

RELATÓRIO SETORIAL

30 de janeiro de 2025

ANÁLISE SETORIAL**CONTATOS**

Leonardo Albuquerque
Senior Credit Analyst ML
leonardo.albuquerque@moodys.com

Gabriel Hoffmann
Associate ML
gabriel.hoffmann@moodys.com

Diego Kashiwakura
Ratings Manager ML
diego.kashiwakura@moodys.com

SERVICO AO CLIENTE

Brasil
+55.11.3043.7300

Setor de Saúde no Brasil: Estrutura, Fundamentos e Tendências

RESUMO

O setor de saúde no Brasil é estruturado de forma híbrida, combinando entidades públicas e privadas que fornecem serviços e produtos de saúde.

O sistema público opera por meio do Sistema Único de Saúde (SUS), ao passo que o sistema privado está vinculado à saúde suplementar, sendo formado por operadoras de planos de saúde que ofertam atendimento e serviços por meio de rede própria e/ou de terceiros – ambos compostos por entidades prestadoras de serviços como hospitais, clínicas e laboratórios.

Os serviços relacionados à saúde são considerados essenciais, e seu acesso é assegurado pela Constituição Federal brasileira, cuja realização é feita por meio do SUS e pelas entidades vinculadas à saúde suplementar, compondo o sistema nacional de saúde brasileiro.

A demanda do setor é impulsionada principalmente pelo envelhecimento populacional, acesso e preocupação da população por saúde e bem-estar, e se correlaciona com o desempenho econômico e nível de emprego do país, principalmente no que tange à esfera privada.

O presente relatório tem o objetivo de explicar sobre o setor de saúde no Brasil, as principais entidades a ele vinculadas, suas interações, e a regulação existente. Ao mesmo tempo, tem como intuito abordar sobre os fundamentos setoriais, a visão de longo prazo da Moody's Local Brasil para o setor, bem como algumas das tendências atuais. As informações dispostas no material estão divididas em três grandes seções: (1) Estrutura, (2) Fundamentos e (3) Tendências. Cada uma das seções, por sua vez, está organizada contendo tópicos com os assuntos pertinentes.

1. Estrutura**Elos da cadeia e regulação**

Dentre as principais entidades vinculadas ao sistema de saúde estão: os planos e seguros saúde, os hospitais, e os laboratórios e entidades voltadas à medicina diagnóstica.

» **Operadoras de planos e seguros saúde.** Entidades que operacionalizam e oferecem contratos que garantem aos beneficiários acesso a uma rede credenciada de serviços médicos, hospitalares e odontológicos, além de cobertura por meio de reembolsos de despesas. Os planos de saúde têm como objetivo proporcionar assistência médica de maior qualidade e de forma mais ágil em relação ao sistema público de saúde, ao mesmo tempo em que permitem maior previsibilidade de custos em comparação aos gastos particulares pagos diretamente pelo próprio beneficiário (*out-of-pocket*).

As entidades operadoras de planos são divididas em modalidades, sendo as principais:

(i) Autogestão – Planos de saúde operados por entidades que gerenciam os benefícios de saúde de um grupo específico, geralmente funcionários de uma empresa, órgão público ou associação. Essas entidades não têm fins lucrativos e são mantidas pelas próprias patrocinadoras e beneficiários. Exemplos: planos de saúde oferecido por grandes empresas públicas aos seus colaboradores, como a Cassi e a Postal Saúde.

(ii) Medicina de Grupo – Operadoras de planos de saúde que são empresas com fins lucrativos e que prestam serviços de atenção à saúde, contratando ou credenciando uma rede de prestadores de serviços médicos e hospitalares. Exemplos: empresas privadas que comercializam planos, como a Amil e Hapvida.

(iii) Seguradora Especializada em Saúde – Seguradoras que oferecem planos de saúde (seguro saúde) com a mesma regulamentação das demais modalidades, mas sujeitas também às normas das seguradoras em geral. Elas têm o caráter de empresa com fins lucrativos e atuam sob a fiscalização da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), além da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS). Adicionalmente, nessa modalidade, a rede credenciada pode ou tende a ser menor e há uma maior prática de reembolsos de gastos. Exemplo: Bradesco Saúde e SulAmérica.

(iv) Cooperativa Médica – Operadoras de planos de saúde que são formadas por cooperativas de médicos. Os próprios médicos cooperados são simultaneamente donos e prestadores dos serviços de saúde oferecidos aos beneficiários do plano. Exemplo: Unimed.

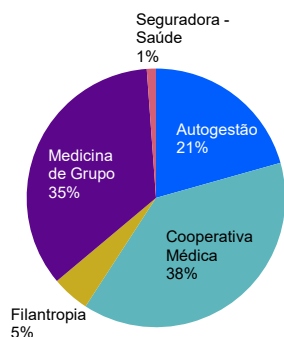
(v) Filantropia – Planos de saúde operados por entidades sem fins lucrativos que destinam seus resultados financeiros para a manutenção e ampliação de seus serviços. Essas entidades têm isenções fiscais e devem cumprir requisitos específicos de assistência social. Exemplo: planos mantidos por Santas Casas e outras entidades filantrópicas.

Adicionalmente, os planos comercializados são segmentados em categorias, sendo elas: (i) Plano Individual ou Familiar – contratado diretamente por uma pessoa física para si e/ou seus dependentes; (ii) Plano Coletivo por Adesão – contratado por uma entidade representativa, como sindicatos, associações profissionais ou de classe, para oferecer cobertura a seus associados; e (iii) Plano Coletivo Empresarial – contratado por empresas, órgãos públicos ou outras organizações para oferecer cobertura a seus empregados e respectivos dependentes.

Ao final de 2024, o Brasil contava com cerca de 650-700 operadoras em atividade, com pouco mais de 20 mil planos ativos e 51,5 milhões de beneficiários. Nesse mesmo período, as operadoras na modalidade Cooperativa Médica e Medicina de Grupo representavam, em conjunto, aproximadamente 70% dos planos, ao passo que cerca de 70% dos planos comercializados eram da categoria Coletivo Empresarial.

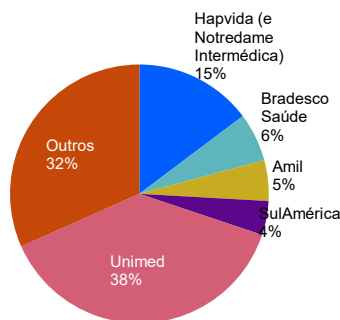
Apesar do grande número de prestadoras, como principais operadores do mercado destacam-se o Sistema Unimed e os grupos Hapvida Notredame Intermédica, Bradesco Saúde, Amil e SulAmérica, que, juntos, eram responsáveis por cerca de 65-70% de participação de mercado em relação ao número de beneficiários com base em setembro de 2024.

FIGURA 1
Operadoras são majoritariamente Cooperativas e Medicina de Grupo, ...
Distribuição dos planos por modalidade - 2024



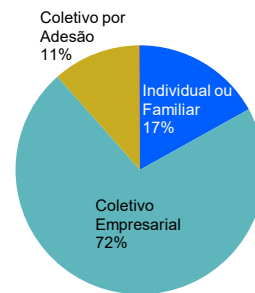
Fonte: ANS e Moody's Local Brasil

FIGURA 2
...com 65-70% dos beneficiários sob a administração de cinco grandes players, ...
Market share em nº de beneficiários - 2024



Fonte: ANS e Moody's Local Brasil

FIGURA 3
...e planos ativos majoritariamente ligados ao vínculo empregatício
Distribuição dos planos por categoria - 2024



Fonte: ANS e Moody's Local Brasil

A ANS consiste no órgão regulador instituído como autarquia especial vinculada ao Ministério da Saúde, sendo responsável por supervisionar e normatizar o setor de planos de saúde no Brasil. Seu objetivo principal é garantir o equilíbrio dos interesses entre

beneficiários e operadoras, permitindo o adequado funcionamento do sistema no que tange aos aspectos assistenciais e econômico-financeiros.

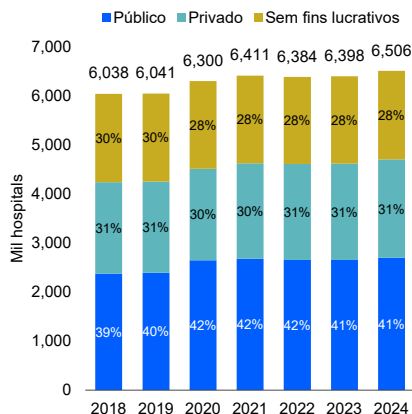
Dentre as principais atividades da ANS, cabe destacar: (i) a manutenção e atualização do Rol de Procedimentos e Eventos em Saúde (define a lista mínima de serviços, tratamentos e medicamentos que devem ser obrigatoriamente cobertos pelos planos), (ii) a estipulação e fiscalização de reajustes para determinadas categorias de planos, (iii) o ressarcimento ao SUS (exige das operadoras o pagamento ao SUS por serviços utilizados por seus beneficiários, desde que cobertos pelo planos), e (iv) o acompanhamento econômico-financeiro das operadoras (avalia a sustentabilidade e solvência das entidades, além de intervir em casos de má gestão ou risco de continuidade de serviços).

» **Hospitais.** Ao final de 2024, conforme dados do Cadastro Nacional de Estabelecimento de Saúde (CNES), o Brasil contava com pouco mais de 6.500 hospitais gerais e especializados divididos em aproximadamente 60% de natureza privada (inclui empresas privadas e instituições sem fins lucrativos) e 40% de natureza pública. Nesse mesmo período, os hospitais possuíam, conjuntamente, em torno de 506 mil leitos, dos quais 33% eram não-SUS e 67% SUS. A trajetória de crescimento do número de hospitais vem apresentando pouca força ao longo dos anos, o que demonstra uma tendência de estabilidade diante da consolidação do setor, desafios atrelados à expansão e dificuldade de hospitais de menor porte em se manterem competitivos.

Com relação à distribuição geográfica, em 2024, os hospitais gerais e especializados estavam alocados territorialmente na seguinte proporção: 33% na região Sudeste, 31% no Nordeste, 15% no Sul, 12% no Centro-Oeste e 9% no Norte. A população, por sua vez, estava distribuída da seguinte forma: 42%, 27%, 15%, 8% e 9%, respectivamente nessas mesmas regiões. Apesar da grande concentração hospitalar na região Sudeste do país, observamos a insuficiência da rede em relação ao tamanho de sua população.

FIGURA 4
Em 2024, o país contava com 6,5 mil hospitais gerais e especializados...

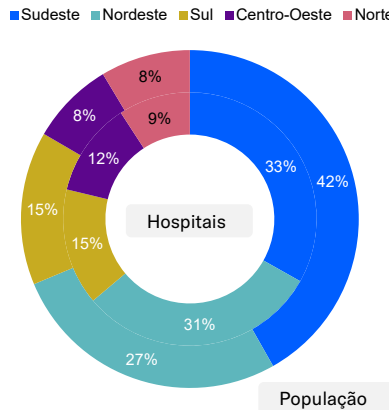
Evolução do número de hospitais gerais e especializados por natureza jurídica



Fonte: CNES, Associação Nacional de Hospitais Privados (Anahp) e Moody's Local Brasil

FIGURA 5
...concentrados nos estados do Sudeste e Nordeste brasileiro...

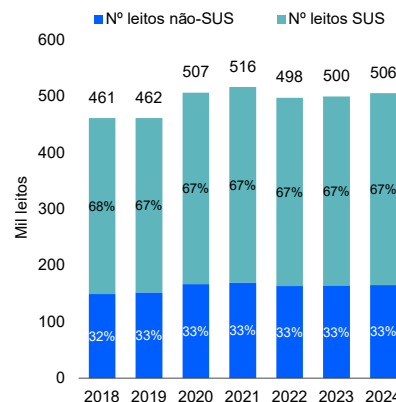
Distribuição dos hospitais gerais e especializados e população por região – 2024



Fonte: CNES, Anahp, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e Moody's Local Brasil

FIGURA 6
...e com um perfil de leitos majoritariamente vinculados ao SUS

Evolução do número de leitos



Fonte: CNES, Anahp e Moody's Local Brasil

O segmento hospitalar é altamente fragmentado, existindo um grande número unidades de pequeno (até 50 leitos) e médio porte (entre 51 e 150 leitos). Como evidência dessa fragmentação, podemos observar a baixa participação de mercado das maiores empresas do setor em relação ao número de leitos, embora reconheçamos a existência de alguns competidores com elevada capacidade. Atualmente, os cinco maiores operadores de hospitais privados no Brasil possuem, conjuntamente, em torno de 5-7% dos leitos totais e 15-20% dos privados. Adicionalmente, ainda que o país conte com uma grande estrutura hospitalar, a fragmentação acaba limitando a quantidade de leitos existentes por entidade. Ao final de 2024, o país contava com uma média de 77,8 leitos por hospital, montante inferior ao encontrado em países mais desenvolvidos, como França, Estados Unidos e Alemanha, em que média está ao redor dos 120, 150 e 200 leitos por hospital, respectivamente.

A fragmentação existente e o baixo número de leitos por hospitais acabam gerando uma tendência de fechamento das unidades por gestão ineficiente em meio à baixa escala, gerando pouca diluição de custos fixos, que, em geral, correspondem a 60-70% dos

custos totais, e ineficiências operacionais. Ao mesmo tempo, hospitais com baixa escala tendem a possuir baixo poder de barganha com as contrapartes, um fator chave no relacionamento com fornecedores, e principalmente, com as operadoras de planos de saúde (clientes) durante o credenciamento, negociações por modelos de remuneração, preços/reajustes, prazo de recebimento, e glosas (recusa no pagamento de uma fatura de serviço médico pelo plano devido a erros operacionais, falta de autorização prévia, prazo ultrapassado, cobrança indevida, entre outros fatores).

No que tange à regulação, os hospitais não são regulados diretamente pela ANS como as operadoras de planos de saúde, mas são indiretamente atingidos por eventuais mudanças regulatórias ocorridas no âmbito dos planos de saúde diante da representatividade das operadoras como suas principais clientes. Cabe ainda acrescentar que o segmento hospitalar é supervisionado de maneira abrangente pelo Ministério da Saúde por meio de entidades específicas, como a Agência Nacional de Vigilância Sanitária (Anvisa) e as Secretarias de Saúde Estaduais e Municipais.

» **Medicina diagnóstica.** O segmento de medicina diagnóstica também desempenha um papel relevante na saúde pública e privada, oferecendo serviços como exames laboratoriais, diagnóstico por imagem, teste genéticos, anatômicos, dentre outros. Composto por Unidades de Serviço de Apoio de Diagnose e Terapia - SADT Isolados (“Unidades de Apoio” - ou, comumente, laboratórios), o segmento agrega variadas especialidades médicas diante da necessidade de seus serviços para diagnóstico e prognóstico de doenças. As Unidades de Apoio são formadas principalmente por unidades diagnósticas, mas também compõem outros tipos de estabelecimentos voltados para serviços ambulatoriais, como, por exemplo, unidades de reabilitação.

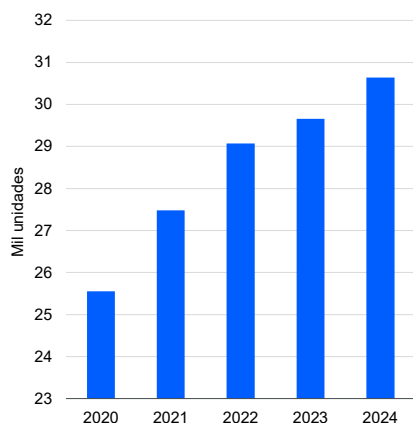
Os principais serviços oferecidos pelas Unidades de Apoio no âmbito de diagnóstico estão divididos em três grandes grupos: (i) Diagnóstico de Laboratórios Clínicos (como exames de sangue), (ii) Diagnóstico por Imagem (como ultrassonografia e radiologia) e (iii) Diagnóstico por Anatomia Patológica e/ou Citopatológica (análise de tecidos, células e órgãos). Adicionalmente, as entidades atuam por meio de duas principais frentes, sendo elas: (i) *Pacient Service Center* (PSC) – consiste no atendimento direto ao paciente por meio de laboratórios físicos e/ou móveis, e (ii) *Lab to Lab* – voltado para o atendimento de outros laboratórios, também denominado de *business to business* (B2B). Essa última frente representa a terceirização (*outsourcing*, em inglês) de exames pelas unidades, seja por capacidade, rentabilidade ou estratégia operacional.

Assim como o segmento hospitalar, a medicina diagnóstica também é altamente fragmentada no Brasil. Segundo os dados do CNES, em 2024, o país contava com cerca de 31 mil Unidades de Apoio, sendo mais de 90% de natureza privada. A distribuição do número de unidades está relacionada com as condições socioeconômicas e disponibilidade de serviços médicos e de saúde, de modo que há uma maior concentração no Sudeste (42%), seguido pelo Sul (25%) e Nordeste (19%). A cobertura das unidades de acordo com a população se mostra mais equilibrada no Sudeste no segmento de medicina diagnóstica em comparação ao segmento hospitalar, embora haja um desequilíbrio mais relevante no Nordeste e Norte.

FIGURA 7

Em 2024, o país contava com cerca de 31 mil Unidades de Apoio...

Evolução do número de Unidades de Apoio

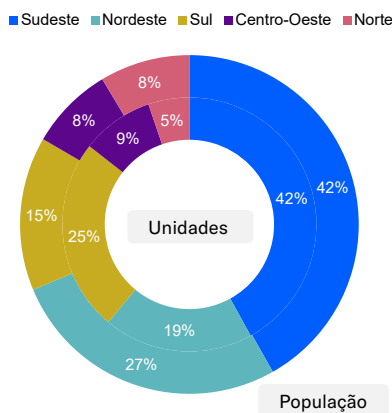


Fonte: CNES, Associação Brasileira de Medicina Diagnóstica (Abramed) e Moody's Local Brasil

FIGURA 8

...concentradas nos estados do Sudeste e Sul brasileiro...

Distribuição das Unidades de Apoio e população por região – 2024

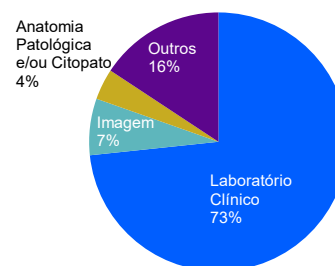


Fonte: CNES, Abramed, IBGE e Moody's Local Brasil

FIGURA 9

...e com perfil de serviços voltado principalmente para laboratório clínico

Perfil de serviços disponíveis nas Unidades de Apoio – 2024



Nota: “Outros” – referente a outros serviços fora do contexto de diagnóstico.

Fonte: CNES, Abramed e Moody's Local Brasil

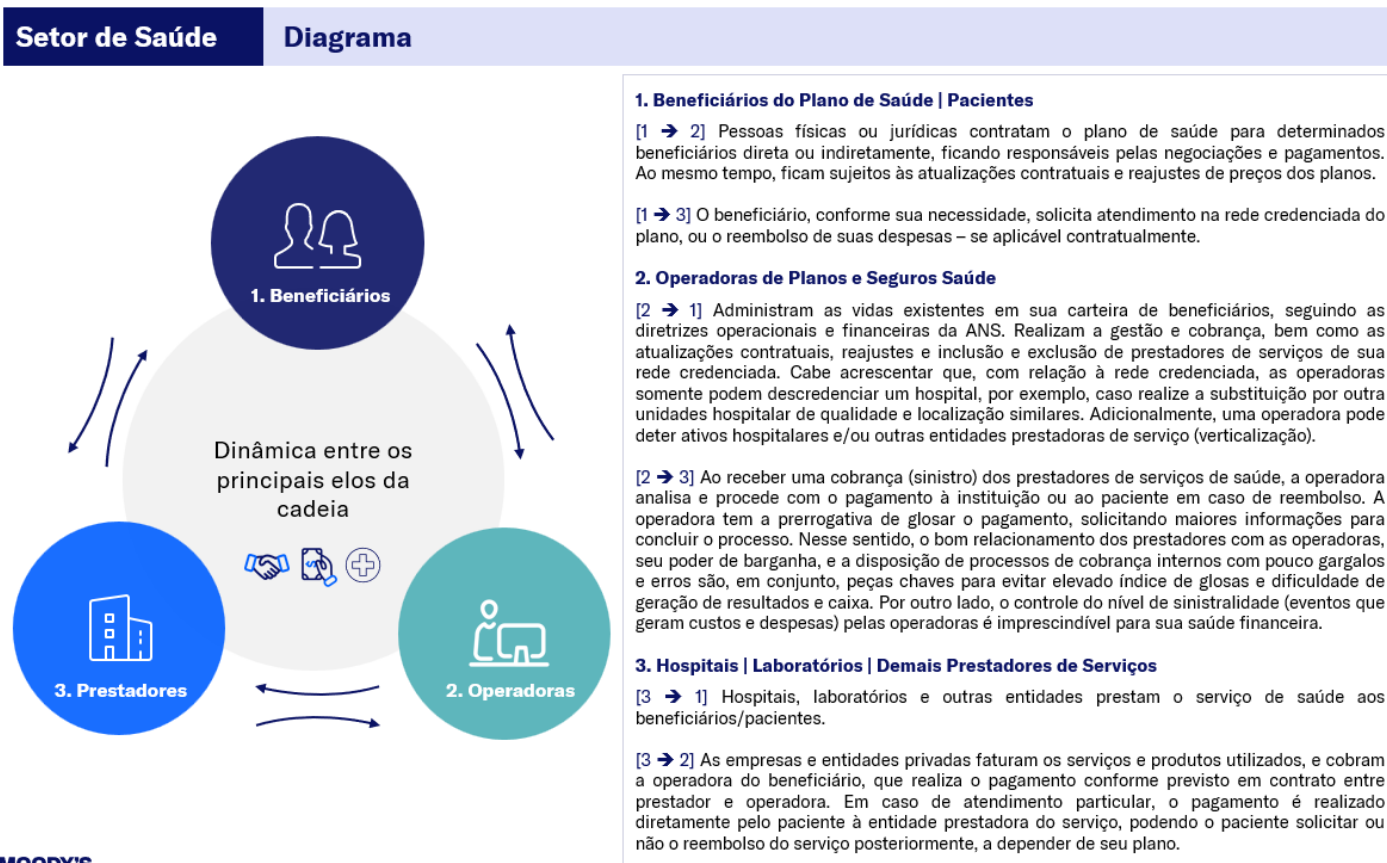
Dinâmica entre os elos da cadeia

Os elos da cadeia são formados principalmente por três grupos que interagem diretamente entre si: operadoras de planos de saúde, prestadores de serviços e os pacientes (beneficiários). Abaixo está um resumo da dinâmica entre as partes.

FIGURA 10

Diagrama resumo das principais interações entre os elos da cadeia

Principais partes envolvidas setor de saúde e suas interações



MOODY'S

Fonte: Dados públicos do setor e Moody's Local Brasil

Modelos de pagamento das operadoras (remuneração dos prestadores de serviços de saúde)

Atualmente, o mercado de operadoras vem criando e expandindo as formas de pagamento/remuneração aos prestadores de serviços, ainda que os modelos mais tradicionais continuem tendo sua relevância enquanto os novos modelos vão ganhando espaço. Como propulsores da expansão de novas modalidades estão, principalmente, o aumento de previsibilidade de custos, o incentivo à eficiência, e a consciência de uso dos serviços.

A Moody's Local Brasil considera que as novas formas de pagamento contribuem para o alinhamento de interesse entre os elos da cadeia, mas, ao mesmo tempo, possuem vantagens e desvantagens específicas, que podem contribuir e/ou limitar seus usos. Ao mesmo tempo, em nossa visão, os novos modelos tendem a exigir maiores esforços dos prestadores de serviços no que tange à negociação de descontos e prazos com fornecedores como forma de aumentar seus níveis de rentabilidade e geração de recursos, o que é benéfico para o resultado de todos os elos da cadeia.

No âmbito hospitalar, essas novas formas vêm ganhando espaço de maneira mais relevante, ao passo que em medicina diagnóstica os modelos mais tradicionais, sobretudo de pagamento por serviço (*fee-for-service*), ainda possuem elevada participação. Segundo a Anahp, em 2023, 51% dos seus associados recebiam pela prestação de serviços por diárias, enquanto 37%, 15%, 12% e 8% deles também utilizavam pacotes/*bundles*, orçamentação, desempenho/performance e capitação/*capitation*, respectivamente. Cabe adicionar que um hospital que opera por meio de um tipo de recebimento também pode contar com mais de uma forma de

remuneração, como ser remunerado por diárias e por pacotes, por exemplo. O percentual informado pela Anahp considera que um determinado hospital pode estar presente em mais de uma modalidade de pagamento/remuneração, por isso a soma dos percentuais ultrapassa 100%. Com relação à medicina diagnóstica, conforme dados de 2023 da Abramed, 92% dos associados tinham sua remuneração vinculada ao *fee-for-service*, enquanto 23% também trabalhavam sob o modelo de capitação/*capitation*, 8% no orçamento global e 8% por pacote/*bundles*. Da mesma maneira, uma unidade de medicina diagnóstica pode operar concomitantemente com diferentes tipos de remuneração, conforme contratos vigentes com as operadoras de planos.

FIGURA 11

Novos modelos de pagamento apresentam vantagens importantes em eficiência e previsão de custos, ...

Principais modelos de pagamento das operadoras aos prestadores de serviços no Brasil

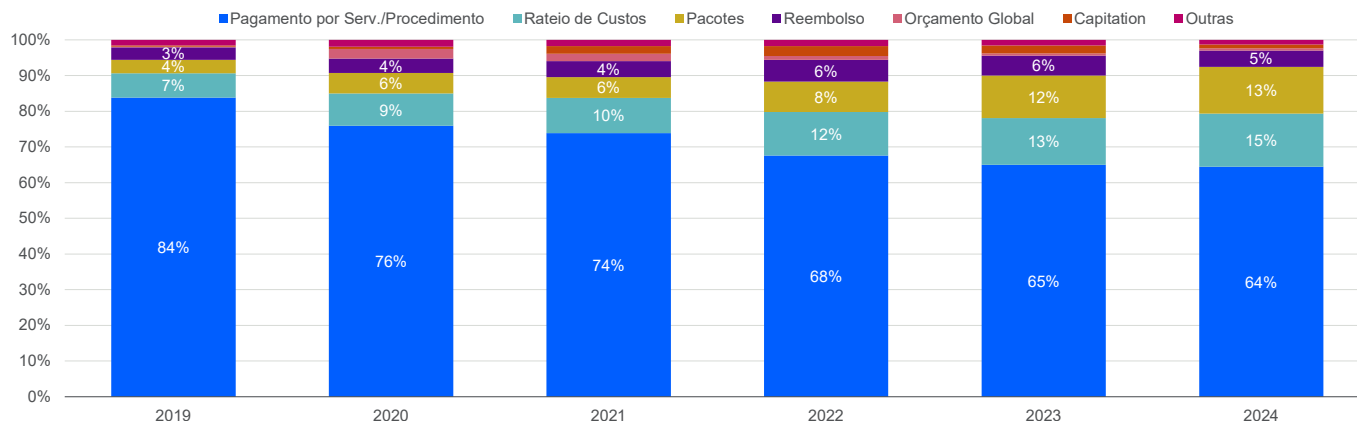
<p>Pagamento por Serviço Fee-for-Service Funcionamento: O prestador recebe por cada procedimento realizado (consultas, exames, cirurgias e outros serviços). Vantagens: Simplicidade e transparência na cobrança. Desvantagens: Pode incentivar a superutilização e não incentiva tanto a eficiência.</p>	<p>Pagamento por Diária Funcionamento: Prestador - principalmente hospitais - recebe um valor fixo por dia de internação do paciente. Vantagens: Simples e previsível. Desvantagens: Pode levar a internações mais longas do que o necessário.</p>
<p>Pagamento por Capitação Capitation Funcionamento: O prestador recebe um valor fixo por pessoa para fornecer todos os serviços necessários a um grupo específico de pacientes durante um período definido. Vantagens: Controle de custos, incentivo à eficiência e prevenção de doenças. Desvantagens: Subutilização de serviços e menos incentivo para cuidados adicionais, podendo reduzir a qualidade.</p>	<p>Orçamento Global Global Budget Funcionamento: O prestador recebe um orçamento global para cobrir todos os custos de cuidados de saúde de uma população durante um período específico. Vantagens: Controle de custos e incentivo à eficiência . Desvantagens: Risco de falta de recursos se a demanda for superior ao previsto e limitação de serviços.</p>
<p>Pagamento por Pacote Fixo Package Funcionamento: O prestador recebe por um conjunto pré-definido de serviços. Os itens incluídos no pacote normalmente não permitem ajustes. Mais adequado para cuidados simples e exames (check-up médico). Vantagens: Simplificação, transparência e previsibilidade de custos. Desvantagens: Falta de flexibilidade, fragmentação do cuidado (trata algo de forma isolada), pode encorajar o aumento de volume.</p>	<p>Pagamento por Pacote Integrado Bundle Funcionamento: O prestador recebe um valor pré-determinado para um conjunto específico de serviços relacionados a um episódio de cuidado (internação hospitalar para cirurgia, incluindo serviços pré e pós-cirúrgicos). Mais adequado para cuidados complexos. Vantagens: Maior previsibilidade de custos, e incentivo à eficiência e à coordenação do cuidado. Desvantagens: Pode levar a subtratamento ou seleção adversa de casos. Dificuldade na mensuração de custos de maneira totalmente assertiva.</p>
<p>Pagamento por Performance Pay-for-Performance Funcionamento: prestador é remunerado com base no cumprimento de metas de qualidade e desempenho. Vantagens: Maior foco em qualidade e resultados. Desvantagens: Complexo de implementar e mensurar.</p>	<p>Algumas outras formas: - Rateio de Custos (rateados entre operadora, prestadora e beneficiários) - Reembolsos - SUS</p>



FIGURA 12

...e seguem ganhando relevância ao longo dos anos de maneira gradual

Evolução do percentual de eventos por forma de pagamento (acumulado no ano - ANS)



Fonte (Figura 11 e 12): Dados públicos de mercado, ANS e Moody's Local Brasil

Dinâmica e regulação de reajustes

Assim como diversas entidades nos mais variados setores e segmentos, as operadoras de planos de saúde realizam reajustes periódicos em seus contratos de modo a permitir seu equilíbrio financeiro e econômico.

A ANS, como reguladora, é a responsável por criar regras para esses reajustes, que variam de acordo com a modalidade do plano, conforme abaixo:

- **Planos Individuais ou Familiares (Pessoa-Física):** o reajuste só pode ser aplicado na data de aniversário do contrato e após a autorização da ANS, que determina o percentual máximo do ano vigente.
- **Planos Coletivos até 30 beneficiários (Pessoa-Jurídica):** nessa modalidade, a ANS determina que as operadoras façam um agrupamento de contratos de modo que todos os contratos ativos com menos de 30 pessoas de uma determinada operadora terão o mesmo reajuste. A operadora é responsável pelo cálculo e reajuste.
- **Planos Coletivos com mais de 30 beneficiários (Pessoa-Jurídica):** a negociação do reajuste é feita anualmente entre a pessoa-jurídica contratante e a operadora de maneira direta, na modalidade livre negociação.

O fator de reajuste em si, também fiscalizado pelo órgão regulador, compõe um cálculo que envolve a análise de fatores econômicos (como inflação), custos operacionais vinculados a despesas assistenciais, utilização dos serviços (sinistralidade), tipos de procedimento, demografia dos beneficiários, e uso de novas tecnologias. Cabe salientar que apenas os planos individuais e familiares são determinados diretamente pela ANS, cuja fórmula é desenhada pela reguladora.

Dentre os fatores utilizados pela ANS (para os planos individuais e familiares) e pelas operadoras nos cálculos dos reajustes, podemos destacar:

- **Índices de Preço - Inflação e Despesas Assistenciais:** Índices de inflação geral - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e o Índice de Valor das Despesas Assistenciais (IVDA).
- **Sinistralidade:** Utilização dos serviços de saúde pelo beneficiário do plano (relação entre as despesas assistenciais e as receitas do plano). Uma alta sinistralidade indica elevado uso dos serviços de saúde pelos beneficiários, o que pode justificar um aumento no reajuste.
- **Perfil Demográfico do Grupo:** A composição etária e de gênero dos beneficiários influencia a demanda e os custos dos serviços de saúde, também compondo o cálculo.
- **Varição dos Custos Médico-Hospitalares (VCMH):** Reflete o aumento médio dos custos dos serviços médicos, hospitalares e de outros serviços de saúde. É utilizado principalmente pelas operadoras em suas negociações para os planos coletivos, sendo que cada operadora calcula seu próprio VCMH.
- **Outros Ajustes Contratuais:** Varia conforme o contrato. Pode incluir tipos de procedimentos, tecnologia, e outras previsões específicas. É utilizado pelas operadoras para os planos coletivos.

Cabe salientar que o Custo Médico-Hospitalar (CMH) e a sinistralidade são os fatores chave no processo de determinação do reajuste anual. Ao mesmo tempo, configuram importantes pontos de risco dentro do setor. O CMH consiste nas despesas médicas *per capita* de um grupo de beneficiários de planos de saúde, durante um determinado período. Ou seja, significa quanto custa, em média, prover aos beneficiários os serviços de assistência à saúde cobertos pelo plano naquele período. É a partir dele que se calcula o VCMH. Diferentemente dos índices de preço, o índice de VMCH é resultado de uma combinação de dois fatores: frequência de utilização e preço dos serviços de saúde (já incluindo o tipo de serviço). Nesse sentido, o VCMH é frequentemente superior à inflação geral em diversos países, como o IPCA no Brasil, a título de exemplo.

O reajuste de preços aplicados pelas operadoras ao longo dos anos tem ficado em patamares abaixo da Variação dos Custos Médico-Hospitalares, tanto nos planos individuais, quanto nos coletivos, ferindo a rentabilidade e impondo dificuldades ao setor. De um lado, os hospitais e demais prestadores de serviços cobram pela utilização de seus serviços e buscam atualizar seus preços com base na variação de seus custos e despesas. De outro, as operadoras têm dificuldade em repassar integralmente o aumento de custos e de sinistralidade em suas negociações, ao mesmo tempo em que pressionam os beneficiários dos planos, que com frequência já têm dificuldades de efetuar os pagamentos, por maiores reajustes e/ou coparticipação nos seus contratos.

Consequentemente, todos os elos da cadeia acabam sofrendo pela inadequada/insuficiente remuneração do setor, seja pela menor rentabilidade das operadoras, seja pelo aumento do dispêndio dos beneficiários e reduzida remuneração de hospitais e prestadores de serviço. Uma pressão excessiva de qualquer uma das partes da cadeia tende a ficar insustentável, levando ao rompimento de relacionamento pelo descredenciamento de hospitais e unidades pela operadora, ou pelo cancelamento do plano pelo beneficiário em razão do preço ou rede assistencial que deixou de atender suas necessidades. Ainda, em última instância, algumas operadoras

podem se tornar insolventes, os prestadores de serviços podem encerrar sua operação ou serem adquiridos, e os beneficiários podem não conseguir mais arcar com os dispêndios para acessar a saúde suplementar (privada).

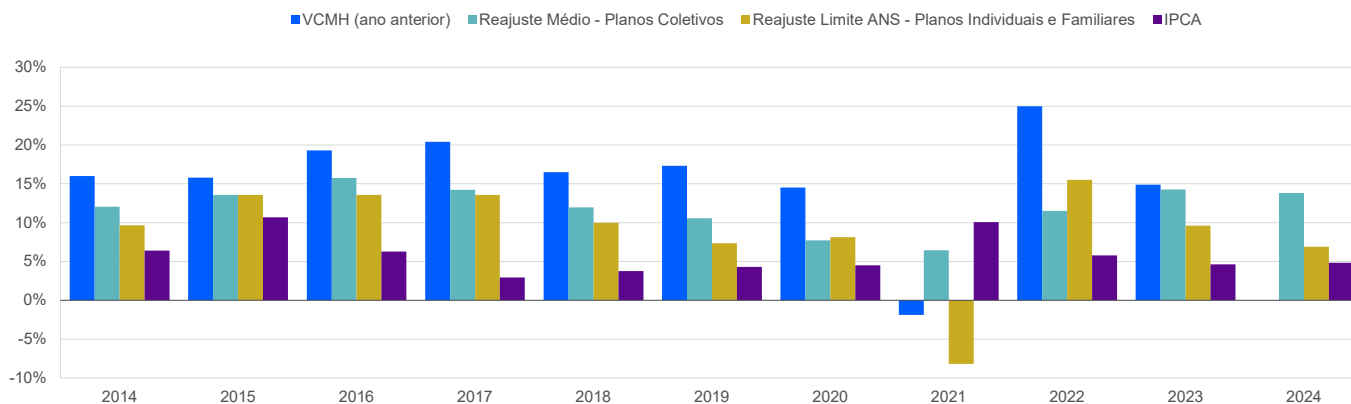
Nesse âmbito, como forma de mitigar tais dificuldade e riscos, as operadoras de planos de saúde vêm lançando mão de alternativas, como os novos modelos de pagamento/remuneração mencionados previamente, auditorias médicas mais rigorosas, programas de medicina preventiva, telemedicina, e aumento de coparticipação dos beneficiários - como forma de racionalizar seu uso. Ao mesmo tempo, diante do ambiente mais regulado e desafiador, e da sensibilidade em operar com pessoas-físicas em relação a aspectos sociais e jurídicos, temos observado uma diminuição da oferta de planos individuais e familiares ou a não comercialização dessa modalidade por diversas operadoras.

Por último, vale ressaltar a importância de escala e reconhecimento dentro do setor de saúde, principalmente no segmento hospitalar, como forma de permitir diluição de custos fixos, maior poder de barganha, rentabilidade, e conforto financeiro. Os ganhos de escala no setor vêm se concretizando pelo crescimento orgânico e, principalmente, pelo movimento de consolidação (crescimento inorgânico) no passado recente – aspectos explanados no tópico “3. Tendências” desse relatório.

FIGURA 13

Reajustes de preços dos planos e dos serviços prestados pelos elos da cadeia configuram um ponto de atenção ao setor

Evolução do VCMH, Reajustes de preço dos planos e IPCA



Nota: VCMH – dado obtido pelo Instituto de Estudos de Saúde Suplementar (IESS) com base em dezembro de cada ano (referente aos últimos doze meses); 2024 - indisponível

Fonte: ANS, IESS, IBGE e Moody's Local Brasil

2. Fundamentos

Envelhecimento da população

Ao final de 2022, com base nos dados do censo desse mesmo ano realizado pelo IBGE, o Brasil contava com aproximadamente 203 milhões de habitantes compostos por 51,5% mulheres e 48,5% homens cuja faixa etária estava assim distribuída: crianças e adolescentes (0-19 anos) – 27%; jovens adultos (20-39 anos) – 31%; adultos (40-59 anos) – 27%; e idosos (60+) – 16%.

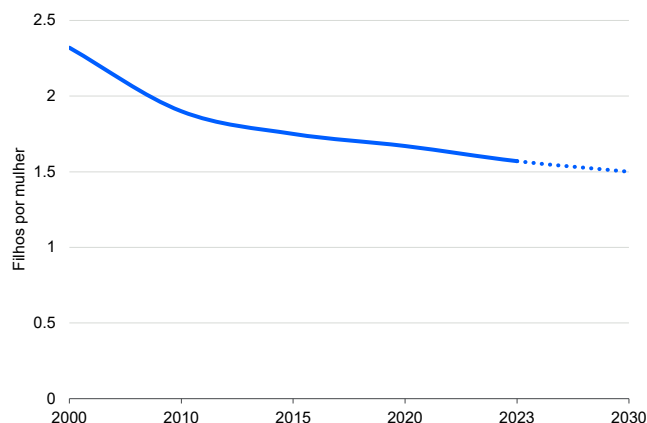
Para 2070, o IBGE estima que a população sofrerá uma redução de cerca de 1,9%, podendo começar a encolher a partir de 2042, junto de um importante envelhecimento no perfil demográfico. Nesses anos, as projeções indicam um aumento de idosos na ordem de 43 milhões de habitantes, cuja representatividade na pirâmide etária será de 38%, ante 16% em 2022.

Como fatores que impulsionam o envelhecimento da população brasileira estão a diminuição da taxa de fecundidade (filhos que uma mulher tem ao longo do seu período reprodutivo) e o aumento da expectativa de vida. De 2000 a 2023, a taxa de fecundidade do país recuou de 2,32 para 1,57 filho por mulher. Para os próximos anos, a expectativa é que a taxa recue para 1,47 em 2030, chegando ao seu ponto mais baixo (1,44) em 2041. A partir de então, o indicador tende a aumentar ligeiramente, podendo alcançar 1,50 até 2070. Com relação à expectativa de vida, em 2000, a esperança de vida ao nascer era de 71,1 anos, passando para 76,4 anos em 2023 e devendo chegar e 83,9 anos em 2070 em meio ao aumento do acesso à saúde e avanços da medicina.

O envelhecimento da população em conjunto e o aumento da expectativa de vida são impulsionadores relevantes para o aumento da demanda de serviços de saúde no médio e longo prazo.

FIGURA 14
Diminuição da taxa de fecundidade e o aumento da expectativa de vida...

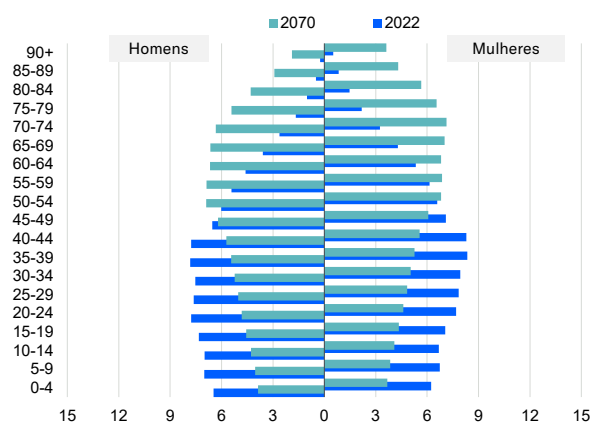
Evolução da taxa de fecundidade no Brasil - IBGE



Fonte: IBGE e Moody's Local Brasil

FIGURA 15
...seguirão impulsionando o envelhecimento da população brasileira no médio e longo prazo

Pirâmide etária brasileira - habitantes em milhões



Fonte: IBGE e Moody's Local Brasil

Gastos públicos e privados no setor

O Brasil possui um dos maiores sistemas públicos de saúde do mundo, principalmente devido à criação do SUS pela Constituição Federal de 1988. Entre 1990 e a primeira década dos anos 2000, houve grande esforço de crescimento da participação dos gastos públicos em saúde por meio de investimentos em programas de atenção primária e construção de hospitais públicos, o que permitiu aumento do acesso aos serviços médicos pela população brasileira. Apesar da criação do SUS ter contribuído para os avanços e acesso à saúde pública pelos brasileiros, o país continua contando com importante participação do setor privado (famílias, entidades filantrópicas e empresas privadas), de modo que a maior parcela de gastos em saúde no Brasil tem sua origem e destino nesse setor.

Com base em estimativas elaboradas pela Anahp por meio de dados da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e da ANS, os gastos com saúde no Brasil em 2023 foram de R\$ 977,26 bilhões (em valores correntes), representando 9% do Produto Interno Bruto (PIB) do país, ante 9,2% em 2022. Desse montante em 2023, 40,9% foram gastos públicos e 59,1% gastos privados. Ainda, segundo informações da Conta Satélite elaboradas pelo IBGE e outras instituições, em 2021, 9,7% do PIB foram gastos com saúde, de 8,0% em 2010. A proporção de gastos públicos ao longo de todos desses anos foi da ordem de 40-45%, demonstrando que, apesar dos esforços realizados pelo poder público, o crescimento dos gastos em relação ao PIB foi majoritariamente proveniente do setor privado, indicando sua relevância para o sistema de saúde brasileiro.

Comparativamente a países desenvolvidos selecionados pela OCDE, o Brasil conta com uma das menores proporções de gastos em saúde em relação ao PIB, mas tais gastos se mostraram na média considerando o conjunto de nações participantes da organização. Em 2021, enquanto o país gastou em saúde o equivalente a 9,7% de seu produto interno bruto, países como Alemanha, França e Reino Unido gastaram, respectivamente, 13,0%, 12,3% e 12,4%. A origem dos gastos desses últimos três países foi majoritariamente pública. A média dos países da OCDE apresentaram gastos de 9,7% em 2021, dos quais 76% atrelados ao governo. Vale acrescentar que os países europeus supramencionados apresentam uma idade média superior ao Brasil, o que tende a levar a maiores gastos com saúde.

Outro indicador interessante é a despesa *per capita* com saúde de cada país, que engloba o quanto cada nação gasta em saúde por habitante, em média. Com base em informações publicadas pelo IBGE, utilizando a paridade do poder de compra, que ajusta os valores conforme os custos de cada país, em 2021, as despesas *per capita* com saúde pelos brasileiros ficaram em R\$ 2,4 mil, considerando o consumo de famílias e instituições sem fins lucrativos (gastos privados), e R\$ 1,7 mil de gastos públicos. Esse montante se mostrou superior a países latino-americanos como Colômbia e México, mas 2,9x menores que a média observada para os países da OCDE.

Nesse sentido, à medida que o perfil demográfico brasileiro apresenta aumento da expectativa de vida e envelhecimento, os gastos com saúde aumentarão no longo prazo, exigindo investimentos e ampliando o espaço para que as entidades públicas e privadas explorem o mercado e auferam resultados, seja de maneira isolada e/ou em parcerias.

Penetração de planos de saúde

Ao final do terceiro trimestre de 2024, o Brasil contava com pouco mais de 51,5 milhões de beneficiários de planos de saúde com assistência médica (com ou sem odontologia), e cerca de 34 milhões em planos exclusivamente odontológicos. Considerando o tamanho da população brasileira, a taxa de penetração (ou de cobertura) dos planos de saúde ao final de 2024, isto é, o percentual de brasileiros que possuíam planos de saúde frente a população total, era de apenas 24% (16% exclusivamente odontológicos), ante 17,8% (1,5%) em 2000. Em países com economias mais desenvolvidas, a penetração tende a se mostrar bastante superior, como nos Estados Unidos (60-65%) e França (~95%). Vale ressaltar que a taxa de penetração no Sudeste se mostra superior à média do Brasil, atingindo ~35%, seguida das regiões Sul (~25%), Centro-Oeste (~22%), Nordeste (~13%) e Norte (~11%).

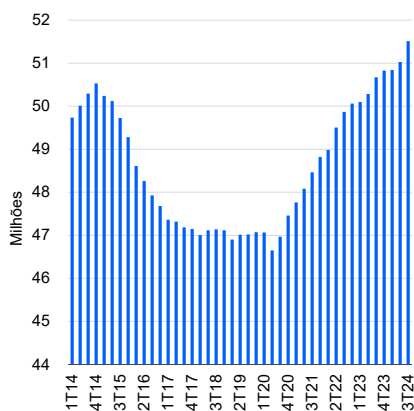
Em 2024, assim como no histórico, mais de 70% dos planos ativos eram do tipo Coletivo Empresarial, estando atrelado ao vínculo empregatício dos beneficiários. Conseqüentemente, diante da representatividade, o aumento e diminuição de beneficiários de planos ao longo dos anos está correlacionado com o número de empregos formais no Brasil, oscilando positiva ou negativamente conforme as condições macroeconômicas e de emprego do país.

A Moody's Local Brasil considera que o aumento da renda média, a importância dos gastos com saúde para os brasileiros e a baixa taxa de penetração de seguros e planos saúde seguem sendo impulsionadores adicionais de longo prazo para o crescimento da cobertura e de gastos privados e públicos com saúde.

FIGURA 16

Flutuações no número de beneficiários de planos...

Evolução do número de beneficiários de planos de saúde

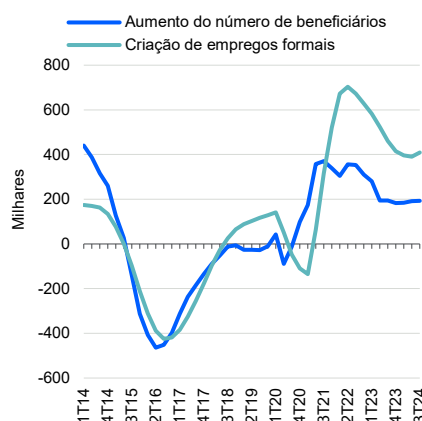


Fonte: ANS e Moody's Local Brasil

FIGURA 17

...está correlacionado com nível de emprego do país, ...

Adição líquida de empregos formais e beneficiários

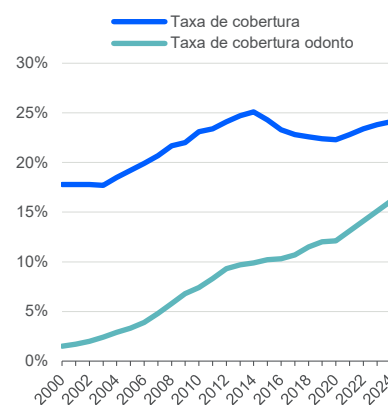


Nota: Média móvel dos últimos doze meses
Fonte: ANS, Ministério do Trabalho e Emprego e Moody's Local Brasil

FIGURA 18

... e há relevante espaço para penetração

Evolução da taxa de cobertura de planos de saúde por ano



Nota: Taxa cobertura odonto refere-se a planos exclusivamente odontológicos
Fonte: ANS e Moody's Local Brasil

Leitos hospitalares e médicos por habitante

Em 2024, considerando os hospitais gerais e especializados, havia aproximadamente 500 mil leitos hospitalares no Brasil, permitindo uma relação de cerca de 24-25 leitos para cada 10 mil habitantes. Como base de comparação, conforme dados obtidos em publicações da Abramed, essa proporção é de 10 leitos no México, 27 leitos nos Estados Unidos, 33 leitos na Argentina e 127 leitos no Japão.

Nesse mesmo período, com base nos dados da demografia médica do Conselho Federal de Medicina (CFM), o país contava com cerca de 576 mil médicos ativos, representando um indicador de aproximadamente 2,81 médicos por mil habitantes. Nos anos 2000, essa proporção era da ordem de 1,3, demonstrando importante crescimento de médicos no país. Apesar da expressiva melhora, esses números ainda se encontram abaixo da média da OCDE, de 3,73, mas em patamares próximos a algumas economias desenvolvidas como os Estados Unidos, onde o indicador é estimado em cerca de 2,8 nos últimos anos, e superior a alguns países emergentes como o México (~2,5). Não obstante, o Brasil conta com uma má distribuição de médicos em suas diferentes regiões geográficas, o que diminui o acesso à saúde de sua população. O Sudeste se destaca por ter maior proporção de médicos, com 51% dos médicos do país e 3,76 médicos por mil habitantes, seguido pelo Nordeste (19%; 2,22), Sul (16%; 3,27), e Centro-Oeste (9%; 3,39).

Segundo a Organização Mundial da Saúde (OMS), a taxa ideal de médicos gira em torno de 3 a 5 para cada mil habitantes. Com relação à um número ideal de leitos por habitantes, não há uma indicação pela organização.

No médio e longo prazo, consideramos haver espaço para melhora dos indicadores, incluindo a distribuição de médicos e serviços de saúde pelo país de maneira mais igualitária, permitindo, dessa forma, destravar o potencial das diferentes regiões geográficas, tanto no âmbito privado quanto no público.

Barreiras de entrada, natureza defensiva e fundamentos favoráveis no longo prazo

A Moody's Local Brasil avalia que as entidades prestadoras de serviços de saúde contam com barreiras elevadas de entrada, tais como, credenciamento e relacionamento com as operadoras de saúde e fornecedores, aprovações junto a reguladores e supervisores, atração e retenção de corpo clínico, reconhecimento de marca (principalmente na esfera privada), além de localização e acesso a capital. Vale mencionar que consideramos a indústria hospitalar com barreiras de entrada superiores à indústria de medicina diagnóstica diante da complexidade dos serviços oferecidos e da maior intensidade de capital. No que tange às operadoras de planos, entendemos como positivo o grande mercado a ser explorado, embora ponderemos as dificuldades intrínsecas desse tipo de operação nos seus diferentes aspectos.

Em nossa visão, o Brasil seguirá sendo um dos países com um sistema de saúde suplementar mais representativo no mundo, dispendo de uma conjuntura favorável e com amplo espaço para expansão e desenvolvimento prospectivamente. Nesse sentido, apesar dos desafios existentes com relação aos aspectos estruturais e econômico-financeiros do país, consideramos que os fundamentos de longo prazo para o setor de saúde seguem positivos e favoráveis. Vale destacar, por outro lado, que em momentos desafiadores, tais como aqueles marcados pela queda de empregos formais e menor renda média disponível, o setor não se mostrou imune, ainda que reconheçamos que gastos com saúde tendam a ser relativamente resilientes aos ciclos econômicos.

3. Tendências

Consolidação e verticalização

Como resultado da fragmentação existente no setor de saúde, observamos um processo de consolidação importante a partir de 2010, caracterizado pela intensa atividade de fusões e aquisições (M&A, em inglês) entre hospitais, clínicas, laboratórios, e operadoras de planos de saúde, bem como a formação de parcerias estratégicas entre os participantes de mercado.

Dentre os impulsionadores para a consolidação, destacaram-se: (i) a aprovação da Lei 13.097/2015, que permitiu a entrada de capital estrangeiro no setor de saúde, atraindo investidores internacionais e acelerando o crescimento; (ii) a recessão econômica em 2015/2016, que levou à venda e/ou a criação de parcerias de diversos hospitais independentes e pequenas operadoras como forma de sobrevivência; (iii) a abertura de capital (IPO, em inglês) e oferta subsequente de ações (*follow-on*, em inglês) de companhias maiores, contribuindo para captação de recursos voltado para investimentos e expansão; e (iv) busca por eficiência e integração a partir do aumento de escala.

Os processos de M&A no setor de saúde brasileiro nos últimos anos têm sido caracterizados pela consolidação de grandes *players*, principalmente por meio de trocas de ações, fusões e combinações. Exemplos notáveis incluem a fusão da Rede D'Or com a SulAmérica, a fusão da Hapvida com Notredame Intermédica, e a combinação de negócios entre Fleury e Hermes Pardini – todas transações envolvendo predominantemente trocas de ações. Adicionalmente, como outro exemplo, se destaca a proposta de transação (ainda não aprovada) entre Amil e Dasa, que deve ser baseada na transferência de determinados ativos e dívidas das companhias para a futura *Joint Venture* a ser formada.

Esses processos refletem as mudanças no cenário macroeconômico brasileiro, que desde 2021 enfrenta taxas de juros mais elevadas e *valuations* mais comprimidos, contrastando com o período anterior a 2022, marcado por uma série de IPOs como os de Hapvida e Notredame Intermédica em 2018, Rede D'Or em 2020 e Mater Dei, Kora Saúde e Oncoclínicas em 2021, além de diversos processos de *follow-on*, cujos recursos captados foram frequentemente destinados a aquisições de empresas e ativos e/ou projetos de empreendimentos iniciados a partir do zero (*greenfield*) e empreendimentos que são realizados em locais previamente desenvolvidos ou utilizados (*brownfield*). O período anterior a 2022 também foi marcado por diversas aquisições de ativos específicos e empresas menores, incluindo hospitais, clínicas de diagnóstico, planos de saúde e distribuidoras de medicamentos. Nesse mesmo período, marcado por taxas de juros historicamente baixas, diversas companhias também recorreram ao mercado de dívida para financiar seu crescimento orgânico e inorgânico.

Conjuntamente com os processos de M&A, nos últimos 15-20 anos o mercado de saúde brasileiro tem vivido um momento favorável para a verticalização, com operadoras e seguradoras investindo em sua rede própria de hospitais e laboratórios. O M&A entre Rede D'Or e SulAmérica, por exemplo, evidencia essa tendência, pois foi uma transação entre a maior rede hospitalar do Brasil e uma das

principais seguradoras de saúde do país. A fusão entre Hapvida e Notredame Intermédica também consolida a tese da verticalização, unindo dois *players* relevantes que, além fusão concluída em 2022, foram protagonistas de diversas aquisições nos últimos anos. Ademais, um dos expoentes desse processo é o próprio Sistema Unimed que, além de possuir conjuntamente mais de 19,7 milhões de beneficiários (cerca de 38% do mercado de saúde suplementar), possuía, em 2023, 84 prontos atendimentos próprios, 68 laboratórios próprios e 157 hospitais gerais e hospitais-dia. Em nossa visão, dentre os propulsores da verticalização estão: o controle e racionalização de custos, a redução da sinistralidade, a oferta de maiores serviços médicos, hospitalares e de diagnósticos, além da busca por maior eficiência organizacional.

Nesse contexto, cabe destacar que as taxas de juros exercem significativa influência nas decisões dos agentes de mercado no que tange aos processos de M&A e expansão. Em momentos de taxa básica de juros elevadas, operações com menor necessidade de *funding* e caixa, como combinação de negócios e parcerias que temos visto mais recentemente tendem a ser favorecidas, ao passo que aquisições e expansões tendem a ser preteridas até a chegada de janelas de mercado mais favoráveis - com menor custo de capital e de dívida.

FIGURA 19

Processos de M&A, IPO e *follow-on*...

Principais processos de fusão e aquisição (M&A), IPO e *follow-on* ocorridos no setor no passado recente

Operação	Segmento de atuação	Ano de conclusão	Resumo descritivo
IPO Notredame Intermédica	Saúde Verticalizada	2018	Abertura de capital da Notredame Intermédica - operação que movimentou R\$ 2,72 bilhões.
IPO Hapvida	Saúde Verticalizada	2018	Abertura de capital da Hapvida - operação que movimentou R\$ 3,43 bilhões.
IPO Rede D'Or	Hospitais	2020	Abertura de capital da Rede D'Or - operação que movimentou R\$ 11,39 bilhões.
IPO Mater Dei	Hospitais	2021	Abertura de capital do Mater Dei - operação que movimentou R\$ 1,4 bilhão.
IPO Oncoclínicas	Oncologia	2021	Abertura de capital da Oncoclínicas - operação que movimentou R\$ 2,67 bilhões.
IPO Kora Saúde	Hospitais	2021	Abertura de capital da Kora Saúde - operação que movimentou R\$ 770 milhões.
Processos de <i>follow-on</i> 2018-2021	Diversos	2018-2021	Entre 2018 e 2021, as empresas de saúde supramencionadas realizaram sete processos de <i>follow-on</i> , que, conjuntamente com o <i>follow-on</i> de Dasa, movimentaram cerca R\$ 28,5 bilhões (sendo R\$ 14,15 bilhões de oferta primária e R\$ 14,36 bilhões oferta secundária).

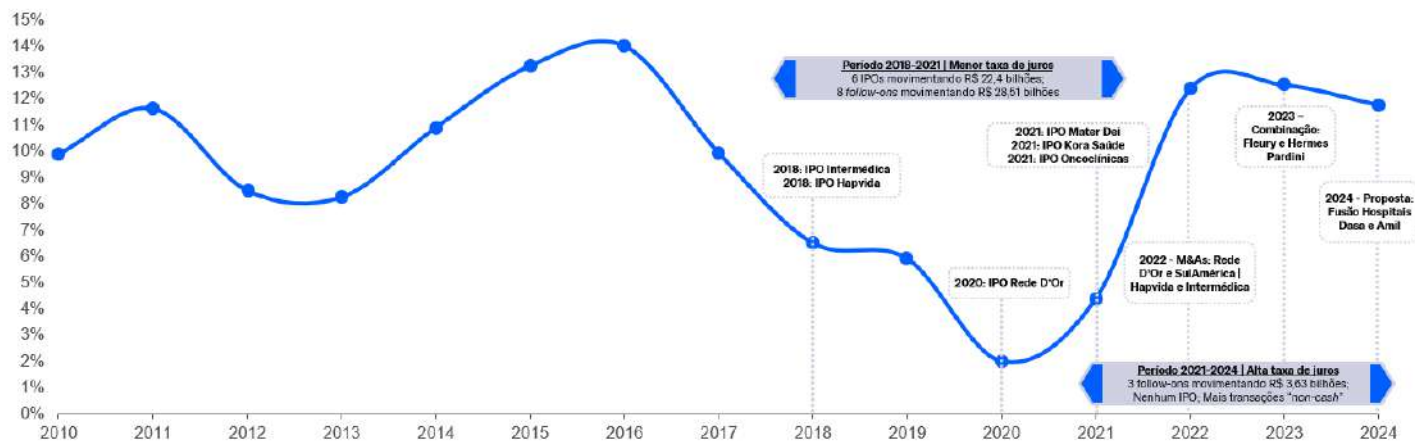
Fusão Rede D'Or e SulAmérica	Hospitais e Seguros	2022	União da maior rede hospitalar do Brasil (Rede D'Or) com uma das maiores seguradoras do país (SulAmérica). A companhia combinada possuía, no momento da fusão, quase 5 milhões de beneficiários saúde e odontológicos, e cerca de 10 mil leitos hospitalares.
Fusão Hapvida e Notredame Intermédica	Saúde Verticalizada	2022	Fusão entre Hapvida e Intermédica criou um dos maiores grupos do setor de saúde contando, no anúncio da fusão, com 84 hospitais (cerca de 6 mil leitos), 280 clínicas e 257 unidades de diagnóstico. Operando em modelo verticalizado, a companhia possui ainda cerca de 15 milhões de beneficiários entre planos assistência médica e odontológica.
Combinação Fleury e Hermes Pardini	Medicina Diagnóstica	2023	Combinação de negócios entre grandes <i>players</i> independentes de medicina diagnóstica do Brasil. A companhia combinada conta com receita superior a R\$ 7 bilhões e cerca de 520 unidades de atendimento.
Processos de follow-on 2023	Diversos	2023	Em 2023, em um mercado mais desafiador, o setor foi palco de três processos de <i>follow-on</i> (Hapvida, Dasa e Oncoclínicas), movimentando cerca de R\$ 3,63 bilhões (dos quais R\$ 2,94 bilhões foram ofertas primárias e 692 milhões secundária).
Ímpar (hospitais da Amil e Dasa)	Hospitais	Em andamento	Proposta de criação de <i>Joint Venture</i> envolvendo 25 hospitais (sendo 14 da Dasa e 11 da Amil). A nova companhia deve se consolidar como uma das líderes do setor, com cerca de 4,4 mil leitos e com receita superior a R\$ 10 bilhões.

Nota: Processo de criação da *Joint Venture* anunciado pela Dasa e Amil ainda está em andamento; Dados disponíveis na tabela são aproximados.
Fonte: Companhias, B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3) e Moody's Local Brasil

FIGURA 20

...são diretamente influenciados pela taxa básica de juros do país

Evolução da taxa Selic por ano (média anual) e principais eventos conforme janela de taxa de juros



Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen), B3 e Moody's Local Brasil

Prospectivamente, esperamos que o setor de saúde deva continuar apresentando crescimento no longo prazo diante da tendência secular de envelhecimento populacional e aumento de longevidade. Ponderamos, entretanto, que existem desafios relevantes nos

próximos anos, especialmente para as redes hospitalares. Os aumentos de custos da saúde, necessidade de capital de giro e custo de capital são pontos de atenção e configuram riscos para o crescimento hospitalar a médio prazo, podendo dificultar sua expansão. Comparativamente, para medicina diagnóstica, estimamos um crescimento mais aquecido, tracionado pelas inovações tecnológicas e maior atenção para a medicina preventiva, inclusive como estratégia de controlar os custos a longo prazo. Por outro lado, tal crescimento também é limitado pelas condições de mercado e custos de capital. No que tange às operadoras, esperamos um enfoque maior em rentabilidade em detrimento de crescimento, embora haja amplo espaço para penetração no longo prazo – condicionado aos momentos macroeconômicos e de mercado.

Outras tendências e desafios

» **Outras tendências.** No médio e longo prazo, o setor da saúde deve ser bastante impactado por novas tecnologias e procedimentos como robotização, exames genéticos, integração de dispositivos eletrônicos (como celular e relógios) e maior ênfase na medicina preventiva. Entendemos que essas tendências serão positivas ao melhorar a oferta de procedimentos e terapias, e aprimorar a assertividade dos profissionais da saúde, contribuindo para o prolongamento da longevidade e melhoria da qualidade de vida. Entretanto, ponderamos o potencial de elevação de custos que deverão ser administrados pelas empresas do setor, poder público e famílias.

Ademais, o crescimento de procedimentos estéticos e cirurgias plásticas também são tendências relevantes para o médio prazo, abrindo possibilidade de expansão para diversos *players* no mercado.

Por último, também vemos como tendência a melhoria da infraestrutura de saúde em regiões fora do eixo Rio de Janeiro-São Paulo, com diversos *players* investindo em novos *hubs* regionais, embora ponderemos as dificuldades existentes.

» **Desafios.** Prospectivamente, entendemos que o setor de saúde será desafiado pelo contínuo envelhecimento da população brasileira, que deve colocar pressão sobre o custo e financiamento da saúde, tanto no âmbito público como privado, além de elevar a demanda por profissionais, hospitais, leitos e clínicas especializadas. Ainda assim, entendemos que, apesar dos desafios intrínsecos, isso sustentará a demanda do setor, abrindo espaço para crescimento e consolidação.

O intenso processo de M&A ocorrido nos últimos anos apresenta desafios relevantes, principalmente no tocante a riscos de execução e integração, incluindo relacionamento com médicos e operadoras de praças distintas, integração operacional e cultural, e captura de sinergias. Para algumas companhias, a política financeira mais agressiva e a eventual pressão financeira decorrente de alavancagem também se colocam como desafios relevantes a serem administrados.

© 2025 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. e/ou suas licenciadas e afiliadas (em conjunto, "MOODY'S"). Todos os direitos reservados.

OS RATINGS DE CRÉDITO ATRIBUÍDOS PELAS AFILIADAS DE RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S SÃO AS OPINIÕES ATUAIS DA MOODY'S SOBRE O RISCO FUTURO RELATIVO DE CRÉDITO DE ENTIDADES, COMPROMISSOS DE CRÉDITO, DÍVIDA OU VALORES MOBILIÁRIOS EQUIVALENTES À DÍVIDA, DE MODO QUE OS MATERIAIS, PRODUTOS, SERVIÇOS E AS INFORMAÇÕES PUBLICADAS, OU DE ALGUMA FORMA DISPONIBILIZADAS, PELA MOODY'S (COLETIVAMENTE "MATERIAIS") PODEM INCLUIR TAIS OPINIÕES ATUAIS. A MOODY'S DEFINE RISCO DE CRÉDITO COMO O RISCO DE UMA ENTIDADE NÃO CUMPRIR COM AS SUAS OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS E FINANCEIRAS NA DEVIDA DATA DE VENCIMENTO E QUAISQUER PERDAS FINANCEIRAS ESTIMADAS EM CASO DE INADIMPLEMENTO ("DEFAULT"). VER A PUBLICAÇÃO APLICÁVEL DA MOODY'S RELACIONADA AOS SÍMBOLOS E DEFINIÇÕES DE RATINGS DE CRÉDITO PARA MAIS INFORMAÇÕES SOBRE OS TIPOS DE OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS E FINANCEIRAS ENDEREÇADAS PELOS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S INVESTORS SERVICE. OS RATINGS DE CRÉDITO NÃO TRATAM DE QUALQUER OUTRO RISCO, INCLUINDO, MAS NÃO SE LIMITANDO A: RISCO DE LIQUIDEZ, RISCO DE VALOR DE MERCADO OU VOLATILIDADE DE PREÇOS. OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES E OUTRAS OPINIÕES CONTIDAS NOS MATERIAIS DA MOODY'S NÃO SÃO DECLARAÇÕES SOBRE FATOS ATUAIS OU HISTÓRICOS. OS MATERIAIS DA MOODY'S PODERÃO TAMBÉM INCLUIR ESTIMATIVAS DO RISCO DE CRÉDITO BASEADAS EM MODELOS QUANTITATIVOS E OPINIÕES RELACIONADAS OU COMENTÁRIOS PUBLICADOS PELA MOODY'S ANALYTICS, INC. E/OU SUAS AFILIADAS. OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONSTITUEM OU FORNECEM ACONSELHAMENTO FINANCEIRO OU DE INVESTIMENTO. OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONFIGURAM E NÃO PRESTAM RECOMENDAÇÕES PARA A COMPRA, VENDA OU DETENÇÃO DE UM DETERMINADO VALOR MOBILIÁRIO. OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONSTITUEM RECOMENDAÇÕES SOBRE A ADEQUAÇÃO DE UM INVESTIMENTO PARA UM DETERMINADO INVESTIDOR. A MOODY'S ATRIBUI SEUS RATINGS DE CRÉDITO, SUAS AVALIAÇÕES E OUTRAS OPINIÕES, E DIVULGA, OU DE ALGUMA FORMA DISPONIBILIZA, OS SEUS MATERIAIS ASSUMINDO E PRESSUPONDO QUE CADA INVESTIDOR FARÁ O SEU PRÓPRIO ESTUDO, COM A DEVIDA DILIGÊNCIA, E PROCEDERÁ À AVALIAÇÃO DE CADA VALOR MOBILIÁRIO QUE TENHA A INTENÇÃO DE COMPRAR, DETER OU VENDER.

OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, SUAS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO SÃO DESTINADAS PARA O USO DE INVESTIDORES DE VAREJO E SERIA IMPRUDENTE E INADEQUADO AOS INVESTIDORES DE VAREJO USAR OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES OU MATERIAIS DA MOODY'S AO TOMAR UMA DECISÃO DE INVESTIMENTO. EM CASO DE DÚVIDA, O INVESTIDOR DEVERÁ ENTRAR EM CONTATO COM UM CONSULTOR FINANCEIRO OU OUTRO CONSULTOR PROFISSIONAL.

TODAS AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE DOCUMENTO ESTÃO PROTEGIDAS POR LEI, INCLUINDO, ENTRE OUTROS, OS DIREITOS DE AUTOR, E NÃO PODEM SER COPIADAS, REPRODUZIDAS, ALTERADAS, RETRANSMITIDAS, TRANSMITIDAS, DIVULGADAS, REDISTRIBUÍDAS OU REVENDIDAS OU ARMAZENADAS PARA USO SUBSEQUENTE PARA QUALQUER UM DESTES FINS, NO TODO OU EM PARTE, POR QUALQUER FORMA OU MEIO, POR QUALQUER PESSOA, SEM O CONSENTIMENTO PRÉVIO, POR ESCRITO, DA MOODY'S. PARA FINS DE CLAREZA, NENHUMA INFORMAÇÃO CONTIDA AQUI PODE SER UTILIZADA PARA DESENVOLVER, APERFEIÇOAR, TREINAR OU RETREINAR QUALQUER PROGRAMA DE SOFTWARE OU BANCO DE DADOS, INCLUINDO, MAS NÃO SE LIMITANDO A, QUALQUER SOFTWARE DE INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL, APRENDIZADO DE MÁQUINA OU PROCESSAMENTO DE LINGUAGEM NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGIA E/OU MODELO.

OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS DA MOODY'S NÃO SÃO DESTINADOS PARA O USO, POR QUALQUER PESSOA, COMO UMA REFERÊNCIA ("BENCHMARK"), JÁ QUE ESTE TERMO É DEFINIDO APENAS PARA FINS REGULATÓRIOS E, PORTANTO, NÃO DEVEM SER UTILIZADOS DE QUALQUER MODO QUE POSSA RESULTAR QUE SEJAM CONSIDERANDOS REFERÊNCIAS (BENCHMARK).

Toda a informação contida neste documento foi obtida pela MOODY'S junto de fontes que esta considera precisas e confiáveis. Contudo, devido à possibilidade de erro humano ou mecânico, bem como outros fatores, a informação contida neste documento é fornecida no estado em que se encontra ("AS IS"), sem qualquer tipo de garantia, seja de que espécie for. A MOODY'S adota todas as medidas necessárias para que a informação utilizada para a atribuição de ratings de crédito seja de suficiente qualidade e proveniência de fontes que a MOODY'S considera confiáveis, incluindo, quando apropriado, terceiros independentes. Contudo, a MOODY'S não presta serviços de auditoria e não pode, em todos os casos, verificar ou confirmar, de forma independente, as informações recebidas nos processos de ratings de crédito ou na preparação de seus Materiais.

Na medida do permitido por lei, a MOODY'S e seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças e fornecedores não aceitam qualquer responsabilidade perante qualquer pessoa ou entidade relativamente a quaisquer danos ou perdas, indiretos, especiais, consequenciais ou incidentais, decorrentes ou relacionados com a informação aqui incluída ou pelo uso, ou pela inaptidão de usar tal informação, mesmo que a MOODY'S ou os seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças ou fornecedores sejam informados com antecedência da possibilidade de ocorrência de tais perdas ou danos, incluindo, mas não se limitando a: (a) qualquer perda de lucros presentes ou futuros; ou (b) qualquer perda ou dano que ocorra em que o instrumento financeiro relevante não seja objeto de um rating de crédito específico atribuído pela MOODY'S.

Na medida do permitido por lei, a MOODY'S e seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças e fornecedores não aceitam qualquer responsabilidade por quaisquer perdas ou danos, diretos ou compensatórios, causados a qualquer pessoa ou entidade, incluindo, entre outros, por negligência (mas excluindo fraude, conduta dolosa ou qualquer outro tipo de responsabilidade que, para que não subsistam dúvidas, por lei, não possa ser excluída) por parte de, ou qualquer contingência dentro ou fora do controle da, MOODY'S ou de seus administradores, membros de órgão sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças ou fornecedores, decorrentes ou relacionadas com a informação aqui incluída, ou pelo uso, ou pela inaptidão de usar tal informação.

A MOODY'S NÃO PRESTA NENHUMA GARANTIA, EXPRESSA OU IMPLÍCITA, QUANTO À PRECISÃO, ATUALIDADE, COMPLETEZ, VALOR COMERCIAL OU ADEQUAÇÃO A QUALQUER FIM ESPECÍFICO DE QUALQUER RATING DE CRÉDITO, AVALIAÇÃO, OUTRA OPINIÃO OU INFORMAÇÕES DADAS OU PRESTADAS, POR QUALQUER MEIO OU FORMA, PELA MOODY'S.

A Moody's Investors Service, Inc., uma agência de rating de crédito, subsidiária integral da Moody's Corporation ("MCO"), pelo presente, divulga que a maioria dos emissores de títulos de dívida (incluindo obrigações emitidas por entidades privadas e por entidades públicas locais, outros títulos de dívida, notas promissórias e papel comercial) e de ações preferenciais classificadas pela Moody's Investors Service, Inc., acordaram, antes da atribuição de qualquer rating de crédito, pagar à Moody's Investors Service, Inc., para fins de avaliação de ratings de crédito e serviços prestados por esta agência. A MCO e todas as entidades que emitem ratings sob a marca (Moody's Ratings) também mantêm políticas e procedimentos destinados a preservar a independência dos ratings de crédito e processos de ratings de crédito da Moody's Ratings. São incluídas anualmente no website ir.moody.com, sob o título "Investor Relations — Corporate Governance — Charter Documents — Director and Shareholder Affiliation Policy" informações acerca de certas relações que possam existir entre administradores da MCO e as entidades classificadas com ratings de crédito e entre as entidades que possuem ratings da Moody's Investors Service, Inc. e que também informaram publicamente à SEC (Security and Exchange Commission – EUA) que detêm participação societária maior que 5% na MCO.

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., e Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (coletivamente, as "Moody's Non-NRSRO CRAs") são todas subsidiárias de agências de classificação de risco integralmente detidas de forma indireta pela MCO. Nenhuma das Moody's Non-NRSRO CRAs é uma Organização de Classificação de Risco Estatístico Nacionalmente Reconhecida (NRSRO).

Termos adicionais apenas para a Austrália: qualquer publicação deste documento na Austrália será feita nos termos da Licença para Serviços Financeiros Australianos da afiliada da MOODY'S, a Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 AFSL 336969 e/ou pela Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (conforme aplicável). Este documento deve ser fornecido apenas a distribuidores ("wholesale clients"), de acordo com o estabelecido pelo artigo 761G da Lei Societária Australiana de 2001. Ao continuar a acessar esse documento a partir da Austrália, o usuário declara e garante à MOODY'S que é um distribuidor ou um representante de um distribuidor, e que não irá, nem a entidade que representa irá, direta ou indiretamente, divulgar este documento ou o seu conteúdo a clientes de varejo, de acordo com o significado estabelecido pelo artigo 761G da Lei Societária Australiana de 2001. O rating de crédito da Moody's é uma opinião em relação à idoneidade creditícia de uma obrigação de dívida do emissor e não diz respeito às ações do emissor ou qualquer outro tipo de valores mobiliários disponíveis para investidores de varejo.

Termos adicionais apenas para a Índia: Os ratings de crédito da Moody's, avaliações, outras opiniões e Materiais não têm a intenção de ser, e não devem ser, utilizadas ou consideradas, por usuários localizados na Índia em relação a valores mobiliários listados ou propostos para listagem em bolsas de valores indianas.

Termos adicionais referentes a *Second Party Opinions* ("SPO") e Avaliações *Net Zero* ("NZA") (conforme definido nos Símbolos e Definições de Rating da Moody's Ratings): Por favor, observe que as SPOs e as NZAs não são um 'rating de crédito'. A emissão de SPOs não é uma atividade regulamentada em muitas jurisdições, incluindo Singapura. JAPÃO: No Japão, o desenvolvimento e a oferta de SPOs se enquadram na categoria de 'Negócios Auxiliares', não em 'Negócios de Rating de Crédito', e não estão sujeitos às regulamentações aplicáveis aos 'Negócios de Rating de Crédito' sob a Lei de Instrumentos Financeiros e Câmbio do Japão e suas regulamentações relevantes. RPC: Qualquer SPO: (1) não constitui uma Avaliação de Bônus Verde da RPC conforme definido por quaisquer leis ou regulamentos relevantes da RPC; (2) não pode ser incluído em nenhum documento de declaração de registro, circular de oferta, prospecto ou qualquer outro documento enviado às autoridades reguladoras da RPC ou utilizado de outra forma para atender a qualquer requisito de divulgação regulatória da RPC; e (3) não pode ser utilizado na RPC para qualquer fim regulatório ou para qualquer outro fim que não seja permitido pelas leis ou regulamentos relevantes da RPC. Para os fins deste aviso legal, "RPC" refere-se ao continente da República Popular da China, incluindo Hong Kong, Macau e Taiwan.