

Maio/2024

# DEEP DIVE

ON MATER DEI

 **MaterDei**  
Rede de Saúde



**Dry's**  
CAPITAL

# Sumário

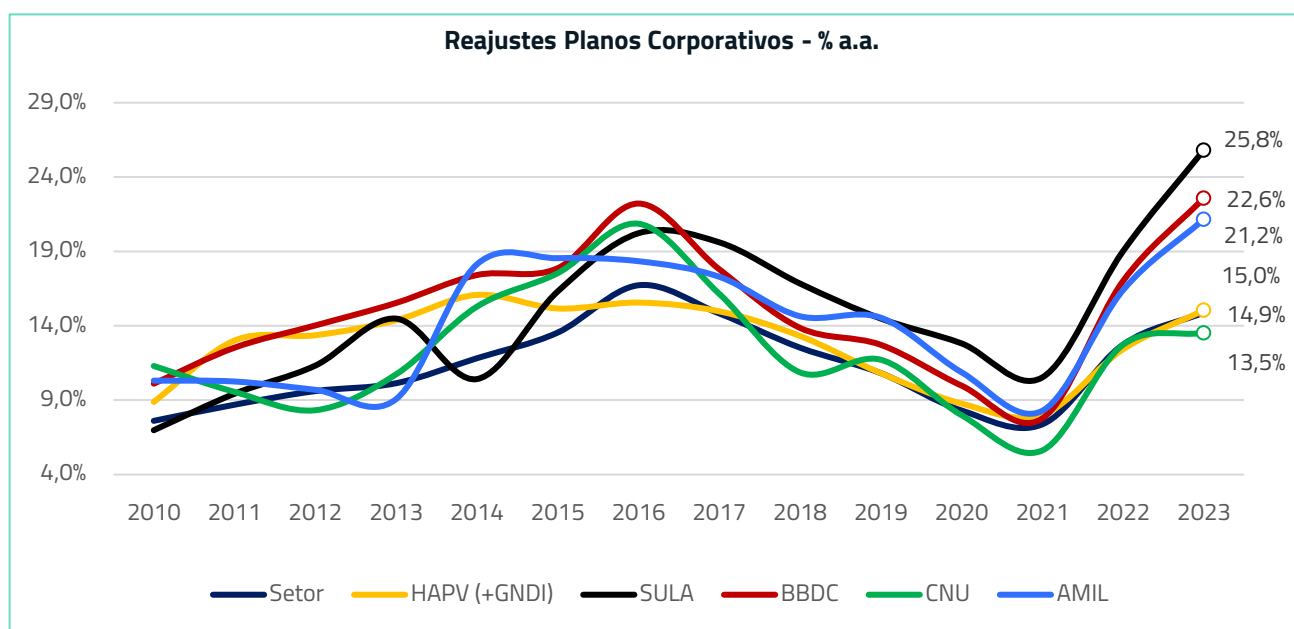
	Página
<b>1. Atualização do Setor</b>	03
<b>2. Tópicos Relevantes</b>	07
<b>3. Performance e Múltiplos</b>	09
<b>4. Atualização Mater Dei</b>	10
<b>4.1. Últimos Acontecimentos</b>	10
<b>4.2. Atualização do Case e Projeções</b>	11

# 1. Atualização do Setor

Após impactos severos gerados pelo COVID-19, as operadoras de saúde estão empenhadas em reestabelecer sua rentabilidade, repassando reajustes relevantes para seus clientes. Já vemos melhoria importante no 1Q24, mas a recuperação completa do setor ainda deve levar alguns trimestres.

Desde a atualização setorial apresentada no Update do Deep Dive de abril de 2023, o setor de saúde apresentou melhorias marginais em alguns segmentos, mas as companhias permanecem em busca da recuperação de sua saúde financeira e do equilíbrio dos entes da cadeia.

Ao longo do ano de 2023 e 2024, as operadoras de saúde repassaram reajustes muito acima da média histórica em seus contratos corporativos, visando recuperar o patamar de sinistralidade pré-pandêmico. Como veremos adiante, seus resultados do 4Q23 e 1Q24 já demonstram que a recomposição de margens está ocorrendo de forma acelerada.



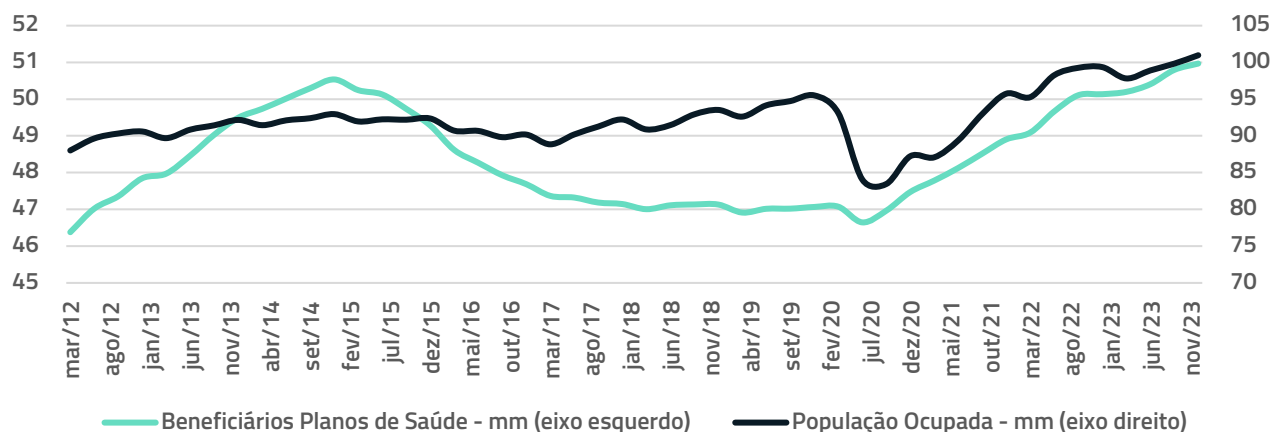
Fonte: Dry's Capital e ANS e dados empresas

Mesmo nesse cenário, continuamos a ver um crescimento do número de beneficiários de planos de saúde em 2023 (500 mil novos beneficiários), mesmo num ritmo menor (+1,7%) do que observamos de 2019 a 2022 (CAGR de +2,1% a.a.). Porém, o movimento se deu com uma dinâmica de *churn* intensificada em função da busca de alternativas nesse ambiente de altos reajustes. A Hapvida, por exemplo, reportou uma perda líquida de 380 mil vidas em 2023 e a SulAmerica, de 90 mil vidas. No entanto, operadoras como a Amil e CNU reportaram ganhos de vida de 125 mil e 78 mil respectivamente.

Acreditamos que essa discrepância não seja explicada por um único fator (*trade down*), mas também por uma conjunção de fatores concorrenciais específicos de cada praça, pelo perfil de renda do cliente atendido, pela agressividade comercial de cada cia, dentre outros. A Amil, por exemplo, apesar de estar reajustando os preços de seus contratos ativos, foi bastante agressiva em diversas praças, provavelmente oferecendo descontos para absorver contratos de seus concorrentes. Recebemos feedbacks nesse sentido em algumas conversas que realizamos com executivos do setor.

De todo modo, como apresentado no gráfico a seguir, o país atingiu 51 milhões de vidas, devido ao efeito da crescente importância que a população tem dado aos planos de saúde após a pandemia, bem como ao aumento do nível de empregos no país, que possui correlação positiva com a variação de beneficiários no sistema de saúde suplementar.

## Beneficiários de Planos de Saúde e População Ocupada no Brasil



Fonte: ANS e IGBE

Abaixo apresentamos as principais operadoras que obtiveram ganhos de vidas em 2023 e as com as maiores perdas. Como observado, apesar de termos alguns players de destaque, as variações foram extremamente pulverizadas entre as mais de 650 operadoras de saúde em todo o país.

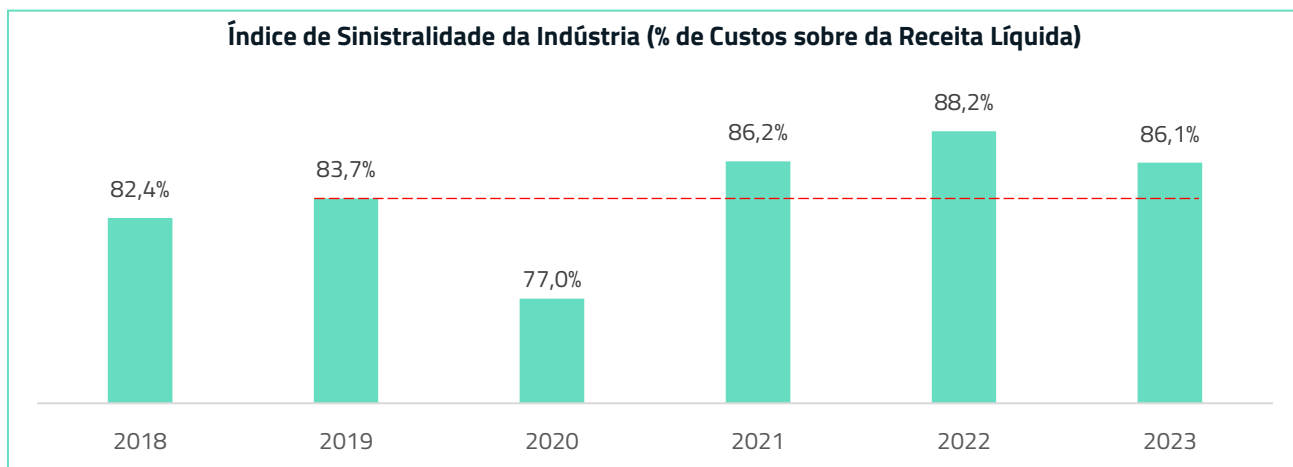
A lista dos top 5 ganhadores foi caracterizada por 2 tipos de players, os agressivos comercialmente (Amil) e os que oferecem soluções com bom custo benefício (Porto Seguro e Unimed). No caso dos top 5 perdedores, frisamos os players com problemas operacionais (Unimed RJ) e os que estão com foco maior na recuperação de seus patamares de rentabilidade (Hapvida, Bradesco e Sula).

Operadora Ganhadora de Vidas	Ganho de Vidas ('000)
Amil	125
Porto Seguro	124
Unimed Seguros	88
CNU	78
Unimed BH	67
Unimed Ferj	65
Athena	64
MedSênior	47
Única	43
Klini	36
Prevent Senior	35
Unimed Curitiba	34
Unimed João Pessoa	19
Unimed Campinas	19
GEAP	17
Unimed Litoral	14
Unimed Macaé	12
Outros 367 Players	1.060
<b>Total</b>	<b>1.947</b>

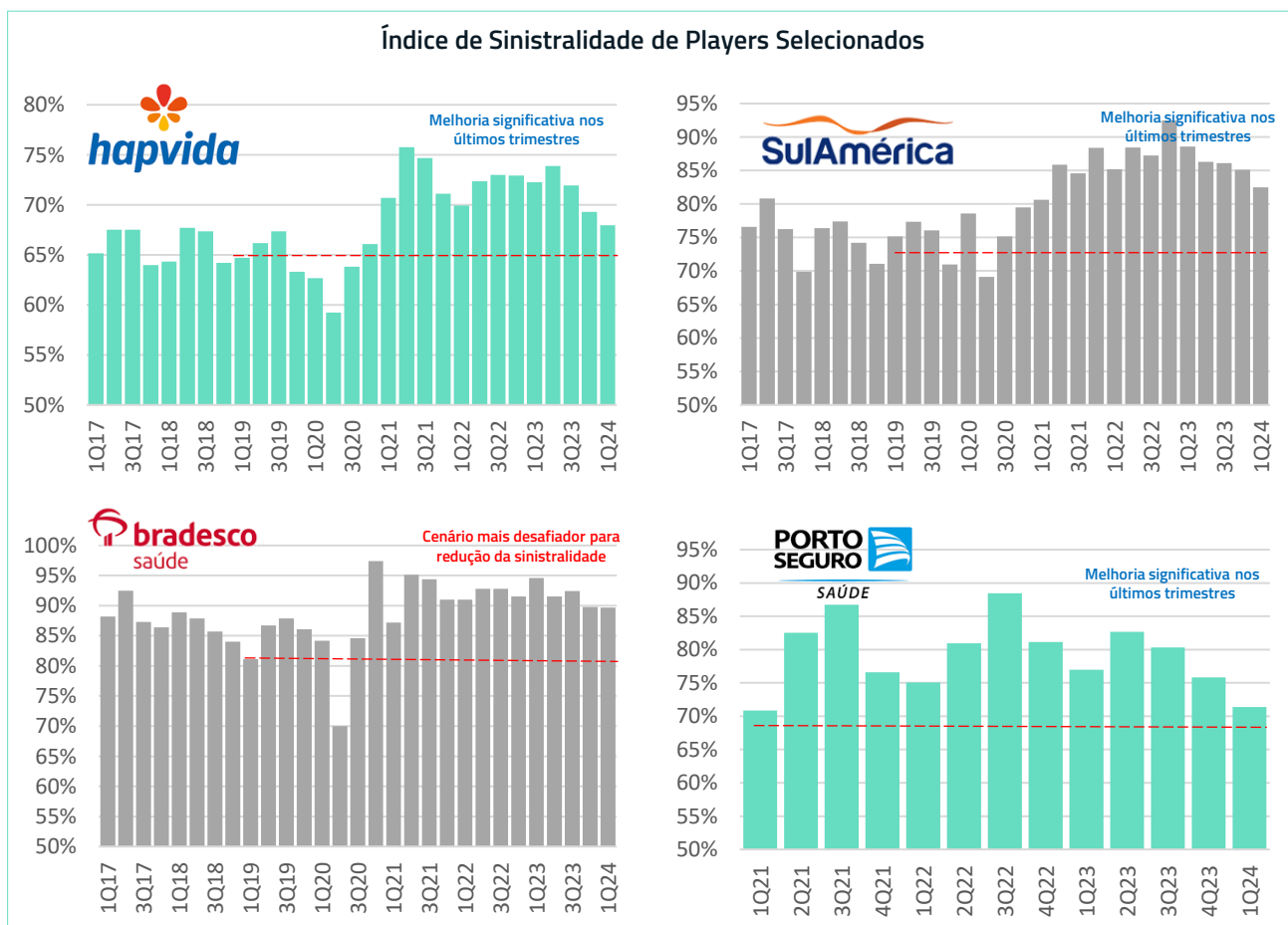
Operadora Perdedora de Vidas	Perda de Vidas ('000)
Hapvida	(380)
Unimed RJ	(260)
Bradesco	(134)
Sula	(90)
Unihosp	(43)
Esmale	(37)
Allianz	(25)
Ameplan	(24)
Alvorecer	(18)
Memorial Saúde	(18)
Qsaúde	(16)
Unimed Guarulhos	(13)
Unimed Montes Claros	(12)
Outros 263 Players	(373)
<b>Total</b>	<b>(1.442)</b>

