

## GNDI (GNDI3): Resultado do 1T21

### O EBITDA ajustado caiu 53% a/a para R\$ 189 milhões (40% abaixo de nossa projeção)

Após uma série de resultados sólidos ao longo dos últimos trimestres (particularmente no 3T e 2T, refletindo os ventos favoráveis de frequências mais baixas), o GNDI reportou resultados muito fracos no 1T. Foi outro trimestre anormal, mas desta vez afetado por uma sinistralidade caixa mais alta (impulsionada por um aumento nas hospitalizações relacionadas a Covid-19, combinadas com a normalização dos procedimentos eletivos). Mais precisamente, a empresa registrou receita líquida de R\$ 2,9 bilhões (0,6% acima de nossa expectativa), um aumento de 13% a/a, ajudada pela consolidação de várias fusões e aquisições. O EBITDA pró-forma ajustado (ajustando as receitas financeiras do caixa restrito + opções de ações + R\$ 40 milhões em despesas de M&A) ficou em R\$ 189 milhões (+ 53% a/a), ficando abaixo de nossa estimativa em 40% devido a sinistralidade caixa acima do esperado (+ 310bps vs. projeção do BTG). Por fim, o lucro líquido ajustado (ex- ajustes não caixa) totalizou R\$ 28 milhões (-86% a/a), enquanto registrou um prejuízo líquido contábil de R\$ 28 milhões (-117% a/a; -124% abaixo de nossa estimativa devido a maiores despesas financeiras líquidas).

### Adições líquidas orgânicas saudáveis; Mas o 1T21 ainda teve um grande impulso de fusões e aquisições

As adições líquidas da GNDI totalizaram 65 mil beneficiários de saúde (em linha com nossa projeção) desta vez. Dito isso, a empresa adicionou 33 mil vidas de forma inorgânica (relacionadas à aquisição da Climepe), enquanto as adições líquidas orgânicas totalizaram 32 mil (em contraste com a perda líquida de 11 mil do 4T20). O ticket médio de saúde cresceu apenas 5% a/a, principalmente afetado pela consolidação das aquisições de baixo ticket, enquanto o aumento do ticket médio orgânico foi de cerca de 7% a/a. No segmento odontológico, a receita líquida cresceu 15% a/a, refletindo o aumento no número de beneficiários (8,5% a/a) e o maior ticket médio (crescendo 5,7% a/a). Por fim, após 3 trimestres de queda constante na receita líquida, a receita líquida de hospital cresceu 1,4% a/a (e 15,7% t/t), ajudada, principalmente, pela consolidação das recentes fusões e aquisições (que adicionaram R\$ 66 milhões à receita líquida). Organicamente, a receita líquida de hospital diminuiu 34% a/a.

### Sinistralidade caixa disparou 10 p.p. a/a para 78%!

A sinistralidade caixa (padrões GNDI - ex. SUS, IBNR, Depreciação & Amortização) foi de 78%, disparando 10 p.p. a/a, refletindo principalmente as frequências anormalmente altas decorrentes da segunda onda de hospitalizações relacionadas à Covid-19, juntamente com o reinício de procedimentos eletivos ao longo de 2020. Mais especificamente, o GNDI afirmou que ~9 p.p. dos 10 p.p. de aumento na sinistralidade caixa está relacionado ao tratamento de pacientes da Covid, totalizando R\$ 265 milhões em despesas com

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Samuel Alves

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Yan Cesquim

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

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

#### Intermedica (GNDI3)

Data	12/05/2021
Ticker	GNDI3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	99,0
Preço (R\$)	83,5
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	50.859,71
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	312,23

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L ajust.	51,1x	33,9x
EV/EBITDA ajust.	26,9x	19,2x

#### Stock Performance:

Maio (%)	2,7%
LTM (%)	55,3%



a demanda adicional da pandemia. A sinistralidade consolidada ficou em 82% (+ 10 p.p. a/a), parcialmente ajudada por menores provisões do SUS (-69% a/a), mas impactada por maiores provisões de IBNR (R\$ 41 milhões vs. R\$ 13,5 milhões no 1T20). Apesar das recentes fusões e aquisições, as despesas gerais e administrativas foram melhores a/a em 7,7% das vendas (contra 8,7% um ano atrás). Após os desembolsos de caixa relacionados a alguns pequenos investimentos orgânicos, somado a fusões e aquisições, a empresa passou de uma posição de caixa líquido de R\$ 3 milhões no 4T20 para uma dívida líquida de R\$ 423 milhões no 1T21 (Dívida Líquida / EBITDA ajustado dos últimos 12 meses de 0,3x).

### Momentum mais fraco de resultados, mas com fundamentos sólidos praticamente intactos

Os resultados do 1T21 foram muito fracos, mas isso não muda nossa visão positiva sobre o GNDI, principalmente porque o 1T foi impactado, principalmente, por frequências anormalmente altas (por exemplo, aumento de 9 p.p. de sinistralidades relacionadas estritamente à Covid). Sinalizamos, no entanto, que essas dinâmicas que afetaram o primeiro trimestre (amplamente relacionadas à Covid-19) podem persistir no curto prazo. Não obstante, acreditamos que o GNDI deve continuar a negociar em pé de igualdade com a dinâmica relacionada à sua fusão com a HAPV, que deve gerar sinergias consideráveis que não estão nem perto de serem totalmente precificadas.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	15,1	12,4	10,6	11,7	17,8
EV/EBITDA ajustado	50,9	34,0	28,6	26,9	19,2
P/L ajustado	79,2	71,1	50,4	51,1	33,9
Dividend Yield %	0,0	0,2	0,2	0,7	1,8

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	6.135	8.412	10.673	13.526	16.432
EBITDA	885	1.276	1.823	1.981	2.754
Lucro Líquido	568	632	1.010	997	1.503
LPA (R\$)	0,93	1,04	1,66	1,64	2,47
DPA líquido (R\$)	0,00	0,13	0,17	0,60	1,54
Dívida Líquida/Caixa	46	-1.636	1.141	2.292	1.991

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\$ 83,49, em 11 de Maio de 2021.

