

Hapvida (HAPV3): De volta aos múltiplos do IPO

Com um múltiplo de 21,5x P/L para 2022 (com sinergias), os múltiplos da HAPV estão virtualmente de volta aos níveis de IPO

Após o recente aumento de capital de R\$ 2 bilhões, definido para trazer flexibilidade à estrutura de capital a fim de financiar novas aquisições, restabelecemos a cobertura com uma Compra e um preço-alvo de R\$ 19 (31% de potencial de valorização) para o final de 2022, tornando-a, juntamente com o GNDI, nossa nova Top Pick em Saúde. Em janeiro-fevereiro, as ações dispararam com o anúncio do acordo transformacional com o GNDI (maior fusão já realizada no Brasil), mas depois voltaram ao ponto em que estavam em março-abril. Portanto, vemos o valuation atual como altamente atraente, negociando a um P/L ajustado de 29,6x para 2022, ou 21,5x quando incluímos parcialmente o VPL de sinergias futuras, muito próximo aos níveis de IPO da HAPV.

As sinergias parecem enormes; muito potencial de valorização ainda não precificado

Com 18% de participação de mercado em beneficiários e receitas líquidas de 2022 de R\$ 28 bilhões, a entidade resultante da fusão HAPV-GNDI será um gigante absoluto. Como o setor de saúde é um negócio altamente escalonável, este negócio deve gerar grandes sinergias (ainda não precificado). Deixando as sinergias de receita totalmente como potencial de valorização, por uma questão de conservadorismo, estimamos o VPL das sinergias futuras da NewCo em R\$ 28,8 bilhões (27% do valor de mercado combinado), incluindo economia de custos/despesas (R\$ 23,5 bilhões) e benefícios fiscais principalmente referente à amortização de ágio (R\$ 5,3 bilhões).

Plano de integração trifásico; sinergias capturadas ao longo do caminho

Após a recente aprovação dos acionistas das empresas, a transação está agora sujeita à análise do CADE (autoridade antitruste) e da ANS (regulador do setor de Saúde), e esperamos o fechamento do negócio no início do próximo ano. O plano de integração com o GNDI está projetado para ser desenvolvido em três fases: (i) 1ª fase em 2022-23, com aquisições conjuntas e estratégia comercial unificada (40% das sinergias); (ii) 2ª fase em 2023-24, unificando o back-office e potencializando a verticalização (30% das sinergias); e (iii) 3ª fase em 2024-25, com sistemas totalmente migrados e incorporação legal das entidades (30% das sinergias).

Olhando para além do momentum mais fraco dos resultados

Apesar do momentum de resultados de curto prazo relativamente fraco, duramente impactado pela Covid-19, estamos otimistas quanto a tese de investimento da HAPV/GNDI. Existem três fontes de potencial de valorização

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

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Hapvida (HAPV3)

Data	04/05/2021
Ticker	HAPV3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	19,0
Preço (R\$)	15,0
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	57.825,91
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	147,06

Valuation:

	2021E	2022E
P/L ajust.	36,0x	29,6x
EV/EBITDA	23,5x	18,3x

Stock Performance:

Maio (%)	4,0%
LTM (%)	43,8%



ainda não precificadas: (i) opex e sinergias fiscais da fusão com a GNDI; (ii) sinergias de receita, também relacionadas à incorporação (que deixamos como potencial de valorização); e (iii) mais fusões e aquisições, o que esperamos que aconteça após o recente follow-on da HAPV (alavancagem da NewCo em apenas 0,5x o EBITDA de 2022).

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	12,0	8,2	9,5	11,7	13,4
EV/EBITDA	8,8	26,7	23,5	18,3	15,9
P/L ajustado	11,7	41,1	36,0	29,6	25,6

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	5.634	8.555	10.606	12.385	14.255
EBITDA	1.234	2.020	2.310	2.888	3.284
Lucro Líquido ajustado	917	1.300	1.556	1.894	2.187
Dívida Líquida/Caixa	-102	-377	1.729	3.165	3.744

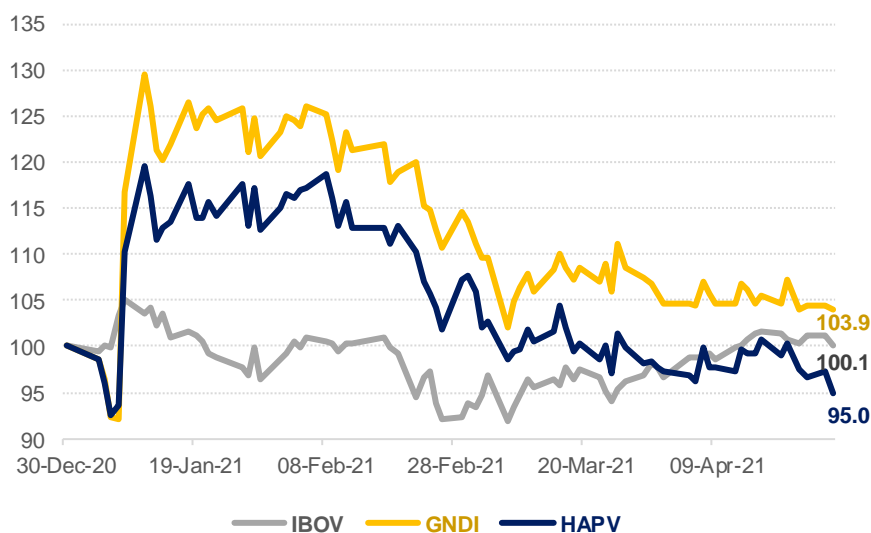
Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 15,02, em 03 de Maio de 2021.