A nível consolidado, os reajustes significativos que tem sido passados para os beneficiários ainda não foram suficientes para que as fontes pagadoras recuperem sua sinistralidade histórica. No entanto, alguns players como HAPV, Sula e Porto Saúde já apresentaram melhorias consideráveis, demonstrando que estão no caminho certo para obtenção da recomposição de margens. Mesmo assim, entendemos ainda ser necessário outro ciclo de reajustes altos ao longo de 2024 e a intensificação das iniciativas para contenção de custos e ganhos de eficiência por parte de toda a indústria.

Como é observado abaixo, o trabalho realizado ao longo de 2023 já gerou frutos para o setor, com uma queda na sinistralidade versus 2022. Porém, o indicador ainda é substancialmente pior que o de 2019 e há baixa visibilidade quanto ao (i) nível normalizado de sinistralidade que devemos enxergar para o setor nos próximos anos; e (ii) em qual ritmo essa recuperação deve ocorrer.



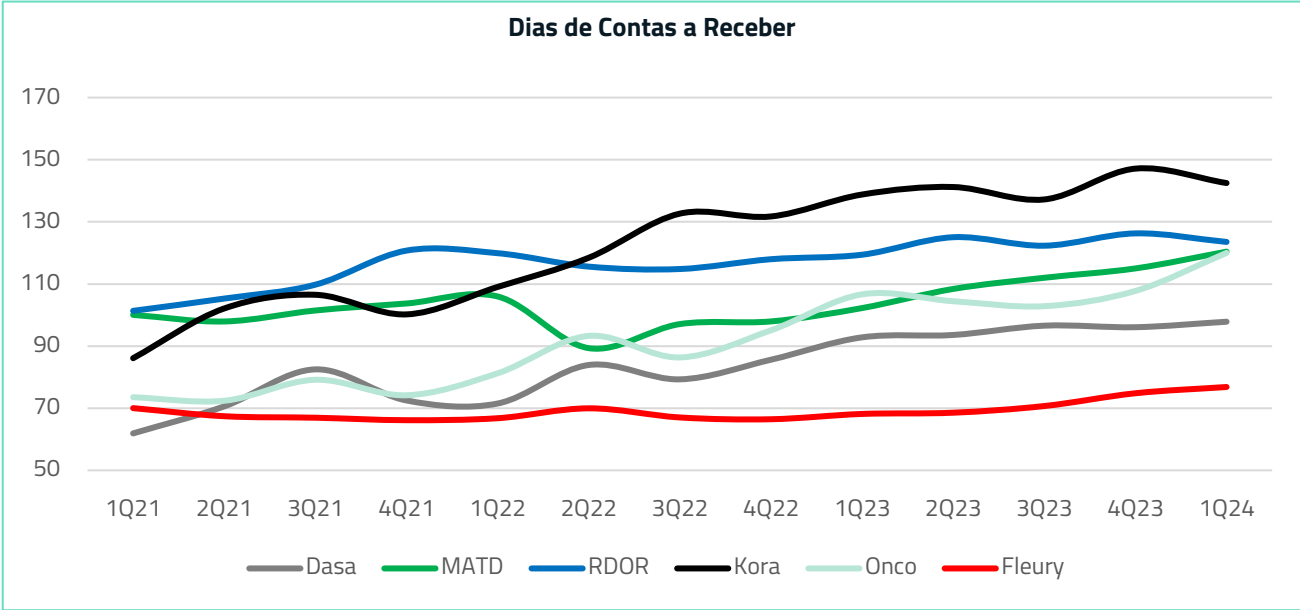
Players mais verticalizados ou com parcerias mais robustas tem demonstrado maior capacidade de recuperação da sinistralidade.



Fonte: Drýs Capital, ANS e dados reportados pelas cias listadas

Apesar das operadoras de planos de saúde já apresentarem melhores resultados operacionais, esse alívio ainda não fluiu para o resto da cadeia, principalmente para os prestadores de serviços (redes hospitalares e de oncologia). Além disso 2023 foi marcado por um maior estresse entre pagadores e prestadores, onde os primeiros acabaram dificultando o ciclo de receita e de caixa dos prestadores, elevando o patamar de glosas no setor (mecanismo de contestação de serviços prestados), além de atrasarem os pagamentos.

Como demonstrado abaixo, o prazo médio de recebimento dos principais prestadores de serviços encontra-se em patamares elevados, após elevações sucessivas nos últimos trimestres.



Fonte: Dry's Capital, ANS e dados reportados pelas cias listadas

Entendemos que essa situação é temporária, e que o equilíbrio de forças entre pagadores e prestadores deverá ser reestabelecido. Esperamos uma normalização nos próximos trimestres, já que os pagadores começaram a implementar em 2024 um 2º ciclo de fortes reajustes de preços, que deveria fluir para toda a cadeia.

## 2. Tópicos Relevantes

O Deep Dive de Mater Dei foi finalizado em jul/2022 e, em abr/2023, realizamos uma atualização da tese de investimentos, após a publicação dos números fechados de 2022. Nessa nova atualização, incorporamos os resultados de 2023 e 1Q24 às nossas projeções e apresentamos os principais acontecimentos dos últimos 12 meses, que seguem abaixo:

### Efeitos colaterais após transação entre Rede D'or e Sula

---

Passado mais de um ano da conclusão da compra da Sul América pela Rede D'or, o efeito colateral para o setor foi semelhante ao que esperávamos. Apesar de discurso por parte da RDOR de manutenção das operações independentes, os fatos que temos observado e os feedbacks que tivemos de *channel checks* foram de:

- (i) bastante alinhamento entre as empresas para crescimento em conjunto;
- (ii) forte pressão da Sula nas negociações de reajustes de tabelas com hospitais em todo o Brasil, mas principalmente em São Paulo. Chama atenção uma conversa com um dos principais hospitais de São Paulo, em que o CEO afirma ter recebido proposta de reajuste negativo nas tabelas;
- (iii) paralisação de processos de credenciamento de hospitais pela Sula, como foi o caso da própria unidade da Mater Dei em Salvador;
- (iv) operadores de saúde buscando distanciamento da Rede D'or e alinhamento com outras redes provedores. Foi o que observamos em Salvador, com a CNU descredenciando hospitais da Rede D'or e se aproximando da Mater Dei, e com o próprio Bradesco, cujos movimentos detalharemos em seguida.

Além disso, no início de maio de 2024 a Rede D'or divulgou a formação de uma nova JV com o Bradesco Saúde, por meio de sua subsidiária Atlântica Hospitais, que será sócia de 3 *greenfields* em construção pela RDOR em Macaé/RJ, Alphaville/SP e Guarulhos/SP. O investimento total para a construção dos 620 leitos será de R\$ 1,15 bi, com 49,99% sendo arcados pela Atlântica.

