

Rede D'Or (RDOR3): Resultado do 4T20

Resultados operacionais recorde no 4T... o EBITDA ajustado cresceu 25% a/a!

A RDOR reportou um conjunto robusto de resultados no 4T, que vieram amplamente em linha com nossas expectativas otimistas (estávamos acima do consenso). No geral, os resultados do 4T foram marcados pela retomada das frequências e pela recuperação das taxas de utilização (prejudicadas pelo surto da Covid-19 no início da crise). Mais precisamente, a empresa registrou receita líquida (recorde) de R\$ 4,17 bilhões (10% acima de nossa projeção), um aumento de 22% a/a, impulsionado por leitos operacionais adicionais, maior ticket médio e a consolidação de ativos de M&A. Além disso, o EBITDA totalizou R\$ 1,018 bilhão (+ 20% a/a), atingindo níveis recorde e em linha com nossa estimativa. Excluindo outros pequenos itens não recorrentes (R\$ 8 milhões) e R\$ 117 milhões em custos extraordinários relacionados à Covid-19, o EBITDA ajustado teria sido de R\$ 1,14 bilhão, um aumento de 25% a/a. Por fim, o lucro líquido totalizou R\$ 303 milhões (+ 7% a/a), pressionado por resultados financeiros líquidos mais fracos (+ 38% a/a), o que o deixou um pouco abaixo de nossa estimativa de lucro ajustado (-10% vs. projeção do BTG). O ROIC ajustado de 12 meses foi de 16,2% vs. 15,5% no 3T.

Crescimento orgânico de volta aos trilhos

As receitas foram a principal surpresa positiva dos resultados do 4T. Na verdade, a receita líquida do negócio de oncologia (6% da receita geral) cresceu 34% a/a, superando as vendas de serviços hospitalares/outros (+ 21% a/a). Mas a margem EBITDA ajustada expandiu apenas 60 bps a/a para 27,4%, prejudicada pela equivalência patrimonial ainda pressionada (-R\$ 21 milhões). Mais adiante, olhando para os indicadores operacionais, o 4T apresentou 7,39 mil leitos operacionais (vs. capacidade total de 8,82 mil leitos), implicando em uma capacidade operacional de 84%, que foi melhor do que o nível do 3T conforme a frequência se recupera gradualmente (8,74 mil leitos totais, 6,91 mil leitos operacionais, com uma capacidade operacional de 79% no 3T). Além disso, a taxa de ocupação em 77,6% foi maior a/a (+ 380 bps) e t/t (+ 260 bps), embora também observemos que o ticket médio expandiu 6,5% a/a.

Sólida liquidez de caixa; valuation de ativos adquiridos recentemente divulgados

Após seu recente IPO (que trouxe R\$ 8,4 bilhões em novos recursos), a dívida líquida da Rede D'Or (ex-IFRS16) caiu para R\$ 5,6 bilhões (saindo de ~R\$ 13 bilhões), implicando em 2,3x EBITDA dos últimos 12 meses (índice naturalmente impactado pela redução do EBITDA no 2T), ou um confortável múltiplo de 1x vs. EBITDA 2021E para outros movimentos de M&A. Ainda, a RDOR concluiu duas aquisições no 4T, e os valuations foram finalmente divulgados: (i) 52% de participação acionária na Cardio Pulmonar (onde já tinha uma participação de 48%) com 181 leitos localizados em Salvador-BA (ativo foi avaliado em R\$ 283

BTG Pactual – Equity Research:

Samuel Alves

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Yan Cesquim

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Rede D Or (RDOR3)

Data	25/02/2021
Ticker	RDOR3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	85,0
Preço (R\$)	72,7
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

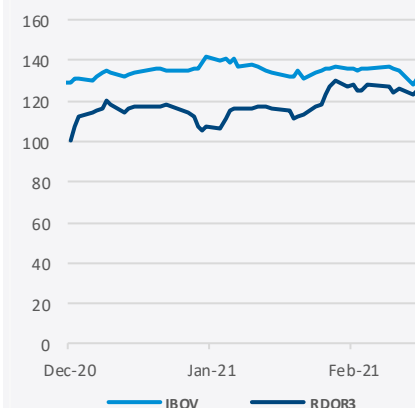
Market Cap. (R\$ mn)	141279,95
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	408,57

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	53,5x	48,8x
EV/EBITDA	27,9x	23,6x

Stock Performance:

Fevereiro (%) 10,7%



milhões, ou R\$ 1,56 milhão/leito); e (ii) São Lucas com 58 leitos localizados em Macaé-RJ (ativo avaliado em R\$ 56 milhões, ou um atrativo R\$ 0,9 milhão/leito). Com essas duas fusões e aquisições, a RDOR concluiu a aquisição de seis hospitais em 2020, adicionando cerca de 1 mil leitos ao seu ecossistema.

Começo muito bom no 4T! Todos os olhos voltados para novos movimentos de M&A

RDOR é a nossa Top Pick no setor de Saúde. Ele oferece uma combinação atraente de (i) momentum dos lucros (os resultados do 4T foram uma verdadeira prova desta tese); (ii) forte atividade de M&A, que deve adicionar ~ 1 mil leitos por ano por meio de aquisições até 2025; (iii) valuation, que parece atraente considerando as perspectivas de crescimento robusto dos lucros (P/L 2022 de 48x, para um CAGR de LPA de 25% de 3 anos).

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	24,4	18,0	9,7	17,4	19,0
EV/EBITDA	57,3	45,5	61,3	27,9	23,6
P/L	122,9	121,7	232,5	53,5	48,8
Dividend Yield %	1,0	0,0	0,2	0,1	0,5

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	10.915	13.320	13.663	21.310	25.046
EBITDA	2.670	3.485	2.544	5.547	6.589
Lucro Líquido	1.180	1.192	623	2.708	2.969
LPA (R\$)	0,59	0,60	0,31	1,36	1,50
DPA Líquido (R\$)	0,71	0,02	0,15	0,08	0,34
Dívida Líquida/Caixa	-8.153	-11.181	-11.791	-12.562	-13.627

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 72,73, em 24 de Fevereiro de 2021.

Tabela 1: Resumo dos resultados do 4T20

P&L, Resumo, R\$ milhões	4T20A	4T20E	4T19A	3T20A	A / E	a/a	t/t
Receita Bruta	4.683,2	4.243,5	3.850,3	4.255,5	10,4%	21,6%	10,0%
Dedução	(275,8)	(233,4)	(209,5)	(240,3)	18,2%	31,6%	14,8%
Glosa (Abatimentos/Cancelamentos)	(239,1)	(207,9)	(212,5)	(207,4)	15,0%	12,5%	15,3%
Receita Líquida	4.168,3	3.802,2	3.428,3	3.807,8	9,6%	21,6%	9,5%
Custos (Caixa)	(3.144,7)	(2.734,3)	(2.585,9)	(2.906,3)	15,0%	21,6%	8,2%
Lucro Bruto	1.023,6	1.067,9	842,4	901,5	-4,2%	21,5%	13,5%
<i>Margem Bruta</i>	24,6%	28,1%	24,6%	23,7%	-3,5 p,p	0,0 p,p	0,9 p,p
Desp. Vendas, Gerais & Adm	(195,7)	(223,4)	(188,4)	(147,6)	-12,4%	3,9%	32,6%
<i>Como % da receita líquida</i>	-4,7%	-5,9%	-5,5%	-3,9%	1,2 p,p	0,8 p,p	-0,8 p,p
Equivalência Patrimonial	(20,8)	15,3	(9,2)	16,4	n.m.	n.m.	n.m.
EBIT	807,1	859,8	644,8	770,3	-6,1%	25,2%	4,8%
<i>Margem EBIT</i>	17,2%	20,3%	16,7%	18,1%	-3,0 p,p	0,5 p,p	-0,9 p,p
Depreciação & Amortização	(210,4)	(220,4)	(203,9)	(222,4)	-4,5%	3,2%	-5,4%
EBITDA	1.017,5	1.080,2	848,7	992,8	-5,8%	19,9%	2,5%
<i>Margem EBITDA</i>	24,4%	28,4%	24,8%	26,1%	-4,0 p,p	-0,3 p,p	-1,7 p,p
Não recorrente	125,1	178,4	69,0	141,0	n.m.	n.m.	n.m.
EBITDA ajustado	1.142,6	1.258,6	917,7	1.133,8	-9,2%	24,5%	0,8%
<i>Margem EBITDA</i>	27,4%	33,1%	26,8%	29,8%	-5,7 p,p	0,6 p,p	-2,4 p,p
Resultados Financeiros	(344,5)	(191,4)	(249,5)	(255,9)	80,0%	38,1%	34,6%
Imposto de Renda	(159,6)	(201,5)	(112,2)	(164,8)	-20,8%	42,3%	-3,2%
Lucro líquido contábil	303,0	466,9	283,2	349,6	-35,1%	7,0%	-13,3%
<i>Margem Líquida</i>	7,3%	12,3%	8,3%	9,2%	-5,0 p,p	-1,0 p,p	-1,9 p,p

Fonte: Rede D'Or e BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais e específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx