

14 de janeiro de 2022



Saúde

Perspectivas para 2022: O Ano das Pagadoras
Atualizando Estimativas, Preços-Alvo e Recomendações

Saúde

Perspectivas para 2022: O Ano das Pagadoras

Atualizando Estimativas, Preços-Alvo e Recomendações

Caio Moscardini; Artur Alves

Resumo: Neste relatório, explicamos o motivo da nossa preferência pelas pagadoras (Hapvida e Intermédica) e pelas farmacêuticas (Hypera) entre as ações brasileiras do setor de Saúde durante um ano possivelmente volátil, que será 2022. Além disso, aproveitamos para introduzir o nosso modelo *top-down* para todos os segmentos do setor: pagadores médicos, pagadores dentais, provedores de serviços de saúde (incluindo hospitais e diagnósticos) e farmacêuticas. Por último, rebaixamos a recomendação da Qualicorp de "Compra" para "Manutenção" devido a uma baixa expectativa de crescimento e à nossa estimativa de ocorrerem pressões de margem no curto-prazo.

O que é novo neste relatório? Apresentamos os nossos modelos para as pagadoras (Hapvida, Intermédica, Qualicorp e Odontoprev), as provedoras de serviços de saúde (Rede D'Or, Fleury e Alliar) e as farmacêuticas (Hypera). Ademais, atualizamos os nossos modelos com base nos resultados divulgados referentes ao 3T21 e nas novas projeções macroeconômicas.

Entre as ações brasileiras de saúde, preferimos as pagadoras e as farmacêuticas. Vemos catalisadores de preços à frente para as ações das pagadoras brasileiras (HAPV3 e GNDI3), em decorrência (i) do melhor *momentum* de ganhos operacionais, (ii) da potencial aprovação de fusões pela entidade antitruste (CADE) e (iii) da comunicação estimada entre sinergias feita pela equipes administrativas. Adicionalmente, o *business* farmacêutico é, ao nosso ver, o mais resiliente dentro do setor brasileiro de saúde, e isto deverá permitir com que a Hypera performe satisfatoriamente num ano eleitoral possivelmente complexo e volátil. Além disso, vemos a HYPE3 negociando a um P/L de 11,5x (2022E), o qual se encontra aprox. 2 desvios padrão abaixo da sua média histórica dos últimos 3 anos.

As provedoras de serviços e os planos dentais podem vir a enfrentar dificuldades em 2022. A expectativa de sinistralidade médica mais baixa (menos 300 bps A/A) devido à menor utilização de recursos demandados pelo enfrentamento à pandemia de COVID-19 deverá pressionar os hospitais, as clínicas de diagnósticos e as receitas de outros segmentos durante o próximo ano. No nosso entendimento, esta dinâmica poderia também pressionar as margens das companhias. Sendo assim, apesar de estarmos cientes acerca do atual nível de alavancagem da empresa e da possível pressão sob as suas receitas em virtude da expectativa de que a taxa Selic atinja a casa de dois dígitos,

continuamos gostando da Rede D'or (RDOR3) em decorrência do seu forte potencial de crescimento e de realização de M&A - no entanto, acreditamos que as revisões do consenso para baixo estão mais pessimistas em comparação à nossa análise. Por fim, a OdontoPrev (ODPV3) é uma das empresas mais resilientes do segmento, ao nosso ver, mas o fato de ela estar sujeita a um crescimento lento e a uma projeção negativa quanto às suas margens tende a impedir uma reavaliação da nossa parte.

Assumimos a cobertura da Qualicorp (QUAL3) e da Alliar (AALR3). Rebaixamos a nossa recomendação referente à Qualicorp para "Manutenção" e reiteramos a recomendação de "Manutenção" para as ações da Alliar, estabelecendo os preços-alvo para o fim de 2022 de R\$19,00 e R\$20,50, respectivamente. Para a Qualicorp, acreditamos que a companhia deva sofrer com um baixo crescimento e com potenciais pressões de margem para os próximos dois anos. Para Alliar, acreditamos que a oferta de R\$ 20,50/ação da MAM Asset parece justa e em linha com o nosso preço-alvo, que se baseia em uma análise de fluxo de caixa livre para a firma (FCFF).

Perspectivas para o Setor de Saúde em 2022

Preferimos as pagadoras médicas verticalmente integradas. Após um 2021 difícil, acreditamos que (i) o *momentum* de lucros está melhorando; (ii) as vantagens competitivas estão restauradas (com a inflação médica já acima do IPCA), impulsionando os ganhos de *market share* dos membros; (iii) há oportunidades referentes à expansão de margens e (iv) há catalisadores à frente (a fusão da GNDI com a Hapvida, seguida pelo *guidance* oficial de sinergias caso o acordo seja aprovado).

Os hospitais e as farmacêuticas são uma boa forma de enfrentar as incertezas macroeconômicas de 2022. Um *business* resiliente, com baixa correlação ao crescimento do PIB e, normalmente, a não tendo a inflação como uma grande preocupação. Ademais, observamos que tanto a Rede D'Or (RDSL) como a Hypera estão apresentando uma maior alavancagem nos seus balanços, o que pode ser uma preocupação para os investidores.

As pagadoras dentárias e as clínicas de diagnóstico não são as preferidas. Os índices de sinistralidade odontológica se beneficiaram da baixa utilização durante a maior parte de 2021, o que o torna uma base comparável difícil para 2022. Além disso, acreditamos que há fatores negativos que afetarão o crescimento das empresas e que o EBITDA poderá cair no comparativo anual. Em relação às clínicas de diagnóstico, a inflação médica deveria pressionar as pagadoras, resultando em duras negociações de preços. As margens também podem ficar sob pressão, uma vez que as empresas, em 2021, se beneficiaram de exames de COVID-19 com preços mais altos (e margens altas).

