gov.br/saude/pt-br>>. Acesso em: 12/11/2021

OCDE (ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO). Disponível em: <<https://www.oecd.org/>>. Acesso em: 12/11/2021

PRINCETON PUBLIC HEALTH REVIEW. **Health Care Reform: Learning from other major health care systems**. Disponível em:

<<https://pphr.princeton.edu/2017/12/02/unhealthy-health-care-a-cursory-overview-of-major-health-care-systems/>>. Acesso em: 07/10/2021.

REDE D'OR. Relação com Investidores. Disponível em:
<<https://ri.rededorsaoluiz.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>>. Acesso em:
26/11/2021.

REDE D'OR. Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Rede D'Or São Luiz S.A. Disponível em:
<https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/ofertas-em-andamento/rede-d-or-sao-luiz-s-a-acoes-ordinarias.htm>. Acesso em:
26/11/2021.

SALU, ENIO JORGE. Administração hospitalar no Brasil. 1^a edição. São Paulo. Editora Manole, 2012.

SEAE (SECRETARIA DA ADVOCACIA DA CONCORRÊNCIA E COMPETITIVIDADE). Guia de Advocacia da Concorrência. Disponível em:
<https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-e-manuais/guiaadvocaciaconcorrencia_ascom.pdf>. Acesso em: 03/11/2021

SIGA BRASIL. Disponível em: <<https://www12.senado.leg.br/orcamento/sigabrasil>>. Acesso em: 12/11/2021

WORLD BANK. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/>>. Acesso em 09/11/2021.

APÊNDICE A – INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DE COMPETIDORES

Esta seção do relatório traz informações financeiras de empresas concorrentes da Rede D'Or São Luiz, que foram consideradas na elaboração das projeções financeiras.

Tabela 29 – Informações financeiras da Rede Ímpar

	Unidade	2015	2016	2017	2018	2019
Rede Ímpar						
Receita Líquida	[R\$'mm]	1,390	1,618	1,864	2,185	2,883
% Crescimento	[%]		16.4%	15.2%	17.2%	32.0%
Lucro Bruto	[R\$'mm]	386	459	550	595	776
% Margem Bruta	[%]	27.8%	28.4%	29.5%	27.2%	26.9%
EBITDA	[R\$'mm]	100	157	296	373	446
% Margem EBITDA	[%]	7.2%	9.7%	15.9%	17.1%	15.5%
Lucro Líquido	[R\$'mm]	8	68	119	174	186
% Margem Líquida	[%]	0.5%	4.2%	6.4%	7.9%	6.5%
Dívida Líquida	[R\$'mm]	163	320	250	243	806
% Dívida Líquida / EBITDA	[%]	1.6x	2.0x	0.8x	0.7x	1.8x

Fontes: Rede Ímpar, 2021

Tabela 30 – Informações financeiras do Albert Einstein

	Unidade	2015	2016	2017	2018	2019
Albert Einstein						
Receita Líquida	[R\$'mm]		2,520	2,727	2,826	3,165
% Crescimento	[%]			8.2%	3.6%	12.0%
Lucro Bruto	[R\$'mm]		1,954	2,099	2,160	2,582
% Margem Bruta	[%]		77.6%	77.0%	76.4%	81.6%
EBITDA	[R\$'mm]		341	376	367	697
% Margem EBITDA	[%]		13.5%	13.8%	13.0%	22.0%
Lucro Líquido	[R\$'mm]		259	256	240	489
% Margem Líquida	[%]		10.3%	9.4%	8.5%	15.4%
Dívida Líquida	[R\$'mm]				728	828
% Dívida Líquida / EBITDA	[%]				2.0x	1.2x

Fontes: Albert Einstein, 2021

Tabela 31 – Informações financeiras do Sírio Libanês

	Unidade	2015	2016	2017	2018	2019
Sírio Libanês						
Receita Líquida	[R\$'mm]	1,847	1,971	2,025	2,275	
%Crescimento	[%]		6.7%	2.8%	12.3%	
Lucro Bruto	[R\$'mm]	1,205	1,235	1,268	1,401	
%Margem Bruta	[%]	65.3%	62.7%	62.6%	61.6%	
EBITDA	[R\$'mm]	337	349	242	232	
%Margem EBITDA	[%]	18.3%	17.7%	11.9%	10.2%	
Lucro Líquido	[R\$'mm]	258	258	128	71	
%Margem Líquida	[%]	14.0%	13.1%	6.3%	3.1%	
Dívida Líquida	[R\$'mm]	330	290	292	0	
% Dívida Líquida / EBITDA	[%]	1.0x	0.8x	1.2x	0.0x	

Fontes: Sírio Libanês, 2021

Tabela 32 – Informações financeiras do Kora (Meridional)

	Unidade	2015	2016	2017	2018	2019
Kora (Meridional)						
Receita Líquida	[R\$'mm]	130	264	283	421	
%Crescimento	[%]		102.8%	7.2%	49.0%	
Lucro Bruto	[R\$'mm]	73	152	162	274	
%Margem Bruta	[%]	56.0%	57.8%	57.2%	65.1%	
EBITDA	[R\$'mm]	-1	40	30	67	
%Margem EBITDA	[%]	-0.5%	15.2%	10.4%	15.8%	
Lucro Líquido	[R\$'mm]	-18	9	3	8	
%Margem Líquida	[%]	-14.2%	3.5%	1.0%	1.9%	
Dívida Líquida	[R\$'mm]	75	69	125	351	
% Dívida Líquida / EBITDA	[%]	(125.3x)	1.7x	4.2x	5.3x	

