

Ágora Insights

Análise Setorial

Rede D'Or

Junho, 2023

Aumentando o preço-alvo para R\$ 36, apesar da redução de novos leitos - Reiteramos a recomendação de Compra



Aumentando o preço-alvo para R\$ 36, apesar da redução de novos leitos - Reiteramos a recomendação de Compra

- > Revisamos nosso preço-alvo para 2023 para R\$ 36 (de R\$ 34) após incorporar (i) maior EBITDA para SulAmérica devido aos resultados do 1T23 mais fortes do que o esperado e (ii) uma redução de cerca de 20% no número de novos leitos em relação ao que tínhamos anteriormente em nosso modelo, dada a postergação de projetos de expansão.
- > Ontem, a Rede D'Or publicou a atualização anual do seu plano de expansão, que revela um atraso significativo nos projetos. Os novos leitos para 2023-24 foram reduzidos em 46% para 2,5 mil. O indicador Capex/leito, do lado positivo, ficou praticamente inalterado.
- > Vemos o atraso como misto a ligeiramente negativo devido ao aumento do risco de execução. No entanto, notamos que (i) os ganhos de curto prazo são favorecidos devido ao menor volume de investimentos (capex)/alavancagem, (ii) assumimos apenas parte das expansões até 2024 em nosso modelo e (iii) a expansão mais suave do novo plano reduz as preocupações sobre pressão de margem e ocupação dos novos leitos.
- > Reiteramos nossa recomendação de Compra dado o potencial de alta de 24% com menor dependência de novos leitos, já que estamos assumindo uma expansão menor (1/3 do potencial) e fortes fundamentos de longo prazo. As ações RDOR3 estão sendo negociadas a 23x o múltiplo P/L estimado para 2024, o que consideramos atraente, dado um CAGR (taxa média ponderada de crescimento) do lucro de 36% no período de 2024-26.

Aumentando as estimativas de EBITDA na SulAmérica (SULA). Estamos aumentando o EBITDA consolidado para 2023-24 em 5-6%, principalmente devido às estimativas de EBITDA mais altas para SULA (por exemplo, de -R\$ 464 milhões em 2023 para -R\$ 9 milhões). A variação deveu-se às despesas operacionais, que seguiram valores abaixo do esperado no 1T23. Esperamos agora que a margem EBITDA da SULA atinja 4,4% em 2025 (3,5% anteriormente), inferior à margem pré-pandemia de 4,6% em 2019, apesar do ganho de aproximadamente 1,9pp de sinergias com a Rede D'Or. Isso ocorre porque esperamos que o MLR (sinistralidade médica) da SULA normalize em 82,6% em 2025, acima dos 79% em 2019.

O potencial de novos leitos aumentou 8% para 7,5 mil, mas mais foram colocados em espera (25% de 16%). O número potencial de novos leitos a serem entregues a partir de 2023 foi aumentado em 8% para 7,5 mil (ou +65% para a capacidade instalada em 2022) quando comparado ao plano da empresa há um ano. Ainda assim, 25% deles não têm data de início, o que é mais do que os 16% anteriores (já que alguns projetos *greenfield* foram paralisados). Assim, o número de leitos com prazo de conclusão recuou ligeiramente 3% para 5,7 mil.

E os projetos foram prorrogados de 2025 para 2027. Além do aumento dos projetos parados, o prazo dos demais foi prorrogado por dois anos, ou até 2027. Os leitos *greenfield* (novos) previstos para entrega em 2023-24 foram reduzidos em 31% para 1 mil, e leitos *brownfield* (expansão) em 54% para 1,5 mil, uma redução total de 46% para 2,5 mil. Vemos o atraso nos projetos *brownfield* como mais preocupante, uma vez que a maturação é mais rápida, do que os *greenfield*.

Marcio Osako 

José Cataldo 

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



O orçamento de Capex (investimentos) permaneceu inalterado. No geral, o capex por leito permaneceu inalterado, permanecendo em R\$ 1,5 milhão para *greenfield* e R\$ 1,4 milhão para *brownfield*, o que foi o lado positivo da atualização da expansão.

Apenas 2,5 mil novos leitões (1/3 do potencial) considerados em nosso modelo. Observamos que assumimos conservadoramente apenas os projetos de 2023-24 em nosso modelo, que agora somam 2,5 mil (vs. potencial total de 7,5 mil, ou 5,7 mil excluindo projetos em espera), abaixo dos 3,1 mil que tínhamos anteriormente. Além disso, esperamos que os novos leitões estejam totalmente operacionais (90% deles) até 2027. Nosso capex de expansão foi reduzido em R\$ 1,3 bilhão para 2023 e R\$ 1,6 bilhão para 2024, para um capex total de R\$ 3 bilhões e R\$ 2,6 bilhões, respectivamente.

Revisão de Estimativas:

Rede D'Or R\$ milhões	2023E			2024E			2025E		
	Anterior	Novo	Δ %	Anterior	Novo	Δ %	Anterior	Novo	Δ %
Receita Líquida	52.750	47.608	-10%	58.308	53.045	-9%	66.806	59.680	-11%
Ebitda	6.106	6.434	5%	7.756	8.245	6%	10.138	10.212	1%
Margem Ebitda (%)	11,6%	13,5%	1,9 p.p.	13,3%	15,5%	2,2 p.p.	15,2%	17,1%	1,9 p.p.
Lucro Líquido (ajustado)	1.741	1.734	0%	2.696	2.818	5%	4.142	4.145	0%

Fonte: 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 -
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

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. O Banco Bradesco tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Log Commercial Properties e Participações S.A.

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 LOG Commercial Properties

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., Cogna Educaçao 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 Maxiôm 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., Cogna Educação 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 Maxiôm 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).