Figura 1. Tabela Comparativa de *Valuation* das Companhias de Saúde

Company	Ticker	Currency	Rating	Price Target	Net Revenues CAGR 21-23E	Adj. EBITDA CAGR 21-23E	Net Income CAGR 21-23E	Market Cap (BRL mn)	P/E		EV/EBITDA	
									2022E	2023E	2022E	2023E
Hospital Providers					31.5%	35%	41%		40.4x	25.3x	14.5x	11.4x
Rede D'Or	RDOR3	BRL	OW	80.00	28.9%	31%	42%	95,034	42.5x	26.9x	15.2x	12.0x
Kora Saúde	KRSA3	BRL	NR	-	54.7%	57%	79%	3,360	45.4x	15.8x	11.1x	8.5x
Oncoclínicas	ONCO3	BRL	NR	-	35.5%	56%	n.m	5,781	20.4x	13.1x	9.1x	7.0x
Mater Dei	MATD3	BRL	NR	-	57.1%	58%	42%	5,929	24.0x	16.7x	10.7x	7.5x
Payers (Med. & Dental)					12.1%	36%	73%		29.9x	21.9x	16.0x	12.9x
Grupo NotreDame Intermédica	GNDI3	BRL	OW	95.70	15.6%	78%	169%	40,354	41.0x	27.1x	20.3x	15.6x
Hapvida	HAPV3	BRL	OW	17.00	14.8%	30%	38%	44,948	36.5x	27.3x	22.0x	17.3x
Qualicorp	QUAL3	BRL	N	19.00	3.1%	-1%	-10%	24,019	11.8x	11.6x	6.7x	6.8x
Odontoprev	ODPV3	BRL	N	15.00	8.1%	2%	3%	6,377	16.0x	15.3x	10.1x	9.4x
Service Providers					18.5%	31%	48%		21.7x	15.6x	8.7x	7.3x
Dasa	DASA3	BRL	NR	-	25.8%	45%	73%	18,801	18.2x	12.9x	9.0x	7.3x
Fleury	FLRY3	BRL	N	22.50	8.0%	6%	-10%	6,057	22.5x	19.5x	7.8x	7.2x
Hermes Pardini	PARD3	BRL	NR	-	4.2%	4%	3%	2,827	13.9x	11.8x	6.5x	5.9x
Alliar	AALR3	BRL	N	20.50	3.4%	12%	49%	2,140	60.9x	33.5x	10.8x	9.5x
Pharma & Distribution					18.4%	18%	13%		12.9x	11.0x	9.9x	8.4x
Hypera	HYPE3	BRL	OW	43.00	15.3%	16%	9%	18,572	11.5x	10.0x	9.9x	8.6x
Blau	BLAU3	BRL	NR	-	29.2%	27%	25%	5,599	14.2x	11.2x	9.2x	7.1x
Viveo	WEO3	BRL	NR	-	18.0%	18%	16%	6,830	15.6x	13.6x	10.6x	9.0x

Fontes: Consenso da Bloomberg (para os nomes em NR – Não Classificados) e Santander Research. Preços de 13/12/21; OW = Compra;

N = Manutenção; UW = Abaixo de Mercado.

Obs.: os nossos múltiplos para Hapvida e GNDI incluem as prováveis sinergias adquiridas das possíveis fusões.

Hapvida (HAPV3)

Santander Equity Research

Saúde

14 de janeiro de 2022

Caio Moscardini; Artur Alves

Compra

Preço-Alvo: R\$ 17,00

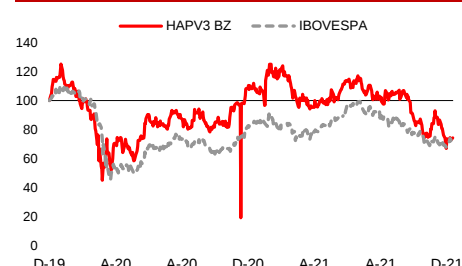
Tese de Investimento: A Hapvida é a empresa, dentro do mercado brasileiro de seguros privados de saúde, que apresenta um baixo custo e um baixo preço. Essa dinâmica permite à empresa tanto (i) ganhar *market share* por meio dos seus preços mais baixos quanto (ii) expandir as suas margens através do aumento de preços geral do mercado, o que, ao nosso ver, é uma vantagem competitiva sustentável e estrutural. Além disso, a fusão pendente com a Intermédica, se aprovada, duplicaria a escala da empresa e conduziria a eficiências ainda maiores. Em relação ao seu preço atual, acreditamos que o mercado ainda não precificou quaisquer sinergias que esta fusão possa trazer.

Perspectivas para 2022: Esperamos que haverá uma reclassificação, impulsionada por catalisadores de curto prazo. Nessa análise, destacamos três principais catalisadores: (i) melhora do *momentum* de resultados no 4T21; (ii) a aprovação da fusão com a Intermédica (esperada durante o 1T22); e (iii) um anúncio oficial de sinergias.

O nosso preço-alvo implica um múltiplo EV/EBITDA de 32x (anteriormente em 22x). Os nossos números não incluem as sinergias que tendem a ocorrer com a potencial fusão com a Intermédica (GNDI). No entanto, ajustamos o nosso EV/EBITDA para refletir algumas destas sinergias.

Valuation e recomendação: O nosso preço-alvo de R\$ 17,00 para o fim de 2022 se baseia na metodologia de fluxo de caixa livre descontado para a firma (FCFF), assumindo um WACC médio de 11% ao longo dos próximos anos projetados, aprox. 12,5% de custo de capital próprio e um crescimento perpétuo de 6,5% em termos nominais. Além disso, consideramos as potenciais sinergias consequentes da fusão prevista com a Intermédica (GNDI3).

Desempenho de Preços (R\$)



Hapvida

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

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	8,555	9,953	11,626	13,111
YoY change (%)	51.8	16.3	16.8	12.8
Gross Profit	3,346	3,194	4,009	4,600
YoY change (%)	49.8	(4.5)	25.5	14.8
EBITDA	2,020	1,587	2,086	2,423
YoY change (%)	63.8	(21.4)	31.4	16.1
As % of Revenue	23.6	15.9	17.9	18.5
Operating Income	1,267	684	1,055	1,328
YoY change (%)	22.6	(46.0)	54.2	25.9
As % of Revenue	14.8	6.9	9.1	10.1
Financial Results	(134)	(49)	(123)	(20)
Taxes	(347)	(134)	(95)	(186)
Net Profit	785	501	837	1,121
YoY change (%)	(7.8)	(36.2)	67.0	34.0
As % of Revenue	9.2	5.0	7.2	8.6
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	752	903	1,031	1,095
Other Noncash Items	(34)	(304)	317	326
Changes in Working Capital	(319)	(781)	(81)	(50)
Operating Cash Flow	1,185	319	2,104	2,492
Capital Expenditures	(938)	(1,157)	(1,218)	(512)
Free Cash Flow	124	4,550	112	1,220
Other Invest./(Divestments)	-	-	-	-
Change in Debt	(1)	3,491	(622)	(588)
Dividends	(205)	(246)	(114)	(418)
Capital Increases/Other	0	(127)	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	143	4,320	4,318	5,120
Current Assets	3,502	7,476	7,571	8,452
Fixed Assets	7,764	10,093	10,532	10,198
Total Assets	13,520	21,244	21,965	22,714
Current Liabilities	2,121	3,657	4,128	4,465
Long-Term Liabilities	3,568	6,827	6,659	6,510
Shareholders' Equity	7,829	10,755	11,174	11,734
Total Financial Debt	3,085	6,964	6,527	6,116
ST Debt	86	1,258	1,150	1,048
LT Debt	3,000	5,706	5,377	5,068
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	2,942	2,644	2,209	996
Capital Employed	10,773	13,403	13,387	-
Net Debt/EBITDA	1.5	1.7	1.1	0.4
Net Debt/Equity	0.4	0.2	0.2	0.1
Capex/Revenue (%)	11.0	11.6	10.5	3.9
Int Cover (%)	7.0	4.9	2.0	2.8
Dividend Payout (%)	24.0	31.3	22.8	50.0
ROCE (%)	15.0	6.1	8.6	-
ROE (%)	10.4	5.4	7.6	9.8
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	n/m	n/m	n/m	40.1
P/CE	n/m	-	-	n/m
FV/EBITDA	29.5	29.6	22.6	19.0
FV/EBIT	47.1	n/m	44.7	34.6
FV/Revenue	7.0	4.7	4.1	3.5
P/BV	7.2	4.1	4.0	3.8
FCF Yield (%)	0.2	10.3	0.3	2.7
Div Yield (%)	0.4	0.6	0.3	0.9
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.21	0.13	0.21	0.29
DPS	0.06	0.03	0.11	0.14
BVPS	2.11	2.80	2.87	3.02

GNDI (GNDI3)

Caio Moscardini; Artur Alves

Tese de Investimento: A Intermédica tem grandes vantagens competitivas que devem continuar a gerar ganhos de *market share*, de crescimento e de eficiências, ao nosso ver. Além disso, acreditamos que a fusão com a Hapvida tende a ser aprovada pelo CADE, potencialmente desbloqueando valor significativo.