Tabela 1: Revisão de resultados do 1T21 – GNDI

GNDI - P&L, R\$ milhões, IFRS 16	1T21A	1T21E	1T20A	4T20A	A x E	a/a	t/t
<b>Receita Líquida</b>	<b>2.903,5</b>	<b>2.886,2</b>	<b>2.559,4</b>	<b>2.811,1</b>	<b>0,6%</b>	<b>13,4%</b>	<b>3,3%</b>
(-) Custo dos Serviços Prestados	(2.380,7)	(2.252,2)	(1.843,8)	(2.082,9)	5,7%	29,1%	14,3%
Sinistros médicos	(2.274,8)	(2.171,8)	(1.746,2)	(2.007,8)	4,7%	30,3%	13,3%
IBNR	(41,3)	(15,0)	(13,5)	(8,3)	175,5%	206,9%	399,6%
SUS	(14,8)	(17,1)	(47,5)	(18,9)	-13,6%	-68,9%	-21,8%
Depreciação & Amortização	(49,8)	(48,2)	(36,6)	(47,9)	3,3%	36,0%	3,9%
<b>Sinistralidade (Consolidado)</b>	<b>82,0%</b>	<b>78,0%</b>	<b>72,0%</b>	<b>74,1%</b>	<b>4,0 p,p</b>	<b>10,0 p,p</b>	<b>7,9 p,p</b>
<b>SinistralidadeCaixa</b>	<b>78,3%</b>	<b>75,2%</b>	<b>68,2%</b>	<b>71,4%</b>	<b>3,1 p,p</b>	<b>10,1 p,p</b>	<b>6,9 p,p</b>
<b>Lucro Bruto</b>	<b>522,8</b>	<b>634,0</b>	<b>715,7</b>	<b>728,2</b>	<b>-17,5%</b>	<b>-27,0%</b>	<b>-28,2%</b>
Despesas Gerais & Administrativas	(301,1)	(261,3)	(245,8)	(264,5)	15,2%	22,5%	13,8%
<i>Como % da Receita Líquida</i>	-10,4%	-9,1%	-9,6%	-9,4%	-1,3 p,p	-0,8 p,p	-1,0 p,p
Despesas de Vendas	(158,4)	(145,2)	(130,1)	(149,8)	9,1%	21,8%	5,8%
<i>Como % da Receita Líquida</i>	-5,5%	-5,0%	-5,1%	-5,3%	-0,4 p,p	-0,4 p,p	-0,1 p,p
PDD	(22,3)	(28,9)	(22,2)	(27,9)	-22,7%	0,5%	-20,0%
<i>Como % da Receita Líquida</i>	-0,8%	-1,0%	-0,9%	-1,0%	0,2 p,p	0,1 p,p	0,2 p,p
Outras Despesas	6,4	11,5	(3,8)	11,9	-44,6%	-270,7%	-46,0%
<b>EBIT</b>	<b>47,4</b>	<b>210,3</b>	<b>313,8</b>	<b>297,9</b>	<b>-77,5%</b>	<b>-84,9%</b>	<b>-84,1%</b>
Depreciação & Amortização	89,6	91,3	69,3	96,2	-1,8%	29,3%	-6,8%
<b>EBITDA</b>	<b>137,0</b>	<b>301,5</b>	<b>383,1</b>	<b>394,1</b>	<b>-54,6%</b>	<b>-64,2%</b>	<b>-65,2%</b>
<i>Margem EBITDA</i>	4,7%	10,4%	15,0%	14,0%	-5,7 p,p	-10,3 p,p	-9,3 p,p
(+) Recorrente ajustado	12,1	16,8	18,6	20,8	-27,8%	-35,1%	-41,9%
(+) Não recorrente ajustado	40,3	0,0	6,7	4,6	-	498,2%	773,5%
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>189,4</b>	<b>318,3</b>	<b>408,5</b>	<b>419,5</b>	<b>-40,5%</b>	<b>-53,6%</b>	<b>-54,9%</b>
<i>Margem EBITDA ajustada</i>	6,5%	11,0%	16,0%	14,9%	-0,4 p,p	-9,4 p,p	-8,4 p,p
(+/-) Resultados Financeiros	(49,9)	(43,8)	(32,8)	(42,1)	13,8%	52,3%	18,5%
(-) Imposto de Renda	(25,4)	(50,8)	(120,6)	(100,6)	-50,0%	-78,9%	-74,7%
<b>Luco Líquido contábil</b>	<b>(27,9)</b>	<b>115,6</b>	<b>160,4</b>	<b>155,2</b>	<b>-124,1%</b>	<b>-117,4%</b>	<b>-118,0%</b>
<i>Margem Líquida</i>	-1,0%	4,0%	6,3%	5,5%	-5,0 p,p	-7,2 p,p	-6,5 p,p
<b>Não recorrente</b>	<b>55,8</b>	<b>12,3</b>	<b>47,5</b>	<b>77,5</b>	<b>353,0%</b>	<b>17,4%</b>	<b>-28,0%</b>
<b>Lucro Líquido ajustado</b>	<b>27,9</b>	<b>127,9</b>	<b>208,0</b>	<b>232,7</b>	<b>-78,2%</b>	<b>-86,6%</b>	<b>-88,0%</b>
<i>Margem Líquida ajustada</i>	1,0%	4,4%	8,1%	8,3%	-3,5 p,p	-7,2 p,p	-7,3 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 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 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 o 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)