



**Ó|GR** ÓRAMA  
GESTÃO DE  
RECURSOS

**Carta Mensal**

Março 2022

**Comentários da Gestão** 2

---

***Staying Alive*** 3

---

**Fundos de Investimento** 15

---

## Comentários da Gestão

Os juros futuros apresentaram, ao longo do mês de março, uma maior inclinação da curva, com a parte mais longa tendendo a um fechamento, enquanto a ponta curta mostrou uma abertura de cerca de 30bps. Esse movimento reflete, em grande parte, os sinais de aperto monetário nos Estados Unidos e as incertezas nas políticas econômicas internas.

Na renda fixa, seguimos na expectativa em relação às próximas reuniões do Copom. O mercado já espera o 'início do fim' desse aperto monetário, enquanto a curva mostra a precificação de mais 100bps para a próxima reunião, em maio, e 50bps para o mês seguinte. Acompanhamos os movimentos de abertura e fechamento de spread, de forma a buscar as melhores alocações dentro da curva e maximizar o carregamento e os ganhos reais de nossos fundos.

Nossa visão para o mercado doméstico continua mais negativa por entender que a redução da renda disponível e o ciclo de aperto monetário ainda irão impactar a demanda local, ao passo que o cenário global continua pressionando custos.

Em nossa estratégia de renda variável, seguimos com a alocação mais defensiva, nos posicionando em teses que conseguem repassar aumento de custo com exposição a commodities, energia, bancos, consumo não discricionário, saúde e utilities.

Na carta de março, decidimos mostrar nossa visão sobre um dos setores que acompanhamos na gestora: o setor de saúde.

Por fim, reforçamos aqui que estamos abertos a feedbacks, críticas e elogios em nossos canais de atendimento. Esperamos que gostem.

**Equipe Órama Gestão de Recursos**

## Staying Alive

*“ Since the end of World War II, the provision of medical care in the United States and other advanced countries has displayed three major features: first, rapid advances in the science of medicine; second, large increases in spending, both in terms of inflation-adjusted dollars per person and the fraction of national income spent on medical care; and third, rising dissatisfaction with the delivery of medical care, on the part of both consumers of medical care and physicians and other suppliers of medical care.*

*Rapid technological advances have occurred repeatedly since the Industrial Revolution—in agriculture, steam engines, railroads, telephones, electricity, automobiles, radio, television, and, most recently, computers and telecommunication. The other two features seem unique to medicine. It is true that spending initially increased after nonmedical technical advances, but the fraction of national income spent did not increase dramatically after the initial phase of widespread acceptance. On the contrary, technological development lowered cost, so that the fraction of national income spent on food, transportation, communication, and much more has gone down, releasing resources to produce new products or services. Similarly, there seems no counterpart in these other areas to the rising dissatisfaction with the delivery of medical care.”*

*Milton Friedman, 2001.*

O setor de saúde engloba desenvolvimento, financiamento, fornecimento de produtos e serviços e intermediação financeira. Podemos dividir as companhias do setor entre provedores de serviços e operadoras de planos de saúde.

Em 2001, em um estudo sobre o sistema de saúde americano, Milton Friedman destacou três fatores observados no setor em países desenvolvidos: (i) rápidos avanços tecnológicos; (ii) aumento acelerado da despesa média com saúde e da parcela do PIB do país gasto com serviços médicos; e (iii) aumento da insatisfação dos consumidores.

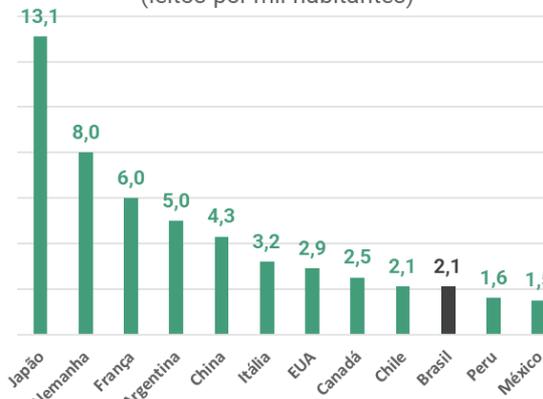
Friedman ainda destacou que os avanços tecnológicos estão presentes em diversos setores, mas é somente no setor de saúde que foi observado um aumento de despesas e da insatisfação do consumidor concomitante a evolução tecnológica. Nos outros setores, o avanço da tecnologia costuma diminuir custos, reduzindo a parcela do PIB dos países gasto com esses serviços.

Apesar das diferenças entre os sistemas de saúde americano e brasileiro, essa afirmação também se mostra verdadeira no nosso país.

### **Segmento Hospitalar**

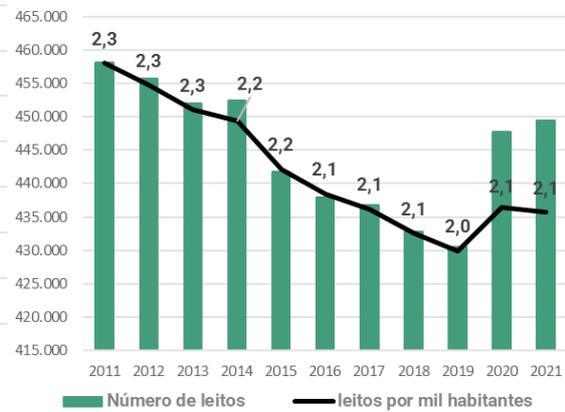
O aumento do número de leitos privados na última década não foi suficiente para compensar a queda dos leitos públicos do período e, com isso, a densidade de leitos diminuiu, saindo de 2,33 em 2010 para 2,11 em 2021. O forte crescimento de leitos públicos em 2020 deve ser revertido no curto prazo por estar relacionado a criação de hospitais de campanhas e leitos temporários durante a pandemia. A recomendação da Organização Mundial de Saúde é oferecer entre 3 a 5 leitos por mil habitantes, o que sustenta nossa visão positiva para o crescimento do setor.

**Densidade de leitos**  
(leitos por mil habitantes)



Fonte: Federação Brasileira de Hospitais; Elaboração: ÓGR

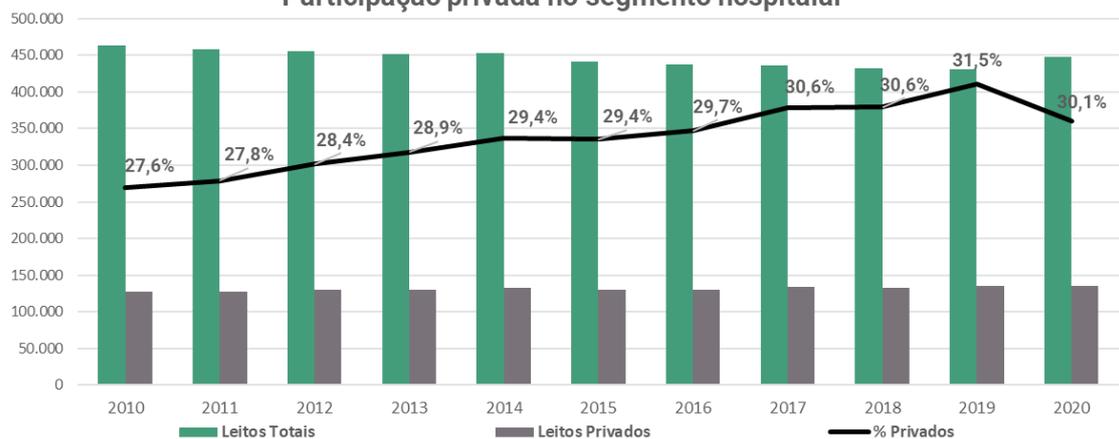
**Densidade de leitos**  
(leitos por mil habitantes)



