

## Hapvida (HAPV3): Resultado do 4T20

### 4T: a execução foi sólida, mas fatores não recorrentes levaram a um resultado sem brilho

A Hapvida publicou resultados fracos (e em linha com as estimativas) no 4T, refletindo sua execução ainda sólida (forte crescimento orgânico, aumentos de ticket médio consistentes e mais ganhos de eficiência em despesas de vendas, gerais e administrativas), mas negativamente afetados por uma sinistralidade mais elevada, aumento das provisões do SUS e alavancagem operacional negativa da integração de fusões e aquisições recentes. Mais precisamente, a empresa registrou receita líquida de R\$ 2,27 bilhões (2% abaixo de nossa projeção), um aumento de 27% a/a, impulsionada pela consolidação de novos ativos (São Francisco, América, RN, Medical e GSJ). Como resultado da maior sinistralidade caixa a/a e do aumento das provisões do SUS, o EBITDA aumentou apenas 15% a/a para R\$ 432 milhões, ficando em 6,5% abaixo de nossa estimativa. Por fim, o lucro líquido contábil foi de R\$ 94 milhões, queda de 55% a/a. Quando ajustamos para amortização de valor adicionado de R\$ 187 milhões (ajuste não-caixa relacionado a recentes fusões e aquisições), estimamos um lucro líquido ajustado de R\$ 281 milhões (+ 2% a/a; 8% abaixo de nossa expectativa).

### Crescimento orgânico sólido! Frequências aumentaram desta vez

Superando seus pares, as adições líquidas do 4T da HAPV (t/t) totalizaram 55 mil vidas (semelhante à nossa projeção de + 60 mil). No geral, o número de beneficiários de saúde expandiu 7% a/a e 5% t/t para 3,74 milhões de vidas, ajudado pela consolidação de fusões e aquisições. Também dando suporte para uma melhor dinâmica da receita, o ticket cresceu resilientes 6% a/a (+ 6,5% em pessoa física; + 4,5% em empresas). Após baixas frequências nos últimos trimestres, os sinistros médicos dispararam desta vez, com a empresa apresentando uma sinistralidade consolidada de 66,5% (+ 470 bps a/a), também afetada pelas maiores provisões do SUS (R\$ 106 milhões, um aumento de 53% a/a). Excluindo as provisões técnicas e depreciação, a sinistralidade caixa expandiu 270bps a/a para 59,5% (em linha com o esperado).

### Apreciamos os ganhos de eficiência em despesas de vendas, gerais e administrativas! Geração sólida de FCF

As despesas com vendas foram um sucesso novamente, ficando 40 bps melhor t/t, em 7,4% da receita líquida (um pouco melhor que nossa expectativa)! Além disso, as despesas gerais e administrativas independentes (ex-Depreciação e Amortização) também melhoraram (9,1% da receita líquida vs. 10,6% um ano atrás), refletindo principalmente os ganhos de escala após as recentes fusões e aquisições. Enquanto isso, o fluxo de caixa após investimentos orgânicos atingiu R\$ 342 milhões (-35% a/a), com o capex de caixa crescendo 51%. No entanto, a geração de FCF orgânico em 2020 foi sólida, atingindo R\$ 1,5 bilhão, um aumento considerável de 52% a/a.

#### 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](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Hapvida (HAPV3)

Data	19/03/2021
Ticker	HAPV3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	19,0
Preço (R\$)	15,2
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	56.318,30
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	144,64

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	37,1x	30,5x
EV/EBITDA	24,7x	19,7x

#### Stock Performance:

Março (%)	-2,2%
LTM (%)	140,0%



## Apesar dos resultados sem brilho, continuamos com um rating de Compra!

Apesar dos resultados fracos, continuamos positivos na tese de HAPV, principalmente porque o 4T foi impactado por frequências anormalmente altas. Sinalizamos, no entanto, que essa dinâmica (amplamente relacionada à Covid-19) provavelmente persistirá no curto prazo. Dito isso, apreciamos os aspectos recorrentes dos resultados da HAPV, como o crescimento orgânico da receita, aumento do ticket médio, ganhos de eficiência em despesas de vendas, gerais e administrativas e uma geração sólida de FCF. Em nossa opinião, a empresa parece determinada a continuar fazendo seu dever de casa, reforçando sua rede de fornecedores e aprimorando sua vantagem competitiva no mercado brasileiro de saúde. Assim, reiteramos nossa classificação de Compra na HAPV e aproveitamos esta oportunidade para atualizar nosso preço-alvo, agora em R\$ 19/ação (vs. R\$ 16 anteriormente), após atualizar nosso modelo com os trimestres recentes, M&As e incorporando o mais recente custo de capital do Brasil. Já estamos assumindo de forma conservadora algumas sinergias fiscais, de custos e despesas (~R\$ 25 bilhões para a divisão da NewCo de acordo com a relação de troca de ações acordada entre as empresas) relacionadas à fusão com a GNDI. Mas ainda deixamos sinergias de receita (que também podem ser enormes) como um potencial de valorização para nosso valuation.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	28,0	12,0	9,5	12,3	14,5
EV/EBITDA	7,7	9,2	27,6	24,7	19,7
P/L	12,9	12,6	46,5	37,1	30,5
Dividend Yield %	8,1	1,7	0,4	0,4	0,5

  

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	4.576	5.634	8.603	10.991	12.656
EBITDA	913	1.234	2.050	2.324	2.831
Lucro Líquido	788	895	1.210	1.536	1.868
LPA (R\$)	0,21	0,24	0,32	0,41	0,50
DPA Líquido (R\$)	0,22	0,05	0,06	0,06	0,08
Dívida Líquida/Caixa	3.166	-102	-294	-393	1.130

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\$ 15,16, em 18 de Março de 2021.