Perspectivas para 2022: Vemos três catalisadores principais que podem vir a desencadear uma nova classificação: (i) a contínua melhoria no *momentum* de lucros no 4T21 e ao longo de 2022; (ii) a provável (no nosso entendimento) aprovação, pelo CADE, da fusão com a Hapvida; e (iii) um anúncio oficial de sinergias decorrentes da fusão. Esperamos que estes catalisadores se materializem no curto prazo.

O nosso preço-alvo implica um múltiplo EV/EBITDA de 27x (anteriormente em 20x) em 2022E. Os nossos números não incluem as sinergias da fusão com a Hapvida, mas ajustamos o nosso EV/EBITDA para refletir algumas dessas sinergias.

Valuation e recomendação: O nosso preço-alvo de R\$ 95,70 para o fim de 2022 (incluindo dividendos extraordinários) se baseia na metodologia de fluxo de caixa livre descontado para a firma, assumindo um WACC médio de 11% ao longo dos próximos anos projetados, aprox. 12,5% de custo de capital próprio e um crescimento perpétuo de 6,5% em termos nominais. Adicionamos os dividendos extraordinários de R\$ 6,45/ação (~10% de *dividend yield*) ao nosso preço-alvo, que deriva o nosso potencial de alta. Por fim, nosso preço-alvo também inclui potenciais sinergias decorrentes da fusão com a Hapvida (HAPV3).

Santander Equity Research

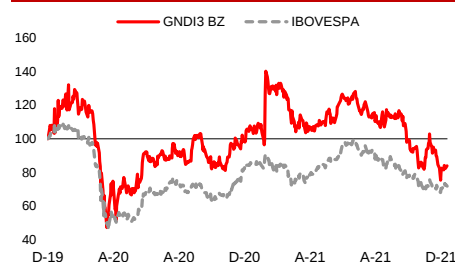
Saúde

14 de dezembro de 2021

Compra

Preço-Alvo: R\$ 95,70

Desempenho de Preços (R\$)



GNDI

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

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	10,673	12,871	15,254	17,212
YoY change (%)	26.9	20.6	18.5	12.8
Gross Profit	3,111	2,462	3,953	4,640
YoY change (%)	34.8	(20.8)	60.5	17.4
EBITDA	1,725	923	2,226	2,698
YoY change (%)	49.7	(46.5)	141.2	21.2
As % of Revenue	16.2	7.2	14.6	15.7
Operating Income	1,488	610	1,845	2,302
YoY change (%)	58.2	(59.0)	202.2	24.8
As % of Revenue	13.9	4.7	12.1	13.4
Financial Results	(136)	(295)	(368)	(288)
Taxes	(509)	(171)	(516)	(634)
Net Profit	736	32	878	1,285
YoY change (%)	73.7	(95.6)	2,620.0	46.4
As % of Revenue	6.9	0.3	5.8	7.5
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	344	386	453	479
Other Noncash Items	359	107	215	208
Changes in Working Capital	(889)	(909)	(48)	(44)
Operating Cash Flow	550	(384)	1,498	1,927
Capital Expenditures	(3,141)	(3,058)	(602)	(731)
Free Cash Flow	(1,089)	(2,933)	533	926
Other Invest./(Divestments)	-	-	-	-
Change in Debt	1,502	509	(362)	(271)
Dividends	(101)	(173)	(1)	(219)
Capital Increases/Other	239	530	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	3,565	822	1,424	2,241
Current Assets	5,119	2,788	3,460	4,352
Fixed Assets	8,957	12,251	12,554	12,980
Total Assets	16,354	17,742	18,874	20,357
Current Liabilities	2,797	3,151	3,544	3,870
Long-Term Liabilities	6,458	7,275	7,356	7,549
Shareholders' Equity	7,098	7,315	7,973	8,937
Total Financial Debt	4,016	4,468	4,194	4,025
ST Debt	345	290	275	266
LT Debt	3,672	4,177	3,919	3,758
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	451	3,645	2,769	1,784
Capital Employed	8,088	11,944	11,727	-
Net Debt/EBITDA	0.3	3.9	1.2	0.7
Net Debt/Equity	0.1	0.5	0.3	0.2
Capex/Revenue (%)	29.4	23.8	3.9	4.2
Int Cover (%)	6.1	1.7	4.1	5.7
Dividend Payout (%)	23.7	23.6	4.6	25.0
ROCE (%)	24.7	6.5	20.1	-
ROE (%)	10.9	0.4	11.5	15.2
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	n/m	n/m	46.0	31.4
P/CE	n/m	-	n/m	n/m
FV/EBITDA	29.6	n/m	21.6	17.3
FV/EBIT	37.0	n/m	27.3	21.1
FV/Revenue	4.8	3.8	3.2	2.7
P/BV	6.6	5.5	5.1	4.5
FCF Yield (%)	(2.3)	(7.3)	1.3	2.3
Div Yield (%)	0.2	0.4	0.0	0.5
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.21	0.05	1.43	2.09
DPS	0.17	0.28	0.00	0.36
BVPS	11.70	11.92	12.98	14.54

OdontoPrev (ODPV3)

Reduzindo o Preço-Alvo de R\$ 15,00 para R\$ 14,00 (2022E)

Caio Moscardini; Artur Alves

Tese de Investimento: Vemos uma dinâmica desfavorável em 2022. A OdontoPrev deverá enfrentar um ano difícil pela frente, em decorrência (i) do ambiente econômico fraco, (ii) de uma base comparativa difícil para as suas margens, e (iii) de não haver nenhum provável catalisador de LPA para uma nova classificação. No entanto, acreditamos que o crescimento do número de membros pode vir a ser apoiado pelas pequenas e médias empresas (aumento de 6% no comparativo anual) e pelas individuais (aumento de 9% no comparativo anual). Estes segmentos estão menos correlacionados com a economia global, e a ODPV pode ser capaz de demonstrar uma boa performance operacional dadas as suas vantagens competitivas, que incluem (i) os seus canais de vendas e (ii) a sua grande rede de dentistas. Apesar da expectativa da nossa equipe macroeconômica de que a economia se aproxime de um estado de recessão, ainda esperamos um acréscimo (acima do histórico) de 220 mil novos membros corporativos (altamente correlacionados com o cenário macroeconômico), o que leva ao crescimento de 4% no comparativo anual da base de membros em 2022.