Quase de volta aos múltiplos de IPO

Restabelecemos a cobertura da Hapvida com um rating de Compra e um preço-alvo de R\$ 19 (31% de potencial de valorização) para o final de 2022, tornando-a, junto com o GNDI, nossa nova Top Pick em Saúde.

Em janeiro, as ações do HAPV dispararam mais de 20% com o anúncio do acordo transformacional com a GNDI (maior fusão já feita no Brasil), mas o preço das ações corrigiu de todos os seus ganhos em março/abril. A correção foi, principalmente, devido a uma oscilação técnica, criada por uma série de ofertas de ações no setor de saúde em abril, e a realização de lucros por alguns investidores estrangeiros.

Gráfico 1: Desempenho das ações do HAPV e GNDI no acumulado do ano (dez-20 = 100)



Fonte: BBG, BTG Pactual

Vemos o valuation como muito atraente, negociando a 29,6x P/L ajustado de 2022, ou 21,5x se incluirmos parcialmente o VPL de sinergias futuras (mais detalhados abaixo), muito próximo aos níveis do IPO da HAPV.

Recapitulação rápida da fusão transformacional com o GNDI

Em fevereiro, a HAPV chegou a um acordo com a GNDI para uma possível combinação de negócios (HAPV + GNDI). Um mês depois, os acionistas do HAPV e do GNDI aprovaram os termos e condições descritos no contrato de transação final. O negócio está sujeito à análise e aprovação do CADE (órgão antitruste) e ANS (regulador de saúde).

Pelos novos termos, os acionistas da GNDI receberão até R\$ 4 bilhões em dinheiro (corrigidos pelo CDI até o fechamento do negócio) e o restante em ações da HAPV3. Os acionistas do HAPV deterão uma participação acionária de 53,6% na NewCo, e os acionistas da GNDI, 46,4%.

Conforme o acordo, o valuation foi definido utilizando os últimos 20 pregões de ambas as empresas antes de 21 de dezembro mais um prêmio de 15% para as ações do GNDI, atingindo R\$ 14,85/ação (R\$ 55,7 bilhões) para HAPV3 e R\$ 83,49/ação (R\$ 51,8 bilhões) para GNDI3. Para o percentual do negócio pago em dinheiro/dividendos (R\$ 4 bilhões, 8% do valuation do GNDI), o equity value do GNDI foi avaliado em R\$ 60 bilhões (R\$ 17,2/ação da HAPV3; tabela 1). Em termos econômicos (considerando a parcela paga em dinheiro para o GNDI a um valuation de R\$ 60 bilhões), estimamos que os acionistas do GNDI terão uma participação econômica de 48,4% na NewCo e a HAPV de 51,6%. Esta participação justa não mudará devido ao recente follow-on da Hapvida.

Tabela 1: Participação justa vs. market cap atual. As ações estão sendo negociadas perto de uma proporção justa

Dados Econômicos do negócio da HAPV/GNDI	HAPV	GNDI	Total	Comentários
Negociação de Equity em termos econômicos, R\$ milhões	55.766	52.349	108.115	Equity value implícito da NewCo, incluindo pagamento em dinheiro
Participação (%)	51,6%	48,4%		Relação final de troca de ações
Nº de ações (milhões)	3.756	620	-	Nº de ações de cada empresa, ajustado por aumentos de capital
Preço por ação (preço justo), R\$/ação	14,85	84,40	-	Preço implícito por ação de cada empresa
Razão final de troca de ações (preço justo)	-	5,69	-	Relação final de troca de ações
Negociação de Equity @ após pagamentos em dinheiro	55.766	48.349	104.115	-
Participação (%)	53,6%	46,4%		Relação após dividendos pagos (R\$ 4 bilhões), conforme publicado em fato relevante
Nº de ações (milhões)	3.756	620	-	Nº de ações de cada empresa
Preço por ação (preço justo), R\$/ação	14,85	77,95	-	Preço implícito por ação de cada empresa
Razão final de troca de ações (preço justo)	-	5,25	-	Relação de troca de ações, ex-pagamento em dinheiro
Valuation atual	HAPV	GNDI	Total	Comentários
Nº de ações (milhões)	3.891	620	-	Nº de ações de cada empresa, ajustado por aumentos de capital
Preço atual/ação (R\$)	14,47	81,39	-	Preço por ação
Mkt cap, R\$ milhões	56.309	50.485	106.794	-
Participação (%)	52,7%	47,3%	100%	-