Esse movimento demonstra que (i) a RDOR e o Bradesco Saúde estão muito mais próximos do que se imaginava; (ii) o Bradesco Saúde está diversificando sua base de parceiros em todo o país, em busca de maior alinhamento com as redes hospitalares para maior controle dos sinistros (mais comentários adiante); (iii) A RDOR é o player mais capitalizado do setor e possui diversos outros hospitais para serem construídos. É provável que novas operações sejam incluídas na JV ao longo do tempo, como foi inclusive antecipado no fato relevante da JV.

A Rede D'or tem um plano de expansão agressivo para os próximos anos, de cerca de 6.500 leitos, sendo quase 2.000 em unidades greenfield. Acreditamos que a JV com a Atlântica reduz os riscos de execução desses projetos, que se tornam mais viáveis ao possivelmente contarem com o credenciamento de Sulamérica e Bradesco, as duas maiores seguradoras de planos de saúde do país.

### Movimentações Bradesco Saúde

---

Após a transação da Rede D'or e Sula, o Bradesco Saúde passou a buscar maior proximidade com players provedores de serviços hospitalares e realizar investimentos estratégicos no segmento. Esse movimento também demonstra os efeitos colaterais sofridos pelas operadoras após o COVID, com maior dificuldade no controle de sinistros, especialmente para os que operam sem nenhuma rede própria de atendimento. Algumas das operações mais marcantes foram:

- (i) Por meio da Atlântica Hospitais, investimento de R\$ 1bi por 20% do Grupo Santa, maior rede hospitalar do Centro-oeste, com 1,35k leitos.
- (ii) Anúncio de JV, também via Atlântica Hospitais, com a Mater Dei para a construção de um hospital de 250 a 300 leitos na Zona Norte de São Paulo. O Bradesco também já havia anunciado construção de um hospital com o Einstein no início de 2023, sobre o qual mencionamos no Update de Mater Dei do ano passado.

No entanto, como já comentado, a RDOR surpreendeu o mercado ao anunciar a formação de uma JV com a Atlântica Hospitais para construção de três unidades hospitalares, totalizando 620 leitos. Fica claro que o Bradesco está buscando maior alinhamento com redes hospitalares em regiões estratégicas, em que provavelmente possuem um volume relevante de beneficiários e dificuldade na gestão da rede credenciada de hospitais e clínicas.

## Update Piso da Enfermagem

---

Após um ano intenso de discussões sobre o tema, o STF acabou alterando seu entendimento sobre o piso da enfermagem, decidindo que este deve ser implementado de forma regionalizada pelas instituições, por meio de negociação coletiva com entidades de classe em cada cidade. Caso as entidades privadas não cheguem a um acordo com as entidades de classe, o tema deve ser discutido em juízo.

A decisão do STF mitiga a o impacto negativo do piso no resultado das redes hospitalares, mas não o anula. No caso da Mater Dei e outras redes, houve alguns acordos formados com novas bases de remuneração, com aplicação escalonada ao longo dos anos, por exemplo (As empresas não deram estimativa de impacto no resultado). De todo modo, o cenário é melhor do que o esperado ao longo das discussões.

## Concretização Venda Amil

---

O processo de venda da Amil pela United Health chegou a um desfecho. O empresário José Seripieri Filho (Júnior), fundador da Qualicorp, concordou em pagar R\$ 2 bilhões pela companhia e assumir sua dívida líquida de R\$ 9 bilhões.

A Amil é um dos maiores conglomerados de saúde do país, contando com 3,2 milhões de vidas de planos de saúde, 2,3 milhões de vidas de planos odontológicos e 31 hospitais que contabilizam 4,3 mil leitos. No entanto, apesar de uma receita de R\$ 26 bilhões no ano passado, Júnior terá o desafio de reverter o EBITDA negativo de cerca de R\$ 2 bilhões apresentado pela companhia.

A transação já foi aprovada pelos órgãos reguladores e Júnior já está no comando da companhia. Após a troca de controlador, entendemos que a Amil deve voltar a ter mais racionalidade de preços, e que alguns ativos hospitalares possam ser vendidos para ajudar a geração de caixa da operação. Segundo conversas que tivemos, a empresa vinha ganhando carteiras de vidas dos concorrentes por praticar preços agressivos, gerando uma dinâmica ruim em algumas regiões.

## Situação Financeira Dasa e rumores fusão

---

Em fevereiro de 2024, rumores sobre uma possível aquisição da Dasa pela Rede D'or surgiram no mercado. As empresas negaram conversas a esse respeito.

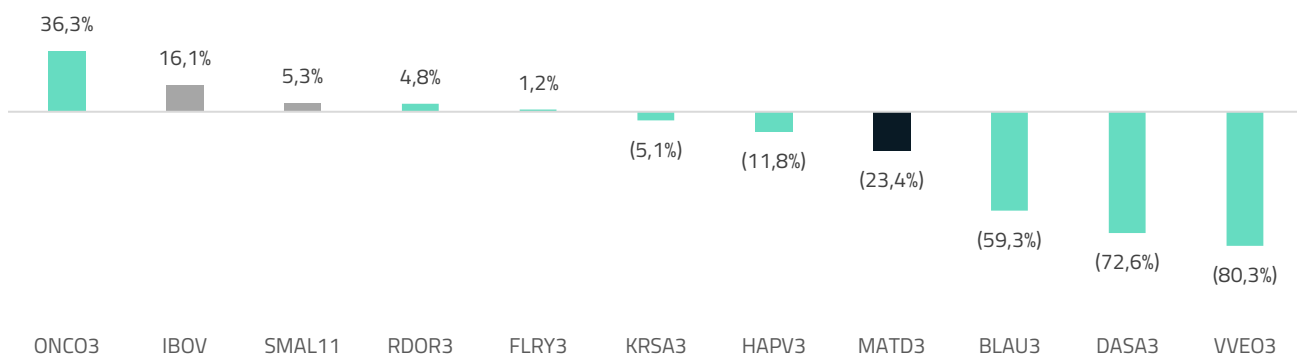
A Dasa, que possui cerca de 3 mil leitos hospitalares e a segunda maior rede de laboratórios de medicina diagnóstica do país encontra-se em situação de alta alavancagem e turn-over de executivos e conselheiros.

Segundo análises que realizamos, existe um grande overlap na presença geográfica da Dasa e da Rede D'or no segmento de hospitais, restando uma possível operação no segmento de diagnósticos, o que não seria trivial. Entretanto, entendemos que a Dasa pode realizar vendas de ativos hospitalares para outros grupos do país em 2024, visando redução de sua alavancagem financeira.



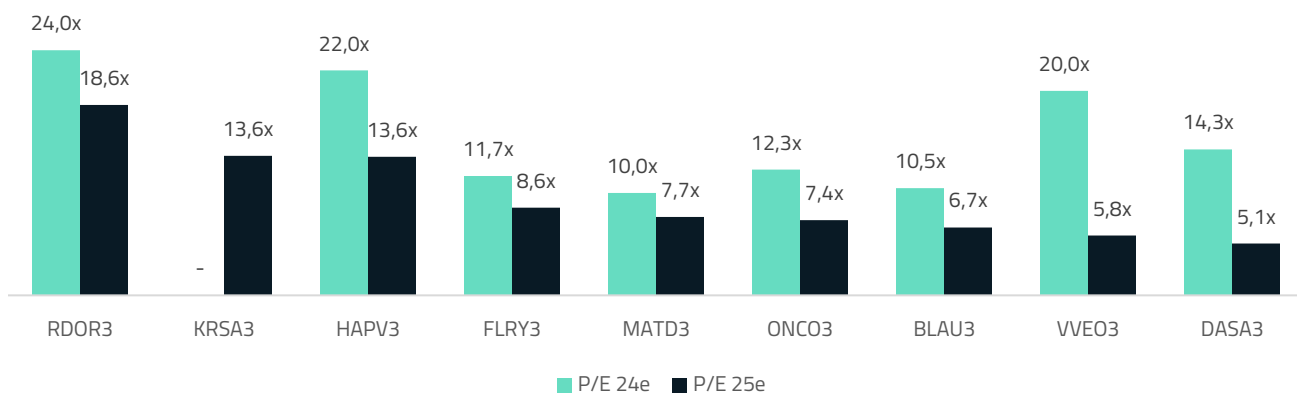
# 3. Performance e Múltiplos

**Performance de 31/dez/22 a 21/mai/2024**



Dados Fechamento 22/05/2024

**P/E 2024 e 2025**



# 4. Atualização Mater Dei

## 4.1. Últimos Acontecimentos

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

### ▪ Operações Uberlândia

O ano foi de diversos ajustes operacionais, de sistemas e equipes médicas nas unidades de Uberlândia, que segundo nossas estimativas e o próprio discurso do management, não tiveram a evolução de rentabilidade esperada.

No terceiro trimestre de 2023 a MATD conseguiu negociar algumas revisões importantes de tabelas em Uberlândia e outras praças, contribuindo para um crescimento de 6% YoY do ticket médio consolidado da empresa. Nos últimos meses, a companhia também concluiu a expansão de um novo andar na unidade Santa Geneveva.

Esperamos que a região de Uberlândia contribua positivamente para a margem da MATD ao longo de 2024.

### ▪ Plano de Sucessão

Em junho de 2023 a MATD anunciou a continuidade do plano de sucessão do grupo, com a posse da terceira geração da família Salvador na liderança da empresa. As mudanças foram planejadas para ocorrer em janeiro de 2024, mas acabaram sendo antecipadas para setembro de 2023. O plano de sucessão era conhecido pelo mercado, mas não havia ideia de timing.

Henrique Salvador, até então CEO, se tornou chairman, designando o cargo de CEO para seu filho, José Henrique Salvador, que atuava há 3 anos como COO. Renata Salvador Grande assumiu a posição de VP comercial, Felipe Ligório de VP assistencial.

Em uma reunião que tivemos com José Henrique após o anúncio, ele afirmou que sua missão será de finalizar o processo de integração das empresas adquiridas e reforçou que pode haver algum M&A relevante, pois estava observando ativos estratégicos com dificuldades financeiras em meio à crise do setor de saúde.

### ▪ Estreitamento dos laços com Bradesco Saúde

O Bradesco Saúde sempre foi um cliente relevante da Mater Dei, representando mais de 10% da receita do grupo. No entanto, como mencionado anteriormente, notamos um maior estreitamento de laços entre as empresas após a compra da Sula pela Rede D'or.

Essa transação incentivou o Bradesco a reforçar a parceria com as redes hospitalares mais relevantes para seus clientes, gerando para a Mater Dei (i) credenciamento do Hospital Porto Dias (Belém/PA) e Premium (Goiânia/GO); (ii) Anúncio de JV para construção em conjunto de hospital na região norte de São Paulo, que será gerido pela Mater Dei. Esse foi um grande sinal da credibilidade assistencial e empresarial da MATD, atestado pelo Bradesco; (iii) desenvolvimento em conjunto de planos de saúde em algumas regiões estratégicas, com hospitais da MATD sendo âncora para o produto.

### ▪ Breakeven Salvador

Inaugurado em maio de 2022, a Mater Dei anunciou que sua unidade de Salvador atingiu o breakeven operacional no 3T23. A unidade está com cerca de 120 leitos operacionais, 32% da sua capacidade total e as perspectivas para 2024 são positivas.

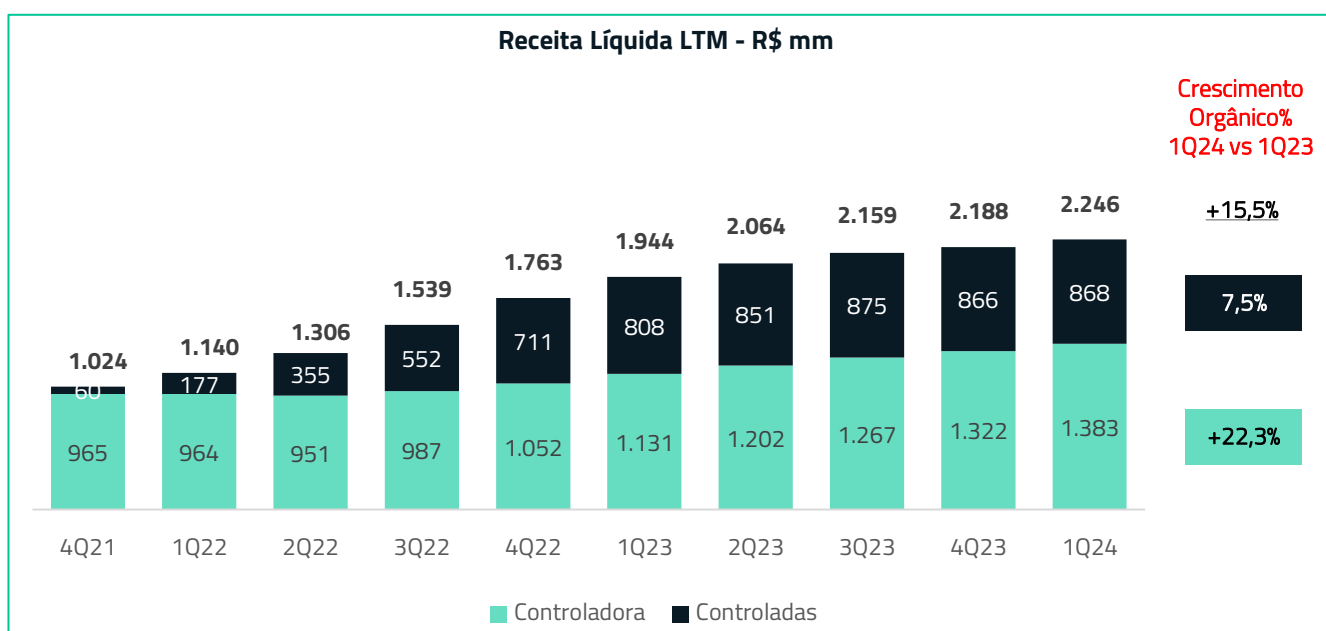
Esperamos que até o final de 2024 a unidade estará com margem EBITDA próxima a 18%, já contribuindo significativamente para o resultado consolidado do ano. A unidade está sendo beneficiada pela maior parceria com o Bradesco e pelo credenciamento de hospitais da Rede D'or pela CNU.

## 4.2. Atualização do Case e Projeções

### O que Observamos em 2023 e 1Q24?

Apesar das evoluções apresentadas ao longo do ano, os resultados operacionais de 2023 e 1Q24 ficaram abaixo das nossas expectativas. Em termos de crescimento de receita líquida, a Controladora (inclui operações de BH e Salvador) apresentou crescimento orgânico de 22% no último ano, beneficiado principalmente pelo ramp-up de Salvador, e em menor escala, pelo aumento de leitos na unidade de Betim-Contagem.

No entanto, as Controladas, que concentram todas as operações de M&As realizados desde o IPO, apresentaram resultado bem mais comedido, com crescimento orgânico de apenas 7,5% nos últimos 12 meses.



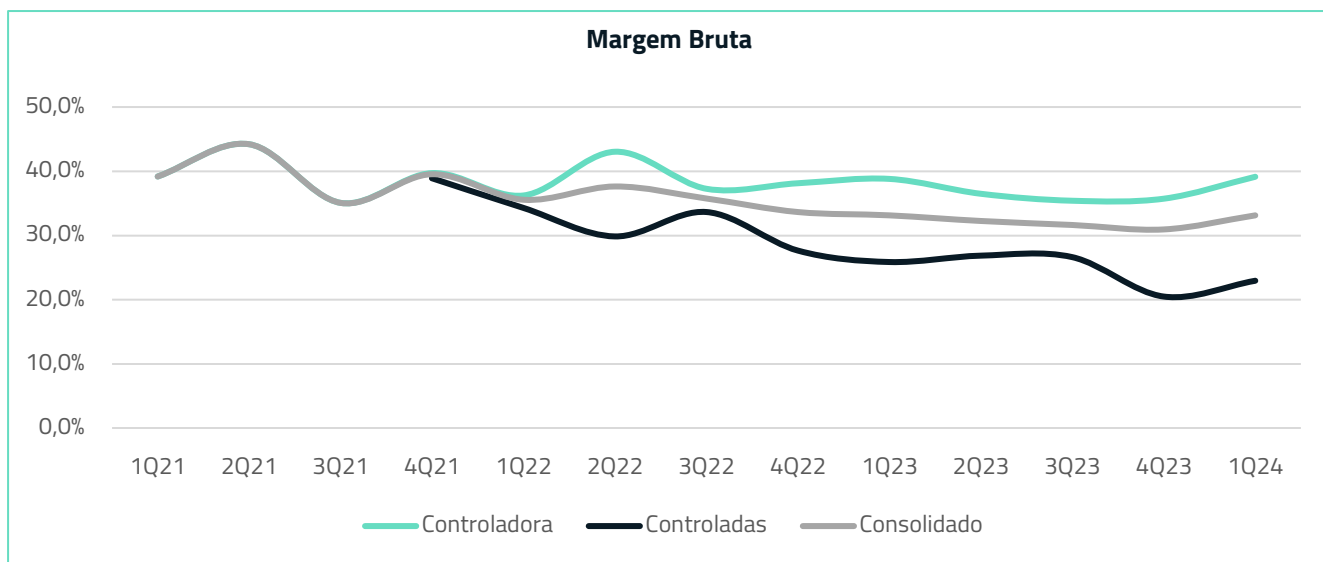
No consolidado, a receita líquida de 2023 foi 6,5% abaixo do que estimávamos, devido a (i) abertura de leitos e reajuste de ticket médio um pouco abaixo do esperado para os M&As; e (ii) aumento do % médio de glosas reconhecidas pela empresa em 2023, principalmente nas Controladas. As glosas são provisões realizadas pela cia e representam expectativa de não recebimento de parte das receitas por conta de discussões com as fontes pagadoras. Como vemos abaixo, o % de perda esperado aumentou significativamente em 2023, especialmente nas Controladas.

% da Receita Bruta	2023	2023	1Q24
<b>Consolidado</b>	<b>4,46%</b>	<b>5,39%</b>	<b>5,31%</b>
Controladora	4,25%	4,38%	4,35%
Controladas	4,77%	6,91%	6,88%

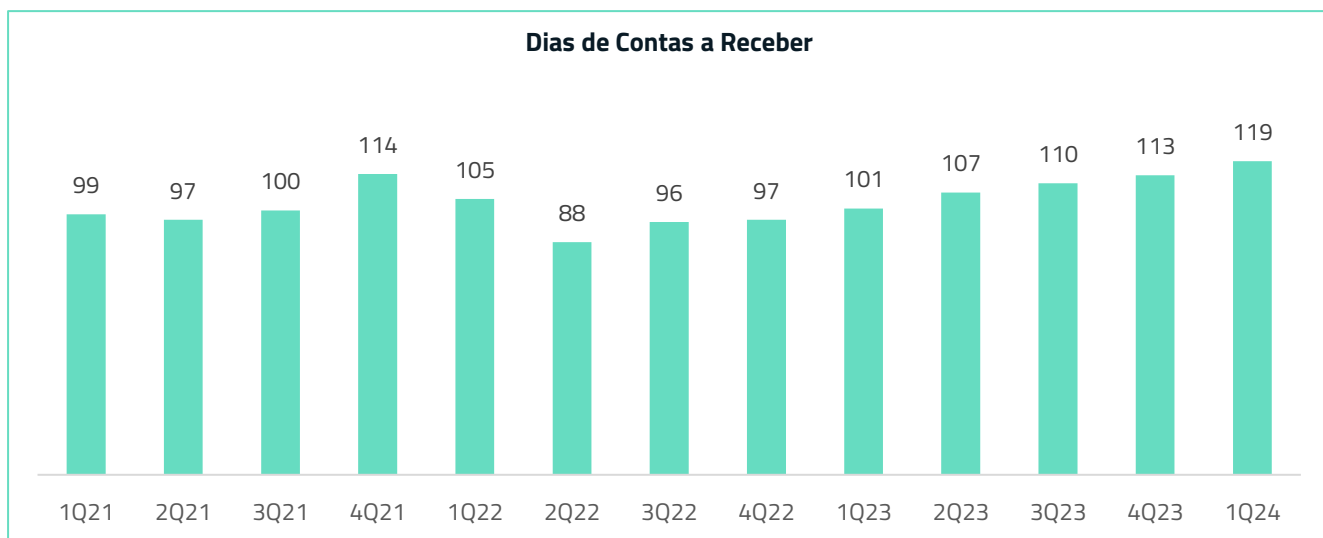
Ao longo de 2023 também observamos deterioração da margem bruta da companhia, majoritariamente nas operações das Controladas. Abaixo detalhamos melhor as dinâmicas que levaram a esse desempenho:

- Na Controladora, apesar de leve queda nas margens brutas, o indicador permaneceu quase estável ao longo de 2023. Já era esperada pressão nas margens, uma vez que a operação de Salvador está em processo de ramp-up e obteve breakeven operacional apenas no 3T23. Também houve impacto negativo do piso da enfermagem, superior ao esperado. Em 2024, apesar da pressão negativa de Salvador e do piso, já esperamos leve aumento de margem bruta na Controladora, que já se refletiu no 1º trimestre do ano;
- No caso das Controladas, o desempenho nos desapontou bastante. O resultado negativo foi uma combinação de crescimento orgânico baixo, aumento nas glosas e um impacto mais forte do que o esperado nos custos ligados ao piso da enfermagem. Apesar disso, a cia apresentou melhoria no 1Q24.

