

Ágora Insights

Análise de Empresas

DASA

Maio, 2023

Momento positivo à frente e menor alavancagem, mas ainda recomendação Neutra



Momento positivo à frente e menor alavancagem, mas ainda recomendação Neutra

- Estamos revisando nosso preço-alvo para R\$ 12,00 para 2023 (de R\$ 15,00) após incorporar o recente aumento de capital de R\$ 1,7 bilhão, a R\$ 8,50/ação.
- A DASA deve entrar em um novo ciclo operacional positivo, com sua administração aumentando o foco na lucratividade e acelerando os ganhos de eficiência. Esperamos um crescimento robusto da receita de dois dígitos e uma forte expansão da margem EBITDA em 2023 e 2024, produzindo um crescimento médio anual de 25% para o EBITDA entre o período de 2022 a 2024.
- Esperamos que a queima de caixa e o prejuízo se revertam em 2024 (R\$ 153 milhões de fluxo de caixa livre e R\$ 505 milhões de lucro líquido ajustado), com base em: (i) menor alavancagem, com uma injeção de caixa de R\$ 2,2 bilhões (incluindo R\$ 0,6 bilhão da SLB); (ii) maior fluxo de caixa operacional; e (iii) menores taxas de juros (10,9% de Selic média).
- Apesar do *momentum* positivo, mantemos nossa recomendação Neutra devido ao seu *valuation* (potencial de valorização limitado). Além disso, DASA3 está sendo negociada a um múltiplo de 16,8x o P/L estimado para 2024, ou a um prêmio de 13% em relação a uma combinação 50/50 entre Mater Dei e Fleury, apesar dos maiores riscos de execução e alavancagem.

Crescimento robusto da receita de dois dígitos à frente. Esperamos um crescimento orgânico da receita de 12% em 2023 e 10% em 2024, com uma forte recuperação no negócio de Diagnósticos (de 1% de crescimento em 2022). No negócio de Hospitais (50% da receita de 2022), esperamos 13% em 2023 e 10% em 2024, impulsionado por um *mix* de aumentos graduais em leitos operacionais, taxa de ocupação, complexidade das internações, bem como um avanço de iniciativas de oncologia (por exemplo, expansão da capacidade em unidades adquiridas e existentes, novos credenciamentos e serviços internos; a receita cresceu 47% no 1T23). Em Diagnósticos, esperamos um crescimento de 11% e 9%, devido a iniciativas comerciais relacionadas a novos credenciamentos, foco em serviços domiciliares (3% de penetração no B2C, contra 12% da Fleury), forte crescimento da marca premium Alta (crescimento em cerca de 15%) e ganho de participação de mercado com a plataforma de navegação NAV. No 1T23, o setor de Diagnósticos cresceu 9% em relação ao ano anterior, mas 19% excluindo Covid-19 (e observamos que a forte comparação da Covid-19 deve terminar no 3T23).

A diferença de margem EBITDA em relação aos pares listados deve diminuir em 50% em 2024. A margem EBITDA contábil da DASA foi de 16,2% em 2022, em comparação com a média de 23,6% para Rede D'or, Mater Dei, Kora e Fleury. Esperamos que essa diferença de 7,4 pp diminua para 3,8 pp em 2024 (apesar de um ligeiro aumento de margem de 0,7 pp, para 24,3% para seus pares), com a margem da DASA melhorando em 4,3 pp, para 20,5%. Os ganhos serão derivados de: (i) sua margem bruta no negócio hospitalar (por meio de uma combinação de eficiência de custos em materiais/medicamentos e remuneração de médicos, maior taxa de ocupação de leitos e maior complexidade nas internações); e (ii) diluição de despesas gerais e administrativas por meio de uma redução nas despesas com pessoal e serviços de terceiros, bem como alavancagem operacional. Não esperamos que a DASA diminua essa diferença, devido ao seu *mix* de negócios diferente (por exemplo, diagnósticos), posicionamento de preço/marca, investimentos mais altos em TI (cerca de 3% da receita, de acordo com a empresa) impulsionados pelo NAV e escala.

Márcio Osako 

José Cataldo 

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

Melhoria na alavancagem (embora ainda alta, 3,6x estimado pelo Bradesco BBI no 4T23), com uma posição de caixa confortável. Esperamos que a relação dívida líquida/EBITDA melhore para 3,8x no 4T23, de 6,2x no 4T22, dado: (i) uma injeção de caixa de R\$ 2,2 bilhões (R\$ 1,6 bilhão líquido da recente oferta + R\$ 0,6 bilhão da venda e *leaseback* dos imóveis do Hospital da Bahia e São Domingos, potencialmente no 2T23); e (ii) cerca de 40% de crescimento do EBITDA em 2023, para R\$ 2,2 bilhões. Além disso, esperamos uma posição de caixa confortável de R\$ 1,2 bilhão em 2024, após o pagamento da maior parte das obrigações de R\$ 5,4 bilhões até o final de 2024 (com base na rolagem da dívida de R\$ 1,6 bilhão, líquida de amortização, com vencimento em janeiro de 2024, e geração de caixa de R\$ 0,6 bilhão no restante de 2023, recuperando metade da queima de R\$ 1,2 bilhão no 1T23). Em nossa opinião, isso reduz os riscos de uma nova oferta subsequente.

O fluxo de caixa se tornará positivo em 2024. Esperamos R\$ 153 milhões em geração de caixa no próximo ano (de uma queima de R\$ 550 milhões em 2023), como resultado de: (i) um declínio na dívida líquida média com o impacto total de R\$ 2,2 bilhões em aumentos de capital; (ii) queda de 2,7 pp nas taxas de juros para uma Selic média de 10,9% em 2024; (iii) crescimento de 20% no EBITDA; e (iv) ligeira redução no ciclo de caixa após menores sinistralidades médicas de pagadores.

Principais riscos: (i) execução da expansão de margem esperada e reversão dos fluxos de caixa, que inclui a integração de aquisições, ganhos de eficiência, redução do ciclo de caixa e um declínio no investimento, para 6% das receitas; (ii) deterioração do cenário macro que atrasa os cortes da taxa Selic; (iii) pressão de preço ou volume de pagadores que visam reduzir a sinistralidade médica; (iv) pressão de custo do salário mínimo para enfermeiros; e (v) potencial pressão de 59 milhões de ações do BTG (7,8% do total) adquiridas na recente oferta.

Revisão de estimativas:

DASA R\$ milhões	2023			2024			2025		
	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %
Receita Líquida	14.689	14.372	2%	16.118	15.738	2%	17.705	17.334	2%
Ebitda	2.795	2.622	7%	3.302	3.214	3%	3.697	3.639	2%
Margem Ebitda	19,0%	18,2%	0,8 p.p	20,5%	20,4%	0,1 p.p	20,9%	21,0%	-0,1 p.p
Lucro Líquido ajustado	(115)	(103)	12%	505	380	33%	865	766	13%

Fontes: Bradesco BBI



RESEARCH ÁGORA

Dalton Gardimam
Economista-Chefe

José Francisco Cataldo Ferreira
CNPI - Estrategista de Análise -
Pessoas Físicas

Ricardo Faria França
CNPI - Analista de Investimentos

Maurício A. Camargo
CNPI-T - Analista Gráfico

Ernani Teixeira R. Júnior
CNPI-T - Analista Gráfico

Maria 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

José Ricardo Rosalen Filho
CNPI- P - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte
Analista Assistente de Investimentos

DIRETOR GERAL
Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

DIRETOR
Ricardo Barbieri de Andrade



ÁGORA
INVESTIMENTOS

Região Metropolitana (RJ e SP)
4004 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

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:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A, empresa controlada pela Cosan S.A, emissora objeto de relatórios de análise.

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.

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: Aliance Sonae Shopping Centers S.A., Alpargatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Inter S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A, Cielo S.A., Cognia Educacao S.A., Companhia Brasileira de Alumínio S.A., Diagnóstico da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Energisa S.A., Eneva S.A., Fleury S.A., Guararapes Confeções S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Iochpe Maxiom S.A., JHSF Participacoes S.A., Kora Saúde Participações S.A., Localiza Rent A Car S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Randon SA Implementos e Participações., Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. e Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos 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: Aliance Sonae Shopping Centers S.A., Alpargatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Inter S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A, Cielo S.A., Cognia Educacao S.A., Companhia Brasileira de Alumínio S.A., CSHG - Recebíveis Imobiliários - FII e CSHG Logística - FII, CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A.m Diagnóstico da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Energisa S.A., Eneva S.A., Fleury S.A., Guararapes Confeções S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Iguatemi S.A., Iochpe Maxiom S.A., JHSF Participacoes S.A., Kora Saúde Participações S.A., Localiza Rent A Car S.A., Méliuz S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Randon SA Implementos e Participações., Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. e Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos 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).