Fonte: Empresa, BTG Pactual

As sinergias parecem enormes

Embora não seja oficialmente quantificado pela HAPV/GNDI, o negócio deve gerar grandes sinergias. O setor de saúde é um segmento altamente escalonável, portanto, as fusões e aquisições geralmente levam a muitas economias, como despesas gerais e administrativas, suprimentos médicos e investimentos em equipamentos.

Deixando as sinergias de receita inteiramente como potencial de valorização, apenas por uma questão de conservadorismo, estimamos o VPL das sinergias futuras para a NewCo em R\$ 28,8 bilhões (27% do valor de mercado da NewCo):

Despesas gerais e administrativas / stock options: assumindo um corte de 25% nas despesas gerais e administrativas do GNDI, alcançamos um VPL de economia futura de R\$ 5,1 bilhões.

Redução da taxa de sinistralidade: assumindo um corte de 400 bps na sinistralidade do GNDI, de melhores aquisições e verticalização adicional, alcançamos um VPL de economia futura de R\$ 18,4 bilhões.

Benefício fiscal da amortização do ágio: Como o GNDI será incorporado à Hapvida, as sinergias fiscais (principalmente relacionadas à amortização do ágio) podem ser de + R\$ 5,3 bilhões.

Tabela 2: Acúmulo de sinergias operacionais (sem levar em conta as potenciais sinergias de primeira linha). Em nossos cálculos, alcançamos R\$ 23,5 bilhões em sinergias operacionais (abaixo), mais R\$ 5,3 bilhões em sinergias fiscais, totalizando R\$ 28,8 bilhões

Sinergias Operacionais	UNIDADE	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Despesas de Pessoal da GNDI	R\$ milhões	(541,0)	(657,3)	(765,2)	(888,2)	(1.017,8)	(1.165,7)	(1.316,7)	(1.478,0)	(1.658,9)	(1.851,6)
<i>Redução Potencial</i>	%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Despesas de pessoal da GNDI. (Depois da sin.)	R\$ milhões	(405,8)	(492,9)	(573,9)	(666,2)	(763,4)	(874,2)	(987,5)	(1.108,5)	(1.244,1)	(1.388,7)
Sinergias de despesas de pessoal	R\$ milhões	135,3	164,3	191,3	222,1	254,5	291,4	329,2	369,5	414,7	462,9
GNDI Stock Options	R\$ milhões	(60,0)	(72,9)	(84,8)	(98,5)	(112,8)	(129,2)	(146,0)	(163,8)	(183,9)	(205,3)
<i>Redução Potencial</i>	%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
GNDI Stock Options (Depois da sin.)	R\$ milhões	(45,0)	(54,6)	(63,6)	(73,9)	(84,6)	(96,9)	(109,5)	(122,9)	(137,9)	(154,0)
Sinergias de Stock Option	R\$ milhões	15,0	18,2	21,2	24,6	28,2	32,3	36,5	41,0	46,0	51,3
Receitas Líquidas da GNDI	R\$ milhões	13.525,8	16.431,6	19.130,1	22.205,3	25.445,1	29.141,3	32.918,3	36.949,7	41.471,4	46.290,9
Sinistralidade médica da GNDI	R\$ milhões	(9.983,7)	(11.801,2)	(13.678,4)	(15.827,6)	(18.088,7)	(20.672,5)	(23.305,9)	(26.113,6)	(29.289,6)	(32.673,8)
<i>Sinistralidade GNDI</i>	%	74%	72%	72%	71%	71%	71%	71%	71%	71%	71%
<i>Sinistralidade HAPV</i>	%	63%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%
<i>Potencial da GNDI</i>	%	70%	68%	68%	67%	67%	67%	67%	67%	67%	67%
Sinistralidade médica da GNDI (Após sin.)	R\$ milhões	(9.442,7)	(11.144,0)	(12.913,2)	(14.939,4)	(17.070,9)	(19.506,9)	(21.989,2)	(24.635,6)	(27.630,8)	(30.822,1)
Sinergias de Sinistralidade	R\$ milhões	541,0	657,3	765,2	888,2	1.017,8	1.165,7	1.316,7	1.478,0	1.658,9	1.851,6
Total de sinergias brutas	R\$ milhões	691,3	839,8	977,7	1.134,9	1.300,5	1.489,4	1.682,4	1.888,4	2.119,5	2.365,9
Perpetuidade		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	62.103,9
Taxa de imposto teórica	%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Sinergias totais, líquida de impostos	R\$ milhões	483,9	587,9	684,4	794,4	910,3	1.042,6	1.177,7	1.321,9	1.483,7	1.656,1
<i>Análise de captura de sinergias</i>	%	25%	40%	70%	90%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Captura total de sinergias	R\$ milhões	121,0	235,1	479,1	715,0	910,3	1.042,6	1.177,7	1.321,9	1.483,7	1.656,1
Perpetuidade	R\$ milhões	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	43.472,7
VPL, sinergias operacionais	R\$ milhões	23.452,3									
WACC	%	9,0%									
g	%	5,0%									