Perspectivas para 2022: Vemos as margens da companhia pressionadas em 2022. A sinistralidade odontológica (DLR) tem estado abaixo da média histórica devido a uma menor utilização dos seus serviços em decorrência da pandemia de COVID-19. Contudo, a utilização tende a se normalizar e a pressionar os seus custos. Neste momento, não acreditamos que a redução nos gastos gerais, administrativos e com vendas (SG&A) seja suficiente para compensar este impacto negativo. Como resultado, o nosso modelo sugere uma margem EBITDA de 28%, o que implica uma deterioração de 320bps no A/A. Esperamos que esta dinâmica conduza a uma contração do EBITDA da empresa em 3% no próximo ano.

Mudanças em relação às nossas estimativas. Revisamos o nosso modelo da OdontoPrev, após os resultados do 3T21, e somente adicionamos as novas estimativas macroeconômicas do Santander. A principal alteração foi relacionada à elevação da projeção da taxa Selic (12,25% vs. 8,5% anteriormente), o que levou o nosso LPA a aumentar 5% tanto em 2022E quanto em 2023E.

Valuation e recomendação. Estamos reduzindo o nosso preço-alvo de R\$ 15,00 para R\$ 14,00 (2022E) e reiteramos a nossa recomendação de "Manutenção" para a OdontoPrev. O principal impulsionador da nossa redução de preço-alvo foi a taxa de desconto ligeiramente superior (12,6% WACC vs. 12,1% anteriores), que reflete a alta esperada da taxa Selic. Assim, a OdontoPrev se situa como um dos nomes de saúde mais resilientes dentro da nossa cobertura, mas acreditamos que os atuais múltiplos já se encontram bem precificados e não temos estimativas quanto a um crescimento de LPA que poderia vir a gerar uma nova classificação.

Santander Equity Research

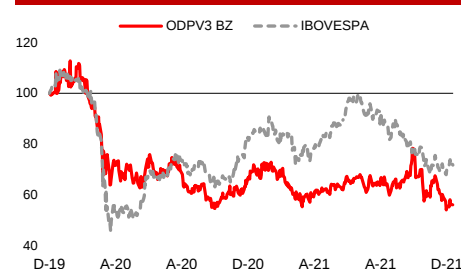
Saúde

14 de janeiro de 2022

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 14,00

Desempenho de Preços (R\$)



OdontoPrev

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

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	1,765	1,849	1,996	2,162
YoY change (%)	(2.4)	4.7	7.9	8.3
Gross Profit	1,052	1,102	1,120	1,216
YoY change (%)	5.4	4.7	1.6	8.6
EBITDA	544	575	557	602
YoY change (%)	29.9	5.8	(3.1)	8.1
As % of Revenue	30.8	31.1	27.9	27.8
Operating Income	515	537	500	534
YoY change (%)	33.3	4.3	(6.9)	6.9
As % of Revenue	29.2	29.0	25.0	24.7
Financial Results	5	34	78	69
Taxes	(160)	(176)	(178)	(186)
Net Profit	361	393	399	417
YoY change (%)	26.8	8.8	1.6	4.5
As % of Revenue	20.5	21.2	20.0	19.3
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	30	32	45	58
Other Noncash Items	52	75	5	3
Changes in Working Capital	36	(47)	2	(11)
Operating Cash Flow	479	453	452	467
Capital Expenditures	(33)	(58)	(60)	(59)
Free Cash Flow	446	395	392	407
Other Invest./(Divestments)	-	-	-	-
Change in Debt	0	0	0	0
Dividends	(270)	(331)	(365)	(393)
Capital Increases/Other	0	0	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	737	702	729	743
Current Assets	990	940	986	1,020
Fixed Assets	843	876	895	901
Total Assets	1,921	1,886	1,951	1,991
Current Liabilities	546	565	598	617
Long-Term Liabilities	169	181	181	181
Shareholders' Equity	1,207	1,140	1,171	1,192
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)	(671)	(698)	(713)
Capital Employed	508	475	479	-
Net Debt/EBITDA	(1.3)	(1.2)	(1.3)	(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	41.7	42.7	42.1
Dividend Payout (%)	94.9	91.7	92.8	98.5
ROCE (%)	133.0	150.2	141.6	-
ROE (%)	31.1	33.5	34.5	35.3
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	20.1	16.5	16.1	15.4
P/CE	21.9	18.0	18.2	17.9
FV/EBITDA	12.1	10.2	10.4	9.6
FV/EBIT	12.8	10.9	11.6	10.8
FV/Revenue	3.7	3.2	2.9	2.7
P/BV	6.0	5.7	5.5	5.4
FCF Yield (%)	6.2	6.1	6.1	6.3
Div Yield (%)	3.7	5.1	5.7	6.1
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.68	0.75	0.77	0.80
DPS	(0.51)	(0.63)	(0.70)	(0.76)
BVPS	2.27	2.18	2.25	2.29

Qualicorp (QUAL3)

Reduzindo a Recomendação de “Compra” para “Manutenção”

Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 19,00 para o fim de 2022E;

Substituindo o Preço-Alvo de R\$ 42,90 para o fim de 2021

Caio Moscardini; Artur Alves

Tese de Investimento: Acreditamos que a Qualicorp deva enfrentar a combinação desfavorável de um crescimento lento e de uma provável deterioração das suas margens nos próximos anos. As novas vendas aos seus membros estão sendo efetuadas (i) a preços mais baixos e (ii) com comissões mais elevadas. Além disso, esperamos que a sua rotatividade se normalize em um nível superior à média, considerando o cenário macroeconômico mais abalado em 2022. Sendo assim, acreditamos que os novos esforços da sua equipe de gestão, referente à aceleração de crescimento, poderão se tornar mais claros apenas no médio prazo (provavelmente em 2024), momento em que os preços tendem a ficar menos pressionados em decorrência da mudança de *mix* ter se tornado, a essa altura, menos significativa e da melhora estimada da economia brasileira.

Perspectivas para 2022: Vemos um fraco crescimento de 4,6% das suas receitas devido a aumentos limitados de preços – consequência do seu *mix*, com os membros pagando preços mais elevados ao saírem da base - e acima da média histórica de rotatividade em 39,5% (ante à média dos últimos seis anos de 35%). Além disso, prevemos que as suas margens diminuirão 150bps no A/A e que o seu LPA diminua 19% no A/A.

Valuation e recomendação: Assumimos a cobertura da Qualicorp e rebaixamos a recomendação de “Compra” para “Manutenção” ao passo que reduzimos o seu preço-alvo para R\$ 19,00 (2022E) vs. R\$ 42,90 (2021E). Os principais motivos que levaram à nossa redução do preço-alvo foram: (i) estimativas significativamente menores, (ii) uma taxa de desconto mais alta, e (iii) uma taxa de crescimento perpétuo mais baixa. O nosso preço-alvo para o fim de 2022 se baseia numa metodologia de fluxo de caixa descontado (FCD) com um WACC médio de 14,8%, custo de capital próprio de 15,1% (anteriormente em 11,8%) e um crescimento nominal perpétuo de 4,5% (anteriormente em 6,0%, em reais).

