

Atualização - DEEP DIVE

2023

 **MaterDei**
Rede de Saúde



Abril 2023

EQUITAS

SUMMARY

	Página
1. Atualização do Setor -----	3
1.1. Impactos Pandemia -----	3
1.2. Temas Relevantes -----	5
1.3. Performance na Bolsa -----	6
2. Atualização Mater Dei -----	7
2.1. Últimos Acontecimentos -----	7
2.2. Atualização do Case e Projeções -----	7

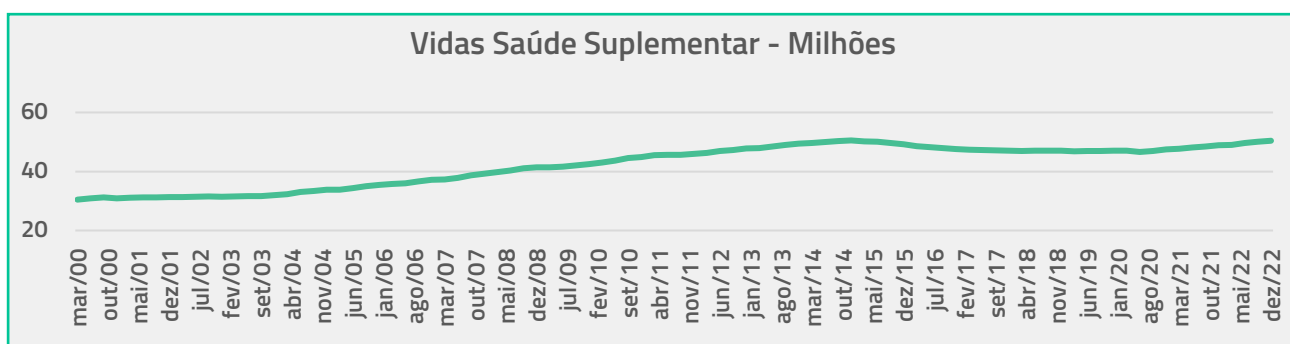
1. Atualização do Setor

1.1. Impactos da Pandemia

O setor de saúde foi severamente impactado pelo COVID, com deterioração nos unit economics dos planos de saúde, apesar do retorno do número de vidas para patamar recorde, de 50 milhões.

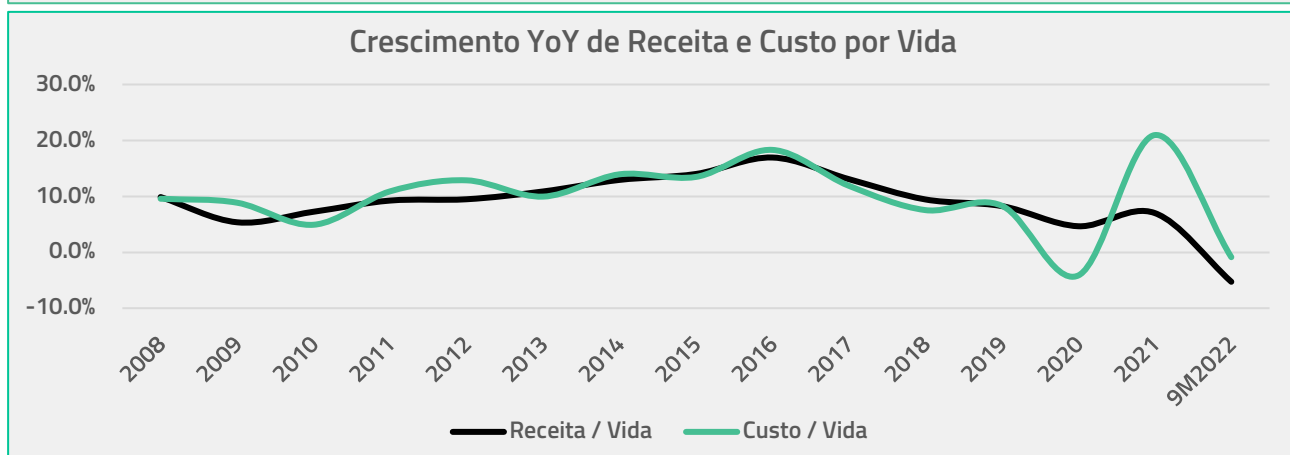
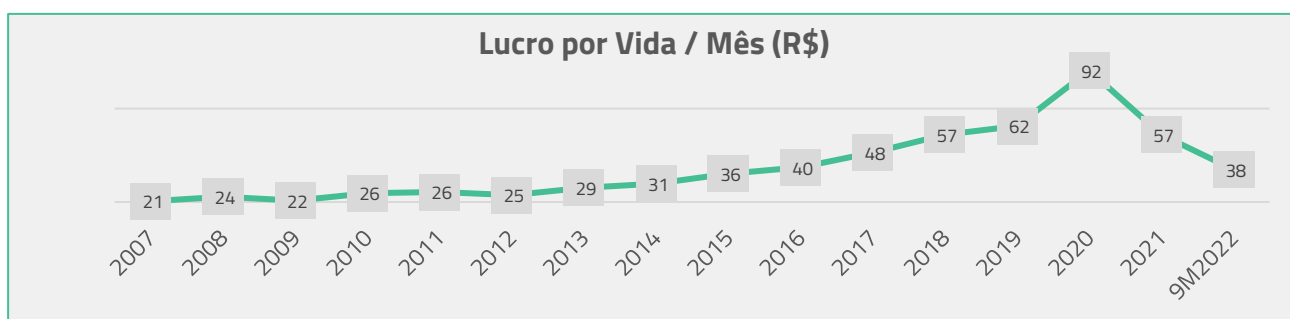
Os últimos anos foram bastante turbulentos para o setor de saúde. Os impactos da pandemia foram marcados por momentos muito antagônicos, mas as sequelas negativas foram bem exacerbadas nos últimos 24 meses. Como reflexo dessa dinâmica, todo setor sofre bastante apesar do aumento do número de vidas para próximo da máxima histórica (de 50mm de pessoas).

No ano de 2020 as operadoras de planos de saúde tiveram uma grande redução nos custos com contas médicas, devido ao lockdown, que reduziu significativamente a frequência de pacientes aos hospitais. No entanto, o impacto gerado no setor nos anos de 2021 e 2022 foi catastrófico, não deixando passar ilesa nem a Hapvida, player com maior vantagem de custos e maior número de vidas do país.



Fonte: Equitas e Agência Nacional da Saúde (ANS)

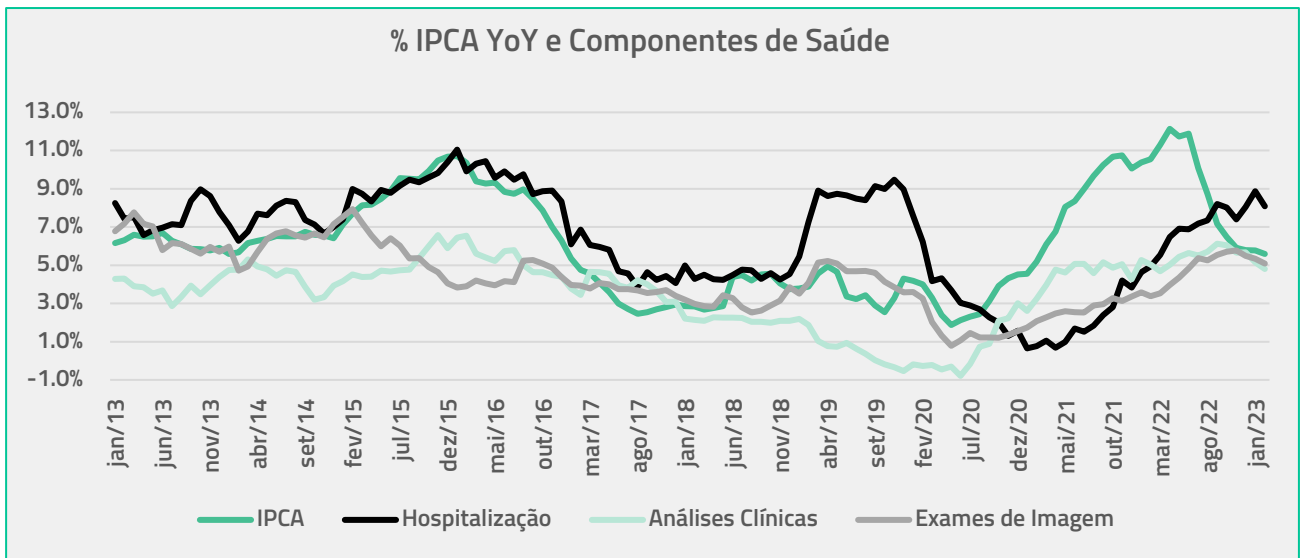
Como ilustrado abaixo, observamos um desequilíbrio no unit economics das operadoras, com os custos por vida crescendo de forma descontrolada e as receitas por vida não acompanhando esse movimento em 2021 e 2022. Como consequência, o lucro por vida em 2022 voltou praticamente aos patamares de 2015.



Fonte: Equitas e Agência Nacional da Saúde (ANS)

Os principais fatores que influenciaram o movimento recente foram:

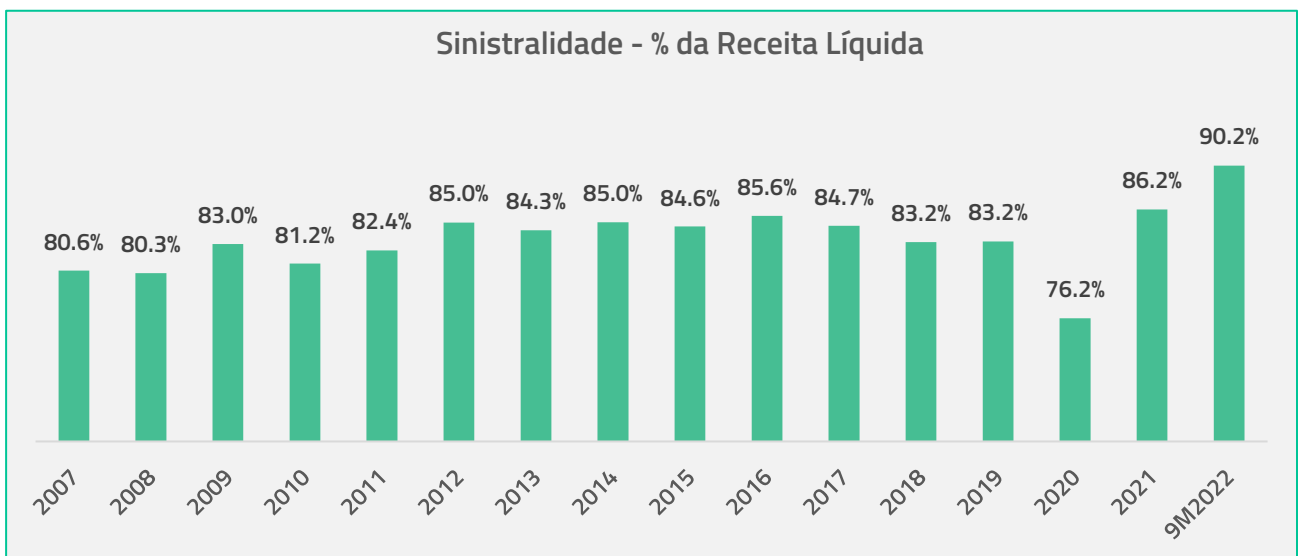
- Aumento da inflação no país, elevando consideravelmente os custos e despesas do setor, notadamente em decorrência dos altos reajustes salariais concedidos a toda a força de trabalho;
- Elevação dos custos de materiais e medicamentos ligados ao COVID, cujo período de normalização foi muito prolongado;
- Aumento da frequência dos pacientes aos hospitais e clínicas, após um longo período de lockdown, resultando em represamento de procedimentos eletivos e sobrecarga do sistema de saúde;
- Esses impactos elevaram significativamente todos os custos da cadeia de saúde, refletindo na elevação da inflação médica em todo o país;



Fonte: Equitas e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)

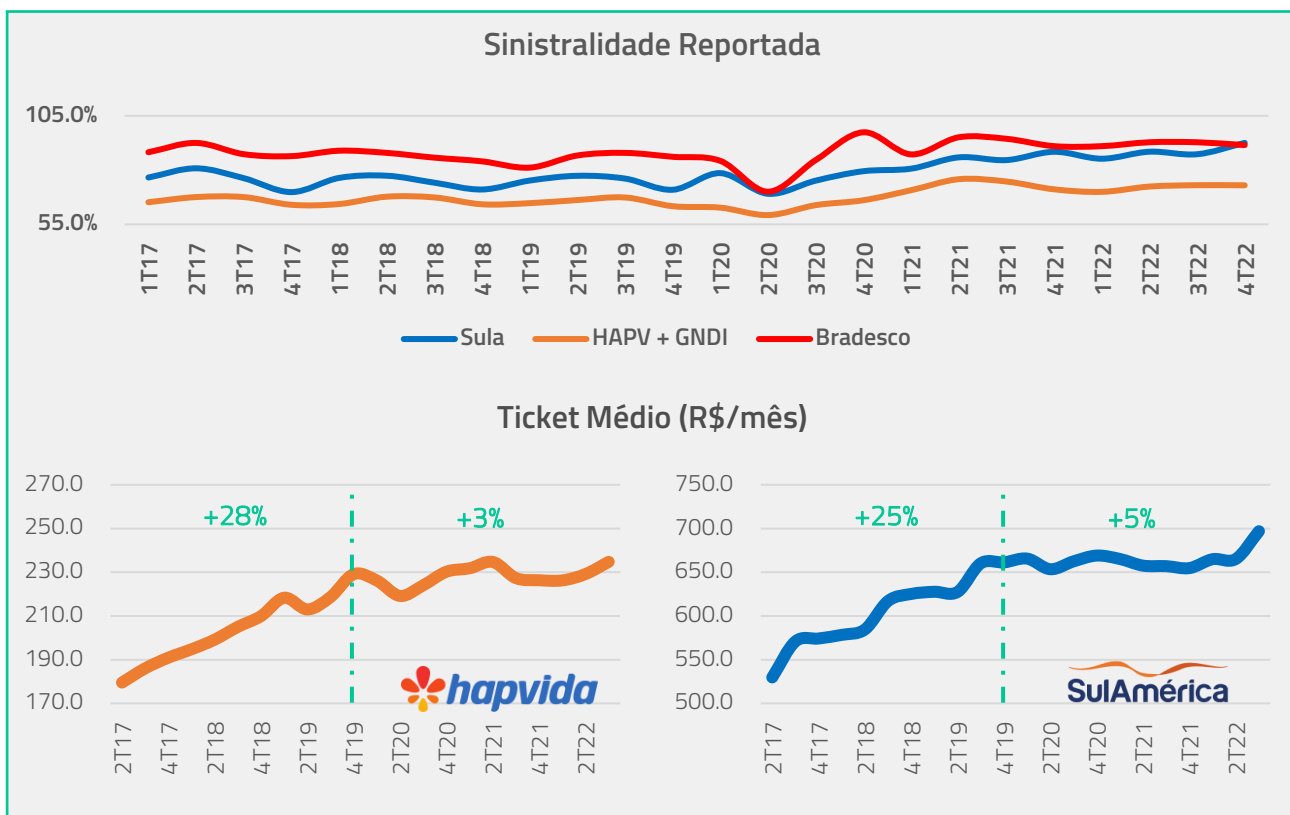
- Ademais, os planos de saúde encontraram dificuldades em repassar os efeitos dos aumentos de custo para os preços finais, sobretudo considerando um ano de reajuste negativo no segmento individual, estabelecido pela ANS. Essas circunstâncias levaram a um aumento do movimento de clientes em direção a planos com preços mais baixos (trade-down), resultando em forte pressão sobre os tickets médios da indústria.

Como resultado, a sinistralidade média da indústria alcançou patamares inéditos, conforme apresentado no gráfico a seguir.



Fonte: Equitas e Agência Nacional da Saúde (ANS)

Embora os dados apresentados no slide anterior reflitam a situação do setor de forma geral, os principais players também têm enfrentado níveis recordes de sinistralidade, demonstrando a extensão dos efeitos negativos. A situação é ainda mais desafiadora para os players regionais e de menor porte, tais como as Unimed, que tem operado com sinistralidade superior a 100% e uma situação financeira extremamente preocupante.



Fonte: Equitas, números das companhias e Agência Nacional da Saúde (ANS)

Naturalmente, os impactos sofridos pelas fontes pagadoras (operadoras de saúde) foram sentidos em toda a cadeia, com efeitos nas redes de hospitais, clínicas de diagnóstico e etc. Alguns dos efeitos para os prestadores de serviços médicos tem sido:

- (i) Maior dificuldade nas negociações de reajuste de preços;
- (ii) Maior procura por empacotamento de procedimentos e métodos alternativos de pagamento;
- (iii) Dificuldade de manutenção das rentabilidades históricas, também por pressões de custos e despesas;
- (iv) Ressaca da consolidação - Menor geração de caixa, que levou a uma redução do nível de crescimento e maior nível de alavancagem das companhias em geral.

1.2. Temas Relevantes

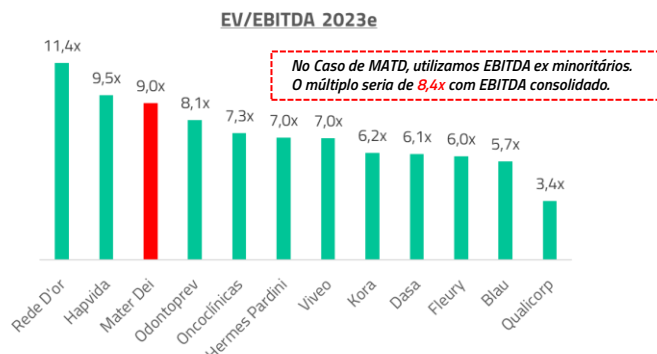
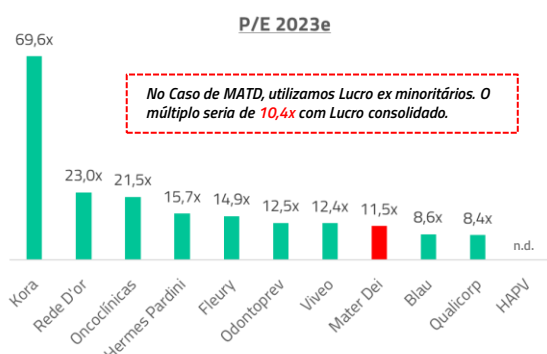
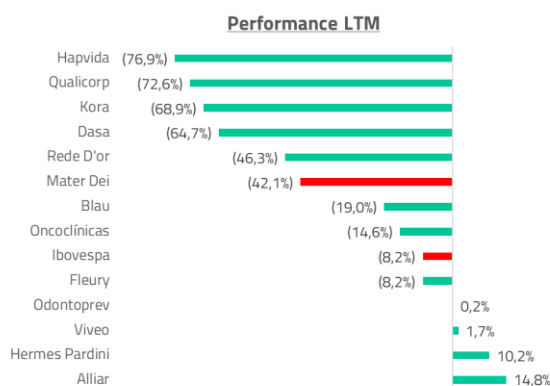
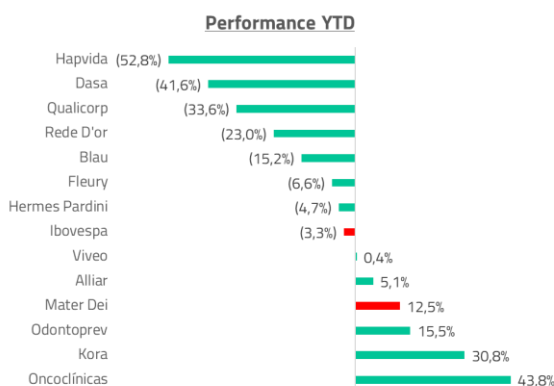
Alguns outros temas mencionados no Deep Dive de Mater Dei tiveram desdobramentos posteriores e pesaram negativamente no desempenho das empresas do setor de saúde na bolsa:

- **A aquisição da Sulamerica pela Rede D'or foi aprovada pelo CADE e ANS.** Antes da aprovação, havia temores no mercado sobre os possíveis impactos da operação. Especialistas alertavam que a concentração de mercado poderia prejudicar a livre concorrência e aumentar os preços dos serviços de saúde para os consumidores. Além disso, diversas redes hospitalares que atendiam a Sulamerica manifestaram-se junto ao CADE, preocupadas com o acesso da Rede D'or a informações confidenciais de seus acordos comerciais. Apesar disso, a transação foi aprovada com poucas restrições e agora estamos acompanhando de perto seus efeitos colaterais para a indústria.

- **Piso da Enfermagem.** O projeto de lei foi aprovado no Congresso. No entanto, em agosto de 2022 o projeto foi suspenso pelo Supremo Tribunal Federal (STF) por meio de uma liminar, pedindo maior detalhamento sobre suas fontes de custeio. Agora, com o governo Lula, vemos mais sinais de que a medida avançará, mas ainda não temos maior detalhamento. O impacto para os players do setor pode variar bastante, mas no caso do Mater Dei, estimamos que os custos adicionais (caso não exista nenhuma contrapartida) podem representar cerca de 10% do EBITDA, ou uma queda de 2,5% de margem;
- **Rol da ANS.** Em setembro de 2022 foi aprovada a lei que altera a natureza do Rol de procedimentos da ANS de "taxativo" para "exemplificativo". Isso significa que os planos de saúde precisarão cobrir não apenas os procedimentos presentes no rol determinado pela ANS, mas também outros que sejam recomendados pelos médicos, necessários para o tratamento dos pacientes. Essa medida gera um risco grande para os planos de saúde, que não possuem mais uma base para precificar seus contratos. Ainda é difícil estimar qual será o impacto no setor, mas fato é que muitos tratamentos fora do Rol já eram cobertos pelos planos por meio de judicialização.
- **Novas Parcerias no setor:** Com as dificuldades enfrentadas nos diversos segmentos da saúde, temos visto uma série de novas parcerias entre empresas de diferentes elos, buscando cooperação operacional e compartilhamento de riscos. Além da transação entre Rede D'or e Sulamerica, outras alianças anunciadas recentemente foram: (i) Fleury adquiriu o Hermes Pardini, aumentando sua participação no setor de medicina diagnóstica; (ii) Oncoclínicas e Unimed Nacional se juntaram para construir Câncer Center em São Paulo. Além disso, as a Unimed Nacional tem acordo para direcionamento de receita para a Oncoclínicas em outras regiões do país; (iii) Fleury e Sabin criaram fundo para investir em healthtechs; (iv) HCOR negociando com diferentes convênios para viabilizar sua nova unidade; (v) A Bradesco Saúde, em parceria com o Einstein, vai investir R\$ 600 milhões para construção de hospital em São Paulo; (vi) O Sírio-Libanês assumiu a gestão médica do hospital de oncologia do Hospital Santa Paula, da Dasa; e (vii) BP, Bradesco e Fleury criaram joint venture na área de oncologia, com investimento total de R\$ 680 milhões.

1.3. Performance na Bolsa

Dados Fechamento 18/04/2023



2. Atualização Mater Dei

2.1. Últimos Acontecimentos

Desde a confecção do Deep Dive, observamos os seguintes acontecimentos para a companhia:

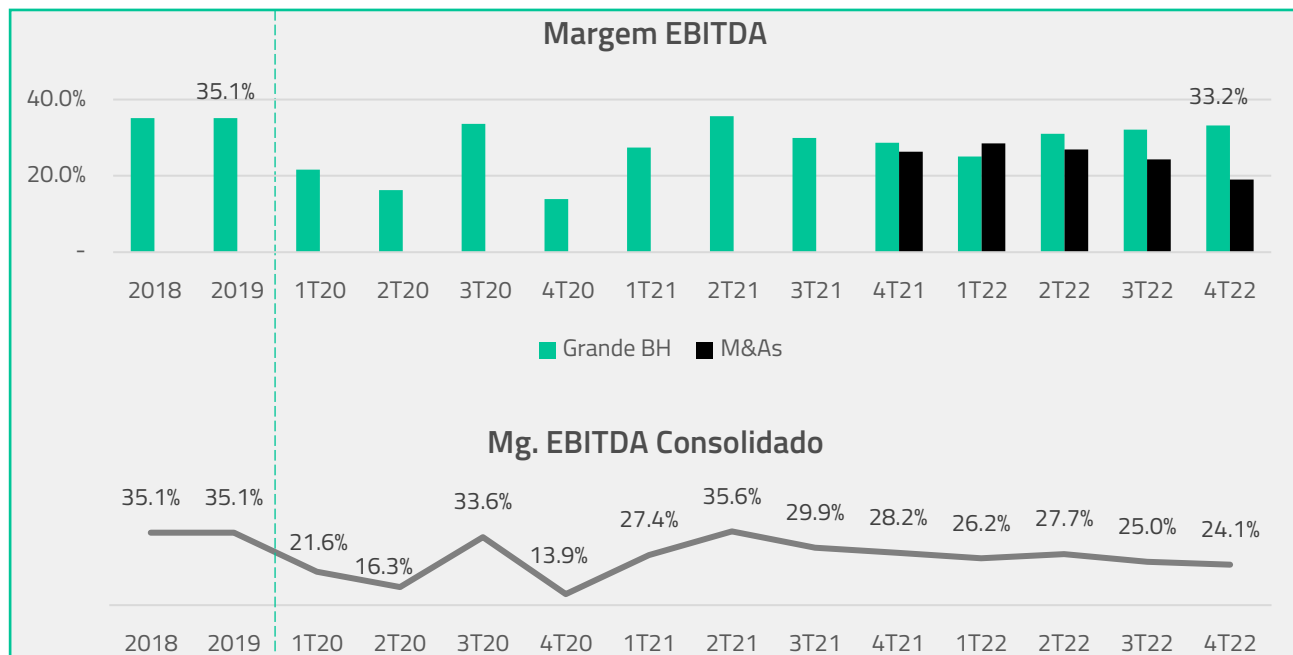
- **Operação Salvador:** Inauguração da unidade Mater Dei Salvador, no dia 1 de maio de 2022, com 30 leitos operacionais abertos ao público e cerca de 400 mil vidas credenciadas de operadoras como CNU, Cassi, Bradesco e Petrobrás. O credenciamento para o greenfield foi acelerado, como esperávamos, pela transação de Rede D'Or e Sula. Um ponto que ocorreu de forma diferente do esperado foi a inauguração do hospital sem o término do centro médico, cuja inauguração ocorreu apenas em fevereiro de 2023;
- **Rede Américas:** Em novembro de 2022, o Mater Dei anunciou a assinatura de um termo de parceria de cooperação técnica com o Grupo Américas, que possui 12 hospitais em regiões complementares à rede, como São Paulo e Brasília. A princípio, se trata de uma parceria para trocas de melhores práticas operacionais, mas enxergamos que pode ser o início de um "namoro" para uma eventual fusão no futuro;
- **Consolidação M&As:** Consolidação das 4 operações hospitalares adquiridas, sendo a última (Santa Clara, em Uberlândia) no final do 3Q2022. O 4Q2022 é o primeiro que contém 100% de todas as operações adquiridas consolidadas no trimestre inteiro.

2.2. Atualização do Case e Projeções

Ao longo dos últimos trimestres, pudemos avaliar e desafiar nossas principais teses sobre o Mater Dei, em conjunto com a entrega de resultados pela companhia. Os pontos de destaque são apresentados abaixo:

▪ Excelência operacional

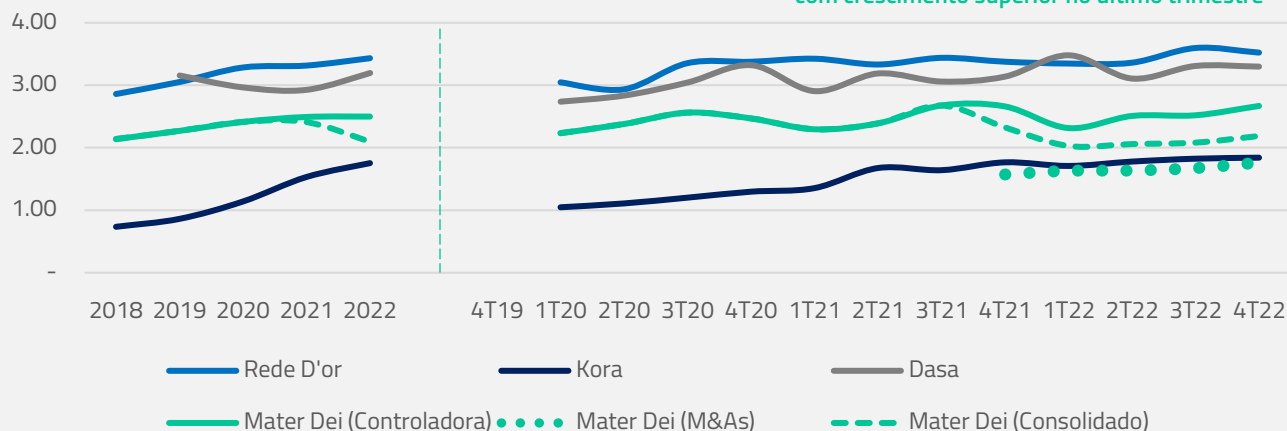
A empresa consolidou uma série de novas operações adquiridas desde o IPO, que reduziram suas margens consolidadas e ticket médio por conta do perfil das empresas. No entanto, ainda conseguimos avaliar os financeiros da operação de BH+Betim ("Grande BH") de forma independente (juntamente com Salvador). Com a adoção de algumas premissas, estimamos que o Mater Dei conseguiu retomar seus altos patamares de rentabilidade nas operações da Grande BH (ex Salvador), mesmo após os choques causados pela pandemia.



Abaixo apresentamos o comparativo de alguns KPIs atualizados até o 4Q22 para os principais players hospitalares listados. Como podemos ver, o Mater Dei continua sendo o mais rentável do setor, mesmo com os últimos M&As tendo contribuído negativamente para seu resultado consolidado.

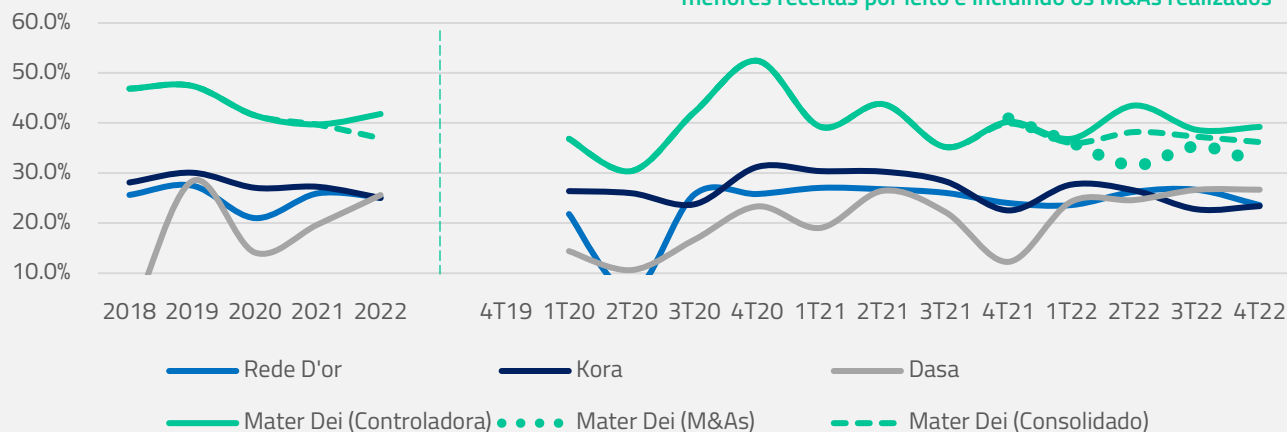
Receita por Leito Utilizado - R\$ mm/ano

