

Ágora Insights

Análise de Empresas

Rede D'Or

Dezembro, 2022

Fundamentos e avaliação aprimorados com a SulÁmerica;
Reiterando a melhor escolha no setor para 2023



Fundamentos e avaliação aprimorados com a SulÁmerica; Reiterando a melhor escolha no setor para 2023

- > As diretorias da Rede D´Or e da Sulamérica (SULA) aprovaram ontem o fechamento do negócio. A data ex para a troca de ações da SULA é 23 de dezembro, com as novas ações começando a ser negociadas em 26 de dezembro.
- > Esperamos que a Rede D´Or anuncie as sinergias relacionadas à combinação de negócios da SULA em breve (início de fevereiro de 2023). Maior visibilidade e uma potencial surpresa positiva podem ser gatilhos, a nosso ver. Estimamos sinergias para impulsionar o lucro líquido em R\$ 218 milhões em 2024 (7% do total).
- > O Bradesco BBI revisou o preço-alvo para final de 2023 para R\$ 40 (de R\$ 42) após incorporar uma taxa de desconto ligeiramente mais alta com base na nova taxa livre de risco do BBI, novas premissas do cenário macro (por exemplo, Selic média de 13,2% para 2023 e 9,7% para 2024) e resultados do 3T22.
- > Reiteramos a RDOR3 como nossa principal escolha no setor (junto com Oncoclinicas) com base na avaliação (P/L 2023 de 25x com 37% de CAGR – taxa média de crescimento anual ponderado – para o período de 2023-25 para o lucro por ação), maior resiliência em uma desaceleração econômica, boa visibilidade de ganhos e impulso positivo na recuperação de margem, bem como sólidos fundamentos de longo prazo.

A SulÁmerica (SULA) melhora os fundamentos de crescimento de longo prazo da Rede D´Or (RDOR). A transação com a SULA abre novas oportunidades de crescimento para a RDOR, pois amplia o mercado de atuação com a segunda maior operadora do Brasil em prêmios (9% do mercado), além de fortalecer sua posição competitiva devido à menor dependência dos pagadores. A RDOR obterá mais controle da cadeia de valor da saúde, facilitando e expandindo suas oportunidades de crescimento, em nossa opinião (por exemplo, desenvolvimento de novos produtos, potencial M&A de operadoras de atendimento gerenciado, expansão em outros serviços, como diagnósticos, competitividade em termos de maior eficiência, e uma estrutura de capital mais forte). O risco é mitigado pelas marcas e escala fortes e altamente desejáveis da RDOR.

As sinergias com a SULA podem trazer números positivos. Estamos assumindo de forma conservadora um VPL (valor presente líquido) de R\$ 5,6 bilhões (em 2023) para sinergias (R\$ 2,50/ação), com base em: (i) uma redução de 10% nos custos de material e medicamentos da SULA (que representam cerca de R\$ 1 bilhão, segundo a empresa), (ii) redução de 10% nas despesas gerais e administrativas (que totalizaram R\$ 1,66 bilhão nos últimos 12 meses até o 3T22) e (iii) redução de 6pp em sua alíquota de imposto de renda devido à mudança de seguradora de saúde (taxa de 40%) para um grupo médico. Também observamos que as sinergias podem ser maiores, pois não estamos incluindo: (i) impostos mais baixos sobre receita intercompany e (ii) receita adicional da RDOR tendo participação de outros provedores nos custos da SULA. Outro ganho refere-se à estrutura de capital com a utilização de ativos hospitalares para respaldar até 20% das reservas regulatórias da SULA, liberando até R\$ 1 bilhão em caixa (3T22).

Valuation atraente. A RDOR3 está sendo negociado a um P/L 2023 de 25x (18x para 2024), atraente, dado a projeção de taxa média de crescimento anual ponderado (CAGR) para o período de 2023-25 de 37% para o lucro por ação. Ao nosso preço-alvo de R\$ 40, a SULA adiciona cerca R\$ 1,50/ação, enquanto as sinergias adicionam aproximadamente R\$ 2,50/ação ao preço-alvo “autônomo” da RDOR3 de R\$ 36. Observamos que em nosso modelo não assumimos: (i) orientação da RDOR de expansão orgânica após 2024 e (ii) qualquer M&A. Nossa estimativa para margem EBITDA de longo prazo para Rede D´or é de 26,4%, contra 26,2% em 2019.

Marcio Osako 

Ricardo França 

ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas.



Riscos: (i) agravamento das condições comerciais por temores competitivos; (ii) aumento da competição devido à consolidação do setor; (iii) maiores custos relacionados com o salário mínimo nacional dos enfermeiros, cuja aplicação foi temporariamente suspensa pelo Supremo Tribunal Federal; (iv) postergação de projetos de expansão orgânica ou maturação mais lenta de novos leitos; (v) sinergias abaixo do esperado da SULA; e (vi) taxas de juros mais altas.

Abaixo encontram-se os principais números estimados para as empresas consolidadas:

Rede D'Or e SulAmerica								
R\$ milhões	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita Líquida	35.045	33.386	40.745	45.986	52.802	58.069	67.154	76.678
Ebitda (ajustado)	4.698	4.245	5.563	5.931	7.715	9.143	11.288	13.307
<i>Margem Ebitda (%)</i>	13,4%	12,7%	13,7%	12,9%	14,6%	15,7%	16,8%	17,4%
Lucro Líquido (ajustado)	2.451	1.495	2.261	1.868	2.724	3.486	4.807	6.174

Fonte: Companhia e Bradesco BBI



ÁGORA
INVESTIMENTOS

Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

RESEARCH ÁGORA

Dalton Gardimam
Economista-Chefe

José Francisco Cataldo Ferreira
CNPI - Estrategista de Análise

Ricardo Faria França
CNPI - Analista de Investimentos

Maurício A. Camargo
CNPI-T - Analista Gráfico

Ernani Teixeira R. Júnior
CNPI-T - Analista Gráfico

María Clara W. F. Negrão
CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles
CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço
CNPI - Analista de Investimentos

Henrique Procopio Colla
CNPI-T - Analista Gráfico

Renato Cesar Chanes
CNPI - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte
Analista Assistente de Investimentos

DIRETOR GERAL

Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade

Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI está participando como coordenador na oferta pública de distribuição de JHSF Participacoes S.A.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: AES Brasil Energia S.A., Alpargatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Pan S.A., BRF S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Diagnosticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Guararapes Confeções S.A., Hypera S.A., Iguatemi S.A., Jochpe Maxiom S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Kora Saúde Participações S.A., Localiza Rent A Car S.A., MPM Corporeos S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações., Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Unidas S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Yduqs Participacoes S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Alpargatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Pan S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, CSHG Logística - FI, CSHG Recebíveis Imobiliários - FI, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A., Diagnosticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Guararapes Confeções S.A., Hypera S.A., Iguatemi S.A., Jochpe Maxiom S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Kora Saúde Participações S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comércio S.A., Localiza Rent A Car S.A., MPM Corporeos S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações., Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Três Tentos Agroindustrial S.A., Unidas S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Yduqs Participacoes S.A.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).