Tabela 1: Resumo dos resultado do 4T20 – Hapvida

P&L, R\$ milhões, IFRS 16	4T20A	4T20E	4T19A	3T20A	A/E	a/a	t/t
<b>Receita Líquida</b>	<b>2.273,5</b>	<b>2.321,8</b>	<b>1.785,4</b>	<b>2.126,4</b>	<b>-2,1%</b>	<b>27,3%</b>	<b>6,9%</b>
Custo Médico	(1.352,1)	(1.375,9)	(1.013,4)	(1.227,0)	-1,7%	33,4%	10,2%
PEONA	(7,1)	(6,9)	6,9	(6,0)	3,2%	-202,9%	n.m.
Provisões SUS	(105,8)	(69,7)	(69,0)	(13,5)	51,9%	53,3%	n.m.
Outros não caixa	(47,4)	(35,8)	(28,6)	(38,0)	32,6%	n.m.	n.m.
<b>Lucro Bruto</b>	<b>761,1</b>	<b>833,6</b>	<b>681,3</b>	<b>841,9</b>	<b>-8,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>-9,6%</b>
<i>Margem Bruta</i>	33,5%	35,9%	38,2%	39,6%	-2,4 p,p	-4,7 p,p	-6,1 p,p
Despesas de Vendas	(169,3)	(190,4)	(146,5)	(167,1)	-11,1%	15,5%	1,3%
<i>Como % da Receita Líquida</i>	-7,4%	-8,2%	-8,2%	-7,9%	0,8 p,p	0,8 p,p	0,4 p,p
Despesas Gerais & Administrativas	(422,9)	(343,6)	(269,4)	(346,9)	23,1%	57,0%	21,9%
<i>Como % da Receita Líquida</i>	-18,6%	-14,8%	-15,1%	-16,3%	-3,8 p,p	-3,5 p,p	-2,3 p,p
Outras Despesas	4,3	0,0	(0,2)	3,0	-	-2339,6%	44,8%
<b>EBIT</b>	<b>173,2</b>	<b>299,6</b>	<b>265,2</b>	<b>331,0</b>	<b>-42,2%</b>	<b>-34,7%</b>	<b>-47,7%</b>
Depreciação & Amortização	(258,6)	(162,4)	(109,8)	(181,3)	59,3%	135,5%	42,7%
<b>EBITDA</b>	<b>431,8</b>	<b>462,0</b>	<b>375,0</b>	<b>512,2</b>	<b>-6,5%</b>	<b>15,2%</b>	<b>-15,7%</b>
<i>Margem EBITDA</i>	19,0%	19,9%	21,0%	24,1%	-0,9 p,p	-2,0 p,p	-5,1 p,p
Resultados Financeiros	(30,0)	(20,2)	(30,3)	(20,5)	48,7%	-0,9%	46,0%
Imposto de Renda	(49,0)	(53,5)	(24,2)	(62,6)	-8,5%	102,5%	-21,7%
<b>Luco Líquido contábil</b>	<b>94,2</b>	<b>225,9</b>	<b>210,7</b>	<b>247,8</b>	<b>-58,3%</b>	<b>-55,3%</b>	<b>-62,0%</b>
<i>Margem Líquida</i>	4,1%	9,7%	11,8%	11,7%	-5,6 p,p	-7,7 p,p	-7,5 p,p
Amortização de valor agregado (pós-imposto)	187,3	79,7	65,0	81,0	135,1%	-	131,3%
<b>Luco Líquido ajustado</b>	<b>281,5</b>	<b>305,6</b>	<b>275,7</b>	<b>328,8</b>	<b>-7,9%</b>	<b>2,1%</b>	<b>-14,4%</b>
<i>Margem Líquida ajustada</i>	4,1%	9,7%	11,8%	11,7%	-5,6 p,p	-7,7 p,p	-7,5 p,p
<b>Sinistralidade</b>	<b>66,5%</b>	<b>64,1%</b>	<b>61,8%</b>	<b>60,4%</b>	2,4 p,p	4,7 p,p	6,1 p,p
<b>Sinistralidade caixa (ex-IBNR, ex-SUS, and ex- D&amp;A)</b>	<b>59,5%</b>	<b>59,3%</b>	<b>56,8%</b>	<b>57,7%</b>	0,2 p,p	2,7 p,p	1,8 p,p
<b>Sinistralidade (ex-IBNR)</b>	<b>66,2%</b>	<b>63,8%</b>	<b>62,2%</b>	<b>60,1%</b>	2,4 p,p	4,0 p,p	6,1 p,p
<b>Sinistralidade (ex-SUS)</b>	<b>61,9%</b>	<b>61,1%</b>	<b>58,0%</b>	<b>59,8%</b>	0,8 p,p	3,9 p,p	2,1 p,p

Fonte: Empresa 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)