Fonte: Federação Brasileira de Hospitais; Elaboração: ÓGR

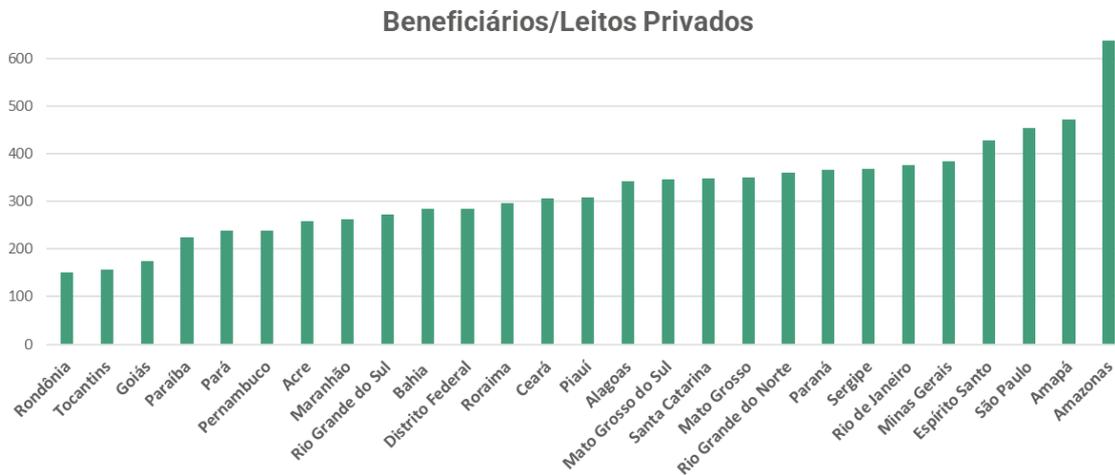
O aumento de penetração do capital privado no setor é resultado da redução de investimentos públicos combinada ao maior incentivo para o investimento privado. Após a alteração da lei nº 13.079, em 2015, que permitiu a entrada de investidores estrangeiros no setor, o número de leitos privados cresceu 4,4% em quatro anos enquanto houve uma redução de 2,5% em leitos públicos.

**Participação privada no segmento hospitalar**

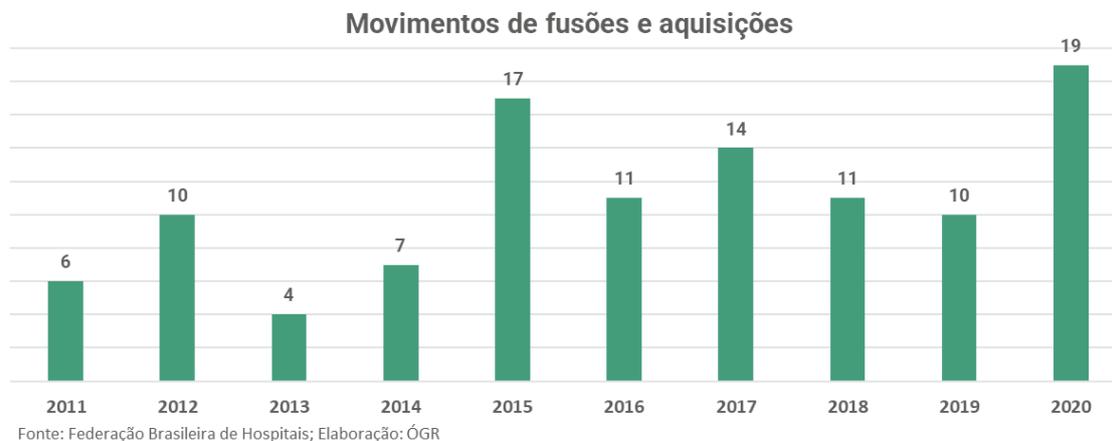


Fonte: Federação Brasileira de Hospitais; Elaboração: ÓGR

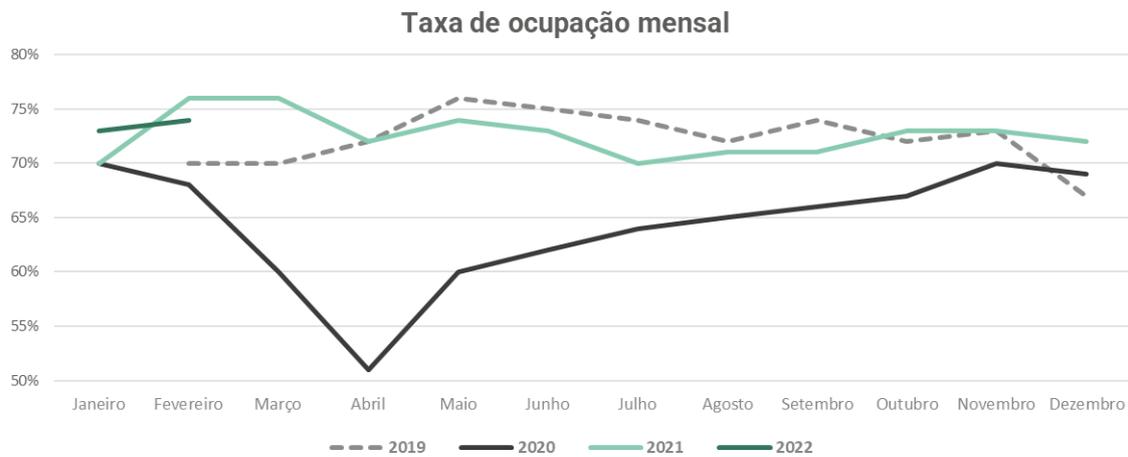
Observando a relação de beneficiários por leitos privados (2021) em cada estado do Brasil, nota-se ainda o espaço que existe para investimento nas grandes cidades do Brasil.



O aumento do investimento privado fortaleceu o movimento de consolidação no segmento. Os ganhos com a profissionalização do management e economias de escala fazem com que essas aquisições sejam muito rentáveis.



Na pandemia, a redução da ocupação dos hospitais com cirurgias eletivas e atendimentos emergenciais foi parcialmente compensada pelos pacientes com Covid-19. Em 2021, observamos uma volta de procedimentos eletivos e manutenção da ocupação com casos de Covid-19. Para 2022, mesmo com o aumento nos procedimentos eletivos, esperamos uma queda de 200 bps no ano por redução da taxa de ocupação de Covid-19.



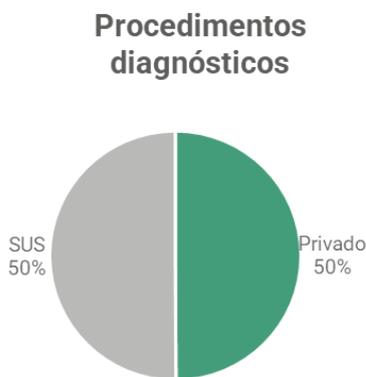
## Segmento Laboratorial

Existem dois tipos de laboratório: os que possuem estrutura própria para realização de exames e os operadores de apoio, que coletam o material e utilizam as estruturas de terceiros (geralmente hospitais) para realização dos exames.

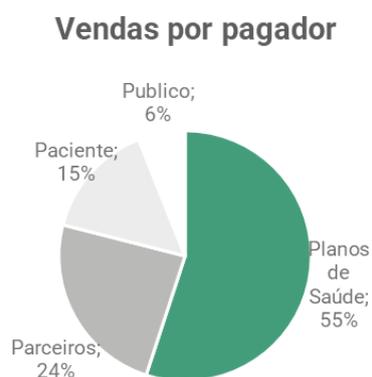
Nos últimos anos, observamos uma tendência de aumento de gastos com diagnósticos, com crescimento de 29,3% entre 2015 e 2019. Em 2020, a redução de procedimentos eletivos também impactou os laboratórios, mas já observamos uma reversão em 2021 com crescimento de 10% em comparação ao ano de 2019.



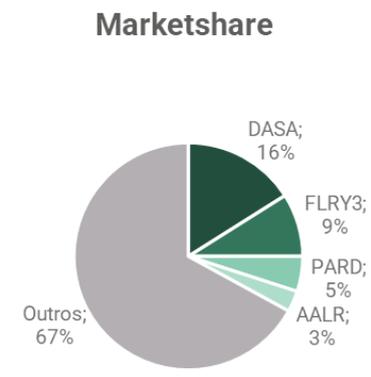
As dinâmicas de consolidação e verticalização do setor de saúde são os principais vetores para os laboratórios, tendo em vista que: (i) 49,9% dos procedimentos diagnósticos no Brasil já são realizados no setor privado; (ii) o segmento é pulverizado com a maior parte do share na mão de players menores e regionais; e (iii) existe uma alta dependência dos operadores de planos de saúde.



Fonte: Abramed; Elaboração: ÓGR



Fonte: Abramed,; Elaboração: ÓGR



Fonte: Abramed; Elaboração: ÓGR

## Planos de saúde

O setor é regulado pela ANS, que define o rol de cobertura<sup>1</sup> dos planos e o teto para reajuste dos planos de saúde individuais.

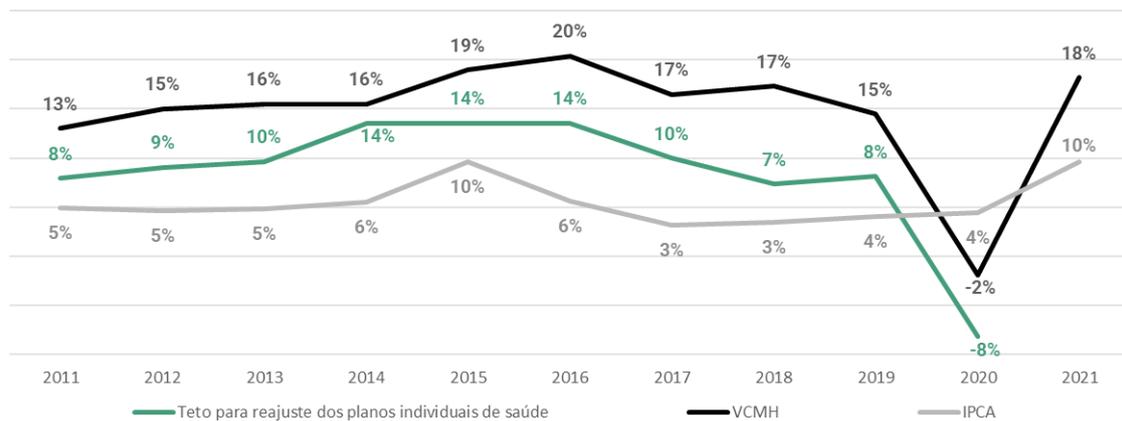
O teto para reajuste dos planos de saúde individuais é baseado na VCMH<sup>2</sup>, que inclui a sinistralidade e gastos com profissionais de saúde e materiais. Nos últimos anos, este reajuste tem sido menor que a inflação médica, impactando a margem de planos individuais. Com isso, diversas operadoras passaram a focar em planos

<sup>1</sup> Lista de consultas, exames e tratamentos, denominada rol de procedimentos e Eventos em Saúde, que os planos de saúde são obrigados a oferecer, conforme cada tipo de plano de saúde – ambulatorial hospitalar com ou sem obstetrícia, referência ou odontológico

<sup>2</sup> Variação do custo médico hospitalar.

corporativos que não precisam respeitar o teto definido e hoje representam aproximadamente 70% dos planos existentes no Brasil.

Reajuste dos planos de saúde e inflação

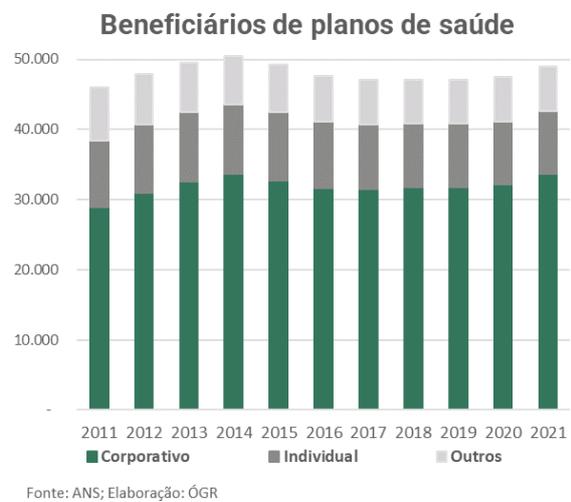
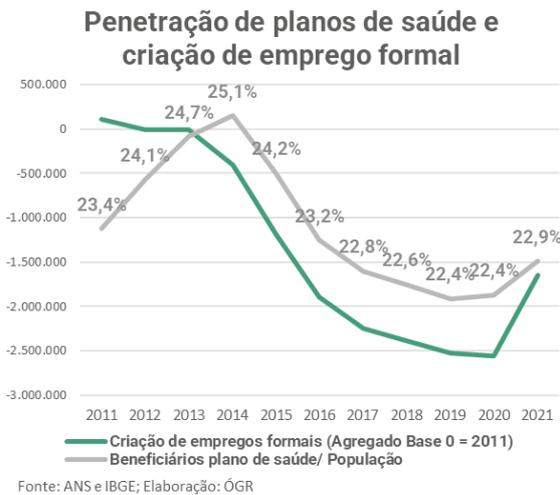


Fonte: ANS; Elaboração: ÓGR

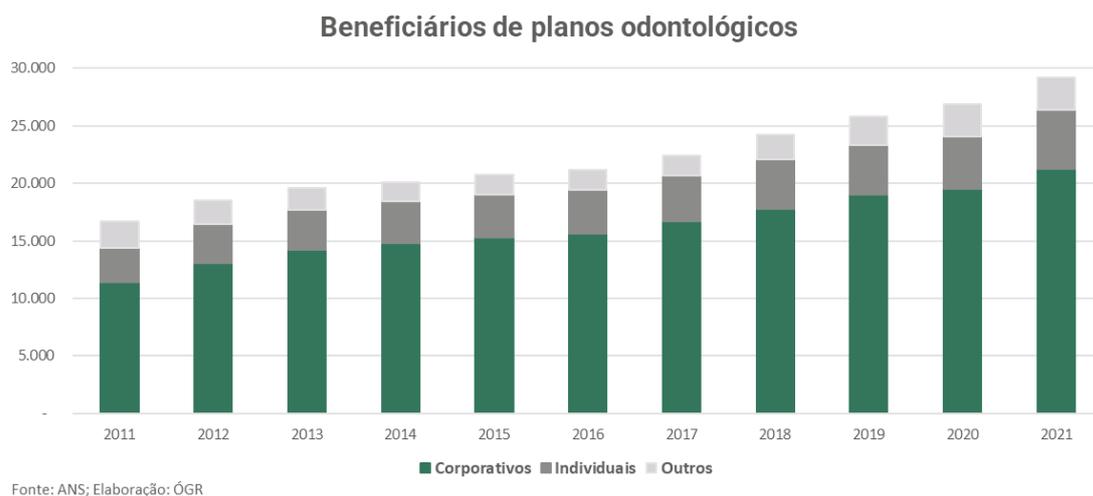
No ano de 2020, por conta da pandemia, diversas cirurgias e processos eletivos foram adiados, diminuindo os gastos por membro de forma que o reajuste de 2021 mostrou, pela primeira vez, uma queda. Durante o ano de 2021, com a demanda reprimida de cirurgias e procedimentos eletivos, a sinistralidade apresentou níveis mais altos que a média histórica, e a previsão da FenaSaúde<sup>3</sup> para o reajuste a ser aplicado este ano é de 16,3%. Ainda esperamos que as companhias apresentem uma sinistralidade alta no primeiro trimestre, mas que comece a retornar a patamares históricos ao longo do ano.

Com o aumento da participação de planos corporativos, o número de beneficiários de planos de saúde vem sendo impactado pela redução do emprego formal.

<sup>3</sup> Federação Nacional de Saúde Suplementar.

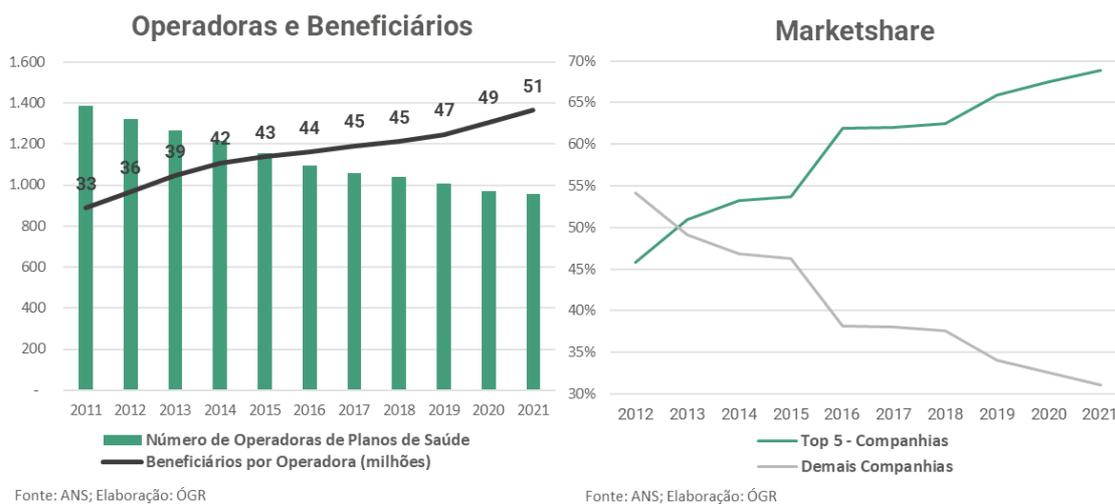


Enquanto a variação de penetração dos planos de saúde é correlacionada com a criação de empregos formais, os planos odontológicos, por possuírem menor penetração e ticket médio menor, apresentam dinâmica de crescimento própria. Entendemos que os planos odontológicos devem continuar em expansão até atingir uma maior participação dos usuários de planos de saúde, quando devem também passar a ter seu crescimento correlacionado com emprego.



Na última década, o setor vem passando por uma forte consolidação devido a mudanças regulatórias e à entrada de capital estrangeiro. Em 2016, a ANS aumentou a necessidade de capital para operar no setor ao alterar as regras de

provisão para eventos ocorridos e não avisados (PEONA) e de máximo de solvência. Enquanto isso, as empresas mais capitalizadas, com a entrada do capital estrangeiro no setor, têm conseguido realizar movimentações de crescimento orgânico e inorgânico.