Riscos: Os principais riscos incluem a piora da dinâmica macroeconômica e do ambiente competitivo, risco de execução, pressões sobre os preços, deterioração da margem EBITDA e alterações na regulamentação.

Santander Equity Research

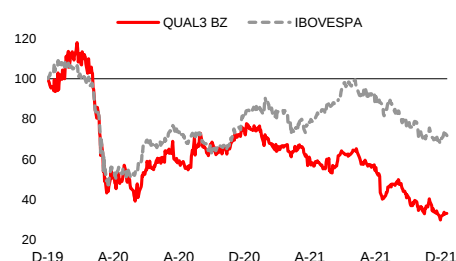
Saúde

14 de janeiro de 2022

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 19,00

Desempenho de Preços (R\$)



Qualicorp

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

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	2,026	2,099	2,197	2,231
YoY change (%)	1.1	3.6	4.7	1.5
Gross Profit	1,653	1,664	1,746	1,771
YoY change (%)	1.8	0.6	4.9	1.4
EBITDA	977	1,067	1,116	1,130
YoY change (%)	(0.9)	9.3	4.6	1.3
As % of Revenue	48.2	50.8	50.8	50.7
Operating Income	609	717	736	723
YoY change (%)	0.8	17.8	2.6	(1.8)
As % of Revenue	30.1	34.2	33.5	32.4
Financial Results	(57)	(66)	(184)	(158)
Taxes	(157)	(185)	(161)	(165)
Net Profit	395	470	396	405
YoY change (%)	0.7	18.8	(15.7)	2.2
As % of Revenue	19.5	22.4	18.0	18.1
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	(367)	(361)	(462)	(521)
Other Noncash Items	46	(28)	(398)	(369)
Changes in Working Capital	25	(226)	58	(21)
Operating Cash Flow	834	577	519	536
Capital Expenditures	(526)	(1,077)	(127)	(129)
Free Cash Flow	308	(500)	392	407
Other Invest./(Divestments)	-	-	-	-
Change in Debt	(0)	450	0	0
Dividends	(52)	(343)	(212)	(377)
Capital Increases/Other	0	0	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	419	585	760	786
Current Assets	1,634	1,404	1,566	1,610
Fixed Assets	2,518	2,948	3,015	2,995
Total Assets	4,407	4,572	4,801	4,825
Current Liabilities	1,143	2,317	2,361	2,358
Long-Term Liabilities	1,579	524	525	524
Shareholders' Equity	1,683	1,725	1,909	1,936
Total Financial Debt	1,351	2,184	2,183	2,182
ST Debt	32	1,873	1,872	1,872
LT Debt	1,319	311	311	310
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	932	1,599	1,423	1,396
Capital Employed	2,618	3,330	3,338	3,339
Net Debt/EBITDA	1.0	1.5	1.3	1.2
Net Debt/Equity	0.6	0.9	0.7	0.7
Capex/Revenue (%)	25.9	51.3	5.8	5.8
Int Cover (%)	8.9	5.9	3.2	3.5
Dividend Payout (%)	13.1	86.7	45.1	95.2
ROCE (%)	29.3	27.1	26.9	26.6
ROE (%)	25.4	27.6	21.8	21.0
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	25.2	10.0	11.8	11.6
P/CE	13.1	5.6	5.5	5.1
FV/EBITDA	11.2	5.9	5.5	5.4
FV/EBIT	17.9	8.8	8.3	8.4
FV/Revenue	5.4	3.0	2.8	2.7
P/BV	5.9	2.7	2.5	2.4
FCF Yield (%)	3.1	(10.7)	8.4	8.7
Div Yield (%)	0.5	7.3	4.5	8.0
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.39	1.69	1.43	1.46
DPS	(0.05)	(0.31)	(0.19)	(0.34)
BVPS	5.94	6.21	6.87	6.98

Rede D'Or (RDOR3)

Reduzindo o Preço-Alvo de R\$ 84,00 para R\$ 80,00 (2022E)

Caio Moscardini; Artur Alves

Tese de Investimento: A Rede D'Or (RDSL) tem um grande histórico de crescimento e de expansão de margens. Ao nosso ver, a maior parte do valor intrínseco da empresa é baseado em: (i) crescimento orgânico; (ii) M&A agressivos; (iii) boa execução e integração de ativos; (iv) crescente complexidade de procedimentos; e (v) sinergias advindas de M&A.

Perspectivas para 2022: No nosso entendimento, a RDSL continuará executando planos de expansão tanto orgânicos quanto inorgânicos durante o ano volátil de 2022. Assim, a nossa análise de cenários sugere que o mercado não está precificando nenhuma dessas iniciativas – em contraste, reiteramos a nossa estimativa de que a companhia terá 10 mil novos leitos durante os próximos 10 anos. Dessa forma, acreditamos que as estimativas do consenso de mercado são conservadoras, considerando a forte história de execução da RDSL.

Alterações às nossas estimativas: Após os resultados do 3T21, preferimos adotar uma postura mais conservadora quanto à expansão de margens no curto prazo. A nossa expectativa inicial de que a companhia registrasse uma rápida expansão de margens era baseada em custos mais baixos com os seus materiais e com as suas despesas médicas. No entanto, tendo em vista o custo do estoque ainda elevado da Rede D'Or, acreditamos que a empresa terá um aumento de custos no curto prazo nesses segmentos, o que faria com que eles chegassem a níveis acima da sua média histórica. Por outro lado, a nossa estimativa quanto às suas margens permanece acima do consenso de mercado. Nossa estimativa de lucro líquido foi afetada negativamente por margens menores e pela implementação das novas estimativas de nossa equipe de macroeconomia. O principal fator foi uma estimativa mais alta da taxa Selic, que aumentou para 12,25% no ano de 2022 vs. os 8,5% que tínhamos assumido em nosso modelo anteriormente.

Valuation e recomendação: Estamos reduzindo o nosso preço-alvo de R\$ 84,00 para R\$ 80,00 (2022E) em decorrência de projeções mais fracas referentes aos resultados anunciados do 3T21. O nosso preço-alvo se baseia na metodologia de fluxo de caixa livre descontado para a firma (FCFF), assumindo um WACC médio de 11,6% no período de 2022-2031E, um custo de capital próprio de 13% e um crescimento perpétuo de 6% em termos nominais.

Santander Equity Research

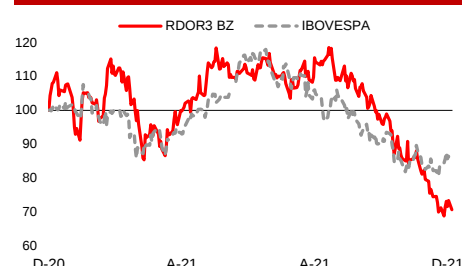
Saúde

14 de janeiro de 2022

Compra

Preço-Alvo: R\$ 80,00

Desempenho de Preços (R\$)



Rede D'Or

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2019–22E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2019A	2020E	2021E	2022E
Total Revenue	13,320	14,029	20,573	27,129
YoY change (%)	22.0	5.3	46.6	31.9
Gross Profit	4,118	3,310	6,073	8,671
YoY change (%)	30.6	(19.6)	83.5	42.8
EBITDA	3,485	2,482	4,691	7,357
YoY change (%)	30.5	(28.8)	97.1	50.4
As % of Revenue	26.2	17.7	23.8	27.1
Operating Income	2,776	1,637	3,667	5,853
YoY change (%)	21.9	(41.0)	124.0	59.6
As % of Revenue	20.8	11.7	17.8	21.6
Financial Results	(1,077)	(1,154)	(1,713)	(2,853)
Taxes	(507)	(24)	(419)	(764)
Net Profit	1,192	459	1,534	2,235
YoY change (%)	1.0	(61.4)	234.0	45.7
As % of Revenue	8.9	3.3	7.5	8.2
CASH FLOW	2019A	2020E	2021E	2022E
Depreciation & Amortization	(709)	(845)	(1,224)	(1,504)
Other Noncash Items	1,111	825	788	(292)
Changes in Working Capital	(2,248)	(2,011)	(2,391)	(1,443)
Operating Cash Flow	763	117	1,155	2,004
Capital Expenditures	(2,040)	(1,123)	(2,358)	(8,710)
Free Cash Flow	551	(5,750)	(303)	(8,319)
Other Invest./(Divestments)	(1,408)	(9,907)	(2,790)	(831)
Change in Debt	3,271	5,258	(2,552)	(1,142)
Dividends	(13)	(32)	(2,862)	(87)
Capital Increases/Other	(716)	5,960	10,777	10,000
BALANCE SHEET	2019A	2020E	2021E	2022E
Cash and Equivalents	4,770	15,727	14,579	6,173
Current Assets	9,729	22,432	22,614	16,206
Fixed Assets	11,805	15,179	18,733	26,231
Total Assets	26,600	45,657	51,961	53,881
Current Liabilities	2,693	3,861	5,000	5,922
Long-Term Liabilities	18,465	27,794	31,918	31,197
Shareholders' Equity	5,442	14,002	15,043	16,761
Total Financial Debt	17,934	27,176	30,878	29,736
ST Debt	756	1,078	1,814	1,752
LT Debt	17,178	26,098	29,064	27,984
FINANCIAL RATIOS	2019A	2020E	2021E	2022E
Net Debt	13,163	11,449	16,300	23,563
Capital Employed	18,837	25,840	31,825	40,806
Net Debt/EBITDA	3.8	4.6	3.3	3.2
Net Debt/Equity	2.4	0.8	1.1	1.4
Capex/Revenue (%)	15.3	8.0	11.5	32.1
Int Cover (%)	-	-	-	-
Dividend Payout (%)	1.1	2.7	623.0	5.7
ROCE (%)	17.4	6.4	12.8	16.2
ROE (%)	23.9	4.7	10.6	14.1
MARKET RATIOS	2019A	2020E	2021E	2022E
P/E	-	n/m	n/m	42.5
P/CE	-	n/m	34.5	25.4
FV/EBITDA	-	n/m	23.4	16.5
FV/EBIT	-	-	-	-
FV/Revenue	-	10.3	5.6	4.5
P/BV	-	9.2	6.3	5.7
FCF Yield (%)	-	(4.5)	(0.3)	(8.8)
Div Yield (%)	-	0.0	3.0	0.1
PER SHARE DATA	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	0.68	0.26	0.79	1.15
DPS	0.01	0.02	1.47	0.04
BVPS	3.09	7.81	7.75	8.63

Fleury (FLRY3)

Reduzindo o Preço-Alvo de R\$ 23,50 para R\$ 22,50 (2022E)

Caio Moscardini; Artur Alves

Tese de Investimento: As recentes aquisições da Fleury devem compensar a sua tendência de apresentar receitas mais pressionadas da companhia, dado que projetamos um (i) ano difícil para os fornecedores e (ii) impacto operacional decorrente da diminuição da realização dos exames de COVID-19. Todavia, o principal fator adverso está relacionado às suas margens, uma vez que esperamos uma deterioração de 170 bps no comparativo anual devido às pressões inflacionárias e a um impacto negativo considerável no seu crescimento de LPA.

Perspectivas para 2022. Esperamos que o LPA caia 24% no A/A em 2022. A Fleury está carregando uma maior alavancagem após a emissão de debêntures e os pagamentos de M&A no valor de R\$ 1 bilhão. Desse modo, prevemos que os seus resultados financeiros se deteriorarão para R\$ 313 milhões negativos em 2022 vs. R\$ 168 milhões negativos em 2021. Neste momento, a sua alavancagem (Dívida Líquida/EBITDA de 2,4x em 2022) não é uma preocupação para nós.

Alterações em nossas estimativas. Consideramos as novas projeções macroeconômicas do Santander que preveem inflação e taxa Selic mais altas. Estes fatores levaram à redução da nossa projeção de EBITDA de 1% e 2% em 2022 e 2023, respectivamente. O LPA diminuiu 5% no mesmo período.

Valuation e recomendação: Reduzimos o nosso preço-alvo de R\$ 23,50 para R\$ 22,50, correspondendo às estimativas pessimistas sobre a companhia. O nosso preço-alvo se baseia numa metodologia de fluxo de caixa livre descontado para a firma, assumindo um WACC médio de 12,4% ao longo dos nossos anos projetados, um custo de capital por volta de 13,1% e um crescimento perpétuo de 6% em termos nominais. No nosso preço-alvo, a FLRY3 estaria negociando a 8,8x EV/EBITDA em 2022E (vs. 7,8x nos níveis atuais de aprox. R\$ 19,05/ação). Quanto ao P/L, o nosso preço-alvo implica uma reclassificação para 26,5x (vs. os 22,5x anteriores) em 2022E. Na nossa visão, um declínio do LPA em 2022 poderia impedir uma reclassificação mais significativa.

Santander Equity Research

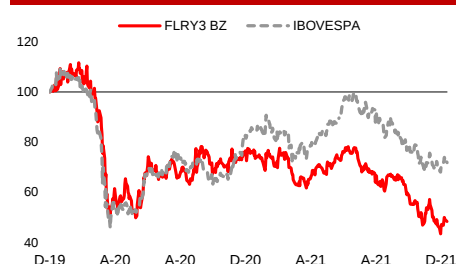
Saúde

14 de janeiro de 2022

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 22,50

Desempenho de Preços (R\$)



