

12 de novembro de 2021



OdontoPrev

O Que Fazer Após o Sell-off? Segurar

Introduzindo Preço-Alvo de R\$15,00 para o Fim de 2022; Substituindo Preço-Alvo de R\$17,50 para o Fim de 2021

OdontoPrev (ODPV3)

O Que Fazer Após o Sell-off? Segurar

Introduzindo Preço-Alvo de R\$15,00 para o Fim de 2022; Substituindo Preço-Alvo de R\$17,50 para o Fim de 2021

Caio Moscardini, Ricardo Peretti

Resumo: Assumimos a cobertura da OdontoPrev (ODPV) com preço-alvo de R\$ 15,00 para o fim de 2022. Também rebaixamos nossa recomendação de "Compra" para "Manutenção". Em nossa opinião, o momento dos lucros pode continuar a se deteriorar nos próximos 12 meses devido a pressão de utilização dos serviços, levando a uma queda de 2% a.a. do seu LPA (Lucro por Ação) em 2022. No entanto, isso não garante uma recomendação de "Abaixo do Mercado", em nossa opinião, uma vez que vemos baixos riscos de queda, já que ODPV3 oferece um *dividend yield* de 5% em 2022 e está sendo negociada a um P/L de 18,3x 2022E, o que se encontra abaixo da média histórica dos últimos 3 anos. Por fim, ressaltamos que a ODPV é uma das empresas de saúde mais resilientes.

Nós rebaixamos a recomendação da ODPV para "Manutenção". Em nossa opinião, (i) há uma ausência de catalisadores para o preço das ações, (ii) a margem EBITDA parece estar sob pressão e (iii) o LPA pode cair 2% a.a. em 2022 – sendo que uma reclassificação no próximo ano parece improvável. No atual nível de preço das ações, uma recomendação de "Manutenção" é razoável, especialmente devido ao dividendo de aproximadamente R\$ 350 milhões (5% de *dividend yield*; 90% de *payout*), que poderia atuar como um piso para o do preço das ações.

O EBITDA pode diminuir 4% no ano contra ano em 2022. A maior mobilidade está gradualmente levando a uma utilização mais forte dos planos odontológicos, e essa dinâmica deve continuar nos próximos 12 meses. Além disso, a OdontoPrev está fazendo um trabalho impressionante ao reduzir suas despesas gerais e administrativas, processo no qual acreditamos continuar avançando. No entanto, projetamos uma deterioração da margem EBITDA em 310 bps em 2022 em relação ao ano anterior devido à maior utilização dos planos odontológicos.

Negociando a 18x P/L 2022E, abaixo da média histórica de 3 anos de 24x. As ações da OdontoPrev enfrentaram um baixo desempenho de -12% contra o IBOV (-7%) no mês de outubro, o que levou os múltiplos a quase 2 desvios padrão abaixo da média histórica dos últimos 3 anos. Apesar da OdontoPrev ser um dos nomes de saúde mais resilientes em nossa cobertura, acreditamos que os múltiplos atuais já a precificam adequadamente e cremos ser improvável um crescimento do seu LPA que leve a uma reclassificação em 2022.

Santander Equity Research

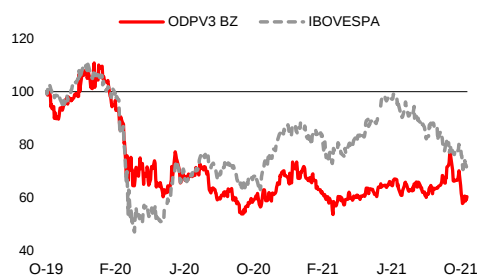
Saúde

12 de novembro de 2021

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 15,00

Desempenho de Preços (R\$)



OdontoPrev

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados, Balanço e Fluxo de Caixa, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	1,765	1,848	1,983	2,141
YoY change (%)	(2.4)	4.7	7.3	8.0
Gross Profit	1,052	1,101	1,112	1,203
YoY change (%)	5.4	4.7	1.0	8.2
EBITDA	544	575	555	598
YoY change (%)	29.9	5.8	(3.5)	7.8
As % of Revenue	30.8	31.1	28.0	27.9
Operating Income	515	537	499	531
YoY change (%)	33.3	4.3	(7.2)	6.5
As % of Revenue	29.2	29.1	25.1	24.8
Financial Results	5	33	52	43
Taxes	(160)	(176)	(170)	(177)
Net Profit	361	392	381	397
YoY change (%)	26.8	8.6	(3.0)	4.3
As % of Revenue	20.5	21.2	19.2	18.5
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	30	32	45	58
Other Noncash Items	52	75	5	2
Changes in Working Capital	36	(47)	3	(11)
Operating Cash Flow	479	452	433	446
Capital Expenditures	(33)	(58)	(59)	(59)
Free Cash Flow	446	395	374	387
Other Invest./(Divestments)	-	-	-	-
Change in Debt	0	0	0	0
Dividends	(270)	(331)	(352)	(372)
Capital Increases/Other	0	0	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	737	701	723	738
Current Assets	990	939	978	1,012
Fixed Assets	843	876	895	901
Total Assets	1,921	1,885	1,942	1,983
Current Liabilities	546	564	591	612
Long-Term Liabilities	169	181	181	181
Shareholders' Equity	1,202	1,134	1,164	1,184
Total Financial Debt	34	31	31	31
ST Debt	4	4	4	4
LT Debt	30	27	27	27
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	(703)	(670)	(692)	(708)
Capital Employed	503	470	478	-
Net Debt/EBITDA	(1.3)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
Net Debt/Equity	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
Capex/Revenue (%)	1.8	3.1	3.0	2.8
Int Cover (%)	34.1	41.8	43.5	44.0
Dividend Payout (%)	94.9	91.7	89.8	97.7
ROCE (%)	134.1	151.8	139.9	-
ROE (%)	31.2	33.6	33.1	33.8
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	21.4	17.9	18.3	17.6
P/CE	23.3	19.5	20.8	20.6
FV/EBITDA	13.0	11.1	11.4	10.5
FV/EBIT	13.7	11.9	12.7	11.9
FV/Revenue	4.0	3.5	3.2	2.9
P/BV	6.4	6.2	6.0	5.9
FCF Yield (%)	5.8	5.6	5.4	5.6
Div Yield (%)	3.5	4.7	5.0	5.3
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.68	0.75	0.73	0.76
DPS	0.63	0.41	0.67	0.72
BVPS	2.27	2.17	2.24	2.28

Aumento da Sinistralidade à Vista

Praticamente sem lockdowns no Brasil... A vacinação em massa está cada vez mais madura nacionalmente, ultrapassando a marca de, aproximadamente, 74% da população do Brasil vacinada com a primeira dose e de 51% totalmente vacinados. Apesar de existirem algumas variações regionais entre os estados, notamos que os estados que contêm a maior parte da população estão acima da média de vacinação brasileira, fazendo com que as pessoas retornem às atividades normais, como ir ao dentista.

... essa dinâmica deve pressionar a taxa de sinistralidade dental (DLR) da ODPV ao longo dos próximos 12 meses. Estimamos que a sinistralidade da empresa se deteriore 320 bps no ano contra ano devido a uma árdua base comparativa (uma vez que a COVID-19 diminuiu o nível de utilização dos planos) e alcance 43,4% no fim de 2022, cerca de 70 bps abaixo de 2019. Em nossa opinião, isso não deve ser nenhuma surpresa para o mercado. Do lado positivo, esperamos que o aumento de clientes compense parte da pressão de sinistralidade esperada, já que as pequenas e médias empresas e os planos individuais apresentam um nível mais baixo de utilização.

A margem EBITDA ajustada em 2022E poderia deteriorar 310 bps em relação ao ano anterior... Depois de atingir um nível recorde de 31% em 2021E, a ODPV provavelmente enfrentará forte pressão de margem devido à sinistralidade dental mais alto e às despesas de vendas. Como mencionamos acima, as pequenas e médias empresas e os planos individuais tendem a crescer mais rápido e é mais caro vender esses produtos. No entanto, observamos que a empresa pode compensar parte da pressão por meio de uma diluição adicional das despesas administrativas e gerais.

...o EBITDA tende a diminuir 4% no ano contra ano em 2022. Uma recuperação impulsionada por volumes maiores do que os previstos nas receitas pode não ser capaz de compensar a pressão de margem no ano que vem. Olhando para o futuro, esperamos um CAGR de EBITDA em 2% no período de 2021-23, o que não é atraente, em nossa opinião.

LPA impactado negativamente. Condições que não favorecem o crescimento e pressões de margem provavelmente levarão o LPA (Lucro por Ação) para baixo em 2% no ano contra ano em 2022. Nessa análise, observamos que isso pode ser impactado positivamente por (i) um novo programa de recompra de ações da ODPV (10 milhões de ações podem ser recompradas - 3,8% do *free float* - nos próximos 18 meses) e (ii) um aumento na taxa SELIC, levando a receitas financeiras maiores do que projetamos atualmente.

Crescimento de receita ainda abaixo de dois dígitos. Projetamos um crescimento de receita de 7% para 2022, impulsionado principalmente pelos volumes, uma vez que as vendas planejadas de pequenas e médias empresas e de pessoas físicas podem aumentar. Contudo, a ODPV tem enfrentado adversidades quanto ao seu crescimento, impulsionadas principalmente por baixos aumentos de preços (baixa utilização do produto e alta concorrência).

Dinâmica de preços desfavorável. Normalmente, os aumentos de preços têm uma alta correlação com a utilização dos serviços, e isso tem sido baixo nos últimos anos. Como

resultado, esperamos que os preços voltem a subir abaixo do nível da inflação em todos os segmentos. Além disso, o ambiente competitivo continua difícil, o que pode impedir um aumento nos preços acima da inflação dos planos odontológicos.

Os volumes podem continuar aumentando... A ODPV tem apresentado um bom desempenho em relação ao volume de vendas nos últimos trimestres, especialmente no segmento corporativo. No futuro, esperamos que o crescimento venha principalmente das pequenas e médias empresas e dos planos individuais devido ao atual baixo nível de penetração do plano nesses mercados e às grandes vantagens competitivas da ODPV relacionadas aos canais de venda (incluindo tanto as empresas de varejo quanto os bancos).

Contudo, os riscos de baixa se sobressaem. A atual situação da macroeconomia tem levado as instituições financeiras a elevar as expectativas da taxa Selic para níveis próximos de dois dígitos, o que pode pressionar o crescimento do PIB nos próximos anos. Com isso, podemos observar um impacto negativo no ritmo de melhora da taxa de desemprego no Brasil, o que é particularmente negativo para o segmento corporativo, que costuma ter uma maior dependência do cenário macro.



Estimativas Atualizadas

As principais mudanças em nosso modelo estão relacionadas a (i) os resultados nos últimos trimestres tendo vindo melhores do que o esperado, (ii) novas estimativas macroeconômicas e (iii) taxas de desconto mais altas. Até o momento, não fizemos alterações significativas em nossas estimativas de médio prazo, sendo que estas estão acima do consenso de mercado no curto e no médio prazo.

Figura 1. Mudanças em Nossas Estimativas (R\$ em Milhões)

Changes to our estimates					Santander vs. Consensus				
		2021	2022	2023		2021	2022	2023	
Net Revenues	New	1,848	1,983	2,141	Net Revenues	Santander	1,848	1,983	2,141
	Old	1,876	2,036	2,178		Consensus	1,813	1,929	2,045
	Change	-1%	-3%	-2%		Vs. consensus	2%	3%	5%
Adj. EBITDA	New	575	555	598	Adj. EBITDA	Santander	575	555	598
	Old	509	539	581		Consensus	507	520	537
	Change	13%	3%	3%		Vs. consensus	13%	7%	11%
Adj. EBITDA margin	New	31.1%	28.0%	27.9%	Adj. EBITDA margin	Santander	31.1%	28.0%	27.9%
	Old	27.1%	26.5%	26.7%		Consensus	28.0%	27.0%	26.3%
	Change	4.0%	1.5%	1.3%		Vs. consensus	3.1%	1.0%	1.7%
Adj. Net income	New	392	381	397	Adj. Net income	Santander	392	381	397
	Old	333	357	387		Consensus	345	365	387
	Change	18%	7%	3%		Vs. consensus	14%	4%	3%

Fontes: Bloomberg e Estimativas do Santander.

Valuation

Nosso preço-alvo para o fim de 2022 de R\$ 15,00 é baseado em uma metodologia de fluxo de caixa livre descontado da firma (anteriormente DDM), assumindo uma média de 12% de WACC no período de 2022-31E, 12% de custo de capital (anteriormente 9,9%) e 6% de crescimento perpétuo em termos nominais.

Figura 2. Valuation de Fluxo de Caixa Livre da Firma (R\$ em Milhões)

FCFF	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Perp
EBIT		537,017	498,545	530,931	586,641	643,453	700,892	762,316	822,496	880,668	938,404	995,888	
(-) Lease rent (IFRS16)		-7,098	-7,240	-7,595	-7,946	-8,306	-8,712	-9,136	-9,577	-10,037	-10,516	-11,015	
(+) Adjustments													
Tax rate (%)		31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	
NOPAT		366,161	339,542	361,746	400,027	439,032	478,444	520,588	561,865	601,744	641,308	680,349	
(+) D&A		32,125	45,130	57,960	58,096	52,836	49,266	48,050	49,888	52,824	56,217	59,862	
(+/-) WK change		-46,561	2,792	-10,901	-12,361	-12,569	-13,477	-15,177	-16,451	-18,015	-19,166	-20,259	
(-) CAPEX		-57,582	-59,485	-58,871	-45,935	-42,995	-39,561	-42,385	-45,329	-48,397	-51,593	-54,922	
FCFF		294,143	327,979	349,934	399,827	436,304	474,671	511,076	549,973	588,156	626,767	665,030	11,603,809

Period	[#]	0.0	0.0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	8.5
Discount Factor	[x]			0.94	0.84	0.75	0.67	0.60	0.53	0.48	0.43	0.38	0.38
Discounted FCFF	[R\$ mm]			330,546	336,984	328,109	318,502	305,982	293,794	280,340	266,557	252,358	4,403,279

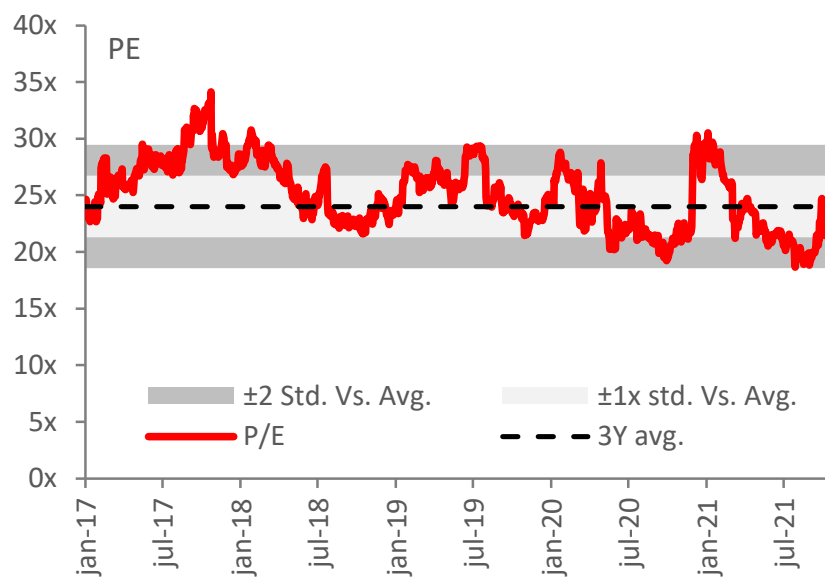
Terminal Growth rate

6.0%

Fonte: Estimativas do Santander

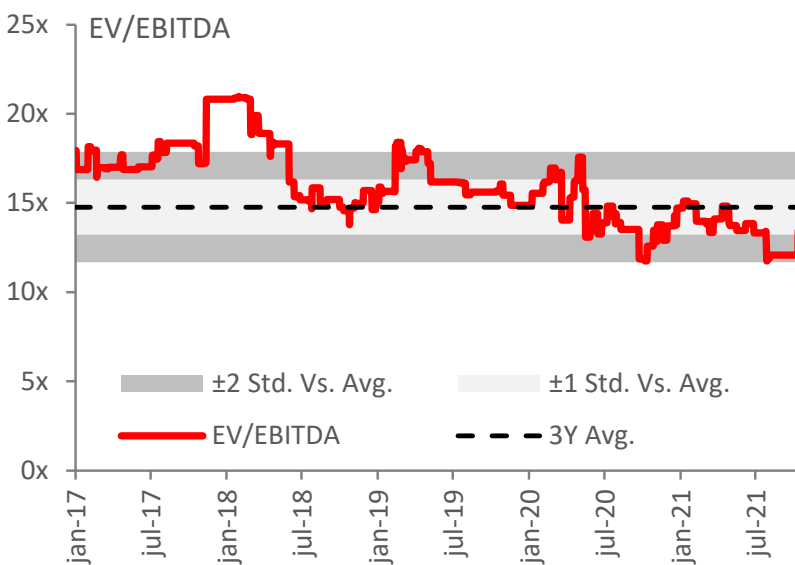
No nosso preço-alvo, a ODPV seria negociada a um P/L de 20,5x 2022E e de 20x 2023E vs. 18x 2022E em relação ao preço atual da ação. Ao nosso ver, nossa previsão de um CAGR de LPA em 7% não apoia uma reclassificação dos múltiplos para cima.

Figura 3. – P/L Histórico da ODPV



Fontes: Bloomberg e Santander Research.

Figura 3. – EV/EBITDA Histórico da ODPV



Fontes: Bloomberg e Santander Research.

Riscos

Os principais riscos incluem: uma concorrência mais forte, aumentos de preços, risco de execução, forte dependência da demanda doméstica, macroambiente fraco e questões regulatórias.



Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Caio Moscardini e Ricardo Peretti**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente à nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2021 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 01/11/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

 **Santander**
Corporate & Investment Banking