Importante frisar que esses efeitos foram notados ao longo de 2023, nos levando a fazer uma revisão importante de projeções nos números de 2024. Após o resultado do 4Q23, também realizamos um ajuste pontual nas projeções, com mais detalhes apresentados posteriormente.

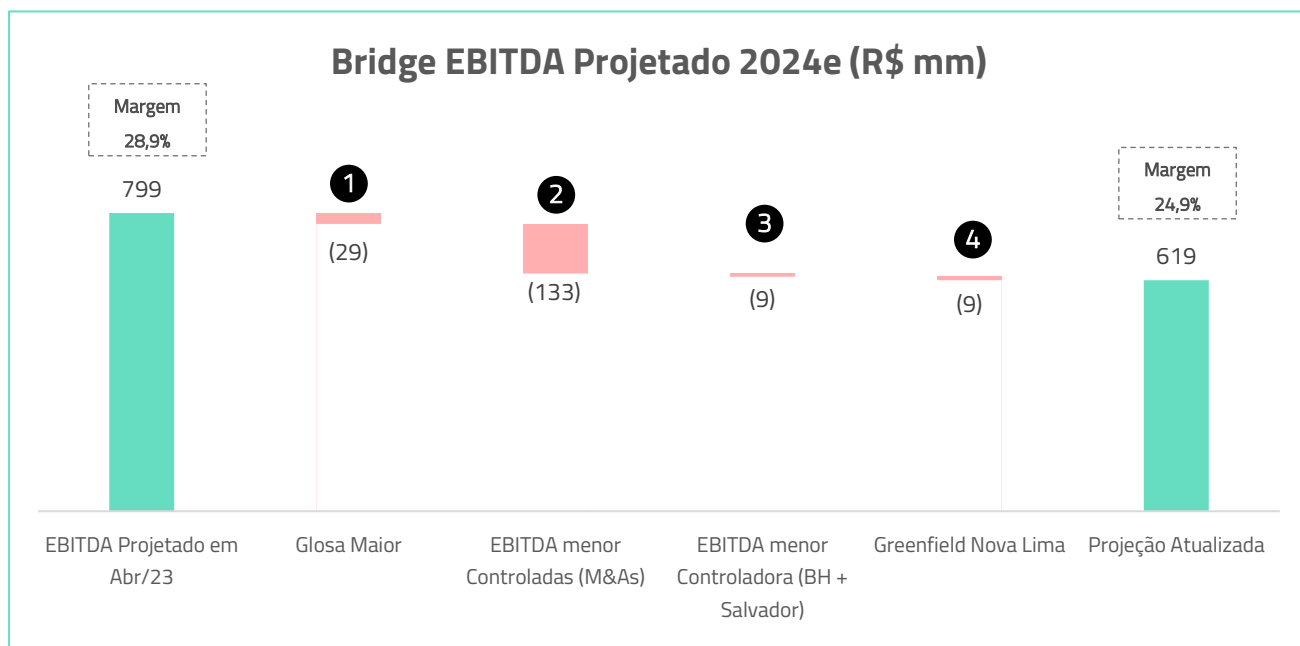


Outro fator preponderante para os prestadores de serviços de saúde foi a deterioração do capital de giro, principalmente devido ao aumento do prazo médio de contas a receber. Como vemos abaixo, essa dinâmica não foi diferente para a Mater Dei, que apresentou pioras sucessivas nesse indicador ao longo de 2023 e 1Q24, impactando sua geração de caixa do ano. Entendemos que se trata de uma questão circunstancial do setor, que deve se normalizar ao longo de 2024 e gerar alívio para a cia.



## Revisão de Projeções

Com base nos resultados entregues pela Mater Dei em 2023 e 1Q24, realizamos a revisão de algumas premissas operacionais para os próximos anos, que levaram a uma atualização importante de EBITDA para 2024, como detalhado abaixo.



**1** Como falado anteriormente, considerando a nova visão da empresa para provisões de glosas, temos uma redução de R\$ 29mm no EBITDA para o ano de 2024.

**2** Revisão de EBITDA para as operações de M&A por dois motivos principais:

- Redução de 20% da receita esperada para o ano, por conta de menor velocidade de abertura de leitos e maior dificuldade de crescimento de tickets médios. Por mais que a empresa tenha realizado reajustes de tabelas e credenciado hospitais com o Bradesco, o efeito na receita tem se mostrado bem mais devagar do que esperávamos;
- Como também já ilustrado, houve queda nas margens brutas das operações adquiridas, por conta do piso da enfermagem e outros fatores. Por mais que a expectativa seja de melhoria nos próximos anos, projetamos uma margem bruta de 26% para 2024, 10 p.p. abaixo que o esperado anteriormente.
- Em resumo, temos um EBITDA 45% menor nas operações adquiridas para 2024, de R\$ 158mm, versus expectativa anterior de R\$ 300mm para o mesmo período.

**3** Revisão de EBITDA para as operações de BH e Salvador:

- Redução de 3% da receita esperada para o ano, com perspectiva do management levemente mais conservadora de abertura de leitos, visando manter taxas de ocupação mais altas;
- Como também já ilustrado, houve queda nas margens brutas das operações da Controladora, mas em menor magnitude. Por mais que a expectativa seja de melhoria nos próximos anos, projetamos uma margem bruta de 43,1% para 2024, 50bps abaixo que o esperado anteriormente.
- Em resumo, temos um EBITDA 5,6% menor na Controladora para 2024, de R\$ 470mm, versus expectativa anterior de R\$ 498mm para o mesmo período.

**4** Despesas adicionais ligadas à abertura do Greenfield em Nova Lima, bairro nobre de BH. A inauguração é esperada para 4Q23, gerando impacto negativo inicialmente no resultado.

DRE - R\$ milhões	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Receita Líquida	1.024	1.763	2.188	2.490	2.788	3.058	3.317	3.527
Custo de Serviços	(620)	(1.140)	(1.476)	(1.663)	(1.844)	(1.993)	(2.150)	(2.281)
Lucro Bruto	405	623	712	827	945	1.065	1.167	1.245
Margem Bruta	39,5%	35,3%	32,5%	33,2%	33,9%	34,8%	35,2%	35,3%
SG&A	(162)	(285)	(288)	(319)	(337)	(356)	(374)	(391)
% Receita Líquida	(15,9%)	(16,2%)	(13,2%)	(12,8%)	(12,1%)	(11,6%)	(11,3%)	(11,1%)
Lucro Operacional	242	338	424	508	608	709	792	854
% Margem Operacional	23,7%	19,2%	19,4%	20,4%	21,8%	23,2%	23,9%	24,2%
(+) Depreciação	41	90	102	111	116	116	117	120
(+) Despesas Não Recorr.	28	24	(6)	-	-	-	-	-
EBITDA Ajustado	311	452	520	619	724	825	909	974
% Margem EBITDA	30,4%	25,6%	23,8%	24,9%	25,9%	27,0%	27,4%	27,6%
Resultado Financeiro	(22)	(152)	(215)	(193)	(178)	(166)	(147)	(127)
EBT	220	186	209	316	430	544	645	727
IRPJ e CSLL	(74)	(63)	(68)	(103)	(146)	(185)	(219)	(247)
Lucro Líquido	147	123	141	213	283	359	426	480
% Margem Líquida	14,3%	7,0%	6,5%	8,5%	10,2%	11,7%	12,8%	13,6%

## Análise de Retorno

Considerando preço de tela de 22/05/2024, nossas projeções atualizadas e atual cenário de juros (11,5% de juros de longo prazo), enxergamos TIR nominal de 38% a.a. para os próximos 3 anos. Esse cenário implica na multiplicação de seu market cap (R\$ 2,2 bi) por 2,3x no período.

