

## Saúde

### Perspectivas do setor de saúde para o ano de 2023.

#### Introdução:

Preparamos este relatório com a nossa perspectiva acerca do setor de saúde, em especial dos players listados em bolsa. Vemos boas oportunidades na compra, e alguns cases para ficar de fora. Vamos começar com um breve texto explicando o funcionamento do setor. Em seguida, traremos as nossas opiniões e perspectivas.

O setor de saúde engloba desenvolvimento, financiamento, fornecimento de produtos e serviços e intermediação financeira. Podemos dividir as companhias do setor em cinco segmentos: hospitalar, laboratorial, farmacêutico, planos de saúde tradicionais e companhias verticalizadas.

#### Explicação do setor:

Os planos de saúde são responsáveis por intermediar a relação financeira entre provedores de serviços de saúde e os consumidores finais. As companhias mais conhecidas do segmento são: Sulamérica, Amil e Bradesco – Saúde.

Os hospitais são responsáveis por prover serviços médico-hospitalares para a população. As companhias mais conhecidas são: Rede D'Or, MaterDei, Dasa e Kora Saúde.

Os laboratórios são responsáveis por prover serviços de exames e diagnósticos. As companhias mais conhecidas do segmento são: Hermes Pardini, Fleury e Dasa.

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.

O setor de saúde tem se beneficiado de sucessivos aumentos de preço acima da inflação nos últimos anos. A consolidação dos segmentos de laboratórios e hospitais traz economias de escala que poderiam ajudar a arrefecer a aceleração da inflação médica. No entanto, a sinistralidade dos planos de saúde é também pressionada por essa profissionalização dos provedores de serviços, nomeadamente hospitais e laboratórios. Sinistralidade é a despesa associada com a utilização do plano por parte do segurado, seja para algum exame, consulta ou procedimento. Um aumento na sinistralidade significa mais custo para o plano, e, portanto, lucros menores.

No Brasil, a regulação ajuda a controlar estes preços 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 os operadores de planos e 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 das operadoras 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. Por conta dessa dinâmica, conseguem alinhar os interesses de forma a maximizar o resultado do grupo, resultando em redução da sinistralidade.

Por conseguirem ser rentáveis operando com tickets mais baixos, essas companhias têm maior potencial de crescimento entre as classes mais baixas, conseguindo, também, adentrar regiões menos penetradas devido a menor renda per capita da população. O Norte e Nordeste possuem hoje grande potencial para crescimento de planos com ticket mais baixo.

As companhias verticalizadas mais conhecidas do segmento são: Hapvida e Unimed.

## Visão para o setor de saúde em 2023:

Temos visão construtiva para o setor de saúde no longo prazo, mas acreditamos que o curto prazo, principalmente para as operadoras de planos de saúde, ainda pode ser desafiador. Na parte dos prestadores de serviços, acreditamos que os hospitais que possuem dominância em mercados chaves do setor privado – Rio de Janeiro e São Paulo – devem conseguir melhores condições de negociação que os menores. Dessa forma, esperamos um aumento da diferença de rentabilidade entre eles, o que deveria ocasionar a aceleração da consolidação do segmento. Olhando para alguns players listados na bolsa brasileira, atualmente temos recomendação NEUTRA para as ações de Hapvida. Para os investidores que desejam oportunidades com maior potencial de retorno, temos recomendação de COMPRA para as ações de Rede D’Or. Já para os investidores mais avessos ao risco temos recomendação de COMPRA para as ações de Fleury.

O setor de saúde oferece fortes drivers de valor para o longo prazo, como o aumento das despesas médicas devido ao envelhecimento da população, consolidação e verticalização e sinais de resiliência em cenários de atividade mais desafiadores.

Entretanto, para 2023, tendo em vista uma perspectiva de piora para os níveis de taxa de desemprego, esperamos impactos no crescimento da indústria de planos de saúde. Essa dinâmica deve ocorrer por conta da alta correlação entre a indústria de saúde privada e a criação de emprego.

Na análise micro, o MLR (medical loss ratio) da indústria de planos de saúde tem se mantido em um patamar elevado (6 pontos percentuais acima da média pré-pandemia), o que tem gerado uma pressão sobre a rentabilidade dos operadores de saúde. Nas contas do mercado, seria necessário um reajuste de 9% real para conseguir recuperar a rentabilidade da indústria.

Com a junção dos cenários macroeconômico e microeconômico, na nossa visão, esse repasse inteiro deve ser finalizado somente em meados de 2024, e por isso, a visão do mercado de uma recuperação da rentabilidade ainda em 2023 não deve se concretizar. Por essa razão, mesmo enxergando potencial para o longo prazo, entendemos o call em Hapvida como binário, o que no final das contas pode se traduzir em uma armadilha de valor. Não recomendamos posicionamento no papel.

Na frente dos prestadores de serviços (hospitais e laboratórios), o que mais nos preocupa são os balanços alavancados das companhias. Na nossa visão são empresas que não devem gerar caixa e devem apresentar piora na lucratividade por conta de um aumento nas despesas com juros.