Receita por leito abaixo de Rede D'or e Dasa, mas com crescimento superior no último trimestre



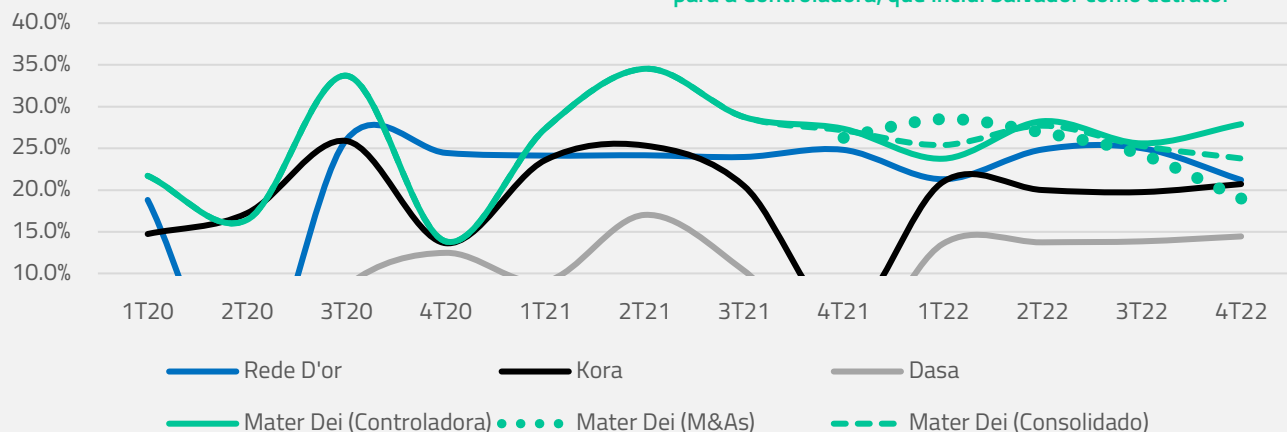
Lucro Bruto Caixa / Receita Bruta

Margens brutas superiores aos peers, mesmo com as menores receitas por leito e incluindo os M&As realizados



Margem EBITDA Comparável

Margem EBITDA consolidada superior aos peers, com destaque para a Controladora, que inclui Salvador como detrator



Revisão de Projeções

Passamos por um processo de revisão minucioso nas nossas projeções, que gerou uma versão atualizada do Deep Dive, datada de jul/22 (A 1ª versão foi publicada em abril/22). Essa atualização foi realizada para corrigirmos algumas falhas nas projeções, refletindo as melhores premissas que tínhamos à época. Além disso, ao longo dos meses seguintes, continuamos acompanhando profundamente a operação para avaliar as premissas adotadas. Abaixo listamos os principais aprendizados e ajustes realizados no período:

□ Atualização de Julho de 2022

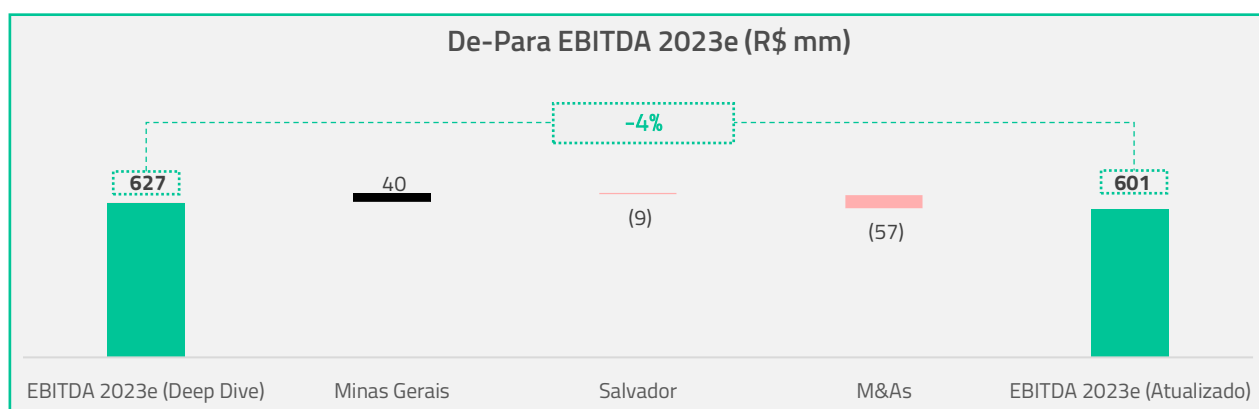
- Notamos que a base de partida para as projeções estava equivocada, por conta de alguns números inflados em 2021 com efeito COVID. Um exemplo é o ticket médio, que cresceu 3,3% em 2021, mas acabou ficando flat em 2022, com a normalização destes efeitos. Só conseguimos identificar esse fenômeno e estimar o ticket recorrente após o resultado do 1Q22 e realizamos ajustes em toda a projeção para frente. Para quantificarmos esse efeito, antes da atualização das projeções, o ticket médio que estimávamos para MG no 4Q22 era 8% superior ao que a empresa efetivamente entregou, levando a projeções de receita superestimadas para os anos seguintes;
- Estávamos com certo grau de otimismo com a velocidade de maturação das operações da Grande BH. Na primeira versão do Deep Dive, estimávamos que a operação encerraria 2023 com 516 leitos geradores de receita e a expectativa foi ajustada para próximo de 470 (9% abaixo);
- Na época da aquisição do Porto Dias, o management estava otimista com o crescimento da unidade e chegaram a anunciar (i) a construção de uma nova unidade em Belém (Porto Quality); e (ii) EBITDA potencial de R\$ 180mm em 1 ano, número que nos ancoramos à época. Com o passar do tempo, o management anunciou a paralisação do projeto de expansão e que o EBITDA do Porto Dias estava na casa dos R\$ 145mm. Naquele momento, adotamos uma postura bem mais conservadora nas projeções.

□ Atualização de Abril de 2023

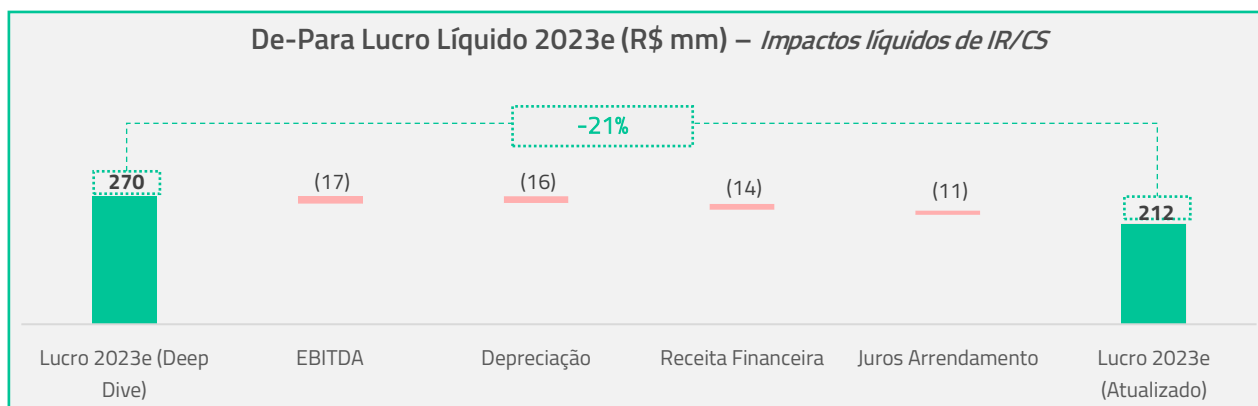
- As margens da operação da Grande BH foram negativamente impactadas pelos efeitos da pandemia e por investimentos na operação de Salvador entre 2020 e 2022. Porém, após dados fechados de 2022 e algumas estimativas que realizamos, temos mais conforto de que nessa região o grupo conseguiu voltar a patamares de rentabilidade mais próximos dos 35% de EBITDA histórico (estimamos margem próxima a 33% no 4Q22). Assim, atualizamos a margem dessa operação para próximo a 33% em 2023, versus 30% na projeção anterior;
- Com relação à evolução da margem das empresas adquiridas (ex-Porto Dias), muito rapidamente houve notícias positivas no caso do Santa Genoveva, que foi comprado com margem EBITDA perto de zero e, segundo o management, em 2 meses conseguiram elevá-la para quase 20%. Porém, acompanhando a dinâmica dos demais hospitais adquiridos, percebemos uma dificuldade de integração, com reflexo em queda de rentabilidade no 4º trimestre de 2022:
 - Os hospitais adquiridos, especialmente o Santa Genoveva e Santa Clara, contam com a Unimed como parceira relevante há muitos anos. Segundo o management do MATD, após as aquisições, a Unimed passou a atrasar alguns pagamentos e até deixar de encaminhar alguns procedimentos mais complexos para os hospitais do grupo. Na nossa experiência, as Unimeds regionais costumam ser mais fechadas para players que realizam aquisições em suas cidades e é importante ter muita cautela para preservar esse bom relacionamento. Esses acontecimentos contribuíram para queda de margens dos hospitais no 4Q22;
 - O MATD está tentando adequar a remuneração dos médicos das operações adquiridas ao modelo que adotam em Belo Horizonte. Uma das políticas que o grupo adota é de casar o pagamento dos médicos ao recebimento dos convênios, o que tem causado ruídos no corpo clínico, por conta dos atrasos da Unimed. Médicos insatisfeitos são um risco para qualquer hospital, podendo influenciar a demanda de pacientes e direcionar procedimentos para outros hospitais em que prestam serviços na cidade;

- No caso do Premium, de Goiânia, há uma situação diferente. A operação já rodava com margem EBITDA próxima a 20%, mas era muito focada em cirurgias plásticas e de oftalmologia. O desafio do Mater Dei nessa unidade tem sido de expandir as especialidades, tornando-o um hospital geral, e formar um corpo clínico completo, o que pode demandar um tempo prolongado;
- **Vale reforçar que transações de M&A, especialmente na etapa da integração, são muito mais complexas do que normalmente se espera e é importante sempre sermos conservadores na análise e não assumirmos os melhores cenários a “face value”;**
- Com isso, estamos mais cautelosos quanto ao ramp-up de margens das operações adquiridas em Goiânia/GO, Uberlândia/MG e Feira de Santana/BA. Nossas premissas iniciais assumiam que essas operações atingiriam uma margem EBITDA de 25% ao final de 2024 e patamar médio de 15,5% em 2023. Estamos reduzindo a expectativa de margens maduras para o final de 2025 e margem média de 12,3% em 2023.
- Com relação à operação de Salvador, nossa projeção apresentada no Deep Dive de Abr/22 considerava que o hospital estaria com 80 leitos abertos, sendo 60 gerando receita, no 1Q2023. Hoje, o dado mais atual que possuímos é que Salvador está exatamente com 60 leitos gerando receita, mas com 100 leitos abertos, o que leva a alguns custos adicionais. Assim, somos um pouco mais conservadores com o EBITDA da operação para o ano de 2023 (R\$ 13mm versus R\$ 22mm anteriormente), mas mantemos estimativas semelhantes para os próximos anos. Com relação a ticket médio, nossa expectativa de um prêmio de 15% para a operação da Grande BH parece estar se concretizando, de acordo com algumas estimativas que realizamos;
- Os ajustes mencionados geraram redução de 4% do EBITDA em 2023, mas não há revisões de 2024 em diante. Além disso, revisamos a projeção de despesas com depreciação e juros de arrendamento, por conta de uma maior base de PP&E e Direito de Uso vinda dos M&As. Também reduzimos a receita financeira de 2023, por conta de capex maior que o esperado no 4Q22, que reduziu o caixa da cia em R\$ 56mm. Mais detalhes são apresentados adiante.
- Um aspecto adicional no case, ainda não refletido nas projeções por falta de informações, é a construção da unidade Mater Dei Nova Lima (bairro de Belo Horizonte). A unidade contará com 120 leitos e já está sendo construída pela holding familiar dos controladores, com previsão de inauguração para 2024. Embora Nova Lima seja uma região que o MATD captura poucos pacientes (apenas 3,5% de seus atendimentos) e tenha uma população de alta renda, enxergamos o movimento como arriscado. Na nossa visão, a construção dessa unidade parece ser mais um movimento da empresa para defender seu mercado da Rede D’or. Mesmo assim, com base nas informações que temos até o momento, a região parece ser atraente e o hospital pode ter bom unit economics.

Bridge de EBITDA e Lucro de 2023



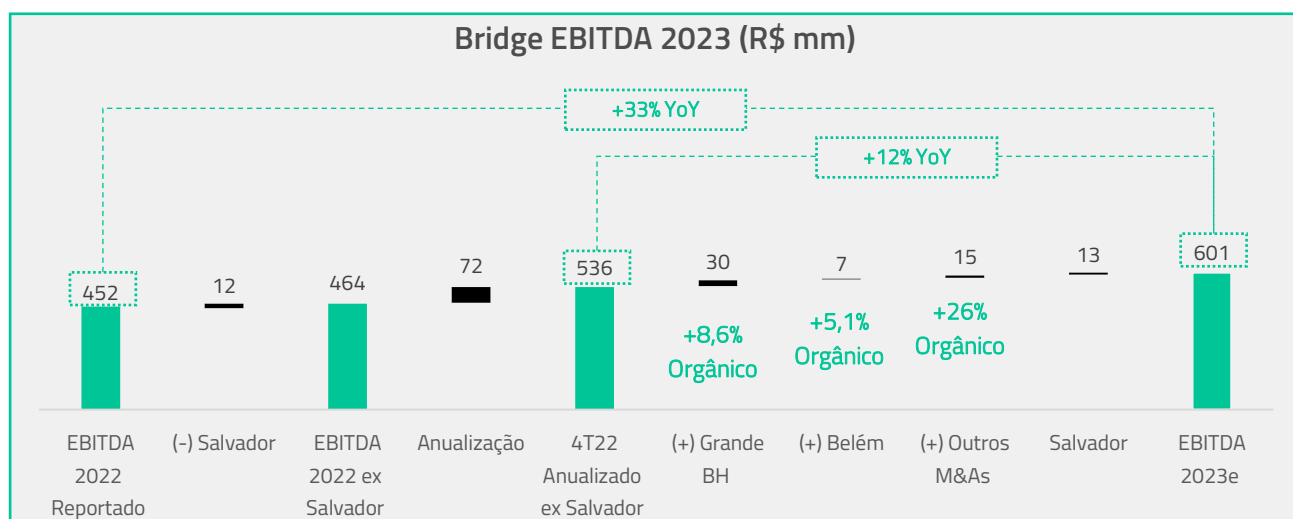
De-Para Lucro Líquido 2023e (R\$ mm) – Impactos líquidos de IR/CS



▪ Visão detalhada da nossa expectativa para evolução do EBITDA em 2023

- Para 2023, esperamos crescimento de 33% de EBITDA, sendo que parte importante está contratada;
- Projetamos crescimento orgânico de 8,6% para as operações da Grande BH e 5,1% para Belém;
- No caso dos demais M&As, o crescimento de 26% esperado para o ano é resultado de (i) projeção de crescimento de 19% de receita no ano; (ii) expansão de margem EBITDA de 11,7% para 12,3%.

Bridge EBITDA 2023 (R\$ mm)



DRE Projetada

DRE - R\$ milhões	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Receita Líquida	1.024	1.763	2.339	2.766	3.127	3.434	3.622
Custo de Serviços	(620)	(1.140)	(1.524)	(1.725)	(1.936)	(2.122)	(2.247)
Lucro Bruto	405	623	815	1.041	1.191	1.312	1.376
Margem Bruta	39,5%	35,3%	34,8%	37,6%	38,1%	38,2%	38,0%
SG&A	(162)	(285)	(314)	(346)	(374)	(402)	(418)
% Receita Líquida	(15,9%)	(16,2%)	(13,4%)	(12,5%)	(12,0%)	(11,7%)	(11,5%)
Lucro Operacional	242	338	501	695	816	910	957
% Margem Operacional	23,7%	19,2%	21,4%	25,1%	26,1%	26,5%	26,4%
(+) Depreciação	41	90	100	104	115	124	131
(+) Despesas Não Recorr.	28	24	-	-	-	-	-
EBITDA Ajustado	311	452	601	799	931	1.034	1.088
% Margem EBITDA	30,4%	25,6%	25,7%	28,9%	29,8%	30,1%	30,0%
Resultado Financeiro	(22)	(152)	(180)	(155)	(157)	(133)	(112)
EBT	220	186	321	540	659	777	845
IRPJ e CSLL	(74)	(63)	(109)	(184)	(224)	(264)	(287)
Lucro Líquido	147	123	212	356	435	513	558
% Margem Líquida	14,3%	7,0%	9,1%	12,9%	13,9%	14,9%	15,4%

Análise de Retorno

Considerando preço de tela de 18/04/2023, nossas projeções atualizadas e atual cenário de juros, enxergamos TIR nominal de 25,7% a.a. para os próximos 4 anos. Esse cenário implica na multiplicação de seu market cap (R\$ 3,1 bi) por mais de 2x no período.

No cenário de implementação do piso da enfermagem, sem nenhuma contrapartida, estimamos TIR de 20% a.a. nos próximos 4 anos.

TIR Nominal 4 Anos - % a.a.

		% de Leitos Geradores de Receita em BH e Betim - Maturidade							% Hoje
		44%	49%	54%	59%	64%	69%	74%	
% de Leitos Geradores de Receita em Salvador - Maturidade	30%	16,9%	17,8%	18,6%	18,7%	20,2%	21,0%	21,8%	40%
	40%	19,5%	20,3%	21,1%	21,2%	22,7%	23,4%	24,2%	
	50%	22,0%	22,7%	23,5%	23,6%	25,0%	25,7%	26,4%	
	59%	24,2%	24,9%	25,6%	25,7%	27,0%	27,7%	28,4%	
	65%	25,5%	26,2%	26,8%	27,0%	28,2%	28,9%	29,6%	
	70%	26,6%	27,2%	27,9%	28,0%	29,2%	29,9%	30,6%	
75%	26,8%	27,4%	28,1%	28,2%	29,4%	30,1%	30,7%		
% Hoje		11%							

Múltiplos	Preço de Tela		Saída TIR 4 Anos
	2023e	2024e	
EV/EBITDA (ex Minoritários)	9,0x	6,8x	7,7x
P/E (ex Minoritários)	16,8x	9,6x	12,5x
P/E Pós Ágio (ex Minoritários)	11,5x	7,4x	10,5x
R\$ milhões			
EBITDA ex Minoritários	555	743	1.022
Lucro ex Minoritários	184	323	519
Lucro Pós Ágio ex Minoritários	269	419	615

EQUITAS



Equitas Investimentos

Rua Funchal - n. 375 ■ Conjuntos 151 e 152
CEP. 04551-060 - Vila Olímpia - São Paulo