Fontes: Kora (Meridional), 2021

Tabela 33 – Informações financeiras da Hospital Care

	Unidade	2015	2016	2017	2018	2019
Hospital Care	 HOSPITAL CARE					
Receita Líquida %Crescimento	[R\$'mm] [%]		272	573	774	
				110.9%	35.1%	
Lucro Bruto %Margem Bruta	[R\$'mm] [%]		58	145	196	
			21.4%	25.4%	25.3%	
EBITDA %Margem EBITDA	[R\$'mm] [%]		0	48	36	
			-0.1%	8.5%	4.6%	
Lucro Líquido %Margem Líquida	[R\$'mm] [%]		15	19	-20	
			5.3%	3.4%	-2.6%	
Dívida Líquida % Dívida Líquida / EBITDA	[R\$'mm] [%]		-72	-136	83	
			181.0x	(2.8x)	2.3x	

Fontes: Hospital Care, 2021

Tabela 34 – Informações financeiras do MaterDei

	Unidade	2015	2016	2017	2018	2019
Mater Dei	 MaterDei Rede de Saúde					
Receita Líquida %Crescimento	[R\$'mm] [%]	525	600	627	733	
			14.1%	4.5%	16.9%	
Lucro Bruto %Margem Bruta	[R\$'mm] [%]	212	240	285	336	
		40.4%	40.0%	45.5%	45.8%	
EBITDA %Margem EBITDA	[R\$'mm] [%]	170	190	221	258	
		32.4%	31.6%	35.2%	35.2%	
Lucro Líquido %Margem Líquida	[R\$'mm] [%]	87	110	124	138	
		16.5%	18.3%	19.9%	18.9%	
Dívida Líquida % Dívida Líquida / EBITDA	[R\$'mm] [%]	-102	-26	3	70	
		(0.6x)	(0.1x)	0.0x	0.3x	

Fontes: MaterDei, 2021

Tabela 35 – Informações financeiras do Hospital Santa Paula

	Unidade	2015	2016	2017	2018	2019
Hospital Santa Paula						
Receita Líquida	[R\$'mm]	307	386	427	513	
%Crescimento	[%]		25.6%	10.7%	20.1%	
Lucro Bruto	[R\$'mm]	98	124	113	141	
%Margem Bruta	[%]	32.0%	32.2%	26.4%	27.5%	
EBITDA	[R\$'mm]	45	56	58	90	
%Margem EBITDA	[%]	14.8%	14.6%	13.6%	17.5%	
Lucro Líquido	[R\$'mm]	26	38	36	49	
%Margem Líquida	[%]	8.5%	9.9%	8.4%	9.5%	
Dívida Líquida	[R\$'mm]	-3	-43	-11	29	
% Dívida Líquida / EBITDA	[%]	(0.1x)	(0.8x)	(0.2x)	0.3x	

Fontes: Hospital Santa Paula, 2021

Tabela 36 – Informações financeiras do Hospital Pequeno Príncipe

	Unidade	2015	2016	2017	2018	2019
Hospital Pequeno Príncipe						
Receita Líquida	[R\$'mm]	193	230	257	281	
%Crescimento	[%]		18.9%	11.9%	9.5%	
Lucro Bruto	[R\$'mm]	65	72	91	114	
%Margem Bruta	[%]	33.5%	31.4%	35.6%	40.6%	
EBITDA	[R\$'mm]	7	18	33	32	
%Margem EBITDA	[%]	3.8%	7.8%	12.8%	11.5%	
Lucro Líquido	[R\$'mm]	2	12	25	27	
%Margem Líquida	[%]	0.9%	5.1%	9.8%	9.7%	
Dívida Líquida	[R\$'mm]	20	6	0	-2	
% Dívida Líquida / EBITDA	[%]	2.7x	0.3x	0.0x	(0.0x)	

Fontes: Hospital Pequeno Príncipe, 2021

Tabela 37 – Informações financeiras da Oncoclínicas

	Unidade	2015	2016	2017	2018	2019
Oncoclínicas	 oncoclinicas					
Receita Líquida %Crescimento	[R\$'mm] [%]	458	595	792	1,051	1,690
Lucro Bruto %Margem Bruta	[R\$'mm] [%]	198	236	312	405	603
EBITDA %Margem EBITDA	[R\$'mm] [%]	47	53	83	101	183
Lucro Líquido %Margem Líquida	[R\$'mm] [%]	-9	-1	35	16	19
Dívida Líquida % Dívida Líquida / EBITDA	[R\$'mm] [%]	125	128	198	269	481
		2.7x	2.4x	2.4x	2.7x	2.6x

Fontes: Oncoclínicas, 2021

Tabela 38 – Informações financeiras do A.C. Camargo

	Unidade	2015	2016	2017	2018	2019
A. C. Camargo	 A.C.Camargo Cancer Center					
Receita Líquida %Crescimento	[R\$'mm] [%]	1,115	1,299	1,308	1,352	1,286
Lucro Bruto %Margem Bruta	[R\$'mm] [%]	343	412	367	358	241
EBITDA %Margem EBITDA	[R\$'mm] [%]	232	286	229	222	116
Lucro Líquido %Margem Líquida	[R\$'mm] [%]	298	395	329	288	140
Dívida Líquida % Dívida Líquida / EBITDA	[R\$'mm] [%]	19	39	25	23	112
		0.1x	0.1x	0.1x	0.1x	1.0x

Fontes: A.C. Camargo, 2021