Fleury

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

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	2,972	3,864	4,249	4,504
YoY change (%)	2.3	30.0	10.0	6.0
Gross Profit	810	1,104	1,203	1,310
YoY change (%)	(8.7)	36.4	9.0	8.9
EBITDA	837	1,038	1,116	1,222
YoY change (%)	(4.9)	24.0	7.5	9.5
As % of Revenue	28.2	26.9	26.3	27.1
Operating Income	479	650	680	753
YoY change (%)	(14.6)	35.9	4.6	10.7
As % of Revenue	16.1	16.8	16.0	16.7
Financial Results	(138)	(168)	(314)	(326)
Taxes	(84)	(128)	(97)	(117)
Net Profit	257	355	269	310
YoY change (%)	(17.7)	38.0	(24.0)	15.1
As % of Revenue	8.6	9.2	6.3	6.9
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	(358)	(388)	(436)	(469)
Other Noncash Items	(98)	(106)	(150)	(160)
Changes in Working Capital	(66)	(113)	(58)	(85)
Operating Cash Flow	451	524	498	535
Capital Expenditures	(188)	(308)	(340)	(360)
Free Cash Flow	264	216	158	174
Other Invest./(Divestments)	-	-	-	-
Change in Debt	343	339	0	0
Dividends	(229)	(274)	(158)	(214)
Capital Increases/Other	6	5	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	1,042	904	519	478
Current Assets	1,880	1,887	1,564	1,616
Fixed Assets	3,504	4,179	4,647	4,748
Total Assets	5,588	6,291	6,436	6,588
Current Liabilities	1,110	1,249	1,303	1,385
Long-Term Liabilities	2,727	3,248	3,272	3,311
Shareholders' Equity	1,751	1,791	1,858	1,889
Total Financial Debt	2,690	3,141	3,170	3,219
ST Debt	577	533	539	548
LT Debt	2,112	2,608	2,631	2,671
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	1,648	2,237	2,652	2,741
Capital Employed	3,399	4,031	4,513	-
Net Debt/EBITDA	2.0	2.2	2.4	2.2
Net Debt/Equity	0.9	1.2	1.4	1.5
Capex/Revenue (%)	6.3	8.0	8.0	8.0
Int Cover (%)	11.6	8.7	3.7	4.4
Dividend Payout (%)	73.3	106.5	44.6	79.3
ROCE (%)	16.5	19.3	17.2	-
ROE (%)	14.6	20.0	14.8	16.6
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	33.0	17.1	22.5	19.5
P/CE	13.8	8.1	8.6	7.8
FV/EBITDA	12.1	8.0	7.8	7.2
FV/EBIT	21.2	12.8	12.8	11.7
FV/Revenue	3.4	2.1	2.1	2.0
P/BV	4.8	3.4	3.3	3.2
FCF Yield (%)	3.1	3.6	2.6	2.9
Div Yield (%)	2.7	4.5	2.6	3.5
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.81	1.12	0.85	0.98
DPS	0.23	0.39	0.64	0.88
BVPS	5.52	5.64	5.84	5.94

Alliar (AALR3)

Assumindo a Cobertura com uma Recomendação de "Manutenção"

Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 20,50 (2022E);

Substituindo o Preço-Alvo de R\$ 14,40 (2021E)

Caio Moscardini; Artur Alves

Tese de Investimento: No dia 18 de novembro de 2021, a MAM Asset Management realizou uma oferta de R\$ 20,50 por ação para comprar a participação dos acionistas controladores da Alliar. Esta oferta foi aceita, e nós atualmente estamos aguardando por algum comunicado oficial sobre a participação total que será adquirida. Se a MAM acabar com mais de 50% das ações da AALR3, então acreditamos que o direito de *tag along* será acionado, o que faria a MAM ter de estender a mesma oferta a todos os acionistas. Ao nosso ver, a oferta da MAM parece justa e em conformidade com o nosso modelo de fluxo de caixa descontado (FCD).

Perspectivas para 2022: Acreditamos que a companhia registre receitas estáveis (+3% no A/A) devido a uma base comparativa difícil e ao projeto de expansão da sua margem EBITDA de 160bps no A/A em 2022. Ao nosso ver, o principal impulsionador da sua expansão de margem será a redução dos custos com materiais, o qual projetamos uma melhora para 15,5% da receita líquida em 2022 (vs. 18,1% em 2021E).

Valuation e recomendação: Estamos assumindo a cobertura da Alliar com recomendação de "Manutenção" e a introduzindo o preço-alvo mais elevado de R\$ 20,50 (2022E) vs. R\$ 14,40 (2021E). O nosso preço-alvo para o fim de 2022 se baseia em uma metodologia de FCD com um WACC médio de 11,8%, um custo de capital próprio de 13,2% (vs. 10,7% anteriores) e um crescimento da perpétuo nominal de 6,0% (vs. 5,5% em reais).

Riscos: Risco de execução de M&A; maior concorrência; dependência dos operadores de planos de saúde.

Santander Equity Research

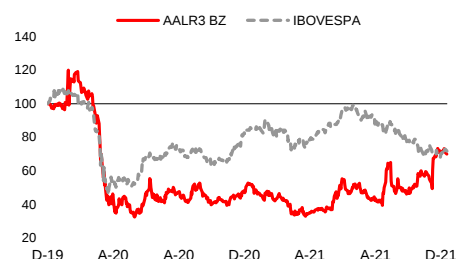
Saúde

14 de janeiro de 2022

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 20,50

Desempenho de Preços (R\$)



Alliar

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

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	929	1,148	1,190	1,313
YoY change (%)	(13.4)	23.6	3.7	10.3
Gross Profit	165	350	398	449
YoY change (%)	(42.0)	112.0	13.5	12.8
EBITDA	117	260	289	330
YoY change (%)	(55.9)	122.0	11.0	14.2
As % of Revenue	12.6	22.7	24.3	25.1
Operating Income	(9)	129	157	190
YoY change (%)	(106.4)	n/m	21.9	21.2
As % of Revenue	(1.0)	11.2	13.2	14.5
Financial Results	(64)	(90)	(131)	(124)
Taxes	(19)	(9)	1	(11)
Net Profit	(98)	37	35	64
YoY change (%)	(338.0)	n/m	(4.6)	81.7
As % of Revenue	(10.6)	3.2	3.0	4.9
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	(119)	(125)	(132)	(140)
Other Noncash Items	(10)	(27)	(35)	(39)
Changes in Working Capital	74	21	(8)	(11)
Operating Cash Flow	91	149	117	144
Capital Expenditures	(67)	(110)	(97)	(106)
Free Cash Flow	24	39	20	39
Other Invest./(Divestments)	3	1	0	0
Change in Debt	197	(14)	0	0
Dividends	(6)	(0)	(24)	(8)
Capital Increases/Other	0	0	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	232	174	170	201
Current Assets	569	521	536	594
Fixed Assets	1,709	1,786	1,817	1,864
Total Assets	2,541	2,573	2,620	2,722
Current Liabilities	476	604	621	642
Long-Term Liabilities	840	733	758	793
Shareholders' Equity	1,191	1,201	1,213	1,268
Total Financial Debt	1,099	1,120	1,152	1,194
ST Debt	323	457	463	471
LT Debt	776	663	689	723
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	867	946	981	994
Capital Employed	2,091	2,183	2,222	2,280
Net Debt/EBITDA	7.4	3.6	3.4	3.0
Net Debt/Equity	0.7	0.8	0.8	0.8
Capex/Revenue (%)	7.3	9.6	8.1	8.0
Int Cover (%)	(28.4)	(46.2)	(15.9)	(20.1)
Dividend Payout (%)	15.4	(0.4)	64.4	23.8
ROCE (%)	0.5	6.3	7.0	8.8
ROE (%)	(8.0)	3.1	2.9	5.2
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	-	n/m	n/m	33.5
P/CE	n/m	13.2	12.8	10.5
FV/EBITDA	18.7	12.1	11.0	9.6
FV/EBIT	-	24.5	20.2	16.6
FV/Revenue	2.4	2.7	2.7	2.4
P/BV	1.1	1.8	1.8	1.7
FCF Yield (%)	1.8	1.8	0.9	1.8
Div Yield (%)	0.5	0.0	1.1	0.4
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	(0.83)	0.31	0.30	0.54
DPS	(0.05)	(0.00)	(0.20)	(0.07)
BVPS	10.06	10.16	10.25	10.72

Hypera (HYPE3)

Caio Moscardini; Artur Alves

Tese de Investimento: Acreditamos que o segmento farmacêutico será o mais resiliente dentro da nossa cobertura de saúde para enfrentar as incertezas relacionadas com (i) o ambiente macroeconômico e (ii) um ano de eleições presidenciais.