### Análise TIR - Em % a.a. Nominal

TIR 3 Anos - R\$mm	abr/24	dez/24	dez/25	dez/26	abr/27
(-) Investimento	(2,1)	-	-	-	-
(+) Dividendos	-	0,1	0,1	0,1	0,1
(+) Saída	-	-	-	-	5,1
<b>Total</b>	<b>(2,1)</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>5,1</b>
<b>TIR Nominal - % a.a.</b>	<b>37,9%</b>				

A composição da TIR é principalmente de crescimento de lucros, com 24% a.a. nos próximos 3 anos, mas conta com um rerating importante, com múltiplo P/E justo de saída de 12x.

### Composição TIR - % a.a.

	Entrada abr-24	Saída abr-27	CAGR 3 Anos
Lucro Líquido Próximos 12 Meses (R\$mm)	219	422	24,4%
P/E (Próximos 12 Meses)	9,8x	12,0x	7,2%
Dividendos			3,5%
<b>TIR 3 Anos</b>			<b>37,9%</b>

## Conclusão

O investimento em Mater Dei se demonstrou mal sucedido até o momento, com desvalorização de cerca de 67% das ações desde seu IPO. O setor passou por momentos muito difíceis após a pandemia e nós cometemos erros de julgamento e projeções que comprometeram o processo de análise:

### ❑ Receita

- O ano de 2020 foi muito negativo para a Mater Dei, devido ao lockdown ligado à pandemia, que reduziu muito a frequência de pacientes aos hospitais em todo o país, levando inclusive à postergação do diagnóstico de doenças e de cirurgias eletivas. A Mater Dei passou de uma margem EBITDA de 35% em 2018 e 2019 para 21% em 2020;
- Um fator crucial que não conseguimos mapear à época do IPO, em abril de 2021, foi o impacto positivo da pandemia em seu ticket médio por leito de 2020. Por conta de números poluídos, nossa base de partida para as projeções foi uma receita média por leito inflada.
- O que ocorreu de fato, foi que no ano de 2021 esse indicador ficou flat, já com efeitos da pandemia bastante minimizados;
- Além disso, também superestimamos o ritmo de abertura de leitos da empresa em Minas Gerais, que ocorreu de forma mais devagar do que o esperado.

### ❑ Margens

- O ano de 2021 estava apontando para uma melhoria na rentabilidade da Mater Dei, que apresentou uma recuperação da margem EBITDA, para 30%, apesar do ticket médio flat. No entanto, a partir de 2022 o setor passou por uma onda inflacionária em materiais, medicamentos e serviços, com efeito superior ao que esperávamos;
- Nós projetávamos a margem EBITDA caindo para 28,5% em 2022, mas o número efetivo foi de 25,6%. Parte do desapontamento de margens ocorreu pelas pressões inflacionárias e parte pela consolidação de M&As com margens inferiores;
- O piso da enfermagem é um fator adicional cujo impacto só apareceu nos números da cia no 4Q23, mas que gerou muitos ruídos e pressões negativas no desempenho da ação entre 2022 e 2023. Este já está refletido nas nossas projeções atualizadas desde o update de 2023;
- Por fim, os efeitos colaterais da pandemia foram muito severos nas fontes pagadoras, que estão sendo muito agressivas para recuperar sua rentabilidade. O impacto na MATD foi indicador de glosas e prazos médios de recebimento superiores ao que esperávamos.

### ❑ M&As

- De forma geral, a empresa demonstrou dificuldades nas integrações dos 5 hospitais adquiridos. A última operação foi consolidada no 3Q22 e até o 4Q23, a MATD não conseguiu apresentar melhorias de margens nessas operações. Na verdade, observamos declínio nas margens;
- Um dos principais pontos de desapontamento foi o resultado do Porto Dias. Apesar das margens altas, seu EBITDA foi de cerca de 25% abaixo do divulgado à época da aquisição, um efeito negativo de R\$ 40mm de EBITDA no ano, 7,5% do EBITDA consolidado da MATD em 2023.

Após esses diversos acontecimentos, acreditamos que nossas projeções atuais são muito mais alinhadas com a realidade do setor e da empresa. Apesar da queda expressiva no valor de suas ações (-29% apenas em 2023), permanecemos com um investimento relevante de MATD em nosso portfólio, baseados nos seguintes pontos: (i) acreditamos que o mercado reduziu em demasia suas expectativas após uma série de decepções. Enxergamos nossas projeções acima do consenso, mas ainda abaixo da capacidade de entrega da cia para o ano; (ii) Estamos esperando um alívio no setor de saúde ao longo de 2024, que deve fluir para as redes hospitalares à medida que as operadoras de saúde recuperem seus níveis de sinistralidade; e (iii) Combinando todos os fatores, enxergamos TIR próxima a 38% a.a. para os próximos 3 anos, baseado principalmente em crescimento de lucros.

## DISCLAIMERS

Este material foi desenvolvido pela Drýs Capital Ltda. ("Drýs") com caráter meramente informativo e, portanto, não deve ser entendido como oferta, recomendação ou análise de investimento ou ativo, nem tampouco constitui uma oferta de serviço e nem venda de cotas dos fundos sob gestão.

Parte do conteúdo contido nesse documento é relacionado a ativos financeiros investidos pelos fundos de investimento sob gestão da Drýs. Ressaltamos que as projeções ou estimativas apresentadas poderão ter origem em simulações ou modelos proprietários, com o risco de divergir significativamente dos resultados reais, sendo obtidas a partir de dados estatísticos, modelos probabilísticos e metodologias proprietárias, com base em fatos e resultados financeiros obtidos de fontes públicas, ou através de relatórios e análises contratados. Como tal, eventuais estimativas ou projeções contidas nesse documento servem somente para contextualizar o processo de decisão de investimentos da Gestora e não expressam, em nenhum momento, promessa ou garantia de retorno ou resultado do portfólio ou de ativos individuais.

Ainda, apesar do cuidado na obtenção e manuseio das informações apresentadas, a Drýs não declara ou garante a integridade, confiabilidade ou exatidão das informações, as quais podem inclusive serem modificadas sem comunicação, eximindo-se de quaisquer responsabilidades por prejuízos diretos ou indiretos que venham a ocorrer pelo seu uso.

O conteúdo deste documento não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da Drýs através de seus representantes.

Para dúvidas ou esclarecimentos adicionais sobre metodologia, modelos ou de métricas e estimativas relativas às empresas ou ativos investidos contidos nesse material, entrar em contato através do e-mail [contato@dryscapital.com.br](mailto:contato@dryscapital.com.br)



**EQUITAS**

**Drýs**  
CAPITAL





## **Drýs Capital**

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

**Drýs**  
CAPITAL