Além disso, por mais que tenham poder de barganha frente as operadoras de planos de saúde, como essas empresas estão em um patamar crítico de MLR, acreditamos que os prestadores de serviços terão uma certa dificuldade nas negociações.

Entretanto, todos esses problemas no segmento de prestação de serviços – na nossa análise – devem beneficiar no final do dia os maiores players através da aceleração da consolidação do setor. Dessa forma, nomes como Rede D’Or devem aumentar sua parcela de share no cenário hospitalar, e como consequência, aumentar seu poder de barganha com os operadores de saúde. Por essas razões e uma maior segurança nas projeções de Rede D’Or - para os investidores que querem estar expostos ao setor de saúde e aceitam maior volatilidade – enxergamos um bom ponto de entrada para as ações da companhia.

Para os investidores que busquem oportunidades com menos volatilidade, vemos Fleury como uma ótima opção de investimento. Além de vermos possibilidades de sinergias após a combinação de negócios com a Hermes Pardini e entendermos como uma ótima estratégia a entrada em novas vertentes laboratoriais, a companhia possui um balanço mais sólido e um fluxo de caixa mais resiliente do que outros players do setor de saúde. Com isso, deve conseguir navegar mais tranquilamente esse ambiente macro conturbado e entregar sólidos pagamentos de dividendos.

Do lado das smallcaps, por mais que julguemos os valuations como muito baratos, ainda não vemos um ponto de entrada para as teses. Na nossa análise, a falta de liquidez e uma base de acionistas locais – principalmente assets menores – devem dificultar o desempenho dessas ações no curto prazo. Nos últimos meses temos visto um fluxo de entrada de estrangeiros e um fluxo de saída de institucionais locais da B3, o que julgamos ser uma dinâmica desfavorável para esses menores players da bolsa.

## DISCLAIMER

"Este documento é distribuído pela ÓRAMA DTVM S.A. ("Órama"), estando em conformidade com a Resolução CVM 20/2021. O(s) analista(s) de valores mobiliários Phillip Dyon Flores Pereira Soares - CNPI EM 1756, é(são) o(s) signatário(s) da(s) análise(s) descrita(s) no presente documento e se declara(m) inteiramente responsável(is) pelas informações e afirmações contidas neste material. O(s) analista(s) envolvidos na elaboração deste documento declara(m) que as recomendações eventualmente contidas no relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal sobre o(s) ativo(s) analisado(s) e foi(ram) elaborado(s) de forma independente, inclusive em relação à Órama. A Órama mantém e/ou tem intenção de manter relações comerciais com uma ou mais [companhias/fundos] a que se refere este relatório. Parte da Remuneração do(s) analista(s) é proveniente dos lucros da Órama como um todo e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pela Órama. A Órama pode estar atuando e/ou ter atuado como instituição intermediária e/ou participante de oferta pública de valores mobiliários de emissão de uma ou mais [companhias/fundos] citadas neste relatório, inclusive nos últimos 12 meses. Todas as informações utilizadas na(s) análise(s) contida(s) neste documento foram redigidas com base em informações públicas de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações contidas no presente documento não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, a Órama e o(s) seu(s) analista(s) não respondem por sua veracidade. As informações contidas no presente documento têm propósito meramente informativo, não se constituindo em uma oferta de compra ou de venda de qualquer ativo. As informações, opiniões, estimativas e projeções eventualmente contidas se referem à data de sua elaboração e/ou divulgação, bem como estão sujeitas a mudanças, não havendo obrigatoriedade de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão. Ainda, as opiniões a respeito de compra, venda ou manutenção dos ativos objeto ou a ponderação de tais ativos numa carteira teórica expressam o melhor julgamento do(s) analista(s) responsável(is) por sua elaboração, porém não devem ser entendidos por investidores como recomendação para uma efetiva tomada de decisão ou realização de negócios de qualquer natureza. Este material não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades pessoais de um investidor em específico, não possuindo qualquer vinculação com o perfil do investidor (suitability) e não devendo ser considerado para este fim. Antes de tomar qualquer decisão de investimento, a Órama aconselha que o investidor entre em contato com o seu assessor para orientação financeira com base em suas características e objetivos pessoais, bem como recomenda o preenchimento do seu perfil de investidor. Operações com o(s) ativo(s) objeto das análises podem não ser adequadas ao perfil do investidor. Rentabilidade prevista ou passada não é garantia de rentabilidade futura. As projeções eventualmente constantes neste documento poderão ter resultados significativamente diferentes do esperado. Recomenda-se a análise das características, prazos e riscos dos investimentos antes da decisão de compra ou venda. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao valor total do capital investido, não podendo a Órama e/ou o(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste material serem responsabilizados por qualquer perda direta ou indireta decorrente da utilização do seu conteúdo, cabendo a decisão de investimento exclusivamente ao investidor. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, dentre outras condições, podem afetar o desempenho do(s) ativo(s) objeto da análise deste documento. Fica proibida a reprodução ou redistribuição deste material para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio e expresso consentimento da Órama."