## A verticalização do setor de saúde

Friedman concluiu em seu artigo que o aumento dos custos com saúde simultâneo ao avanço tecnológico está relacionado: (i) ao pagamento dos serviços ser realizado por terceiros, como planos de saúde ou o governo; e (ii) à perda do papel de seguro pelos planos de saúde, que deixaram de nos proteger de eventos pouco prováveis passando a cobrir gastos recorrentes.

***“Two simple observations are key to explaining both the high level of spending on medical care and the dissatisfaction with that spending. The first is that most payments to physicians or hospitals or other caregivers for medical care are made not by the patient but by a third party—an insurance company or employer or governmental body. The second is that nobody spends somebody else’s money as wisely or as frugally as he spends his own.*”**

(...)

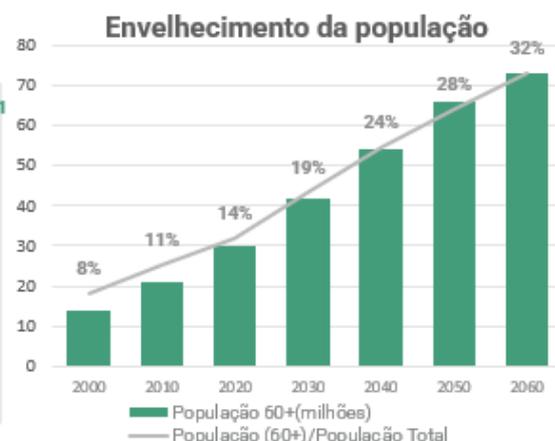
*Employer financing of medical care has caused the term insurance to acquire a rather different meaning in medicine than in most other contexts. We generally rely on insurance to protect us against events that are highly unlikely to occur but that involve large losses if they do occur—major catastrophes, not minor, regularly recurring expenses. We insure our houses against loss from fire, not against the cost of having to cut the lawn. We insure our cars against liability to others or major damage, not against having to pay for gasoline. Yet in medicine, it has become common to rely on insurance to pay for regular medical examinations and often for prescriptions. “*

**Milton Friedman, 2001.**

O aumento de despesas médicas no Brasil é, em grande parte, resultado da pressão exercida pelo envelhecimento da população. Os gastos médios com serviços médico-hospitalares e medicamentos aumentam com a idade e a participação da população acima de 60 anos aumentou 6 pontos percentuais nos últimos vinte anos.



Fonte: ANS; Elaboração: ÓGR



Fonte: ANS; Elaboração: ÓGR

No entanto, a estruturação do setor, que faz com que os avanços tecnológicos tenham impacto negativo em custo, tem um papel importante no aumento dos gastos médios com saúde.

No Brasil, a regulação garante esse movimento ao definir o rol de cobertura dos planos e os concentra nos planos de saúde ao limitar o teto para reajustes de planos individuais. Dessa forma, o conflito de interesses entre as operadoras de planos e os provedores de serviços é intensificado. Além dos consumidores não serem avessos aos gastos, que são cobertos pelos planos, os prestadores de serviços têm incentivo para recomendar/realizar o máximo de procedimentos. Por esses motivos, grande parte das operadoras já não oferece planos individuais.

A situação das operadoras se torna cada vez mais insustentável com uma inflação médica persistente e a sinistralidade dos planos de saúde em alta mesmo com o processo de consolidação dos prestadores, que deveria arrefecer o aumento de custos ao gerar economias de escala.

A verticalização do setor aparece como uma forma de viabilizar o crescimento do setor ao reduzir parte dos conflitos envolvidos. A companhia verticalizada possui, dentro das suas operações, tanto os planos de saúde, como as estruturas para prover os serviços médico-hospitalares para os consumidores finais.

As primeiras companhias verticalizadas começaram suas operações focando em classes mais baixas e regiões menos penetradas por conseguirem ser rentáveis operando com tickets menores. A Hapvida, por exemplo, possui 26% do *marketshare* de Norte e Nordeste, tendo aumentado 6p.p nos últimos 6 anos.

A proposta de aquisição da Sulamérica pela Rede D'or confirma nossa tese de que o modelo de negócios verticalizado é o grande vencedor no setor de saúde ao iniciar também o processo de verticalização de companhias de públicos de renda mais alta.

O Projeto de Lei 2.564/20, aprovado pelo Senado em novembro de 2021, teve requerimento de urgência aprovado na câmara no dia 24 de março de 2022 com uma votação de 458 votos contra 10 votos. O PL altera a Lei 7.498/86, instituindo piso salarial de R\$ 4.750 para enfermeiros. Aproximadamente 70% dos custos de um hospital é mão de obra, de forma que essa aprovação teria um impacto relevante para as companhias. A Hapvida seria a companhia mais impactada do nosso universo de cobertura, devido a sua presença no Norte e Nordeste, onde os salários de enfermeiros são menores do que no restante do país.

Entendemos que existe chance de aprovação desse PL, considerando o incentivo do governo de aumentar salários de profissionais da saúde em ano eleitoral. Ainda que esse aumento tenha impacto para os cofres públicos, atualmente 73% dos serviços públicos de saúde já são terceirizados, sendo 58% administrados por OS (Organizações Sociais). Esse modelo de operação dominante no setor público terceiriza a contratação de pessoal, de forma que os municípios não precisam contabilizar despesas com salários, driblando, assim, a Lei de Responsabilidade Fiscal, que proíbe cidades de gastar mais do que 60% do que arrecadam com recursos humanos.

No momento, nos posicionamos nas teses de consolidação e verticalização do setor através de FLRY3. Além do aumento de gastos com serviços de diagnósticos com o aumento da participação privada no setor, as companhias *pure players* de diagnósticos nos parecem ser os próximos alvos para movimentos de M&A. O serviço de diagnóstico é necessário para a construção de um ecossistema de saúde completo. Os laboratórios, pelo fato de serem muito dependentes dos planos de saúde, acabam perdendo poder de barganha ao longo desse movimento de consolidação das operadoras de forma que operar *stand alone* se mostra cada vez menos atrativo.

## Fundos de Investimento

Fundos	Início	Rentabilidades				
		mar/22	Ano	12M	24M	Início
<b>Órama Tático FIM</b>	30/nov/11	4,51%	12,10%	3,11%	62,61%	136,60%
Ibovespa		6,06%	14,48%	2,89%	64,34%	110,99%
<b>Órama Dêbentures Incentivadas FI Infraestrutura RF</b>	03/out/16	2,67%	3,21%	8,31%	20,72%	62,80%
IMA-Geral		1,57%	2,54%	4,91%	10,14%	56,40%
<b>Órama Multi Cred FIC FIM CP</b>	30/abr/20	1,16%	3,05%	8,85%	-	13,11%
CDI		0,92%	2,42%	6,41%	8,78%	8,47%
<b>Órama Corporate FIM CP</b>	28/fev/19	1,12%	2,86%	7,68%	10,59%	15,70%
CDI		0,92%	2,42%	6,41%	8,78%	15,25%
<b>Órama Liquidez FIRF</b>	12/ago/21	1,30%	3,14%	-	-	6,35%
CDI		0,92%	2,42%	6,41%	8,78%	5,04%
<b>Órama DI FIRF Simples LP</b>	22/dez/10	0,93%	2,58%	6,81%	8,93%	145,29%
CDI		0,92%	2,42%	6,41%	8,78%	155,49%
<b>Órama Inflação IPCA FIRF LP</b>	30/nov/11	2,55%	3,42%	8,12%	15,42%	180,63%
<b>Órama Ouro FIM</b>	31/out/12	-5,53%	-10,01%	-6,90%	4,03%	101,79%

### DISCLAIMER

Órama Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“Órama”), é uma instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar o serviço de administração de carteira de valores mobiliários, de acordo com o Ato Declaratório no 11.666, de 10 de maio de 2011. As informações aqui contidas são de caráter informativo, bem como não se trata de qualquer tipo de análise ou aconselhamento para a realização de investimento, não devendo ser utilizadas com esses propósitos, nem entendidas como tais. A Órama não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações aqui divulgadas. Os investimentos em fundos estão sujeitos a riscos específicos de mercado. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS – FGC. LEIA O REGULAMENTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DOS FUNDOS ANTES DE INVESTIR.



Praia de Botafogo, 228 – 18º andar - Botafogo, Rio de Janeiro – RJ

CEP: 22451-041 | [orama.com.br](http://orama.com.br)

Atendimento: 0800 728 0880 | +55 (21) 3797 8000

Ouvidoria: 0800 724 0193