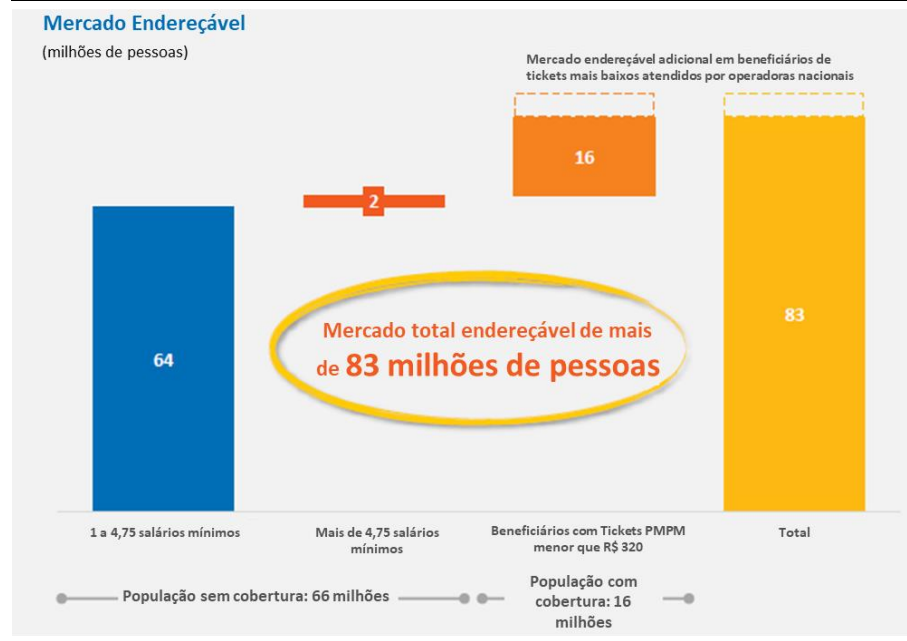
Fonte: BTG Pactual

Sinergias de receita: Relacionam-se aos planos nacionais de saúde (dada a vasta cobertura geográfica da NewCo) e mais planos individuais de saúde sendo vendidos na rede do GNDI (12% dos contratos do GNDI são no segmento individual vs. 26% do HAPV). Deixamos essas sinergias como potencial positivo, mas fornecemos uma análise de sensibilidade que mostra quanto valor está nesta oportunidade. O Brasil tem + 64 milhões de pessoas que recebem de 1 a 5 salários mínimos e não têm plano de saúde. Se a Hapvida + GNDI capturar 5% dessa TAM (mercado total endereçável nos próximos 10 anos, assumindo um ticket médio de cerca de R\$ 280 por mês e margem EBITDA de ~ 15%, o VPL (após impostos) poderia ultrapassar R\$ 20 bilhões.

Tabela 3: Exercício de sensibilidade - VPL (R\$ milhões) de sinergias de receita variando a % da TAM (merc. total endereçável) atingida e margem EBITDA da operação potencial

		% de TAM alcançado				
		4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%
Margem EBITDA	10%	10.284	11.837	13.389	14.942	16.494
	15%	15.427	17.755	20.084	22.413	24.742
	20%	20.569	23.674	26.779	29.884	32.989
	25%	25.711	29.592	33.474	37.355	41.236
	30%	30.853	35.511	40.168	44.826	49.483

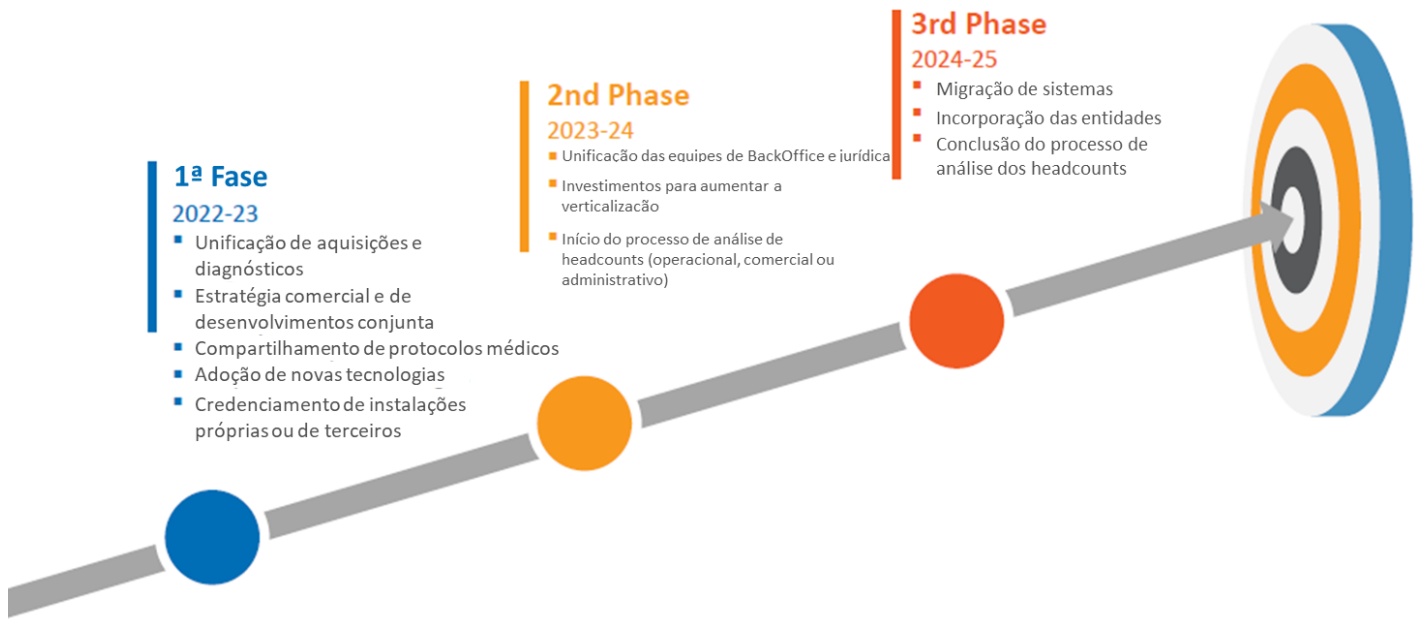
Fonte: BTG Pactual

Gráfico 2: Mercado total endereçável de planos de saúde no Brasil


Fonte: Empresa, BTG Pactual | Por membro, por mês

O plano de integração com o GNDI está previsto para ser desenvolvido em três fases: (i) 1ª fase em 2022-23, com aquisição conjunta e estratégia comercial unificada (40% das sinergias); (ii) 2ª fase em 2023-24, unificando o back-office e potencializando a verticalização (30% das sinergias); e (iii) 3ª fase em 2024-25, com sistemas totalmente migrados e incorporação legal das entidades (30% das sinergias).

Figura 1: Plano de integração HAPV-GNDI (a ser desenvolvido em três fases)

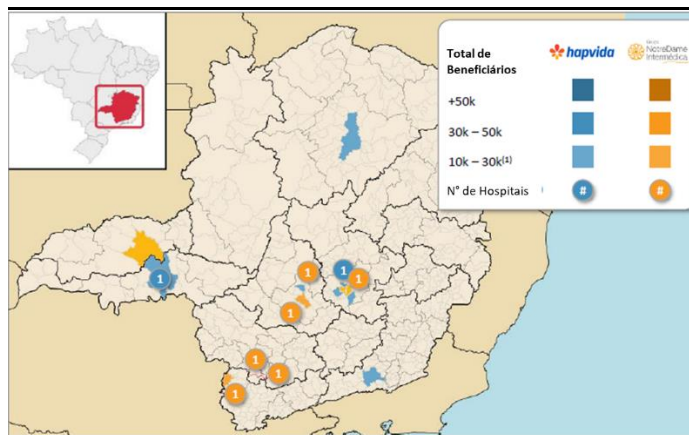


Fonte: Empresa, BTG Pactual

O CADE não deve representar um grande risco

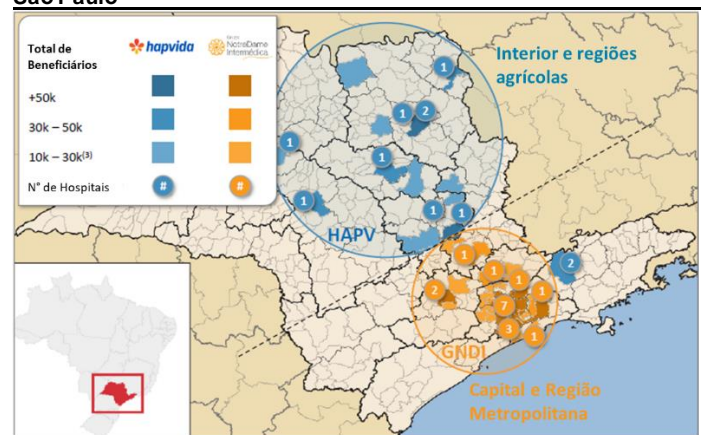
O CADE não deve representar grandes problemas. A mágica desse negócio é que ele combina grandes sinergias com grande complementaridade, abordando quaisquer riscos antitruste. A sobreposição é muito pequena e existem apenas dois estados (Minas Gerais e São Paulo) onde a concentração do mercado desencadeará o aumento regional da participação no mercado de + 4p.p. (tabelas abaixo). A Hapvida não está presente no principal pólo de crescimento do GNDI, a cidade de São Paulo, onde o GNDI tem 25% de market share. O GNDI tem exposição quase zero para o Norte e Nordeste, que abrigam +60% do portfólio da HAPV.

Figura 2: Distribuição geográfica da HAPV e GNDI em Minas Gerais



Fonte: Empresa, BTG Pactual

Figura 3: Distribuição geográfica da HAPV e GNDI no estado de São Paulo



Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tabela 4: Distribuição geográfica dos beneficiários da HAPV e do GNDI

Estado	GNDI	HAPV	HAPV + GNDI	Indústria
AC	44	1.202	1.246	42.545
AL	614	74.121	74.735	366.562
AM	636	251.107	251.743	528.745
AP	34	122	156	61.219
BA	17.436	376.496	393.932	1.551.798
CE	2.061	548.683	550.744	1.242.432
DF	14.460	12.646	27.106	920.714
ES	4.889	1.647	6.536	1.126.222
GO	12.895	308.086	320.981	1.179.662
MA	5.747	103.139	108.886	480.738
MG	415.833	473.826	889.659	5.177.833
MS	672	93.879	94.551	602.987
MT	695	32.401	33.096	595.399
PA	20.247	187.016	207.263	799.902
PB	840	53.598	54.438	423.250
PE	7.063	492.224	499.287	1.335.464
PI	511	39.030	39.541	338.070
PR	283.832	3.710	287.542	2.861.179
RJ	290.743	2.709	293.452	5.293.569
RN	1.066	160.229	161.295	509.254
RO	131	110	241	152.619
RR	8	44	52	29.454
RS	32.567	3.836	36.403	2.528.424
SC	128.604	34.179	162.783	1.456.529
SE	725	85.018	85.743	310.995
SP	3.072.728	720.597	3.793.325	17.151.523
TO	300	294	594	113.010
XX	478	44	522	23.989
Brasil	4.315.859	4.059.993	8.375.852	47.204.087

Fonte: ANS (números de outubro)

Tabela 5: Participação de mercado - Análise de sobreposição

Estado	GNDI	HAPV	HAPV + GNDI
AC	0%	3%	3%
AL	0%	20%	20%
AM	0%	47%	48%
AP	0%	0%	0%
BA	1%	24%	25%
CE	0%	44%	44%
DF	2%	1%	3%
ES	0%	0%	1%
GO	1%	26%	27%
MA	1%	21%	23%
MG	8%	9%	17%
MS	0%	16%	16%
MT	0%	5%	6%
PA	3%	23%	26%
PB	0%	13%	13%
PE	1%	37%	37%
PI	0%	12%	12%
PR	10%	0%	10%
RJ	5%	0%	6%
RN	0%	31%	32%
RO	0%	0%	0%
RR	0%	0%	0%
RS	1%	0%	1%
SC	9%	2%	11%
SE	0%	27%	28%
SP	18%	4%	22%
TO	0%	0%	1%
XX	2%	0%	2%
Brasil	9%	9%	18%

Fonte: ANS (números de outubro)

A NewCo apresenta números impressionantes: 18% de participação de mercado no mercado privado de saúde

Com 18% de participação de mercado em beneficiários (HAPV com 9%; GNDI com 9% - ver tabelas abaixo), a entidade combinada terá um número total de beneficiários de saúde (em 2021) de 8,9 milhões (Hapvida com 4,37 milhões + GNDI com 4,53 milhões), receita líquida de 2022 de R\$ 28,8 bilhões, EBITDA de R\$ 5,5 bilhões e um lucro líquido ajustado de R\$ 3,4 bilhões.

Tabela 6: Principais números da HAPV e GNDI combinados

2021E	HAPV	GNDI	HAPV + GNDI	2022E	HAPV	GNDI	HAPV + GNDI
Indicadores Operacionais				Indicadores Operacionais			
Beneficiários de Saúde ('000)	4.371,7	4.529,8	8.901,6	Beneficiários de Saúde ('000)	4.699,6	4.846,9	9.546,6
Beneficiários Odontológicos ('000)	3.170,7	3.078,2	6.248,9	Beneficiários Odontológicos ('000)	3.439,8	3.347,5	6.787,3
Nº de leitos	3.783,2	3.791,5	7.574,8	Nº de leitos	4.067,0	4.056,9	8.123,9
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)				Indicadores Financeiros (R\$ milhões)			
Receita Líquida	10.605,6	13.525,8	24.131,4	Receita Líquida	12.384,7	16.431,6	28.816,3
Sinistralidade Médica	(6.239,1)	(9.555,9)	(15.795,0)	Sinistralidade Médica	(7.310,5)	(11.309,1)	(18.619,7)
Sinistralidade caixa (%)	58,8%	70,6%	65,5%	Sinistralidade caixa (%)	59,0%	68,8%	64,6%
Lucro Bruto	3.897,6	3.542,1	7.439,7	Lucro Bruto	4.691,4	4.630,4	9.321,8
Margem Bruta (%)	36,8%	26,2%	30,8%	Margem Bruta (%)	37,8%	28,2%	32,3%
Despesas de Vendas	(841,1)	(700,5)	(1.541,5)	Despesas de Vendas	(1.002,7)	(841,7)	(1.844,4)
Despesas Gerais & Adm	(1.787,3)	(1.364,1)	(3.151,5)	Despesas Gerais & Adm	(1.980,3)	(1.669,7)	(3.650,1)
EBITDA	2.310,0	1.901,0	4.211,0	EBITDA	2.888,2	2.639,3	5.527,5
Margem EBITDA (%)	21,8%	14,1%	17,5%	Margem EBITDA (%)	23,3%	16,1%	19,2%
Lucro Líquido ajustado	1.555,6	997,0	2.552,7	Lucro Líquido ajustado	1.900,9	1.503,2	3.404,2
Balanco Patrimonial, 2021E (R\$ milhões)				Balanco Patrimonial, 2022E (R\$ milhões)			
Caixa	5.314,5	1.796,6	7.111,1	Cash	6.869,8	2.098,5	8.968,3
Dívida	3.585,5	4.089,1	7.674,5	Debt	3.585,5	4.089,1	7.674,5
Dívida Líquida, IFRS 16	(1.729,0)	2.292,4	563,4	Dívida Líquida, IFRS 16	(3.284,3)	1.990,6	(1.293,7)
Dívida Líquida / EBITDA	-0,7x	1,2x	0,1x	Dívida Líquida / EBITDA	-1,1x	0,8x	-0,2x
Dívida líquida após R\$ 4 bilhões em pagamento em dinheiro	2.271,0	2.292,4	4.563,4	Dívida líquida após R\$ 4 bilhões em pagamento em dinheiro	715,7	1.990,6	2.706,3
Dívida Líquida / EBITDA	1,0x	1,2x	1,1x	Dívida Líquida / EBITDA	0,2x	0,8x	0,5x
Ações em circulação	3.891,4	609,8	-	Ações em circulação	3.891,4	609,8	-
Preço	14,5	81,4	-	Preço	14,5	81,4	-
Market Cap	56.309,0	49.630,6	105.939,6	Market Cap	56.309,0	49.630,6	105.939,6
Múltiplos implícitos, pré-sinergias				Múltiplos implícitos, pré-sinergias			
P/L 21	36,2x	49,8x	41,5x	P/L 22	29,6x	33,0x	31,1x
EV/EBITDA 21	23,6x	27,3x	25,3x	EV/EBITDA 22	18,4x	19,6x	18,9x

Fonte: Empresas, BTG Pactual

Após o recente aumento de capital de R\$ 2 bilhões e futuro desembolso de caixa relacionado à fusão com o GNDI (R\$ 4 bilhões), estimamos a alavancagem da NewCo em um saudável 0,5x EBITDA proforma para 2022, o suficiente para arcar com mais fusões e aquisições.

Governança Corporativa: dois CEOs e um Conselho diversificado

Embora a família Pinheiro (o acionista controlador do HAPV com 70% de participação acionária) terá a maioria das ações da NewCo (36,4% de participação acionária), vemos uma boa governança corporativa demonstrada pelas empresas. A NewCo terá dois co-CEOs (CEO da HAPV Jorge Pinheiro e CEO do GNDI Irlau Machado). O Conselho de Administração contará com pelo menos nove membros, sendo dois nomeados pelo GNDI e cinco pela HAPV (incluindo o Presidente), além de dois membros independentes (um cada um nomeado pela HAPV e GNDI).

Tabela 7: A família Pinheiro deve ter uma participação acionária de ~ 36% na NewCo

NewCo - Estrutura de Acionistas	Ações	%
Família Pinheiro	2.584.628.260	36,4%
Free Float	4.518.827.045	63,6%
Bain Company	361.188.861	5,1%
Float HAPV	1.261.939.210	17,8%
Float GNDI	2.895.698.974	40,8%
Total	7.103.455.305	100,0%

Fonte: BTG Pactual

Prévia do 1T21: olhando além do fraco momentum de resultados de curto prazo

Os resultados do 1T da Hapvida (divulgação em 14 de maio) devem apresentar um crescimento orgânico fraco de beneficiários, enquanto a consolidação de aquisições recentes provavelmente garantirá outra rodada de forte expansão de resultado a/a. Mas projetamos sinistralidades e provisões do SUS mais altos, relacionados aos casos Covid-19 e um longo acúmulo de procedimentos eletivos. Vemos a HAPV adicionando 50 mil vidas no 1T (20 mil organicamente + 30 mil da consolidação da Plamegh e Samed), com receita líquida consolidada de R\$ 2,36 bilhões (+ 13,5% a/a). Também assumimos uma sinistralidade caixa em 59,8% (+ 4p.p. a/a), com volumes virtualmente de volta ao nível normalizado e impactados pela consolidação de aquisições. As provisões para o SUS também devem ficar um pouco acima do normal (~ R\$ 95 milhões). Assim, vemos o EBITDA cair 5% a/a para R\$ 444 milhões e um lucro líquido ajustado de R\$ 231 milhões (-12% a/a).

A Intermédica também deve reportar resultados fracos no 1T (divulgação em 11 de maio), principalmente afetados pelo forte aumento nos níveis de sinistralidade caixa (+7,0 p.p. a/a para 75,2%), refletindo: (i) aumento nos volumes de hospitalização da Covid-19; (ii) retomada dos procedimentos não eletivos; e (iii) consolidação das aquisições recentes. No geral, os resultados do 1T devem apresentar expansão de 66,6 mil beneficiários no trimestre (33 mil da consolidação da Climepe), implicando em um crescimento de receita de 12% a/a para R\$ 2,8 bilhões. Mas vemos o EBITDA ajustado caindo 22% a/a para R\$ 318 milhões, influenciado pelo aumento mencionado nos níveis de sinistralidade, e um lucro líquido ajustado de R\$ 127 milhões (-38,5% a/a).

Tabela 8: Apresentamos abaixo nossa prévia preliminar do 1T21 para a HAPV e GNDI

Empresas	Data de divulgação	Receita Líquida R\$ milhões	EBITDA ajustado R\$ milhões	Lucro Líquido ajustado R\$ milhões
Saúde				
HAPV	14 de maio	2.358	444	231
GNDI	11 de maio	2.886	318	128

Fonte: Empresas, BTG Pactual

Tabela 9: Comparação de múltiplos de empresas de saúde

Matriz Valuation	Preço R\$	Mkt. Cap (R\$ mn)	ADTV (US\$m)	P/L ajust.			EV/EBITDA			Dividend Yield			P/BV			PEG Ratio 21-24	CAGR LPA 21-24
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E		
Rede D'Or	71,9	142.745	24,5	333,3x	76,6x	54,8x	62,3x	32,4x	25,2x	0,0%	0,1%	0,4%	10,5x	9,9x	9,4x	2,4x	31%
Hapvida	14,4	55.593	32,4	41,1x	36,0x	29,6x	26,7x	23,5x	18,3x	0,4%	0,4%	0,5%	6,8x	5,8x	5,6x	1,2x	30%
Hapvida (com VPL de sinergias)	14,4	-	-	-	26,2x	21,5x	-	16,9x	13,0x	-	-	-	-	-	-	0,9x	30%
GNDI	81,3	50.001	71,7	49,1x	49,7x	33,0x	27,8x	26,2x	18,7x	0,2%	0,7%	1,9%	7,0x	7,3x	7,7x	1,8x	28%
GNDI (com VPL de sinergias)	81,3	-	-	-	36,3x	24,1x	-	19,4x	13,8x	-	-	-	-	-	-	1,3x	28%
SulAmérica	32,7	13.929	24,3	17,3x	18,8x	11,3x	-	-	-	5,9%	2,7%	4,4%	1,7x	1,6x	1,6x	0,6x	32%
Qualicorp	27,1	7.683	17,6	18,3x	12,1x	11,2x	8,8x	7,5x	6,8x	0,7%	5,9%	7,3%	4,6x	4,4x	4,4x	2,1x	6%
Odontoprev	12,8	6.785	4,1	18,9x	22,3x	18,1x	10,4x	14,3x	12,5x	3,2%	4,4%	5,2%	5,6x	5,9x	6,1x	1,8x	13%
Fleury	25,6	8.109	9,2	30,6x	18,3x	16,0x	11,6x	8,7x	8,1x	2,8%	3,8%	6,0%	4,6x	4,3x	4,3x	1,6x	12%
Alliar	8,8	1.046	1,1	nm.	26,9x	20,8x	13,5x	7,1x	6,4x	0,6%	2,0%	3,1%	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	33%
Média - Saúde				72,7x	32,3x	24,0x	23,0x	17,3x	13,7x	1,7%	2,5%	3,6%	5,2x	5,0x	5,0x	1,4x	24%

Fonte: 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