

Hapvida (HAPV3): Resultado do 1T21

Revisão do 1T21: Trimestre incomum impactado pela Covid-19; Sinistralidade foi melhor que do GNDI

A Hapvida publicou resultados fracos (e amplamente alinhados) no 1T21, refletindo sua execução ainda sólida (crescimento da receita e ganhos adicionais de eficiência em despesas de vendas, gerais e administrativas), mas negativamente afetado por uma maior sinistralidade, prejudicado pelos tratamentos da Covid-19. Mais precisamente, a empresa registrou receita líquida de R\$ 2,32 bilhões (em linha conosco), um aumento de 12% a/a, impulsionada pela consolidação de novos ativos (Medical, GSJ, Samedh e Plamheg). Devido a sinistralidade caixa mais alta a/a (+ 530bps; ~ 100bps acima de nossa projeção), que foi parcialmente compensada por melhores provisões técnicas (as provisões do SUS caíram 6% a/a, enquanto o IBNR foi positivo em R\$ 12 milhões), o EBITDA ficou estável a/a em R\$ 467 milhões (5% melhor do que o esperado, devido a uma melhor eficiência em despesas de vendas, gerais e administrativas, com queda de 3% t/t – o destaque do 1T). Por fim, o lucro líquido contábil totalizou R\$ 152 milhões, queda de 7,7% a/a. Quando ajustado para amortização de valor adicionado de R\$ 148 milhões (ajuste não caixa relacionado a fusões e aquisições recentes), o lucro líquido ajustado teria sido de R\$ 300 milhões (+ 14% a/a; 30% melhor do que nossa estimativa).

Nenhum crescimento orgânico de beneficiários; Sinistralidade ex-Covid parece sólida e sob controle

A HAPV não conseguiu expandir organicamente a base de beneficiários desta vez. Na verdade, a empresa reportou uma perda líquida orgânica de 12 mil t/t no 1T21 (abaixo de nossa projeção de +18 mil), refletindo, principalmente, o cancelamento de um contrato deficitário com um cliente por ~20 mil beneficiários (iniciativa própria da HAPV). Considerando a expansão inorgânica (consolidação de Samedh e Plamegh), o número geral de beneficiários de saúde aumentou em 17 mil vidas t/t para 3,76 milhões de beneficiários. Também ajudando para uma melhor dinâmica da receita, o ticket cresceu resilientes 6,8% a/a (+ 6,7% em pessoa física; + 6,3% em pessoa jurídica). Mais além, os sinistros médicos dispararam no 1T, sendo afetados por: (i) maiores custos relacionados à Covid-19 (R\$ 84 milhões adicionais em custos, 3,6% das vendas); e (ii) maior sinistralidade das empresas adquiridas (principalmente Medical e GSJ). Ao todo, a sinistralidade consolidada aumentou 400bps a/a para 65,5%, embora tenha sido ajudada por menores provisões técnicas. Ao excluir as provisões técnicas e a depreciação, a sinistralidade caixa expandiu 530 bps a/a para 61% (vs. nossa projeção de + 4p.p.). Ou 57,5% (+ 167 bps a/a) ao excluir os efeitos negativos relacionados à Covid-19 - uma boa apresentação considerando a maior sinistralidade das empresas adquiridas recentemente!

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

Hapvida (HAPV3)

Data	12/05/2021
Ticker	HAPV3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	19,0
Preço (R\$)	14,2
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	54.668,97
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	148,14

Valuation:

	2021E	2022E
P/L ajust.	36,0x	30,0x
EV/EBITDA	23,5x	18,6x

Stock Performance:

Maio (%)	-16%
LTM (%)	40,1%



Os ganhos de eficiência em despesas de vendas, gerais e administrativas continuam! R\$ 343 milhões em geração de caixa

As despesas de vendas foram muito bem novamente, ficando 120 bps melhor t/t e sendo 6% da receita líquida (melhor que nossa projeção de 8%). Além disso, as despesas gerais e administrativas (ex-depreciação & amortização) ficaram estáveis (10% da receita líquida), apesar de terem sido negativamente afetadas pela consolidação de recentes fusões e aquisições e honorários de consultorias relacionados ao negócio com o GNDI (R\$ 12 milhões). Enquanto isso, o Fluxo de Caixa após investimentos orgânicos atingiu R\$ 343 milhões (-15% a/a), refletindo o aumento no capex de caixa (+ 81% a/a) e a variação capital de giro (+ 20% a/a) devido a uma dinâmica incomum.

Olhando além do momentum de resultados mais fracos

Depois dos resultados muito fracos do 1T21 de ontem da GNDI (que deve para se fundir com a HAPV em breve), com sua sinistralidade disparando 10 p.p. a/a, vemos os resultados em linha da HAPV como notícias positivas. Embora o curto prazo ainda possa ser impactado de alguma forma pela Covid-19, essa dinâmica negativa não persistirá para sempre. Assim, apreciamos os aspectos recorrentes dos resultados da HAPV, como aumentos de tickets médios, boa sinistralidade ex-Covid, ganhos de eficiência de despesas de vendas, gerais e administrativas e geração sólida de FCF. Continuamos otimistas quanto ao caso de investimento da HAPV. Existem três fontes de potencial de valorização ainda não precificados: (i) opex e sinergias fiscais da fusão com o GNDI; (ii) sinergias de receita, também relacionadas à fusão (que deixamos como potencial); e (iii) mais fusões e aquisições, que esperamos na sequência do recente follow-on da HAPV.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	12,0	8,2	9,3	11,3	13,0
EV/EBITDA	8,6	26,3	23,5	18,6	16,3
P/L ajustado	11,5	40,6	36,0	30,0	26,1
Dividend Yield %	1,8	0,4	0,4	0,5	2,4

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	5.634	8.555	10.446	11.967	13.731
EBITDA	1.234	2.020	2.275	2.798	3.171
Lucro Líquido	917	1.300	1.537	1.841	2.117
LPA (R\$)	0,24	0,33	0,39	0,47	0,54
DPA líquido (R\$)	0,05	0,05	0,05	0,07	0,34
Dívida Líquida/Caixa	-102	-377	-1.717	3.124	3.711

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\$ 14,20, em 12 de Maio de 2021.

Tabela 1: Revisão de resultados do 1T21 – Hapvida

P&L, R\$ milhões, IFRS 16	1T21A	1T21E	1T20A	4T20A	A/E	a/a	t/t
Receita Líquida	2.323,2	2.357,6	2.078,8	2.273,5	-1,5%	11,8%	2,2%
Custo Médico	(1.420,1)	(1.410,6)	(1.160,7)	(1.352,1)	0,7%	22,4%	5,0%
PEONA	12,1	(10,6)	(10,1)	(7,1)	-214,4%	-220,4%	n.m.
Provisões SUS	(71,0)	(94,3)	(75,7)	(105,8)	-24,7%	-6,2%	n.m.
Outros não caixa	(43,2)	(40,5)	(33,2)	(47,4)	6,7%	n.m.	n.m.
Lucro Bruto	801,0	801,6	799,2	761,1	-0,1%	0,2%	5,2%
<i>Margem Bruta</i>	34,5%	34,0%	38,4%	33,5%	0,5 p,p	-4,0 p,p	1,0 p,p
Despesas de Vendas	(144,3)	(186,0)	(154,6)	(169,3)	-22,4%	-6,7%	-14,8%
<i>Como % da Receita Líquida</i>	-6,2%	-7,9%	-7,4%	-7,4%	1,7 p,p	1,2 p,p	1,2 p,p
Despesas Gerais & Administrativas	(409,5)	(439,6)	(333,4)	(422,9)	-6,9%	22,8%	-3,2%
<i>Como % da Receita Líquida</i>	-17,6%	-18,6%	-16,0%	-18,6%	1,0 p,p	-1,6 p,p	1,0 p,p
Outras Despesas	3,4	21,9	0,6	4,3	-84,5%	513,7%	-21,6%
EBIT	250,6	197,9	311,8	173,2	26,7%	-19,6%	44,7%
Depreciação & Amortização	(216,1)	(246,5)	(156,0)	(258,6)	-12,3%	38,5%	-16,4%
EBITDA	466,7	444,4	467,8	431,8	5,0%	-0,2%	8,1%
<i>Margem EBITDA</i>	20,1%	18,8%	22,5%	19,0%	1,2 p,p	-2,4 p,p	1,1 p,p
Resultados Financeiros	(29,8)	(27,5)	(56,7)	(30,0)	8,2%	-47,4%	-0,5%
Imposto de Renda	(69,0)	(57,9)	(90,5)	(49,0)	19,1%	-23,8%	40,7%
Luco Líquido contábil	151,8	112,4	164,5	94,3	35,0%	-7,7%	61,1%
<i>Margem Líquida</i>	6,5%	4,8%	7,9%	4,1%	1,8 p,p	-1,4 p,p	2,4 p,p
Amortização de valor agregado (pós-imposto)	147,8	118,2	98,4	187,3	25,1%	20,1%	-21,1%
Luco Líquido ajustado	299,6	230,6	262,9	281,5	29,9%	14,0%	6,4%
<i>Margem Líquida ajustada</i>	6,5%	4,8%	7,9%	4,1%	1,8 p,p	-1,4 p,p	2,4 p,p
Sinistralidade	65,5%	66,0%	61,6%	66,5%	-0,5 p,p	4,0 p,p	-1,0 p,p
Sinistralidade caixa (ex-IBNR, ex-SUS, and ex-D&A)	61,1%	59,8%	55,8%	59,5%	1,3 p,p	5,3 p,p	1,7 p,p
Sinistralidade (ex-IBNR)	66,0%	65,6%	61,1%	66,2%	0,5 p,p	5,0 p,p	-0,2 p,p
Sinistralidade (ex-SUS)	62,5%	62,0%	57,9%	61,9%	0,5 p,p	4,6 p,p	0,6 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, consequentemente, 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