Perspectivas para 2022. Esperamos que a receita da Hypera seja impulsionada por aquisições e pelo lançamento de produtos. Além do forte seu crescimento orgânico (+12% no A/A), esperamos que a consolidação da aquisição da Sanofi e que o lançamento de produtos em marcas recentemente adquiridas (Takeda e Buscopan) aumentem ainda mais o crescimento da sua receita. No total, esperamos que elas atinjam R\$ 7 bilhões, +18% no A/A, em 2022. Assim, projetamos uma expansão da margem EBITDA de 110 bps A/A, em 2022E. Além disso, prevemos que a sua expansão da margem de caixa bruto seja por volta de 50 bps em 2022, sendo impulsionada: (i) pela sua alavancagem operacional; (ii) por um melhor *mix* do seu portfólio (com lançamentos focados em produtos Rx que apresentam margens elevadas); e (iii) sinergias com M&A. Por fim, esperamos ainda que a queda das suas despesas gerais, com vendas e administrativas (SG&A) prossiga, à medida que as gerais e administrativas (G&A) e as despesas comerciais se diluem com a escala.

O que mudou? Atualizamos o nosso modelo com (i) os resultados do 3T21 e (ii) as novas estimativas macroeconômicas do Santander. O principal impacto foi referente à alta da taxa Selic, que reduziu as nossas estimativas de lucro líquido em 6% e 7% para 2022 e 2023, respectivamente. Neste momento, as nossas estimativas estão, em geral, em de acordo com o consenso de mercado.

Alavancagem se deteriorando em 2022. As nossas novas estimativas implicam uma deterioração da dívida líquida/EBITDA de 2,2x em 2021 para 2,3x em 2022. Isto não nos preocupa, principalmente porque a Hypera é uma empresa altamente geradora de caixa, embora esta dinâmica afete as suas despesas financeiras e, como resultado, o seu crescimento de LPA.

Valuation e recomendação: O nosso preço-alvo de R\$ 43,00 para o fim de 2022 é baseado na metodologia de fluxo de caixa livre descontado para a firma, assumindo um WACC médio de 12,4% ao longo dos anos nos quais já realizamos projeções, um custo de capital próprio de aprox. 13,5% e um crescimento perpétuo de 6% em termos nominais. Assim, o nosso preço-alvo implica um múltiplo P/L de 17x (2022E), o que está de acordo com a média histórica de três anos da companhia, e a nossa reclassificação esperada é apoiada por um CAGR de LPA ajustado de 9% em 2021-23E.

Santander Equity Research

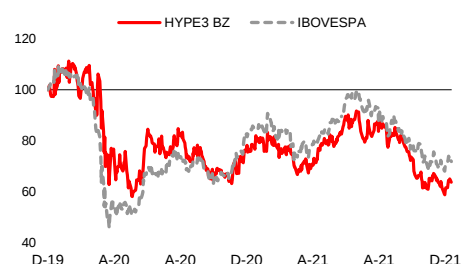
Saúde

14 de janeiro de 2022

Compra

Preço-Alvo: R\$ 43,00

Desempenho de Preços (R\$)



Hypera

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

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	4,089	5,901	6,988	7,851
YoY change (%)	24.1	44.3	18.4	12.3
Gross Profit	2,629	3,831	4,577	5,186
YoY change (%)	26.1	45.7	19.5	13.3
EBITDA	1,440	2,091	2,456	2,801
YoY change (%)	19.4	45.2	17.4	14.1
As % of Revenue	35.2	35.4	35.1	35.7
Operating Income	1,319	1,957	2,315	2,610
YoY change (%)	21.5	48.4	18.3	12.7
As % of Revenue	32.3	33.2	33.1	33.2
Financial Results	(75)	(300)	(711)	(693)
Taxes	78	(53)	(3)	(79)
Net Profit	1,295	1,555	1,596	1,833
YoY change (%)	11.3	20.1	2.6	14.8
As % of Revenue	31.7	26.4	22.8	23.3
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	(121)	(134)	(140)	(191)
Other Noncash Items	(1)	11	12	12
Changes in Working Capital	(322)	(1,068)	(337)	(282)
Operating Cash Flow	1,094	632	1,411	1,753
Capital Expenditures	(447)	(539)	(503)	(431)
Free Cash Flow	4,463	(1,663)	517	621
Other Invest./(Divestments)	1,836	(2,209)	(2,190)	(1,609)
Change in Debt	3,851	1,660	(400)	(785)
Dividends	(682)	(721)	(788)	(824)
Capital Increases/Other	41	(66)	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	4,743	2,770	1,296	883
Current Assets	7,899	6,765	5,897	5,973
Fixed Assets	8,133	12,010	13,558	13,991
Total Assets	17,250	20,143	20,823	21,332
Current Liabilities	2,629	3,119	3,340	3,453
Long-Term Liabilities	5,380	6,985	6,637	6,025
Shareholders' Equity	9,241	10,038	10,846	11,854
Total Financial Debt	5,537	7,449	7,049	6,264
ST Debt	486	927	879	784
LT Debt	5,051	6,522	6,170	5,480
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	794	4,679	5,753	5,381
Capital Employed	10,034	14,717	16,598	-
Net Debt/EBITDA	0.6	2.2	2.3	1.9
Net Debt/Equity	0.1	0.5	0.5	0.5
Capex/Revenue (%)	10.9	9.1	7.2	5.5
Int Cover (%)	6.5	5.0	2.8	3.7
Dividend Payout (%)	58.6	55.7	50.7	51.6
ROCE (%)	12.4	13.7	14.0	-
ROE (%)	14.4	16.1	15.3	16.1
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	16.3	11.9	11.6	10.1
P/CE	14.9	11.0	10.7	9.2
FV/EBITDA	15.2	11.1	9.9	8.6
FV/EBIT	16.6	11.9	10.5	9.2
FV/Revenue	5.4	3.9	3.5	3.1
P/BV	2.3	1.9	1.7	1.6
FCF Yield (%)	21.1	(9.0)	2.8	3.3
Div Yield (%)	3.2	3.9	4.2	4.4
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	2.04	2.46	2.52	2.89
DPS	1.08	1.14	1.24	1.30
BVPS	14.59	15.85	17.12	18.71

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 Artur Alves**, analistas de valor mobiliário 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 a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos 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.

© 2022 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados