

Rede D'Or (RDOR3): Resultados mistos do 3º trimestre

EBITDA forte + resultado final pressionado = resultados razoáveis no 3º trimestre

A RDOR reportou um conjunto misto de resultados no terceiro trimestre, com receitas trimestrais recordes e EBITDA (em linha conosco), mas com lucro líquido pressionado por despesas financeiras líquidas. Operacionalmente falando, os resultados do 3º trimestre foram marcados pela consolidação de quatro ativos de fusões e aquisições, ticket médio ainda sólidos, retomada de frequências não-eletivas e menor taxas de utilização (refletindo a desaceleração dos tratamentos de Covid-19). A empresa teve receita líquida recorde de R\$ 5,31bn (em linha), 39% acima, impulsionada por mais leitos operacionais, ticket médio maior e a consolidação de aquisições. O EBITDA foi muito sólido em R\$ 1,25 bilhões (+26,5% a/a; 7% abaixo de nós). Seguindo os ajustes da empresa, e quando excluindo despesas com plano de opção de compra de ações (R\$62 milhões), custos extraordinários relacionados à Covid 19 (R\$173 milhões; -18% t/t; +28% a/a) e outros pequenos itens não-recorrentes, ajustados o EBITDA teria sido de R\$ 1,51 bilhões (6% acima de nós), 33,5% a mais (mas 3% a menos t/t).

Mas o resultado final ficou abaixo pelas maiores despesas financeiras

Apesar dos resultados operacionais robustos (ROIC ajustado de 19,6%, vs. 2T de 18,8%), o resultado final (depois das despesas de minoritários) desapou, crescendo apenas 4% a/a (-23% t/t) para R\$351 milhões, ficando ~20% abaixo de nossas estimativas, devido a maior depreciação (3% acima de nós; +44% a/a; +6% t/t) e piores despesas financeiras líquidas (+77% a/a; +38% t/t). Esta última foi afetada pela combinação de taxas de juros mais altas no período, maior dívida líquida e os custos associados com o resgate antecipado de uma linha de crédito (R\$74 milhões).

Menores taxas de utilização t/t (como esperado); admissões cirúrgicas sobem 35% t/t

As receitas e as margens operacionais foram muito fortes novamente. A linha de cima na oncologia (8% da receita total) expandiu 29%, com um desempenho inferior ao das vendas de serviços hospitalares/outras (+40% a/a). Refletindo menores taxas de utilização t/t, a margem EBITDA ajustada caiu 150 pontos base para 28,5%. No 3T21, a empresa apresentou 8,76 mil leitos operacionais (vs. capacidade total de 10,1 mil), implicando uma capacidade operacional de 87%, mais fraca que a do segundo trimestre, dado que os tratamentos com Covid-19 desaceleraram (No 2T21 tínhamos 9,6 mil leitos totais e 8,78 leitos em utilização, ~91% de capacidade operacional). A taxa de utilização de 78,4% foi mais alta a/a (+340 pontos base em base de comparação fácil) e acima dos 76,8% do 3T19, mas ficou 83% abaixo do recorde do 2T21, refletindo a queda nos tratamentos do

BTG Pactual – Equity Research:

Samuel Alves

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Yan Cesquim

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Marcel Zambello

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Analise.Acoes@btgpactual.com

Rede D Or (rdor3)

Data	04/11/2021
Ticker	rdor3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	73,0
Preço (R\$)	62,3
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

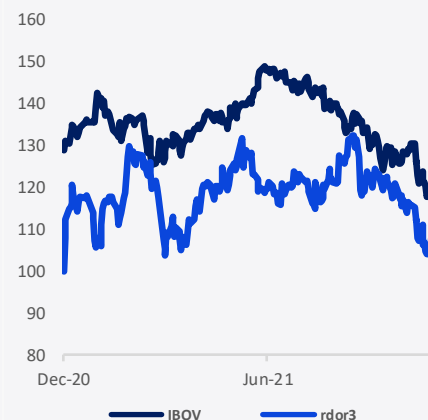
Market Cap. (RS mn)	122.821,54
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	165,55

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	70,7x	51,3x
EV/EBITDA	23,5x	19,5x

Stock Performance:

Novembro (%) 5,6%



Covid, mas admissões cirúrgicas superiores (+35% t/t). Finalmente, refletindo um melhor mix em termos de complexidade, a o ticket médio aumentou 6% a/a (estável t/t).

A dívida líquida aumentou, mas grandes projetos de expansão estão prestes a ser concluídos

Desembolsos de fusões e aquisições (R\$1,1 bilhão), capex orgânico mais alto (R\$629 milhões, alta de 169% a/a) e pior dinâmica de capital de giro (principalmente relacionada a recebíveis, decorrente de efeitos da pandemia), a dívida líquida (ex-IFRS16) aumentou para R\$11,5 bilhões (de R\$7,5 bilhões no 2T), implicando em alavancagem de 2,5x dívida líquida/EBITDA, acima de 1,7x no 2T. Dos R\$629 milhões em capex orgânicos no terceiro trimestre, foram gastos R\$525 milhões em projetos de expansão, dos quais destacamos: (I) o lançamento da Maternidade São Luiz Star (uma maternidade de alta qualidade com 173 leitos em cidade de São Paulo); e (II) São Luiz Osasco (acrescentando 90 leitos ao ativo, além de proporcionar uma grande reestruturação). Em relação as aquisições, a RDOR consolidou quatro aquisições no terceiro trimestre: Biocor (350 leitos), Hospital de Nossa Senhora das Neves (235 leitos), Proncor (136 leitos) e Hospital Santa Emília (109 leitos).

Máquina de M&A em pleno vapor; quatro novos estados brasileiros desde o IPO

Algumas horas após os resultados do terceiro trimestre, a RDOR divulgou um fato relevante informando que assinou um acordo para a aquisição completa do Hospital Memorial Arthur Ramos (incluindo seus bens imobiliários), hospital com 176 leitos em Maceió (estado de Alagoas), ou 240 leitos (~2% da contagem de leitos da RDOR) se incluirmos os planos de expansão previstos. O valor do empreendimento (parte do valor patrimonial não foi divulgada) foi fixado em R\$372 milhões (não relevante em relação ao valor de mercado da RDOR), implicando um múltiplo atraente de R\$2,1 milhões/ leito (R\$ 1,5 milhões incluindo plano de expansão), em linha com acordos setoriais anteriores, mas abaixo da suposição de capex de aquisições em nosso modelo (R\$3,5 milhões/ leito). De acordo com a RDOR, 12 meses (pós-fechamento) o EBITDA é de R\$39 milhões (incluindo parte das sinergias esperadas), o que implica um múltiplo de transação de 9,5x EV/EBITDA, o que é inferior as múltiplos da RDOR de 19x. Apesar de pequeno, nós gostamos da aquisição por seu valor estratégico, marcando a entrada da RDOR em seu 4º estado desde seu recente IPO. Este ano, a RDOR anunciou novas aquisições em Minas Gerais, Paraíba e Mato Grosso do Sul, além do seu acordo comercial com a Vale no estado do Pará.

COMPRA mantido; taxas de juros mais altas acrescentam mais desafios

Apesar do recente pico nas taxas de juros, os números de alta qualidade da RDOR mostram uma vez mais seus fundamentos permanecem praticamente no lugar, mostrando uma atraente combinação de fortes resultados operacionais e robusta atividade de fusões e aquisições. Mas, como refletido em nós resultados do 3º trimestre, reconhecemos que o recente aumento do custo de capital do Brasil apresenta definitivamente um risco negativo ao consenso do mercado sobre o lucro líquido por ação para a RDOR.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	18,0	9,8	16,1	20,2	21,3
EV/EBITDA	37,3	42,7	23,5	19,5	16,3
P/L	106,0	288,8	70,7	51,3	36,3
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,1	0,4	0,5

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	13.320	14.029	21.141	27.043	32.130
EBITDA	3.681	3.179	5.900	7.196	8.664
Lucro Líquido	1.167	428	1.772	2.442	3.448
LPA (R\$)	0,59	0,22	0,88	1,21	1,71
DPA líquido (R\$)	0,02	0,02	0,06	0,24	0,33
Dívida Líquida/Caixa	-13.627	-11.964	-13.603	-15.186	-16.160

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\$ 62,30, em 04 de novembro de 2021.

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 de cisorio 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 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