

| **Carta de Gestão**

3° Trimestre de 2022

*"Said "woman take it slow, and it'll work itself out fine"
All we need is just a little patience
Said "sugar make it slow and we'll come together fine"
All we need is just a little patience"*

Trecho da letra da música Patience da banda americana Guns N' Roses.

O Fundo SFA EAC FIC FIA – BDR NÍVEL I encerrou o terceiro trimestre de 2022 com uma rentabilidade positiva de 19,12%, contra uma variação positiva de 11,66% do Ibovespa.

Período	SFA EAC FIC FIA – BDR Nível I	IBOVESPA	CDI
3T22	19,12%	11,66%	3,31%
YTD	16,58%	4,97%	8,91%
Últimos 3 anos	28,16%	5,05%	18,31%
Últimos 5 anos	107,68%	48,11%	34,10%
Desde o início	280,69%	105,65%	117,79%

No momento em que escrevemos essa carta, já temos um novo presidente eleito, e os desafios estão postos para o governo que iniciará o seu mandato.

Como país, temos o desafio de equilibrar as crescentes demandas sociais com a responsabilidade fiscal. Os primeiros sinais não foram bons. O governo eleito tem adotado um discurso de maiores gastos públicos, sem explicar como irá financiá-los.

A desigualdade social no nosso país é grande, e entendemos que é preciso dar assistência para camada da população mais carente, entretanto, fazer isso gerando um problema fiscal, e por consequência, instabilidade econômica, só agrava o problema, dado que são justamente as pessoas de renda mais baixa quem mais sofrem.

Já partimos do desafio fiscal de uma dívida pública extremamente alta, ao redor de 77% do PIB, em comparação a outros países emergentes. Isso posto, financiar os gastos com mais dívida, e a uma taxa de juros crescente, parece ser insustentável e nos colocaria em uma trajetória de vulnerabilidade.

Restam, então, duas alternativas: a primeira, é cortar despesas para financiar os novos gastos. A máquina pública brasileira além de gastar muito, gasta mal, sem critério, com muito desperdício, desvios e sem métricas para avaliar a qualidade dos gastos. Entretanto, cortar gastos é sempre uma decisão política difícil, porque reduz a popularidade de um governante.

A segunda alternativa, seria elevar a carga tributária, porém, é mais uma decisão difícil, já que temos uma carga tributária elevada e crescente ao longo das últimas décadas, e que hoje corresponde a, aproximadamente, 35% do PIB. Dado o tamanho da carga tributária na economia, não parece que a sociedade brasileira irá aceitar, tão facilmente, essa alternativa.

De qualquer forma, as escolhas precisam ser feitas, e é importante o entendimento dos nossos políticos que política social e fiscal não são conflitantes, e deveriam andar juntas.

Ainda existe muita incerteza, e não sabemos, ao menos, quem serão os novos ministros da fazenda e do planejamento, cargos chaves, que irão definir as diretrizes da política econômica do novo governo. Todavia, acreditamos que o novo governo, apesar dos sinais ruins, não tem a intenção legítima de ver a situação econômica se deteriorar a ponto de perderem capacidade de governar, ameaçando seu futuro nas próximas eleições. A sociedade evoluiu no contexto de discussão política e econômica, e se formos para um caminho de insustentabilidade fiscal, haveria uma grande insatisfação da população à medida que forem sentidos os efeitos da desorganização econômica.

Diante do cenário, nós, como investidores de longo prazo, sempre nos perguntamos se as nossas empresas são resilientes o suficiente para passar por períodos turbulentos. Quando olhamos nosso fundo, temos bastante conforto, pois, somos sócios de negócios líderes de mercado e geradores de caixa. Inclusive, as empresas da nossa carteira, historicamente, sempre foram capazes de ganhar *market share* em momentos de maior dificuldade do país, dadas as vantagens competitivas que possuem.

Durante todo o ano, várias incertezas pairaram sobre o mercado, e fomos bastante ativos na gestão do portfólio, através do ajuste de *sizing* das posições, gestão de caixa e *hedges*. A gestão ativa adicionou um resultado importante na *performance* do ano e nos possibilitou, nos momentos de maior *stress*, aumentar ou montar uma nova posição em empresas que gostamos.

Tanto o cenário local, quanto o externo, estão desafiadores e, portanto, precisamos ter um entendimento fluido dos acontecimentos, para ter uma gestão do portfólio eficiente. Mas, independentemente dos acontecimentos, acreditamos que existem oportunidades de investimento em qualquer cenário. O foco na análise dos negócios em que somos sócios, fará a diferença na geração de valor para os nossos cotistas no longo prazo.

Prontuário Hapvida

Introdução

As empresas do setor de saúde, Hapvida e NotreDame Intermédica (GNDI), realizaram a abertura de capital em 2018. Desde então, estudamos as duas empresas e as consideramos boas alternativas de investimento, dentro da tese de consolidação do setor de saúde suplementar. As duas empresas seguiam uma estratégia semelhante, ambas atuam no modelo verticalizado, que ocorre quando as operadoras de saúde investem em estruturas próprias para atender seus beneficiários como hospitais, clínicas e laboratórios, e estavam capitalizadas pelas emissões de ações, com o plano de expandir rapidamente, adquirindo outras empresas verticalizadas menores. O modelo verticalizado, se bem-feito, elimina o conflito de interesse entre as operadoras e as redes de atendimento, pois o custo do plano de saúde é a receita da rede hospitalar. O plano de saúde não pode deixar de prestar assistência ao seu beneficiário, porém, o seu interesse econômico é de reduzir as despesas médicas, enquanto os hospitais e clínicas querem maximizar o seu lucro através de consultas, exames e procedimentos médicos. O modelo verticalizado da Hapvida e da GNDI, parece ser mais sustentável que o tradicional plano de saúde, com maior potencial de crescimento e maior retorno sobre o capital, em um mundo onde a inflação médica cresce a dois dígitos todo ano.

Embora semelhantes, as atuações geográficas das duas companhias eram diferentes, com a Hapvida posicionada mais nas regiões Nordeste e Norte do país e a GNDI mais no Sudeste, e inicialmente, impediram uma concorrência prejudicial na disputa por clientes. Porém, ambas tinham planos de expandir sua geografia e, eventualmente, iriam se esbarrar na disputa por ativos em regiões em que não atuavam, o que levaria a

SFA a escolher um dos dois *players* para se posicionar no setor. Nesse contexto, e com maior conhecimento do negócio e do setor, nos tornamos investidores da Hapvida em 2019. Durante nosso investimento, vimos a Hapvida acelerar suas aquisições, integrar os ativos, fortalecer suas vantagens competitivas e entregar crescimento orgânico e inorgânico, com boa rentabilidade.

Porém, o inevitável aconteceu, já em 2019, quando observamos a disputa por ativos estratégicos entre Hapvida e GNDI se tornar mais acirrada. Os casos mais relevantes foram o do Grupo São Francisco, operadora verticalizada localizada no interior de São Paulo adquirida pela Hapvida, e da Clinipam, localizada na região Sul, adquirida pela GNDI. Estas aquisições foram bastante disputadas por elas e a competição fez com que fossem concluídas por múltiplos altos, até então, nunca avaliados no setor, porém, ainda justificáveis sob o ponto de vista de geração de valor. Naquela época, desconfiávamos que o retorno sobre o capital alocado reduziria à medida que a concorrência pela aquisição de ativos aumentasse. As duas companhias fizeram novas rodadas de captação de recursos no mercado, e a briga no campo das aquisições se acirrou. Durante a pandemia, a atratividade dos investidores pelo setor aumentou e houve uma redução da oferta de ativos relevantes disponíveis para aquisições. Com a escassez de ativos disponíveis, as duas companhias focaram em aquisições na praça de Minas Gerais, mercado que ambas possuíam pouca exposição, até então. No 2º semestre de 2020, percebemos que o retorno de capital alocado nas aquisições estava reduzindo drasticamente e, além disso, o preço de suas ações trazia pouca margem de segurança para justificar o investimento, e preferimos desinvestir.

Alguns meses depois do nosso desinvestimento, um marco importante da história das duas companhias aconteceu com o anúncio da combinação de seus negócios. Naquele momento, as duas empresas combinadas detinham capitalização de mercado acima de R\$ 100 bilhões e, o mais importante do ponto de vista estratégico, a Hapvida e GNDI combinadas são complementares em geografia e a fusão trouxe fim à competição entre as duas nas aquisições. O fechamento da operação ocorreu um ano depois, em fevereiro de 2022 e, hoje, a nova Hapvida passa por um processo grande de integração. A fusão entre Hapvida e GNDI significa um novo capítulo para o setor de saúde e achamos uma história interessante de investimento. Neste último trimestre, resolvemos voltar a ter uma posição relevante na Hapvida, depois de analisar a nova empresa por vários ângulos, que passa desde uma análise criteriosa da situação da companhia e setor no pós-pandemia, até pesquisas proprietárias, com uso de *analytics* para avaliar a qualidade percebida pelos usuários do modelo verticalizado e a cotação atual, a qual consideramos possuir uma melhor margem de segurança.

A linha de raciocínio para a nossa nova tese de investimento em Hapvida passa por:

- 1) Oportunidade de investimento no setor, que entendemos que deva ganhar penetração na população brasileira e continuar a ser consolidado.
- 2) A Hapvida ser o *player* que mais se beneficiará dos vetores de crescimento setorial, e porque entendemos que as vantagens competitivas que ela possui foram reforçadas.

Assim, subdividimos essa carta em duas grandes seções, abordando os tópicos que mencionamos acima.

1ª seção) Setor de saúde

1.1) Características do setor de saúde

No Brasil, o direito de todos à saúde, o dever do Estado e o acesso universal, estão previstos no art.196 da CF 1988. A atuação do Estado é através da figura do SUS – Sistema Único de Saúde – que é um dos mais complexos sistemas de saúde pública no mundo. Seu propósito é dar acesso universal, integral e gratuito à

população e sua estrutura é composta pelo Ministério da Saúde e secretarias de estados e municípios, cada um com sua corresponsabilidade.

O financiamento do SUS é feito pelas três esferas de governo. Cada ente federativo possui um Fundo de Saúde e, em linhas gerais, os recursos financeiros são repassados da União até os municípios. A Lei Complementar 141/2012, em conjunto com a EC 86/2015 que alterou o art.198 da CF 1988 e com EC 95/2016 que instituiu o teto dos gastos, regem como cada esfera de governo transfere e como é rateado os recursos mínimos destinados à saúde. Hoje, portanto, a União deve destinar, no mínimo, recursos às ações e serviços públicos de saúde (ASPS) correspondentes ao valor do exercício anterior, acrescido pela inflação¹; cabe aos Estados transferir, no mínimo, 12% do que arrecadam; e, aos municípios de destinar, no mínimo, 15% de sua arrecadação para ações e serviços públicos de saúde.

Além do sistema público, representado pelo SUS, há a atuação de entes privados, sejam com fins lucrativos ou não, e em diferentes elos da cadeia de valor da saúde.

A saúde suplementar surge em 1956, com a fundação da Policlínica Central – considerada a primeira empresa de planos de saúde no Brasil – com a Volkswagen como principal cliente. A primeira Unimed nasceu em 1967. A atividade de operadora e seguradora de planos privados de saúde começa a ser regulamentada apenas em 1998, com a Lei 9.656 e a ANS nasce apenas em 2000 com a Lei 9.961. De lá até hoje, a lei que dispõe sobre planos de saúde foi alterada algumas vezes, sendo que a MP 2.177-44/2001 foi a principal alteração até 2021, quando novos debates acerca do rol de procedimentos, trouxeram mais mudanças na lei.

A atuação de uma operadora na saúde suplementar pode se configurar em algumas modalidades, dentre elas vale destacar:

- autogestão;
- cooperativa médica;
- medicina de grupo;
- seguradoras especializadas em saúde.

Cada modalidade tem características específicas de regras de solvência, tributos, e claro, de operação e modelo de negócio. Por exemplo, medicina de grupo, onde se encontram Amil e Hapvida, possuem rede própria e podem ou não oferecer produtos de rede credenciada, são tributadas com ISS e possuem alíquota de IRPJ e CSLL de 34%; já seguradoras, como SulAmérica, credenciam uma rede de prestadores de serviços e permitem a livre escolha, são tributadas com inserção de IOF nos prêmios de seus produtos e possuem alíquota de IRPJ e CSLL de 40%².

Os produtos podem ser contratados de 3 modos:

1. individual/familiar;
2. coletivo empresarial;
 - a. pequenas e médias empresas (PME);

¹ A destinação mínima de recursos à saúde a ser realizada pela União é determinada pela EC 95/2016 (tetos dos gastos) que tem prazo de 20 anos, desde sua implementação. Após esse prazo, a regra retorna a EC 86/2015. Os valores mínimos de estados, municípios e Distrito Federal ficaram definidos pela Lei Complementar 141/2012.

² Atualmente, a CSLL para seguradoras é de 15%.

- b. corporativo.
- 3. coletivo por adesão.

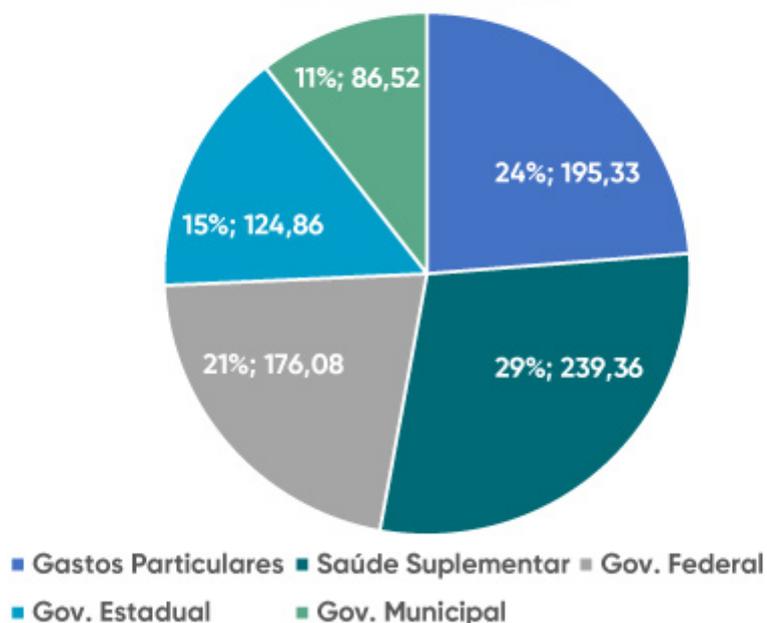
Cada forma de contratação também possui suas características específicas e são regulados de forma diferente pela ANS. Duas características marcantes que diferenciam as formas de contratação são: regulação sobre os reajustes de preço dos planos; possibilidade de encerramento do contrato de forma unilateral pela operadora.

	Individual/Familiar	Coletivo empresarial	Coletivo por adesão
Reajuste de preço	ANS determina o reajuste máximo a partir de maio de cada ano.	Para PME, a ANS não determina o limite do reajuste, contudo, deve prevalecer isonomia do reajuste em todos os contratos desse tipo de cliente. Para empresas maiores, não há controle pela ANS sobre o percentual de reajuste e cada contrato é negociado individualmente com cada cliente.	Os contratos são negociados com as associações profissionais ou com o administrador do benefício.
Encerramento de contrato	Os contratos adimplentes não podem ser encerrados pela operadora de forma unilateral, sem anuência do beneficiário.	Contratos adimplentes podem ser encerrados de forma unilateral pela operadora.	Contratos adimplentes podem ser encerrados de forma unilateral pela operadora.

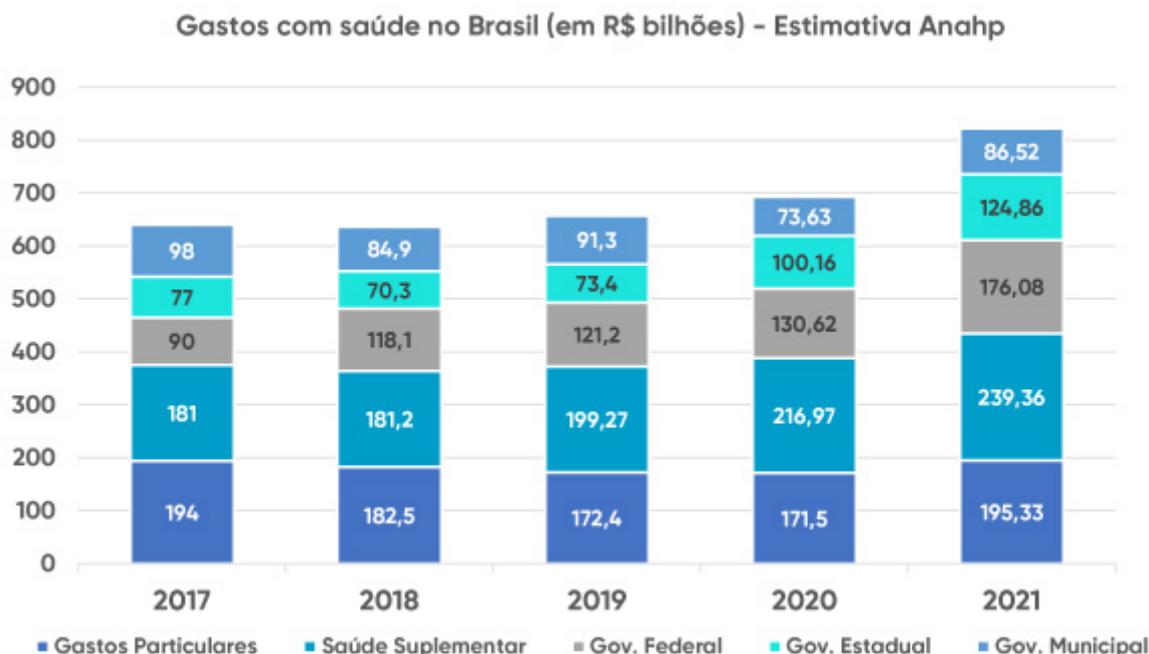
1.2) Tamanho do setor de saúde brasileiro

Com base no Observatório Anual de 2022 da Anahp – Associação Nacional de Hospitais Privados – as despesas totais em saúde no Brasil, foram da ordem de R\$ 822 bilhões em 2021.

Gastos com saúde no Brasil 2021 (em R\$ bilhões) - Estimativa Anahp



Quando olhamos em retrospectiva os dados da Anahp, o gasto com saúde no Brasil saiu de R\$ 640 bilhões em 2017, para R\$ 822 bilhões em 2021 (imagem abaixo).



Os gastos com saúde são próximos a 10% do PIB, e devem continuar crescendo. Além disso, a parcela referente à saúde suplementar deveria ganhar espaço dentro do total de gastos com saúde no Brasil, pois o sistema público possui desafios relevantes para manter o nível de serviço atual com o contínuo envelhecimento da população, em conjunto com a situação das contas públicas e inflação médica afetando todo o setor.

1.2.1) Os desafios que prejudicam a sustentabilidade de longo prazo do SUS

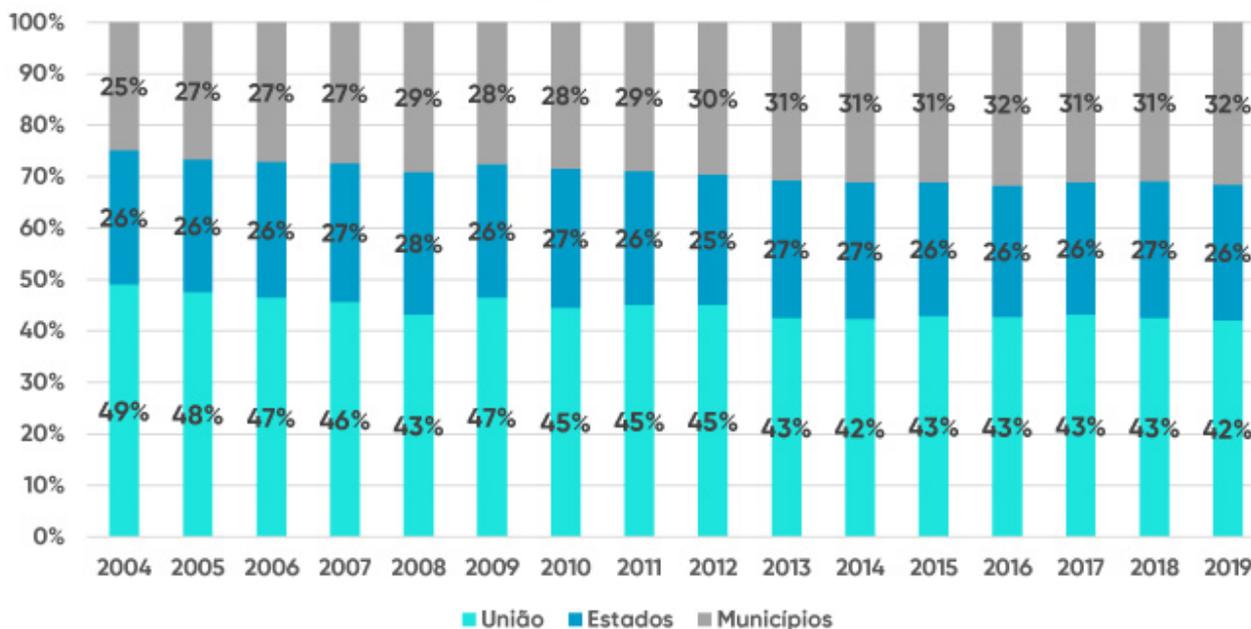
Os dados que apresentamos no tópico anterior, mostram um dado espantoso: 53% do gasto total, R\$ 435 bilhões, são gastos privados. A situação chama ainda mais atenção quando relacionamos esses montantes ao tamanho da população que está usando os respectivos serviços de saúde. Mas, é meia verdade ao afirmarmos que todos fora da saúde suplementar, cerca de 75% da população, usam apenas serviços públicos de saúde. Há aqueles que utilizam de recursos próprios para custear serviços ligados à saúde. Além disso, o uso do serviço de saúde público não é excludente ao uso do serviço privado quando esta pessoa está fora da saúde suplementar. Sendo assim, não é possível trazer uma relação exata do quanto é o gasto *per capita* no setor privado, em comparação com o gasto *per capita* no setor público. Mas, quando atribuímos a extremos, para entender com qual intervalo estamos lidando, o gasto anual *per capita* com serviços privados de saúde é de 1,4x a 3,7x ao gasto anual *per capita* do setor público³. A conclusão que tiramos disso é que os gastos no sistema público não são suficientes para cobrir as reais necessidades da população em saúde no Brasil.

Isso posto, e entendendo como o SUS se financia, podemos compreender desafios importantes na esfera pública. Há uma limitação fiscal no Brasil que restringe gastos e investimentos, mesmo em setores fora da

³ Assumindo dois extremos: i) os beneficiários da saúde suplementar responsáveis pelos gastos, apenas da saúde suplementar; ii) os beneficiários da saúde suplementar, responsáveis pelos gastos do setor privado inteiro.

regra geral do teto de gastos, caso da saúde. Esse desafio não é de hoje, e isso se reflete na perda de participação da União dentro dos gastos com ações e serviços públicos de saúde (ASPS). O que é paradoxal, quando pensamos que a União é quem tem maior poder de arrecadação.

Participação dos entes federados no financiamento das despesas em ASPS



Fonte: Estudo do IPEA e Fiocruz⁴

Somado ao desafio de financiamento do SUS, há uma preocupação com a sustentabilidade dos prestadores privados sem fins lucrativos, que atendem a população pelo sistema público. Muitas Santas Casas, hospitais e entidades filantrópicas se encontram em situação deficitária. Importante destacar que elas atuam como um agente importante, representam cerca de 70% do volume assistencial em alta complexidade atendida pelo SUS. Essas entidades são remuneradas pela Tabela SUS, que desde o Plano Real, teve reajuste médio de 94%, enquanto o INPC do período foi de 636%. Para termos uma ordem de grandeza, a inflação médica no Brasil subiu 548% acumulado num período ainda mais curto, de 2007 até fim de 2021, enquanto nesse mesmo período, o IPCA subiu 124%. Na Tabela SUS de 2022, uma consulta médica em atenção especializada custa R\$ 10,00; um parto cesariano na mesma tabela custa R\$ 545,73; um parto normal custa R\$ 443,40. Assim, considerando a lei 2.564/2020 (piso salarial da enfermagem), a CMB (Confederação das Santas Casas, Hospitais e Entidades Filantrópicas) estima que seriam necessários R\$ 17 bilhões adicionais por ano para que as entidades alcançassem o equilíbrio econômico-financeiro.

O terceiro componente agravante à situação, é o envelhecimento da população. A estimativa do IBGE é que o percentual da população de pessoas com mais de 65 anos saia de próximo de 9,8% em 2020, para 13,5% em 2030 e ultrapasse a faixa de 20% até 2050. Pessoas mais idosas tendem a usar com maior frequência o

⁴ Artigo de SERVO, Luciana M. S. *et al.* Financiamento do SUS e Covid-19: histórico, participações federativas e respostas à pandemia. Saúde em Debate, 2020. Disponível em:

<<https://www.scielo.br/j/sdeb/a/3WbqYLWqnc8MSJ7LpnBY5SK/?lang=pt&format=pdf>>. Acesso em: 22 de nov. de 2022

serviço de saúde e, associada a essa maior frequência, ainda há, dentro da composição de serviços de saúde demandado por esse público, maior importância de internações, que possuem um custo alto.

Entendemos, assim, que a sustentabilidade financeira e qualidade do atendimento da saúde pública no Brasil passa de alguma forma pelo avanço e ganho de penetração da saúde suplementar, dentro da população brasileira.

1.2.2) A alta inflação médica pressiona todo o sistema de saúde

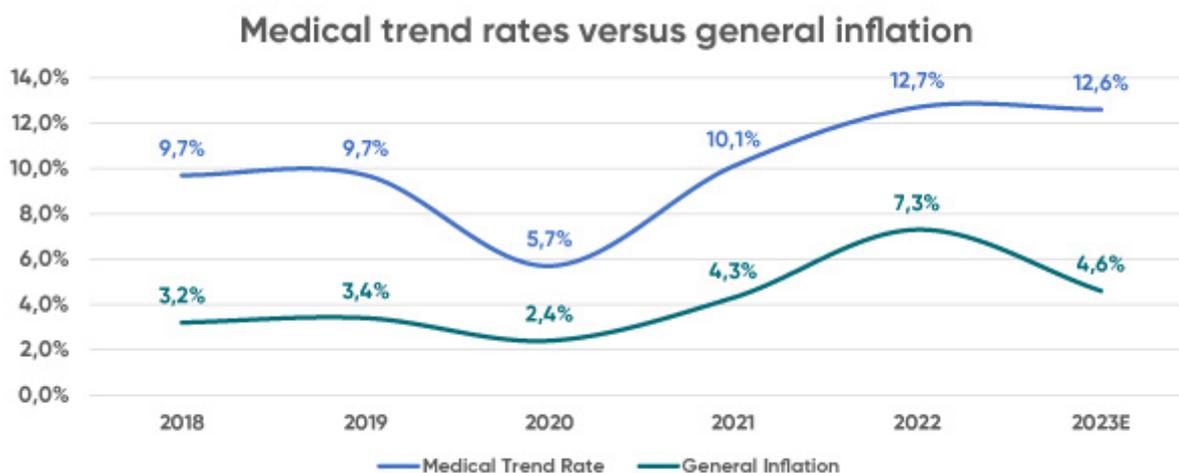
Independente do país, o setor de saúde sofre com uma dinâmica inflacionária de custos. Essa dinâmica é consequência invariavelmente de diversos fatores, como: a predominância de certos modelos de pagamentos que não são alinhados à resultado; pelo próprio avanço tecnológico; por desperdício; ausência de um protocolo padronizado; ausência de um prontuário único etc.

O “Textos para Discussão nº 69-2018: Tendências da variação de custos médico-hospitalares: comparativo internacional” do IESS (Instituto de Estudos de Saúde Suplementar) compilou dados do ano de 2017 de 3 consultorias internacionais: Aon, Mercer e Willis Towers Watson. Elas demonstram o quanto os indicadores de inflação médica superam o indicador de inflação de determinado país⁵. Em 2017, nos Estados Unidos, a inflação médica representou 3,7x da inflação; no Brasil, o multiplicador foi 3,4x; no Reino Unido, 2,9x. Em outro estudo, dessa vez da Mercer, “MMB Health Trends 2023”, demonstra a evolução, desde 2018, da inflação médica no mundo em relação à inflação média global, que é consistentemente mais alta.

⁵ O estudo pode ser encontrado no endereço: <https://www.iess.org.br/biblioteca/tds-e-estudos/textos-para-discussao/td-69-tendencias-da-variacao-de-custos-medico#:~:text=buscas%20recentes...-TD%2069%20%2D%20Tend%C3%AAsncias%20da%20varia%C3%A7%C3%A3o,custos%20m%C3%A9dico%2Dhospitalares%3A%20comparativo%20internacional&text=Trabalho%20in%C3%A9dito%20constata%20que%20a,economias%20mais%20desenvolvidas%20e%20est%C3%A1veis>.

INDICADOR DE QUANTAS VEZES A VCMH É SUPERIOR À INFLAÇÃO DA ECONOMIA; PAÍSES LISTADOS EM ORDEM DECRESCENTE DA MÉDIA DO INDICADOR, 2017				
Países	Aon	Mercer	Towers	Média
	Indicador	Indicador	Indicador	Indicador
GRÉCIA	6,7	3,8	8,3	6,3
CANADÁ	4,2	5,5	4,5	4,7
CORÉIA DO SUL	5,9	3,3	4,7	4,6
CHINA	2,5	4,6	4,5	3,9
ESTADOS UNIDOS	4,0	-	3,3	3,7
HOLANDA	5,1	2,1	3,3	3,5
BRASIL	2,8	4,2	3,1	3,4
MÉXICO	3,4	2,5	3,7	3,2
AUSTRÁLIA	2,9	3,4	3,1	3,1
DINAMARCA	1,1	6,1	1,8	3,0
CHILE	2,0	4,3	2,5	2,9
REINO UNIDO	4,2	2,4	2,0	2,9
FRANÇA	4,1	1,5	1,8	2,5
RÚSSIA	2,3	2,1	1,8	2,1
PORTUGAL	3,3	1,3	1,3	2,0
ÁFRICA DO SUL	1,6	-	1,6	1,6
EGITO	1,8	1,7	1,4	1,6
ARGENTINA	1,5	1,5	1,3	1,4

Fonte: Textos para Discussão nº 69-2018: Tendências da variação de custos médico-hospitalares: comparativo internacional, IESS

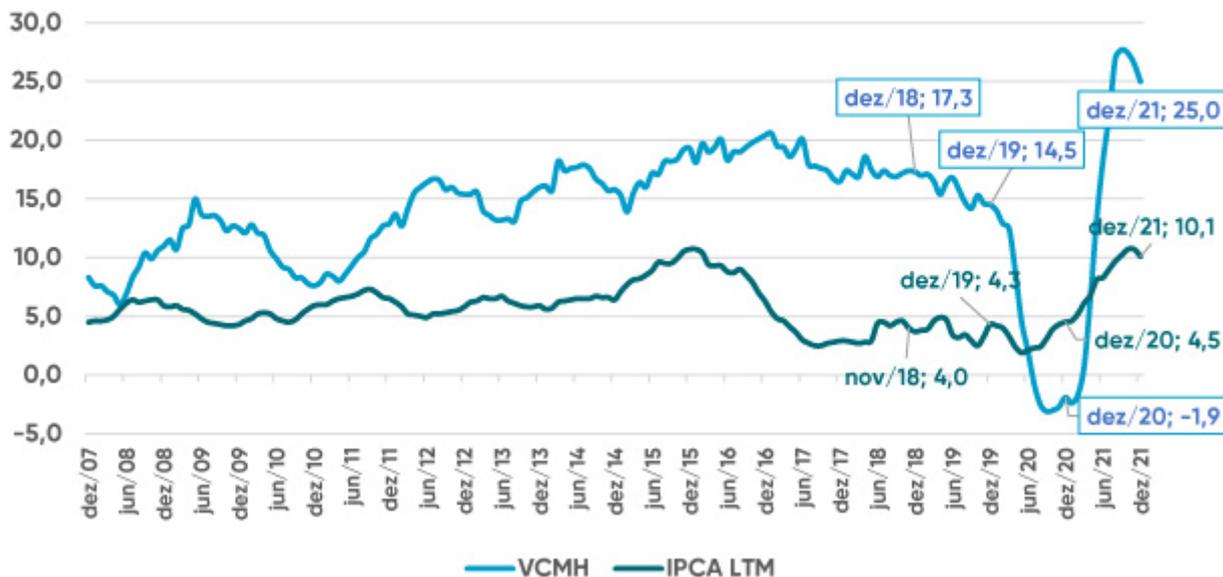


Fonte: MMB Health Trends 2023

O IVCMH (Índice Variação de Custos Médico-Hospitalares), medido pelo IESS, apesar de utilizar apenas dados de planos individuais/familiares, é a forma que costumamos olhar a variação do custo das operadoras de planos de saúde, e é um reflexo da inflação médica no Brasil. Abaixo, a evolução desse índice em comparação ao IPCA⁶, com a marcação no fechamento dos últimos anos.

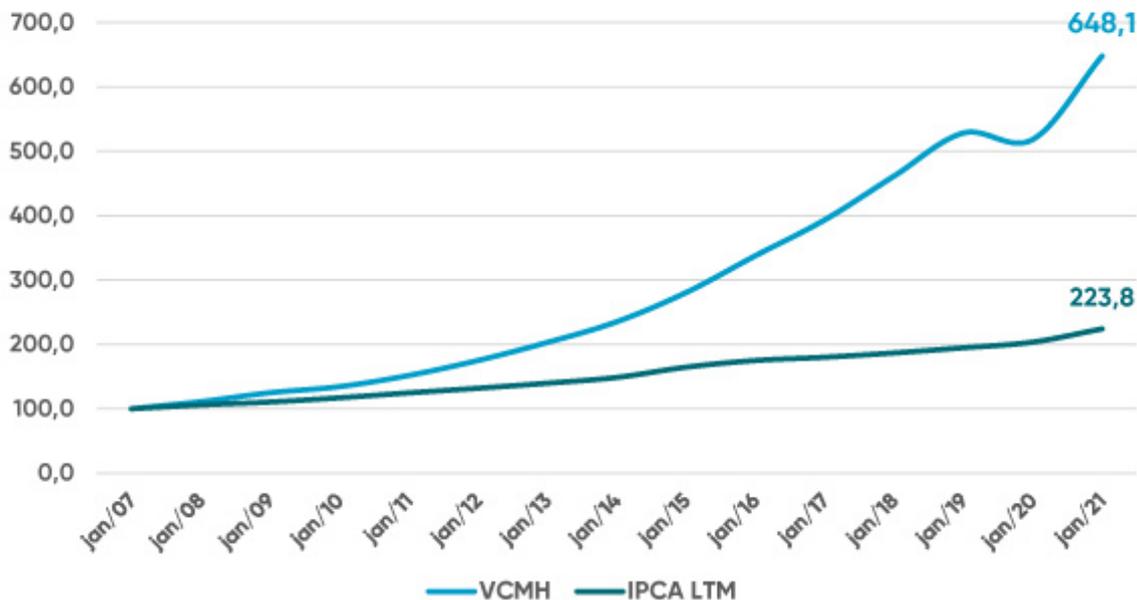
⁶ O IVCMH não é um índice de preços como o IPCA mas, usualmente, ocorre a comparação entre os dois.

VCMH x IPCA LTM (em %)



Se normalizarmos numa base 100, a partir de dezembro de 2007, fica ainda mais evidente o efeito composto da inflação médica sobre o IPCA.

VCMH x IPCA (número índice acumulado)

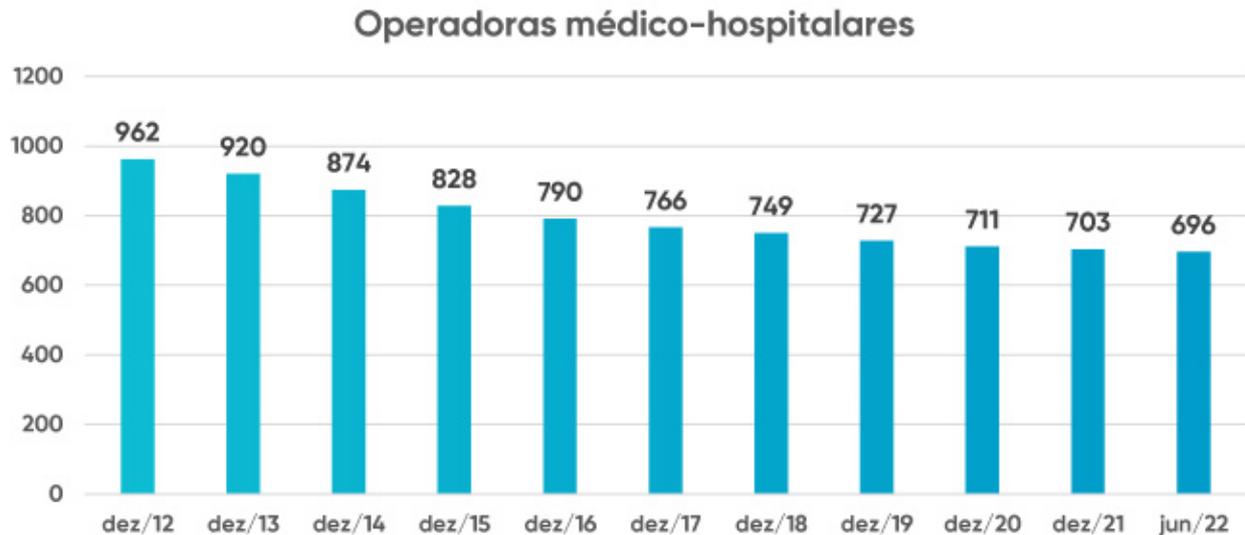


A conclusão disso, é que há um desafio enorme para todos do sistema de saúde, que veem as linhas de custos subindo nesse ritmo ano após ano. O atendimento público vai encontrar, cada vez mais, dificuldades em atender com qualidade a população que depende do SUS. Na saúde suplementar, as operadoras e seguradoras precisam buscar formas para compensar esses efeitos, para garantir a sustentabilidade dos contratos, seja por eficiência, melhora de condições de pagamento com prestadores e repasse de preço para clientes. As operadoras que possuem uma estrutura de custo mais controlada, deveriam capturar a maior parte da penetração da saúde suplementar dentro dos gastos totais com saúde. As operações verticalizadas parecem ser uma solução que vai de encontro ao crescente custo da inflação médica.

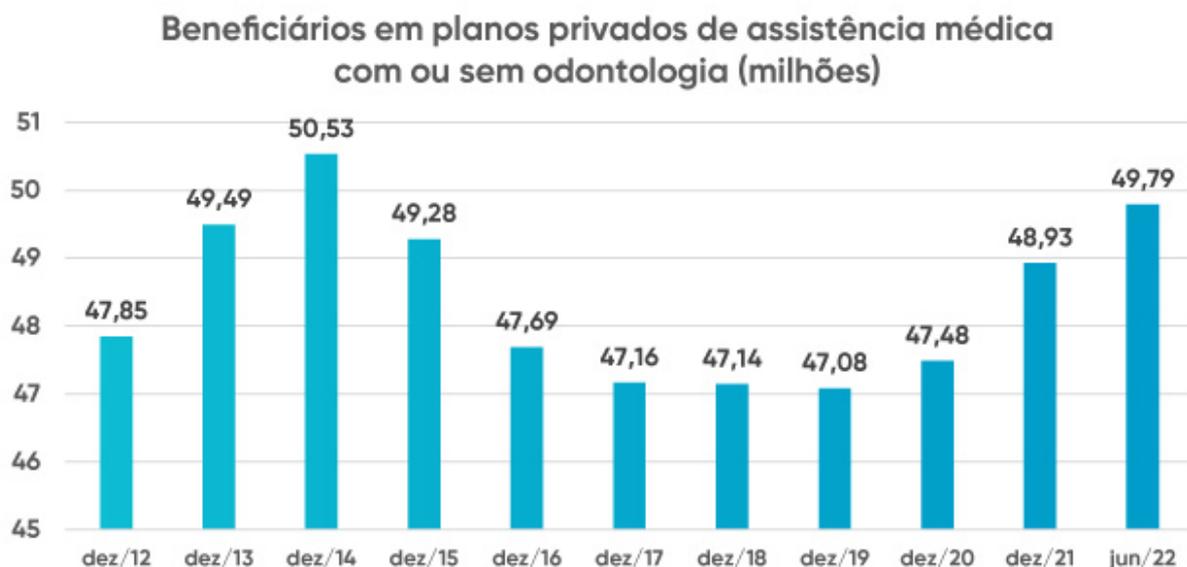
1.3) A Saúde Suplementar e sua baixa penetração na população

Conforme já introduzimos anteriormente, as operadoras e seguradoras estão inseridas na saúde suplementar e suas atuações são reguladas pela ANS.

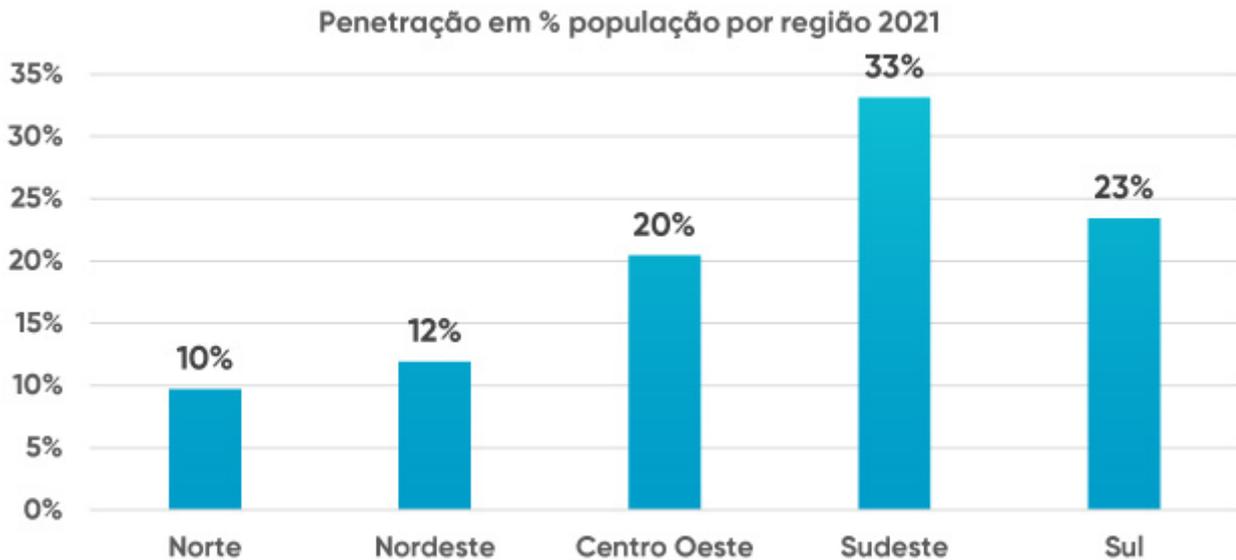
O setor vem passando por forte consolidação. Desde 2012 até 2022, o número de operadoras e seguradoras médico-hospitalares no Brasil saiu de 962 para 696 e acreditamos que isso deverá continuar acontecendo.



Ao mesmo tempo que vimos a redução de operadoras, vimos o número de beneficiários atingir seu pico em meados de 2014, e só retomar a um patamar próximo em 2022.



Nos chama atenção a penetração da saúde suplementar no Brasil, abaixo de 25%. Quando olhamos por região geográfica, a penetração é maior nas regiões com maior concentração de riqueza e densidade populacional. Mas ainda assim, é baixa.



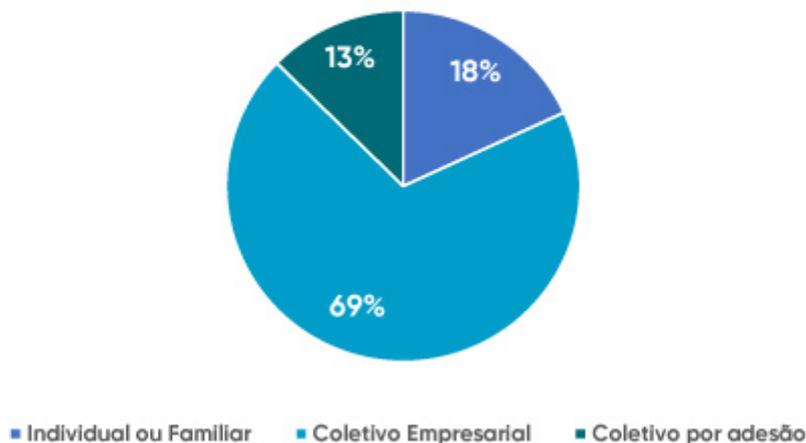
Diversas pesquisas de opinião, realizadas ao longo dos anos, sempre colocam o produto ‘plano de saúde’ como um dos mais desejados pela população, junto com casa própria e educação. Há, contudo, algumas razões peculiares do setor que contribuem para isso. Uma delas é a relação da renda das pessoas com o preço do produto. Essas mesmas pesquisas de opinião, trazem o preço como a principal razão de não ter o plano de saúde. Então, o que falta para as operadoras trazerem mais acesso ao produto?

1.3.1) O que falta para as operadoras trazerem mais acesso ao produto e aumentar a penetração da saúde suplementar?

A precificação de um seguro de saúde envolve diversos fatores: perfil do beneficiário, segmentação do plano, cobertura e rede credenciada, nível de coparticipação, a tecnologia em uso, fraudes, judicialização e impostos. De forma bem simplista, a operadora tenta mensurar o custo de uma carteira e atribui um *mark-up* sobre ele – o inverso desse *mark-up* é conhecido como sinistralidade. Mas, como vimos na seção anterior, esse componente de custo possui uma dinâmica inflacionária bem acima dos indicadores de inflação geral. Assim, com a finalidade de compensar a inflação médica e manter a sustentabilidade da carteira, a operadora/seguradora busca alternativas, mas, invariavelmente, não consegue fugir de negociar um reajuste de preço. No caso do produto individual/familiar, ainda há limitação no tamanho do reajuste, o que reforça a prática de preços iniciais mais elevados para que as operadoras, que comercializam tais produtos, não tenham contratos insustentáveis no futuro.

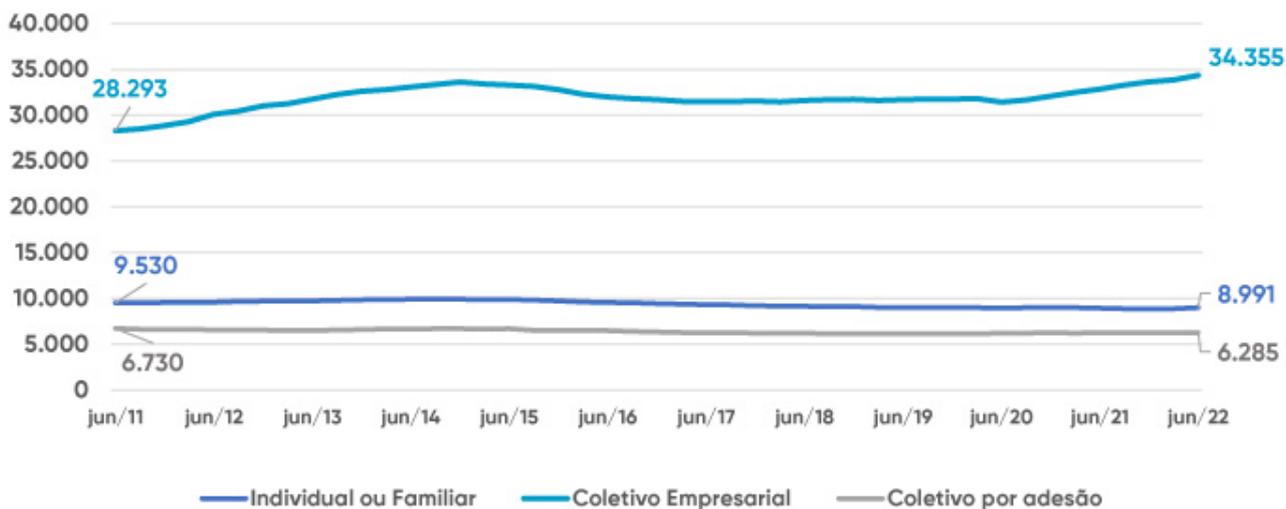
Diante da falta de acesso e da oferta limitada de planos individuais/familiares, a base de beneficiários de planos privados de assistência médica é concentrada em produtos coletivos empresariais.

Beneficiários em planos privados de assistência médica com ou sem odontologia por produto - junho/2022



O plano coletivo empresarial trouxe maior correlação da dinâmica do mercado de saúde suplementar com a atividade econômica. Assim, a crise enfrentada pelo país, a partir da metade da década passada, trouxe desafios ao setor, que ficou estagnado desde 2017 até meados de 2020, durante a pandemia, quando retomou o crescimento. Como nota-se no gráfico seguinte, o crescimento do setor nos últimos meses vem sendo carregado pelo coletivo empresarial.

Beneficiários em planos privados de assistência médica com ou sem odontologia (mil)



Diante disso, vemos 3 caminhos para aumento da penetração da saúde suplementar na população brasileira:

1. Melhora da atividade econômica.
2. Melhora do ambiente regulatório, em especial a regulação do reajuste de produtos individuais.
3. Melhoria do acesso via preço dos produtos e espalhamento de rede credenciada ou própria para outras regiões.

Em relação ao item 1 acima, que é relacionado ao produto voltado para empresas, é totalmente dependente da atividade econômica e reflexo em emprego (sobretudo, emprego formal). Isto é, a penetração da saúde suplementar tende a ser favorecida com o crescimento do país.

Neste sentido, podemos desenhar um cenário de quanto seria o mercado potencial desse produto, em número de beneficiários.

		2021	2030
a	População Total	213.317.639,00	224.868.462,00
b	PEA (% Pop)	50,5%	50,5%
c = a*b	PEA	107.758.000,00	113.592.930,44
d	Taxa de Desemprego	11,1%	8,7%
e = 1-d	População Ocupada (% PEA)	88,9%	91,3%
f = c*e	População Ocupada	95.747.000	103.657.783,54
g	Emprego Formal (% Pop Ocup)	60%	62%
h = f*g	Ocupação Formal	57.735.441,00	64.267.825,79
i	Razão # Dependente/ # Titular	0,75	0,75
j = h*(1+i)	TAM	101.037.021,75	112.468.695,14
k	Penetração Plano Corporativo	33,3%	36,8%
l = j*k	Tamanho de Mercado Plano Corporativo	33.686.204,00	41.433.980,39

As premissas do exercício acima seriam: população de 225 milhões de habitantes (estimativa do IBGE para 2030); sociedade economicamente ativa de 50,5% da população; 8,7% de taxa de desemprego (como referência, o dado de agosto de 2022 da PNAD contínua foi de 8,7%); informalidade de 38% (como referência, o dado de agosto de 2022 da PNAD contínua foi de 39,7%); razão entre número de dependentes por titular de 0,75. Assim, chegaríamos num mercado alvo de aproximadamente 112 milhões de pessoas. Aplicando uma penetração do produto de 36,8% (como referência, estimamos a penetração de 33,3% em 2021), alcançamos um mercado potencial de 41 milhões de pessoas.

Em relação ao item 2, o tema saúde, em sua maneira mais ampla, está bem aquecido nas diferentes esferas governamentais, principalmente no congresso. São decisões que vêm interferindo na forma que o órgão regulador atua ou que inserem mais componentes de custo nos sistemas público e privado, direta ou indiretamente.

Sem discutir o mérito das decisões, vimos num horizonte de 18 meses em retrospectiva, decisões tomadas numa direção oposta do que entendemos que seja pró-negócio: critérios muito abrangentes para inclusão de tecnologia em rol mínimo de procedimentos; piso salarial nacional para categorias importantes, mas com critérios que não respeitam qualquer regionalização e nível salarial de outras categorias e, nem sequer, entendem a situação do lado público do sistema. Por outro lado, temos visto maior interesse da ANS em rever o modelo de reajuste em planos individuais, trazendo maiores critérios, individualizando o indicador de eficiência e/ou regionalizando o reajuste. São fatores que podem melhorar o ambiente regulatório sobre esse produto e ampliar a oferta dele.

O item 3 depende da dinâmica competitiva de cada mercado. Mas claro que a precificação sofre influência do nível de custo, escala e eficiência da operadora/seguradora.

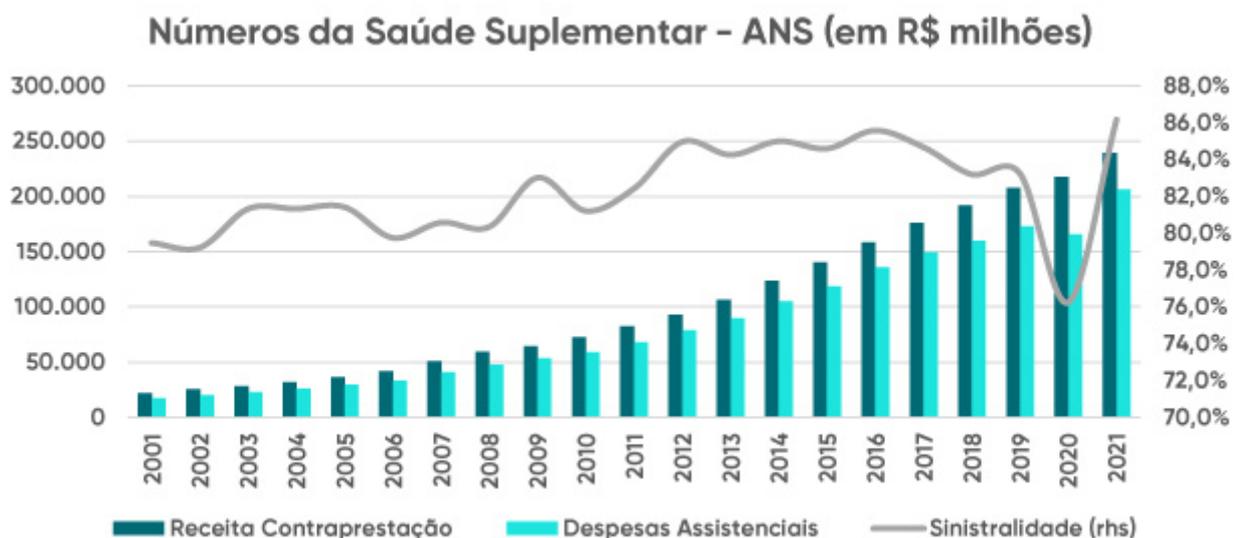
De uma forma geral e, em sua maior parte, a disputa pelo cliente é regionalizada e por categoria de produto, se individual/familiar ou coletivo, e é bastante acirrada, principalmente nas praças de maior densidade populacional e concentração de renda. Uma evidência de que a disputa é acirrada, é o próprio nível de margem operacional do negócio que pode ser observada nos números dispostos da ANS. O mercado individual/familiar possui oferta limitada, dada as condições impostas pelo regulador sobre o reajuste anual

de preço e sobre as regras contratuais desse produto (que já mencionamos nessa carta). Assim, em conjunto com características do produto (menor potencial de diluição de risco populacional), é um mercado que possui preços maiores, fator que limita o acesso. O mercado do produto coletivo empresarial, PME ou grandes empresas, a depender da localização, é ainda mais disputado. Para dada cobertura e rede credenciada (que muitas vezes são similares entre as diferentes operadoras), o preço ganha ainda maior relevância.

Como falamos em algumas seções anteriores, a inflação médica é inerente ao sistema, seja público ou privado, e traz pressão de custos médico-hospitalares para as operadoras. O efeito disso, invariavelmente, vai ser refletido no preço. Portanto, entendemos que o aumento da penetração da saúde suplementar também depende muito do ganho de eficiência e escala das operadoras/seguradoras. Esse ganho de eficiência pode ser através de realinhamento de incentivos na negociação com rede prestadora (sim, os prestadores também possuem papel importante); diluição de despesas fixas; tecnologia para redução de fraudes; tecnologia voltada para melhoria operacional e de processos; aumento de atendimento preventivo dos beneficiários, como telemedicina; desenvolvimento de produtos mais fechados em rede, associados a modelos de pagamento voltados para o desfecho clínico; entre outros.

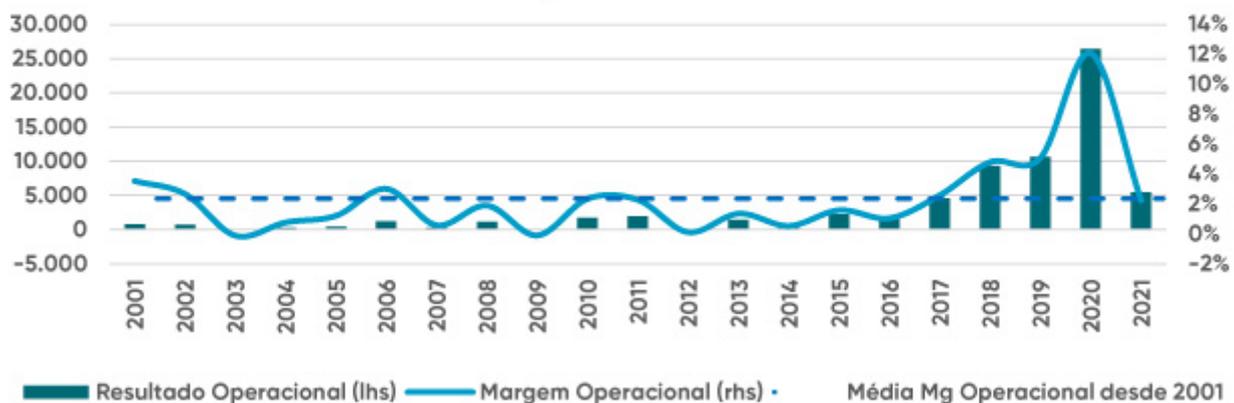
O reflexo da inflação médica no preço do produto é visto quando olhamos a evolução da receita anual de contraprestação da saúde suplementar. O faturamento do setor foi multiplicado por 10,8x, ao longo dos últimos 20 anos, alcançando R\$ 239 bilhões em 2021, sendo que de 2015 a 2021, não tivemos evolução da base de beneficiários.

Por outro lado, a indústria não foi capaz de repassar integralmente seus custos. De 2001 a 2021, as despesas assistenciais foram multiplicadas por 11,8x, alcançando R\$ 206 bilhões. A relação da despesa assistencial com a receita de contraprestação, que chamamos de sinistralidade do setor, saiu de 79% para 86%, efeito que deteriorou margens brutas ao longo de todo esse período.



Ao compararmos apenas com a última década, a sinistralidade corrente não é tão distante do que era – média do período de 2011 a 2019 foi de 84% (excluímos 2020, por se tratar de um *outlier* evidente). O problema é que, em geral, o negócio de operadora de saúde possui margem operacional baixa e, assim, cada ponto de margem é relevante para a sustentabilidade do negócio no longo prazo. A média histórica desde 2001 da margem operacional do setor é de apenas 2%.

Resultado Operacional (R\$ milhões) e Margem Operacional



1.4) Aspectos financeiros durante a pandemia na saúde suplementar – breve análise retrospectiva – e implicações na consolidação do setor

Nos 3 anos de período pandêmico, os sistemas público e privado de saúde foram testados ao extremo. Os desafios e limitações enfrentados para garantir o atendimento necessário à população foram imensos. Sob aspecto financeiro dos participantes da saúde suplementar, vimos, em um primeiro momento, que a postergação de procedimentos eletivos e o comportamento das pessoas receosas em sair de casa, muito menos para ir ao hospital, causaram efeitos resultando na menor sinistralidade histórica do setor. Essa menor sinistralidade em 2020, por outro lado, oculta o choque que ocorreu sobre os prestadores do serviço, hospitais e unidades de saúde, que tiveram que lidar com problemas na cadeia para garantir que suas equipes tivessem a disponibilidade de materiais e equipamentos, como EPIs, para que conseguissem atender os pacientes em suas redes.

Diante do que vimos, a menor sinistralidade de 2020 levou a dois efeitos que impactaram a competição da saúde suplementar:

- 1) O reajuste anual do plano individual referente ao ano de 2020 (definido em 2021) foi negativo, pela primeira vez na série história, em -8,19%.
- 2) O resultado operacional realizado em 2020 foi recorde e beneficiou todo o setor, sejam companhias eficientes ou não, e, por consequência, o setor vivenciou estratégias mais agressivas em preço, acirrando o ambiente competitivo nos anos seguintes.

Em 2021, a onda da variante P1 e Delta atingiu em cheio o país. Ela, extremamente agressiva, e o retorno ao longo do ano da frequência nos procedimentos eletivos, em conjunto com um ambiente competitivo mais irracional e inflação de materiais e medicamentos elevada, acarretou o índice de sinistralidade mais alto da história do setor.

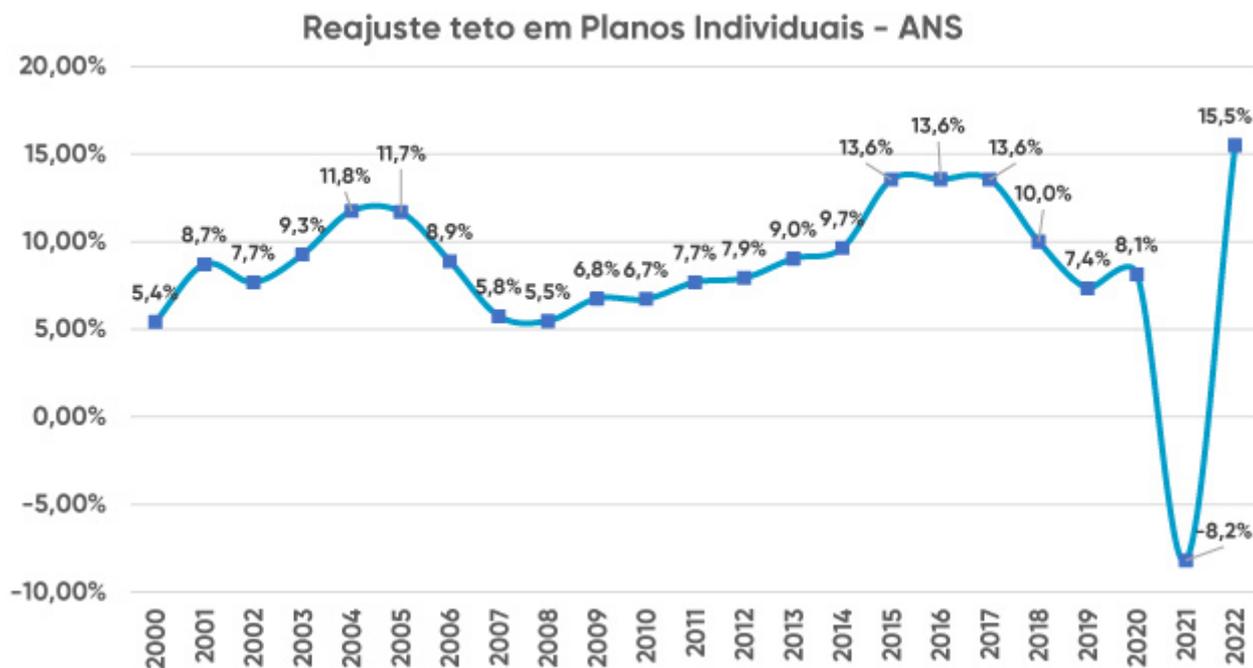
A análise global esconde a situação ainda mais crítica de algumas operadoras. Utilizando um pouco de estatística descritiva, dentro de uma amostra de 692 operadoras de assistência médico-hospitalar com beneficiários de fechamento de junho de 2022⁷, analisada em 3 momentos do tempo: fechamento de 2019,

⁷ Consulta feita em 14 de novembro de 2022 no site da ANS: <https://www.ans.gov.br/perfil-do-setor/dados-e-indicadores-do-setor>

fechamento de 2020, fechamento de 2021; nota-se que o número de operadoras dessa amostra que recebiam prêmios em planos corporativos e tinham sinistralidade caixa acima de 80%, saiu de 20% da base em 2019 para 30% da base no fim de 2021, levando a um aumento no número de operadoras com patrimônio líquido negativo ao longo do período: saindo de 9 operadoras nessas condições no fim de 2019, para 15 no fim de 2021. Sendo que em 2020, o número de operadoras que estavam nessas condições se reduziu, pelas razões que mencionamos anteriormente. Também é notório que muitas das operadoras, que já se encontravam nessa situação crítica, viram suas condições deteriorarem ao longo de 2021.

# de operadoras	2019	2020	2021	6M22
que possuem plano adesão	446	459	470	472
com sinistralidade acima de 80% no plano de adesão	141	89	158	159
<i>% de operadoras de plano individual</i>	<i>32%</i>	<i>19%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>
que possuem plano empresarial	517	533	543	542
com sinistralidade acima de 80% no plano de adesão	105	65	163	131
<i>% de operadoras de plano individual</i>	<i>20%</i>	<i>12%</i>	<i>30%</i>	<i>24%</i>
que possuem plano individual	463	473	481	479
com sinistralidade acima de 80% no plano de adesão	93	38	100	174
<i>% de operadoras de plano individual</i>	<i>20%</i>	<i>8%</i>	<i>21%</i>	<i>36%</i>
que possuem PL negativo	9	7	15	20

Diante disso, a partir de 2022, as operadoras e seguradoras, de forma geral, passaram a aplicar reajustes maiores para que o fator preço compense o aumento do custo de sinistro e traga a sinistralidade para baixo, reequilibrando os seus negócios. Essa prática trouxe mais racionalidade na disputa e entendemos que é fundamental para trazer a sinistralidade para patamares bem mais próximos do histórico. Também associado à sinistralidade vista no ano de 2021, a ANS determinou o índice máximo de reajuste individual a partir de maio de 2022 de 15,5%, o maior da série histórica.



Porém, o reajuste máximo definido pela ANS, nesses 2 anos de pandemia, foi um acumulado de 6%, enquanto o IPCA em 2020 e 2021 foi de 15% acumulado, o índice FIPE IPM-H e o índice VCMH, acumulados

em 2020 e 2021, foram de 21,2% e 22,6%, respectivamente. Nos parece que as carteiras individuais que já se encontravam em situação muito crítica, estão consideravelmente atrás da curva de custo e, por isso, algumas operadoras poderão ser incapazes de trazer sustentabilidade à essas carteiras.

Com base na amostra que mencionamos anteriormente, fica evidente que o equilíbrio financeiro nos planos coletivos também está aquém do ideal e, como o reajuste ainda não compensa o aumento de custos, as condições de balanço também continuam a se deteriorar: o número de operadoras com patrimônio líquido negativo sai de 15, no fim de 2021, para 20 no fim do 1º semestre de 2022. Como caráter de exemplo, tomemos a Unimed-Rio, que possui mais de 750 mil beneficiários, e é bem verdade que já se encontrava numa situação complexa há algum tempo, mas que em junho de 2022, apresentou um patrimônio líquido negativo de R\$ 1,35 bilhões, saindo de R\$ 948 milhões em dezembro de 2019.

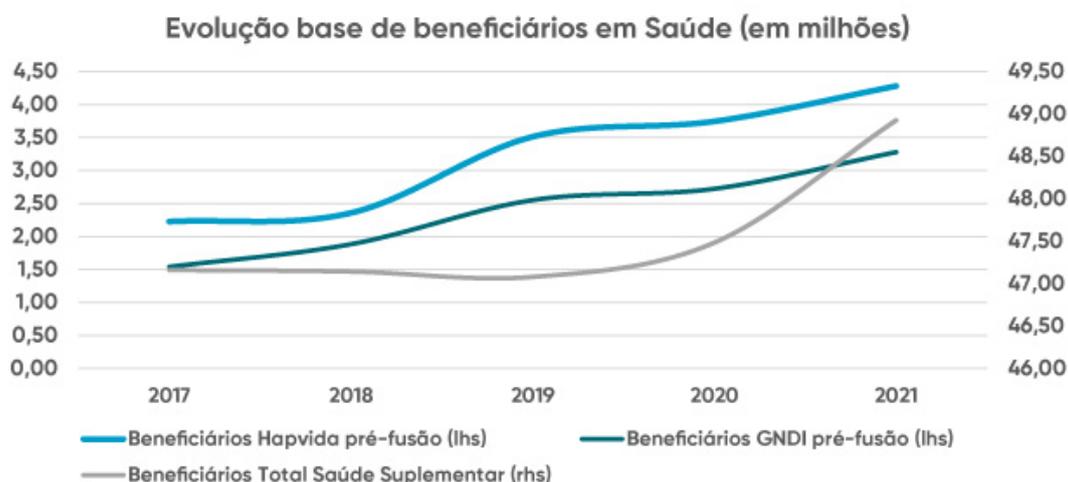
Diante disso, há uma pressão para o reequilíbrio de contratos, o que implica em aumento de preços na indústria. Nessas condições de mercado, as empresas que possuem vantagens competitivas de custos sustentáveis se sobressaem e costumam ganhar participação de mercado, consolidando ainda mais o setor, pois conseguem ter melhores margens com um reequilíbrio de preços mais adequado aos clientes

2ª seção) A Hapvida

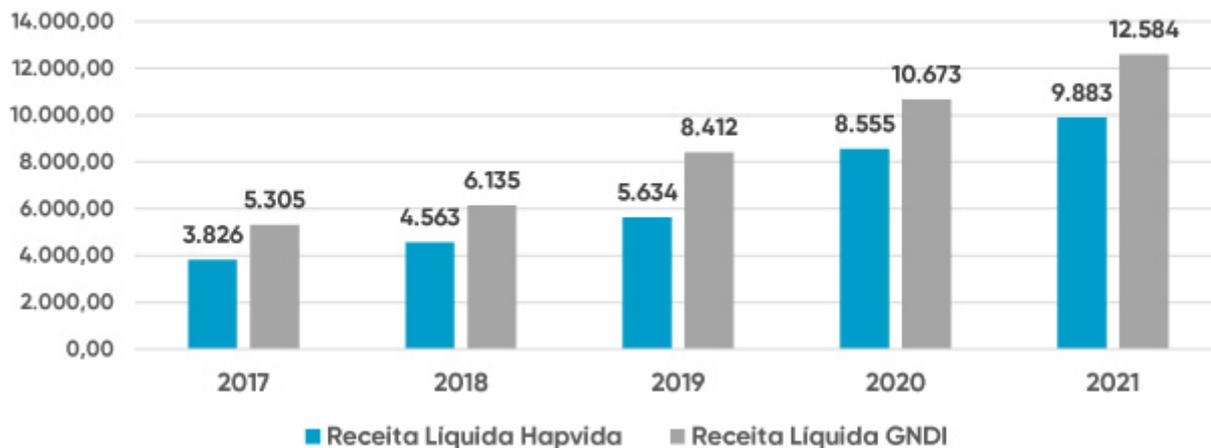
2.1) Breve apresentação e *Moats*

Como falamos, acompanhamos o *case* há algum tempo, já fomos investidores da empresa e acreditamos que a tese seja de conhecimento comum: consolidação da saúde suplementar e motor de crescimento do setor, ampliando o acesso da camada mais baixa da pirâmide social, visto que é a única que conseguiria fazer isso com escala, de forma sustentável. Nas páginas seguintes, apresentaremos brevemente a companhia e porque achamos que é um bom investimento.

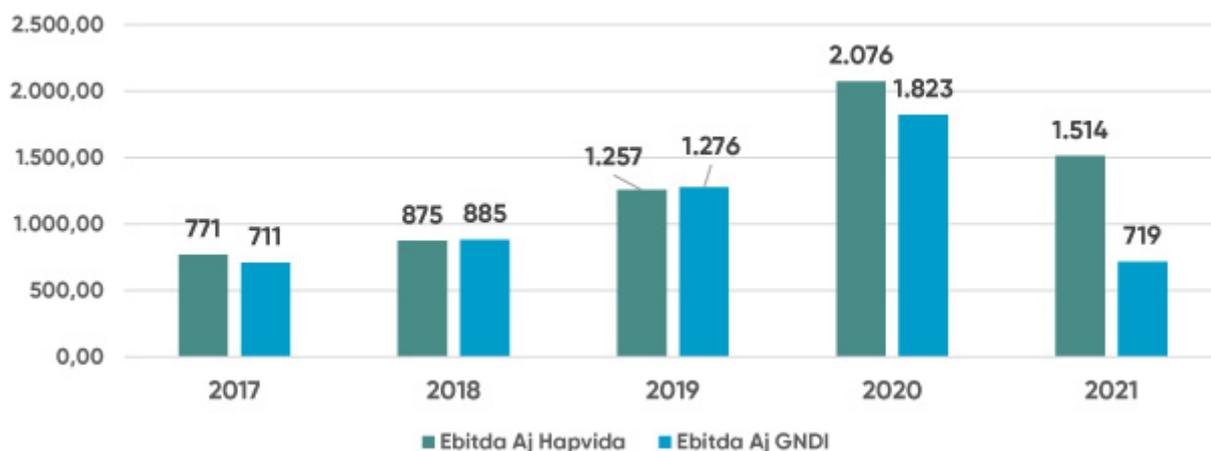
Como sabemos, a Hapvida e a NotreDame Intermédica (GNDI), ainda separadas, vinham imprimindo crescimento de base de beneficiários bem acima do mercado, o qual apresentava queda desde 2015 até o início da pandemia. As bases das duas empresas foram construídas por crescimento orgânico, mas com grande destaque pela via inorgânica. Naturalmente, o reflexo do crescimento de base de beneficiários, em conjunto com expansão de ticket médio de um dígito alto ou duplo dígito, contribuiu para o crescimento de receita líquida e ebitda ajustado das duas operações, ao menos até o início da pandemia.



Receita Líquida de Hapvida e GNDI

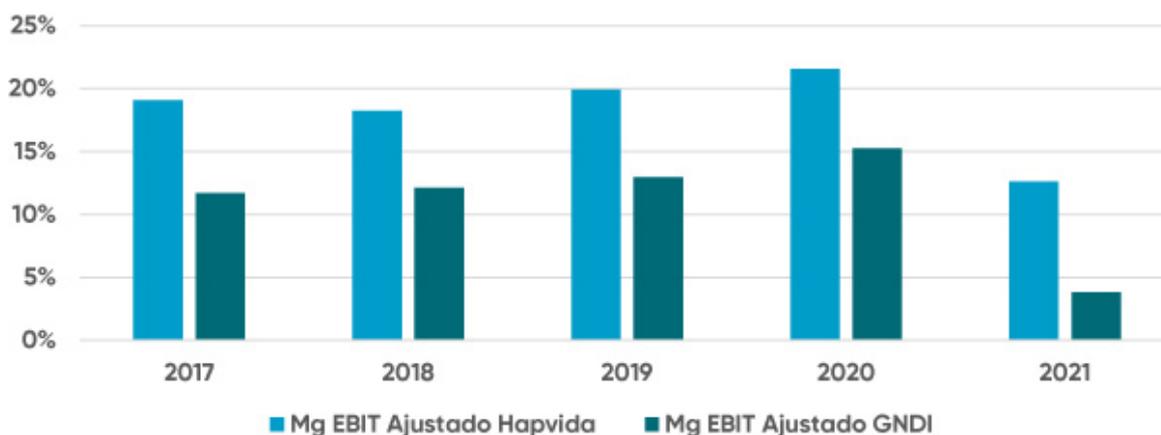


Ebitda Ajustado de Hapvida e GNDI

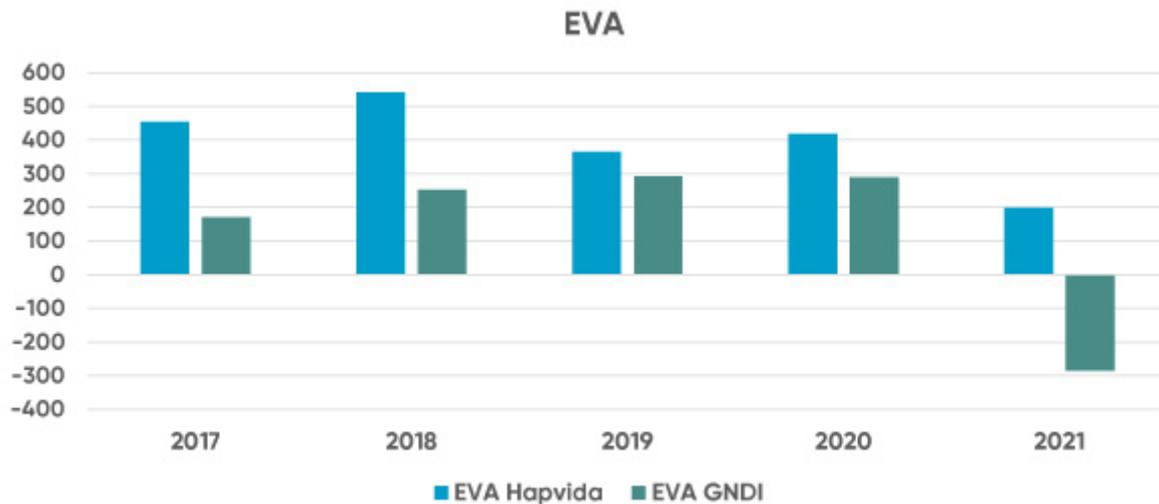


Ao comparar as margens operacionais das duas companhias com as da indústria, vemos como o modelo e a escala que as duas possuem, trazem vantagens competitivas relevantes, sendo que o destaque dentre as duas companhias fica para a Hapvida.

Margem EBIT Ajustado de Hapvida e GNDI



Em relação à geração de valor, as duas companhias possuíam EVA⁸ positivo. Contudo, o lucro econômico do negócio foi fortemente afetado com a pandemia.

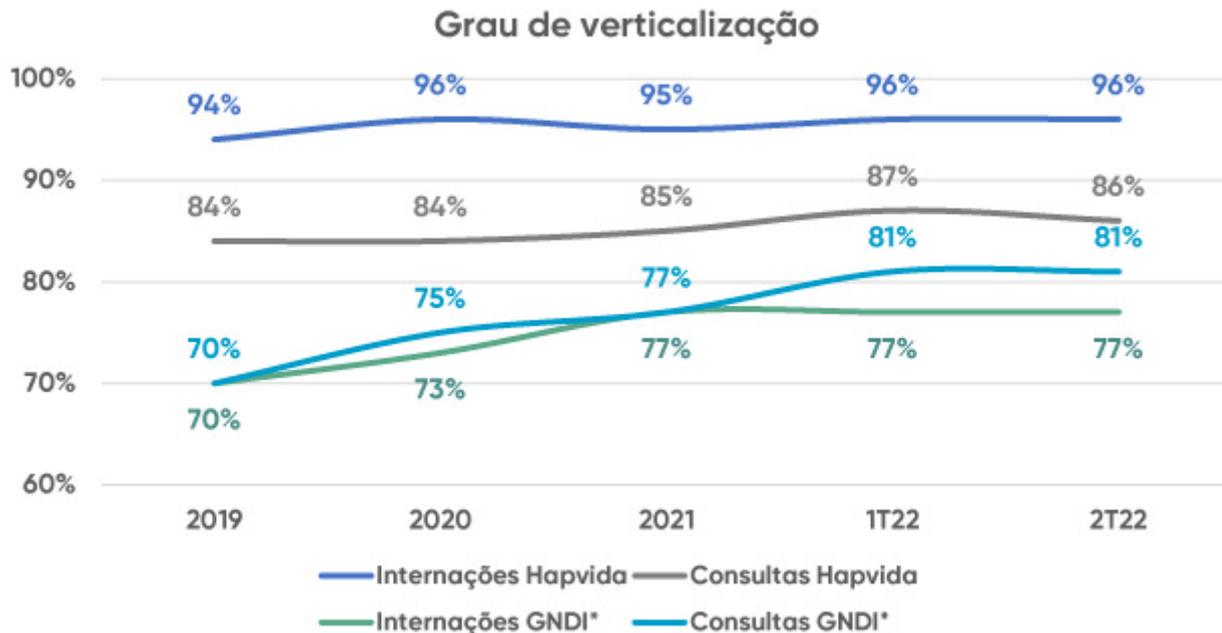


Diante dos números apresentados, entendemos que a Hapvida possui evidências de vantagem de custo. E essa vantagem de custo tem duas origens: escala e processo diferenciado.

Escala: o nome do jogo numa operação hospitalar é escala, e como seus hospitais são seu centro de custo, a companhia deter poder de negociação com grandes fornecedores por conta de seu tamanho, contribui para manter a sinistralidade caixa menor na operação *versus* seus concorrentes. A companhia, antes da junção com a GNDI, detinha 49 hospitais, geria mais de 3 mil leitos, com quase 49 pronto atendimentos e mais de 200 clínicas. Dentro de seus custos de 2021, cerca de R\$ 750 milhões era relacionado a materiais, medicamentos, girando seu estoque em aproximadamente 5x no ano.

Processo diferenciado: a Hapvida e a GNDI são consideradas operadoras verticalizadas. A ANS dá o nome técnico de Medicina de Grupo para operadoras que possuem os ativos prestadores e atuam com rede própria no atendimento de seus beneficiários. O sistema de saúde é naturalmente assimétrico em informações entre médicos/prestadores e pacientes. Ele ainda pode apresentar seleção adversa e *moral hazard*. Assim, vemos que o modelo verticalizado, associado ao público foco das duas companhias, é uma parte importante para a tese de consolidação e de penetração da saúde suplementar. Porém, na nossa perspectiva, a integração vertical é uma condição necessária, mas não suficiente. Há outros *players* que possuem verticalização, mas nenhum na escala que ambas as companhias atingiram (com destaque para a Hapvida), mas que prestam algum nível de competição em nível regional. Entendemos que essa integração vertical precisa ser intensa e complementada com padronização de atendimento, com prontuário único e maior controle sobre as informações clínicas, com atendimento primário, ambulatorial e preventivo, uso de tecnologia para integrar essas informações e, assim, conseguir obter a melhor eficiência de uso de recursos que se traduz em menor sinistralidade. Veja abaixo, o grau de verticalização de ambas as companhias desde 2019 até o 2º trimestre de 2022.

⁸ Estamos levando em conta o ágio para contabilizar nosso ROIC e calcular o EVA.



A menor sinistralidade pode ser traduzida em preços mais competitivos e, por consequência, acesso. Um ciclo virtuoso seria então retroalimentado e, no fim, permitiria preços e reajustes de preços sempre abaixo do mercado, numa indústria que sofre estruturalmente por pressão de custos.

Sem dúvida, as vantagens competitivas construídas pela companhia também vieram com base nas pessoas que fundaram e estão à frente do negócio desde então. Falando particularmente da Hapvida, ela surgiu em Fortaleza, como Clínica Antônio Prudente no final da década de 1970, e foi fundada pelo médico oncologista Candido Pinheiro Koren de Lima. Foi o doutor Candido que ampliou a clínica que se tornou o Hospital Antônio Prudente (daí a inicial do nome da empresa – HAP) e decidiu oferecer planos de saúde. Ele também optou em transformar o modelo de negócio na década de 2000, centralizando custos na rede própria e a operadora sendo a fonte de receita. E, estruturado dessa forma, nos anos de 2000, acelerou sua expansão pelo Nordeste do país. Jorge Pinheiro Koren e Candido Jr, filhos do fundador, também estão vinculados a grande parte da história da companhia. Jorge está na presidência da companhia desde o início dos anos 2000 e Candido deixou, no fim de 2021, o cargo de diretor comercial e, desde então, passou a atuar apenas em nível de conselho. A evolução da companhia ao longo de mais de 40 anos é uma boa evidência do histórico de execução dos gestores e família fundadora.

Hoje, como falaremos mais na próxima seção, a Hapvida é a maior operadora de saúde no Brasil em número de beneficiários, e a família Pinheiro Koren continua como maior acionista de referência, com mais de 36% do negócio.

2.2) Hapvida + GNDI – marco na história da companhia

A fusão começou a ser desenhada numa proposta não vinculante, que foi divulgada ao mercado em janeiro de 2021. Para analisar o potencial do *deal*, utilizamos um *framework* proprietário de análise de operações de M&A. Em nosso *framework*, categorizamos essa transação como uma “aquisição de consolidação”. Nosso método é baseado em *papers* que estudaram M&As passados de várias indústrias e portes. Estatisticamente, nosso modelo diz que a probabilidade de sucesso nessa categoria de transação é de 55% a 60%. Uma importante fonte de valor em uma transação de M&A, são as sinergias. Na nossa análise, vimos potencial de sinergias nas frentes de *procurement*, despesas corporativas e tributárias na amortização de ágio

equivalentes a R\$ 15 bilhões, trazidos a valor presente. O nosso *framework* nos fez concluir que a transação traria ganhos de cerca de R\$ 9 bilhões a valor presente. Para entender essa geração de valor, o *framework* nos guia para mensuração do *spread* do ROIC incremental em relação ao custo de capital da aquisição. Dado o tamanho da transação, o *breakeven* do investimento realizado pela Hapvida, na ótica da empresa e de seus acionistas, não seria alcançado rapidamente num horizonte até 2026. Na época, vimos, em perspectiva, da seguinte forma:

ROIC Incremental (SFA)	2022	2023	2024	2025	2026
Sinergias post-tax (SFA)	0,00	1.431,50	1.872,07	1.932,22	1.998,39
Projeção do Ebit GNDI	1.708,33	1.974,58	2.317,64	2.631,63	2.988,47
Ajustes Ebit	62,80	70,91	80,21	90,73	102,63
Alíquota Marginal	34%	34%	34%	34%	34%
Nopat	1.168,95	1.350,02	1.582,58	1.796,75	2.040,13
Nopat incremental (SFA)	1.168,95	2.781,52	3.454,65	3.728,98	4.038,52
IC Incremental (EV da transação)	49.877,27	49.877,27	49.877,27	49.877,27	49.877,27
ROIC Incremental (SFA)	2%	6%	7%	7%	8%
WACC Transação	15%	15%	15%	15%	15%
Geração de Valor?	-13%	-9%	-8%	-8%	-7%

Na ótica do *shareholder*, vimos uma figura semelhante:

ROE Incremental (SFA)	2022	2023	2024	2025	2026
Sinergias no bottom line (SFA)	0,00	1.431,50	1.872,07	1.932,22	1.998,39
Projeção do Lucro Líquido Ajustado GN	1.083,53	1.355,63	1.594,02	1.736,33	1.894,80
Net Income incremental (SFA)	1.083,53	2.787,12	3.466,09	3.668,55	3.893,19
Equity Incremental	45.707,06	45.707,06	45.707,06	45.707,06	45.707,06
ROE Incremental (SFA)	2%	6%	8%	8%	9%
Implied Required Return	16%	16%	16%	16%	16%
Geração de Valor?	-14%	-10%	-8%	-8%	-7%

Ainda assim, é uma operação com NPV de transação positivo e que junta as duas maiores empresas verticalizadas do país, ou seja, a geração de valor vem de forma mais forte acima de um horizonte de 5 anos, que é o horizonte de tempo do nosso *framework*. Para se tornar uma empresa consolidadora de um setor, é necessário investir, e os investimentos precisam de tempo para maturar. Com a GNDI, a Hapvida ganha uma importante posição estratégica, praticamente dobra de tamanho em números de beneficiários em saúde, com ampliação de presença pelo território nacional. Em relação aos ativos, a junção traz mais de 30 hospitais, mais de 25 prontos atendimentos, e mais de 100 clínicas para o portfólio. As companhias combinadas possuem quase 6 mil leitos, ficando atrás apenas da Rede D'Or, nesse quesito. Se considerarmos apenas o retorno sobre os ativos operacionais, o retorno incremental é substancial – lembrando que a Hapvida pagou um ágio frente aos valores de mercado dos ativos operacionais da GNDI. Porém, o benefício do retorno sobre o capital investido será percebido no longo prazo, não existe almoço grátis. Como investidores, para obtermos o benefício econômico da geração de valor no longo prazo, é importante investir nas ações da Hapvida a um *valuation* adequado, que reflita uma maturação mais longa das companhias combinadas e, no momento do anúncio da fusão, concluímos que ainda não era momento de investir. O momento mais adequado que nos trouxe maior margem de segurança foi feito agora, no 3T22.

Do lado qualitativo, existe o desafio que os executivos possuem na junção das duas empresas, dado o porte que possuem e suas diferenças de cultura e governança. O preço adequado também nos dá margem de segurança para alguns erros de execução. Mas, ressaltamos que acreditamos que a fusão será bem-sucedida, dado o histórico das duas companhias em executar diversas transações, inclusive, de empresas de grande

porte do setor, como o Grupo São Francisco, realizada pela Hapvida. Enquanto escrevemos a carta, recebemos a informação de que Irlau Machado (ex-CEO da GNDI e que atuava na gestão da fusão) deixou o cargo de co-CEO da companhia. Nós já aguardávamos que isso poderia acontecer em algum momento no futuro, e sempre vimos a Hapvida com uma figura de dono bem clara, que possui parte relevante de seu patrimônio no negócio, e que, baseado em entrevistas que realizamos, vem despejando foco total na integração das companhias. Acreditamos que a visão de dono é crucial em vários negócios, pois com os incentivos errados, a sustentabilidade das vantagens competitivas pode ser ameaçada.

Uma gestão competente e alinhada, é crucial para que os pilares que suportam a vantagem competitiva da Hapvida, que são escala e processo diferenciado, sejam reforçados com a transação e não se percam no processo de integração.

2.3) Como vimos os resultados recentes com crescimento menor e sinistralidade mais alta?

Com a pandemia e ao longo desses últimos trimestres, o crescimento da companhia foi colocado em xeque pelo mercado. A companhia continuou a entregar crescimento orgânico, mas aquém do esperado e do que justificasse o múltiplo de *valuation* mais elevado, para dado retorno e o risco do negócio. Aqui, chegamos em um ponto crucial, e independente do *valuation* na nossa análise, pois começamos a questionar a tese de investimento. Queríamos maior investigação para termos mais segurança de que o modelo de negócios da Hapvida realmente é o mais adequado para aproveitar os *drivers* de crescimento do setor.

Na SFA, costumamos sempre debater e confrontar os argumentos consensuais do mercado, mas, no nosso histórico com a Hapvida, sempre chegávamos à conclusão de que seus *moats* permaneciam intactos e, algumas vezes reforçados, por fatores exógenos ou endógenos da companhia. O questionamento que passava por maior preocupação era o nível de preço negociado – inclusive foi a razão do nosso desinvestimento.

Dessa vez, com o crescimento desacelerando e com forte queda nos preços das ações, surgiram questionamentos sobre a razão disso. É quebra de tese? Os *moats* da Hapvida se reduziram? Então, de forma não excludente, pensamos em 3 hipóteses para a desaceleração:

- i) Resultado de uma relação ruim de proposta de valor do produto (sobretudo na esfera do produto individual), e/ou;
- ii) Participação de mercado no seu ápice, e/ou;
- iii) Fruto do ambiente competitivo mais agressivo de que o setor vinha passando e que tornou os *moats* da Hapvida mais fracos, relativamente, dificultando a conversão e aumentando o *churn* da carteira de beneficiários.

Outra razão que trouxe questionamento em cima da tese, foi a elevada sinistralidade que a companhia passou, recorrentemente, a reportar em suas demonstrações contábeis consolidadas.

Diante disso, para contornar o 1º ponto, contratamos um instituto de pesquisa, e junto com ele, desenvolvemos um questionário para 4 tipos de público: 1) clientes atuais do plano individual da Hapvida ou de outras empresas do grupo; 2) ex-clientes do plano individual da Hapvida ou de outras empresas do grupo; 3) clientes atualmente sem plano de saúde; 4) clientes de um produto *mid-ticket*. Abordaremos a pesquisa mais adiante.

Para contornar o 2º ponto, com base em dados públicos da ANS, assumimos algumas premissas e estratificamos o setor de saúde suplementar em 4 partes, por nível de mensalidade média de cada operadora para estimar a participação de mercado da Hapvida: 1) beneficiários de operadoras com preços médios abaixo de 400 reais por mês (segmentação que enquadramos a Hapvida); 2) beneficiários de

operadoras com preços médios entre 400 reais e 600 reais por mês; 3) beneficiários de operadoras com preços médios entre 600 e 900 reais por mês; 4) beneficiários de operadoras com preços médios acima de 900 reais por mês. Abordaremos esse trabalho quantitativo em seguida.

Quanto ao 3º ponto, como vimos na seção anterior, o ambiente competitivo foi atingido por movimentos tectônicos com a chegada da pandemia e, diante dos números que vimos, a partir do início de 2021, houve agressividade de grande parte do mercado na prática de preços sustentados por um excesso de resultado do ano anterior. Essa prática se comprovou insustentável, uma vez que vemos o nível de sinistralidade caixa extremamente alto reconhecido em 2021, e situação de patrimônio líquido de diversas operadoras bastante questionável em relação às respectivas solvências.

Quanto ao ponto de sinistralidade caixa que a Hapvida vem reportando, em nível consideravelmente superior ao seu histórico, entendemos que muito se atribui a ticket e trazemos mais a frente nossa razão para esse entendimento.

2.3.1) Pesquisa de campo: proposta de valor do produto individual da Hapvida

Quando estudamos o setor de saúde suplementar, encontramos diversas pesquisas, assinadas por vários institutos de pesquisa e solicitadas por várias associações ou institutos de atuantes do setor sobre o produto plano de saúde. Nessas consultas, vimos o plano de saúde como um produto entre os mais desejados pela população, mas também que o preço é o atributo que impede maior penetração do produto dentro da população brasileira.

No caso da Hapvida, sempre nos surgiu pontos de questionamento sobre como é a percepção de seu usuário para o produto e como o usuário vê a qualidade da sua rede de atendimento. Com a desaceleração do crescimento, esse ponto voltou a surgir.

Conversando com alguns *players* da cadeia, principalmente corretores ou administradores de benefícios, vimos que a percepção do produto em si não teve alteração ou modificação relevante. Alguns, de fato, comentam da dificuldade de o cliente entender a política de rede fechada da Hapvida, principalmente nas praças nas quais a Hapvida entrou via aquisição, mas também comentam que após o primeiro ajuste e o entendimento do produto, o *churn* se acomoda e as vendas líquidas ganham tração. Mas, qual é a percepção do cliente na ponta?

Para responder isso de forma abrangente e ampla, contratamos um instituto de pesquisa independente especializada no setor de saúde. A pesquisa teve amplitude nacional e usamos ferramentas de *analytics* para tirarmos nossas conclusões. A pesquisa continha questionários elaborados pela SFA junto com o instituto de pesquisa para 4 perfis de pessoas:

- I. Ex-clientes do plano individual da Hapvida ou de outras empresas do grupo (perfil I).
- II. Clientes atuais do plano individual da Hapvida ou de outras empresas do grupo (perfil II).
- III. Clientes atualmente sem plano de saúde (perfil III).
- IV. Clientes de um concorrente *mid-ticket* (perfil IV).

Os dados brutos foram tratados pela nossa área de tecnologia, que trouxe uma apresentação em Microsoft Power BI®, permitindo uma leitura limpa, fiel e sem viés dos números.

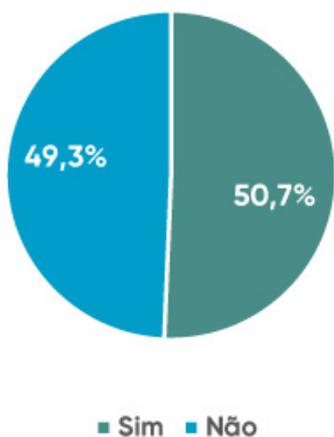
Dito isso, para o perfil I, as questões que queríamos responder eram:

- 1) O motivo que deixou de ser cliente do grupo Hapvida;
- 2) Confiabilidade da marca para ex-clientes do grupo Hapvida;

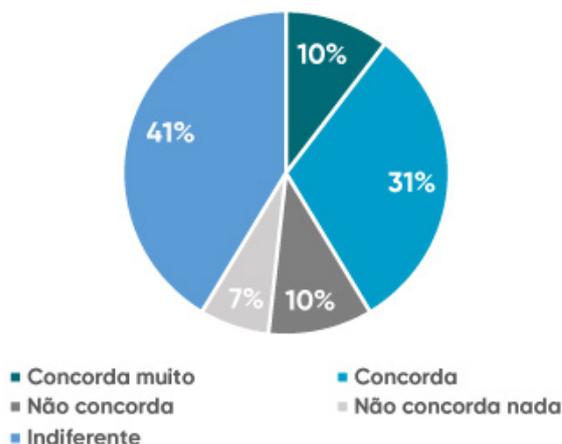
3) Para onde os ex-clientes foram: outros planos ou SUS?

O que mais nos chamou atenção nas respostas para o perfil I foi que, apesar do preço bastante competitivo, ele ainda é um atributo muito importante para a Hapvida reter ou não um potencial *churn*. Por outro lado, atributos de marca mostraram dados interessantes em relação à confiança e à segurança que os ex-clientes têm no grupo. Apesar de muitos terem se mostrado indecisos com essa pergunta, 47% concordam ou concordam muito que o grupo transmite confiança e segurança. Essa resposta nos indica que o *churn* que existe não parece ser majoritariamente por baixa qualidade de serviço ou porque os ativos estão ou não depreciados, e isso nos remete de que a proposta do produto é boa.

Razão de saída: preço

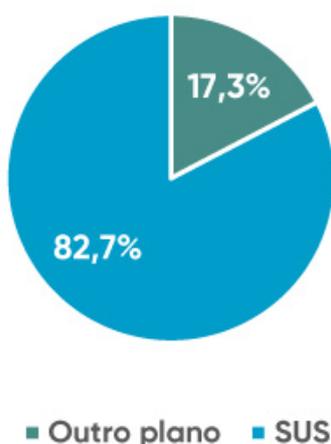


Grupo Hapvida é confiável e seguro?



Outro ponto importante que corrobora um pouco com essa visão, foi que a maior parte do *churn* foi para fora do sistema de saúde suplementar.

Destino do ex-cliente do grupo Hapvida



Para o perfil II, as questões que queríamos responder eram:

- 1) Satisfação deles com o produto e os motivos pelo qual estão satisfeitos;
- 2) Aqueles insatisfeitos, entender por qual motivo estão dessa forma;

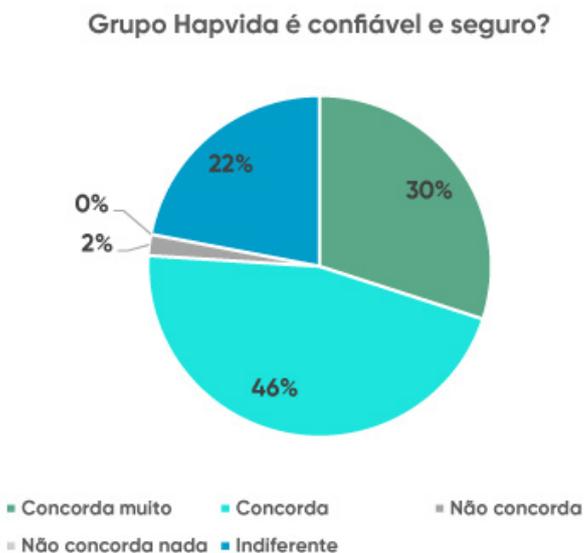
3) Confiabilidade da marca para os atuais clientes.

O que mais nos chamou atenção nas respostas desse perfil, foi que a enorme maioria está satisfeita ou muito satisfeita com o grupo, cerca de 80% dos respondentes desse perfil.



Cerca de 57% daqueles que responderam que estão satisfeitos ou muito satisfeitos deram razão à boa relação custo x benefício, ponto positivo para proposta de valor do produto. O segundo motivo é a rede credenciada que, por sua vez, é também a principal causa de os insatisfeitos reclamarem do produto – cerca de 50% dos insatisfeitos ou muito insatisfeitos deram razão à rede credenciada. Assim, é importante que a companhia mantenha níveis de investimento em sua base de ativos para reter o cliente já na base.

Novamente, a questão de confiança e segurança é ponto positivo nas respostas. Cerca de 75% dos respondentes desse perfil concordam ou concordam muito que a marca transmite confiança e segurança.



Para o perfil III, público que não está na saúde suplementar, isto é, não possuem plano de saúde atualmente, as questões que queríamos entender era a capacidade da Hapvida capturar cliente de baixo para cima, *tradeup*. Dito isso, perguntamos aos membros dessa amostra:

- 1) Se já tiveram plano de saúde;
- 2) Quais os motivos continuam sem plano de saúde;
- 3) Para aqueles que já tiveram plano de saúde, se gostariam de voltar a ter;
- 4) Após a demonstração do conceito de produto Hapvida com determinado nível de preço, qual seria a percepção do produto e como se divide?

Da nossa amostra, 53% já tiveram plano de saúde e a maior parte continua sem plano por dois grandes principais motivos: o SUS presta bom serviço, na visão deles; e, preço alto dos planos de saúde impede nova contratação. Importante ressaltar que nessa amostra, 77% dos respondentes utilizam o serviço do SUS.

Por que continuam sem plano de saúde?



Setenta por cento das pessoas da amostra, responderam que gostariam de ter plano de saúde, sendo que, quando entramos no subconjunto daqueles que já tiveram plano de saúde, esse percentual salta para 88%. Dentro ainda desse subconjunto, após apresentado o conceito de um produto Hapvida, 34% mostraram interesse e o restante foi indiferente com a proposta apresentada.

Assim, vemos que há algum espaço para a companhia trazer para a base, potenciais clientes provenientes do SUS. A renda será o principal fator que irá contribuir para isso, pois diante do que apresentamos na 1ª seção desta carta, é esperado que o serviço público de saúde perca qualidade com o nível de investimento que o país pode fazer.

As perguntas para o perfil IV, eram para entender se a Hapvida era capaz de capturar o mercado de cima, ou *tradedown*, no produto individual/familiar. Para limitar nosso escopo, buscamos um concorrente conhecido, de ampla abrangência, para entendermos suas qualidades e fraquezas, e o potencial da Hapvida com esse público. Os principais temas das perguntas eram:

- 1) Quanto tempo o cliente desse produto está na operadora;
- 2) Nível de satisfação ou insatisfação;
- 3) Migrariam ou não para um produto da Hapvida.

As repostas mostraram a fidelização que esse grupo concorrente possui com seus clientes. Mais de 55% dos respondentes dizem estar há mais de 3 anos na operadora, com quase 80% satisfeitos ou muito satisfeitos. Mesmo assim, ao ser questionado se trocaria ou não de plano, 48% se mostraram indiferentes, com 33%

respondendo que provavelmente não trocaria. Contudo, ao ser apresentado o conceito Hapvida, o perfil de resposta se altera e 40% passam a aceitar a troca, o detalhe é que de 66% dos respondentes nunca ouviram falar de uma empresa do grupo Hapvida, sugerindo potencial maior para captura de vidas.

Diante do exposto acima, concluímos que o produto individual ainda tem boa percepção de valor para os clientes atuais da Hapvida, há condições de capturar mercado de cima e de baixo da pirâmide de renda e o *churn* gerado é condição da renda disponível e não é ressaltado a qualidade ou segurança da marca. Assim, vemos que as razões da desaceleração no crescimento de planos individuais/familiares não poderiam ser atribuídas a proposta de valor do produto e estariam mais ligadas às condições de mercado do período, que entendemos como conjunturais.

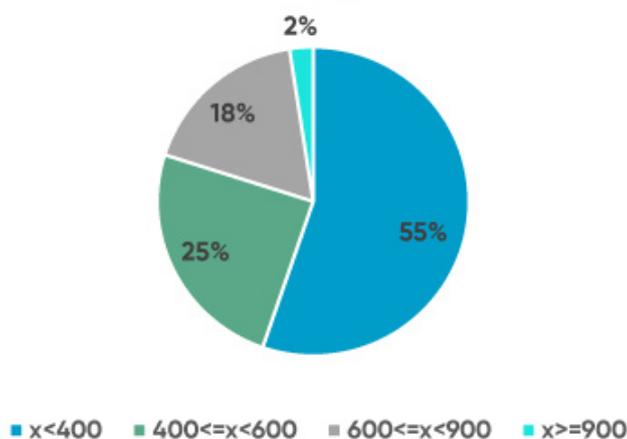
2.3.2) Qual o real tamanho de participação de mercado da Hapvida?

A outra hipótese do crescimento bem modesto do grupo Hapvida, era que a companhia já estaria com sua participação de mercado saturada.

Numa primeira vista, com base nos números fechados de 2021, e combinando com os números da NotreDame Intermédica, que ainda não estava consolidada na companhia, o grupo Hapvida detinha 8,7 milhões de beneficiários, o que representava cerca de 18% de participação de mercado. O 2º *player* em número de beneficiários seria apenas a Bradesco Seguros com número abaixo de 4 milhões de beneficiários.

Contudo, entendemos que a Hapvida não atinge parte superior da pirâmide de renda da população. Esse público busca conveniência e, enquanto pode, irá pagar por ela. Diante disso, nos indagamos qual seria, com o atual tamanho de mercado, o real *market share* da companhia. Para isso, estratificamos o mercado por nível de mensalidade média por beneficiário. Segregamos a base de beneficiário na indústria em 4 faixas de preço: mensalidade média abaixo de R\$ 400,00; entre R\$ 400,00 e R\$ 600,00; entre R\$ 600,00 e R\$ 900,00; e acima de R\$ 900,00. Essa segmentação só é possível assumindo algumas premissas sobre os dados públicos da ANS. A principal delas, é que o público foco de cada operadora é único e se baseia no ticket médio mensal da operadora. Também não segregamos o portfólio por categoria de produto (individual/familiar, adesão ou coletivo) ou por região, fatores que podem causar erros de mix no ticket médio. Reconhecemos que essas premissas podem passar à margem da realidade, mas, ainda assim, o *output* irá nos retornar grandes números, que ajudarão a entender a saturação do crescimento da companhia. Abaixo, a configuração de mercado com a segmentação por ticket:

Divisão do mercado por ticket médio



Assumindo que o grupo Hapvida (combinado com a NotreDame Intermédica) atue apenas no mercado *low ticket* – abaixo de R\$ 400,00 ao mês – com quase 27 milhões de beneficiários em 435 operadoras, a

configuração de *share*, naturalmente, muda. A operadora combinada atingiria uma participação de mercado de 33%, numa ótica nacional. Esse percentual sugere crescimento limitado, ainda mais quando sabemos que o modelo de negócio é extremamente suportado por uma rede fechada de prestação de serviços e com boa parte dos procedimentos realizados em rede própria.

Para entender melhor a limitação, buscamos fazer outro recorte, em regiões geográficas. Assim, assumimos novas premissas: ticket médio mensal por região seria o mesmo que o ticket médio mensal nacional; e que todas as operadoras que estratificamos em *low ticket* atuassem em todas as regiões do país.

Chegamos à seguinte configuração de mercado:

	Norte	Nordeste	Sudeste	Sul	Centro Oeste	Total
Mercado Total <i>low ticket</i>	926	3.734	16.297	3.928	1.758	26.643
Hapvida+GNDI	521	2.135	5.059	524	499	8.739
Unimed <i>low ticket</i> (consolidadas)	233	913	6.326	2.054	855	10.381
Outras operadoras	171	686	4.912	1.350	404	7.523
<i>Market share</i> Hapvida+GNDI <i>low ticket</i>	56%	57%	31%	13%	28%	33%
<i>Market share</i> Unimed <i>low ticket</i>	25%	24%	39%	52%	49%	39%

Então, se assumirmos um cenário sem crescimento do setor nas diferentes regiões do país, e com posse dos dados acima, a nossa conclusão é:

- 1) Para a regional Norte e Nordeste, o potencial de crescimento é bastante limitado, dependendo de *tradeup* ou *tradedown* mais intensos; ou interferência da ANS em operadoras insolventes; ou, ainda, adotar uma estratégia de preços menores aceitando sinistralidade mais alta.
- 2) Para a região Sudeste, região mais competitiva, há espaço limitado para crescimento potencial do grupo, mas, por outro lado, qualquer ponto percentual é relevante para a base de beneficiários da companhia. MG é a praça relevante com maior potencial, onde ~25% do *share* está na mão da Unimed-BH, que é uma operadora bem gerida.
- 3) Para a região Sul, fica evidente o espaço para consolidação, onde 52% dessa região está na mão das Unimed. Pensando numa gestão pouco eficiente de algumas Unimed, com uma estrutura de governança desestruturada, elas tendem a ser doadoras de *share* para um modelo mais sustentável no longo prazo. Essa migração e captura de *share* só virá com a construção de rede na região (onde as duas operadoras entraram recentemente). Há potencial do grupo alcançar patamar próximo ou superior ao que tem na região Sudeste.
- 4) Por último, a região Centro-Oeste pode ter uma maturidade semelhante da região Nordeste. Associado a isso, 49% da participação de mercado está na mão de Unimed. Também há regiões onde o grupo não tem presença ou a presença é pouco relevante, como no Mato Grosso.

Diante desses números, vemos espaço para a Hapvida continuar crescendo de forma orgânica, mesmo sem crescimento do tamanho atual de mercado. Algumas regiões necessitarão de investimento em rede para conseguir atuar no modelo verticalizado, mas não encaramos isso como entrave para a companhia crescer. A forma desse crescimento pode ser por várias vias, algumas já em prática pela companhia: venda de produtos individuais em algumas praças da NotreDame Intermédica; vendas de produtos que traga rede de amplitude nacional para clientes coletivos; desenvolvimento de um produto nacional (sob rigor técnico da ANS).

2.3.3) Ambiente competitivo: a indústria vem normalizando sua precificação

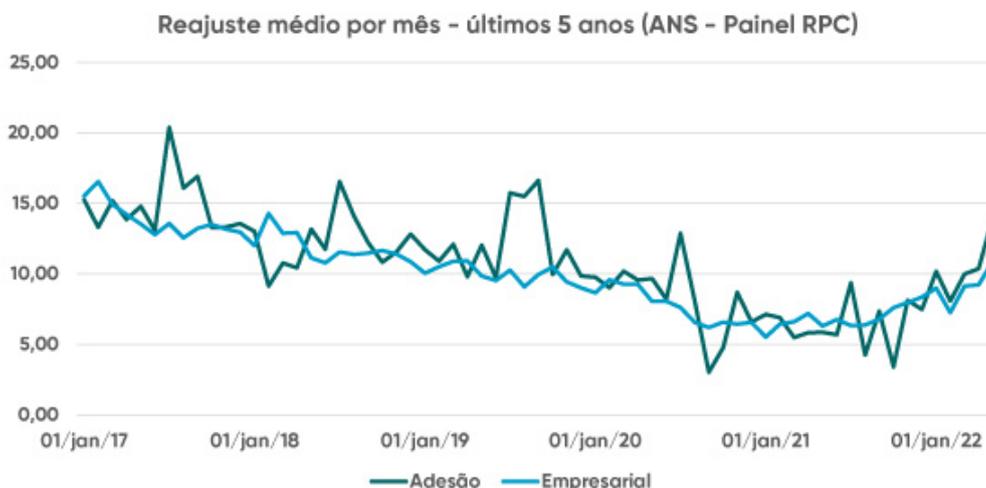
A terceira hipótese que queríamos excluir, era a do crescimento da Hapvida ter se atenuado pelo ambiente competitivo. Como mencionamos, a indústria obteve lucro excepcional em 2020 e houve incentivo de os *players* desse mercado praticarem preços e fecharem negócios insustentáveis ao longo de 2021, sabendo dos impactos que a 2ª onda da pandemia estava causando.

Com base no Painel de Reajustes de Planos Coletivos (RPC) de maio de 2022, o qual já possui reflexo dos reajustes a partir de maio desse ano, observa-se que o reajuste médio das operadoras para cobertura médico-hospitalar para o ano de 2021 foi o menor da história.

Ano	Qtd de operadoras	Qtd contratos	Beneficiários	Reajuste médio*	Mediana	Média	CV	Moda
2017	650	1.024.879	28.252.939	14,30	19,1	17,0	40%	20,0
2018	640	1.143.980	28.859.299	12,03	15,8	15,2	42%	18,9
2019	615	1.190.739	28.328.364	10,62	13,6	13,5	49%	18,0
2020	579	1.168.356	25.530.915	7,89	12,2	11,2	85%	14,0
2021	584	1.460.551	29.441.998	6,61	8,6	10,3	324%	7,7

Port RN 309	Qtd de operadoras	Qtd contratos	Beneficiários	Reajuste médio*	Mediana	Média	CV	Moda
Menos de 30								
2017	567	953.436	4.826.115	16,84	19,2	17,0	34%	20,0
2018	557	1.070.308	5.164.742	15,61	15,8	15,4	36%	18,9
2019	537	1.119.976	5.292.894	13,52	13,8	13,,7	41%	18,0
2020	508	1.104.936	5.147.106	11,14	12,2	11,4	81%	14,0
2021	517	1.387.285	6.183.601	8,92	8,6	10,5	332%	7,7
30+ vidas								
2017	625	71.946	23.426.824	13,76	14,8	16,4	71%	13,6
2018	621	74.182	23.694.557	11,28	13,5	13,9	76%	10,0
2019	597	71.241	23.035.470	9,96	10,9	12,2	99%	10,0
2020	560	63.874	20.383.809	7,06	7,9	9,2	117%	0,0
2021	557	74.025	23.258.397	6,02	7,3	8,3	114%	0,0

Em função dos dados de sinistralidade da saúde suplementar e condições de patrimônio líquido das empresas do setor, enxergamos esses movimentos agressivos como conjunturais. Inclusive, hoje, vemos uma normalização desse ambiente de preços em busca de reequilíbrio dos contratos, e os reajustes médios na indústria para os planos coletivos já rondavam o duplo dígito nos planos coletivos em maio desse ano, conforme podemos ver na imagem seguinte, também capturada pelo Painel de RPC da ANS.



2.4) Sinistralidade caixa recente: uma visão do *unit economics*

A indústria de planos de saúde sofreu bastante com elevação de despesas assistenciais no ano de 2021 – dados apresentados na primeira seção desta carta. A Hapvida e a GNDI não passaram imunes por isso. A sinistralidade caixa reportada pela Hapvida em seus resultados consolidados, aumentou 9 p.p. em relação ao ano de 2020. A GNDI reportou piora de 11 p.p. na comparação anual. As duas companhias, em dado momento, precisaram utilizar rede credenciada para suportar o impacto da pandemia na sua base de beneficiários – principalmente durante a 2ª onda.

Para ilustrar melhor, trouxemos a evolução do que seria uma *proxy* do *unit economics* das duas companhias. Notem a pressão de custo reportada no ano de 2021 para as duas companhias, da ordem de 18% yoy, muito acima do que temos de histórico. Apesar dessa expansão ter sido menor que a VCMH da indústria, essa pressão veio sem o devido acompanhamento do ticket. Agora, se ajustarmos os pontos associados a M&A, despesas adicionais, fruto de covid, em rede própria e credenciada, que as duas companhias reportaram de forma gerencial em *release* de resultados, a sinistralidade caixa ajustada na Hapvida deveria ser 59,5% com variação anual de 8% no custo assistencial mensal, por beneficiário. Leitura semelhante, teríamos para a GNDI, com sua sinistralidade caixa ajustada em 71,4% com variação anual de 7% no custo assistencial mensal, por beneficiário. Sob essa ótica, não pareceu haver descontrole de custos em bases recorrentes e, por consequência, a pressão de sinistralidade caixa veio, em grande parte, pela limitada evolução do ticket médio para fazer frente aos custos assistências por beneficiário.

Hapvida	2017	2018	2019	2020	2021
Beneficiário de Saúde Médio	2,13	2,28	2,61	3,57	4,03
ROL Total	3.826,45	4.563,43	5.634,38	8.554,96	9.883,39
Custo Assistencial Caixa	-2.178,55	-2.627,79	-3.235,34	-4.828,32	-6.443,51
Ticket médio mensal	149,47	166,78	179,81	199,45	204,56
yoy		12%	8%	11%	3%
Custo assistencial caixa mensal	85,10	96,04	103,25	112,57	133,36
yoy		13%	8%	9%	18%
<i>Sinistralidade pela média de beneficiário</i>	56,9%	57,6%	57,4%	56,4%	65,2%
Ajustes gerenciais de M&A e Covid em rede própria e credenciada (em p.p. da ROL)					-5,7
<i>Sinistralidade pela média de beneficiário</i>	56,9%	57,6%	57,4%	56,4%	59,5%
Custo assistencial caixa mensal ajustado	85,10	96,04	103,25	112,57	121,70
yoy		13%	8%	9%	8%
GNDI	2017	2018	2019	2020	2021
Beneficiário de Saúde Médio	2,05	2,14	2,83	3,58	4,14
ROL Total	5.304,92	6.135,22	8.412,44	10.673,27	12.584,36
Custo Assistencial Caixa	-3.843,49	-4.388,79	-5.938,66	-7.290,04	-9.979,36
Ticket médio mensal	215,51	238,91	247,35	248,60	253,57
yoy		11%	4%	1%	2%
Custo assistencial caixa mensal	156,14	170,90	174,61	169,80	201,08
yoy		9%	2%	-3%	18%
<i>Sinistralidade pela média de beneficiário</i>	72,5%	71,5%	70,6%	68,3%	79,3%
Ajustes gerenciais de M&A e Covid em rede própria e credenciada (em p.p. da ROL)					-7,91
<i>Sinistralidade pela média de beneficiário</i>	72,5%	71,5%	70,6%	68,3%	71,4%
Custo assistencial caixa mensal ajustado	156,14	170,90	174,61	169,80	181,02
yoy		9%	2%	-3%	7%

Diante dessas evidências, num cenário de normalização e racionalização do ambiente competitivo, voltamos a situação prévia a pandemia, e os *moats* que vemos na Hapvida voltam a ser ampliados. Porém, em 2022,

até o 2º trimestre, ainda não vimos a sinistralidade caixa convergir de forma relevante para os patamares normalizados da Hapvida e GNDI, de forma segregada. Tema que falaremos mais a seguir.

2.5) O que vemos para frente?

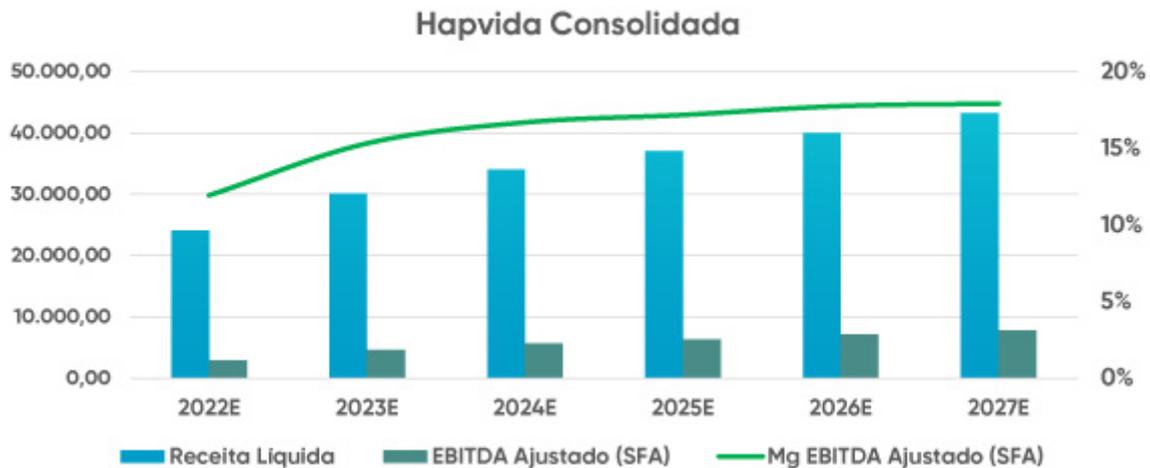
Após um período difícil para a saúde suplementar, o aumento da sinistralidade do último ano deve levar a um ambiente de preços mais racional. Acreditamos que a Hapvida seja o *player* de destaque na normalização dos indicadores do setor. A companhia possui vantagens competitivas para oferecer preços mais baixos, com sinistralidade controlada e, conseqüentemente, ganhar *market share* e, desta forma, continuar a sua história de geração de valor aos acionistas.

Em relação à redução da sinistralidade da Hapvida, o componente de aumento do ticket médio terá papel fundamental. Mais de 50% da carteira de beneficiários de saúde da companhia é dos segmentos individual/familiar, PME e adesão. Conforme explicamos, a recomposição de preços desses segmentos é pouco influenciada pela competição. No caso do segmento individual/familiar, a lógica de aumento de preços passa pela recomposição da inflação médica do sistema todo, observada no ano anterior, e é definida pelo regulador. Nos segmentos PME e adesão, a recomposição de preços é calculada pela inflação médica observada pelo segmento da empresa (PME) ou pela categoria (adesão) não necessitando de negociação individual com cada cliente. Nesses segmentos, para recompor a inflação médica do período, esperamos um reajuste próximo a 15%. Nos planos coletivos empresariais, em que prevalece a competição de preços, o ambiente mais racional deve beneficiar os *players* de menor custo com a Hapvida.

Vale ressaltar que, embora sejam esperados aumento de dois dígitos nos preços, o efeito da recomposição não possui reflexo imediato na receita, o que deve decepcionar os investidores mais ansiosos. Nos dados reportados no 2º trimestre de 2022, ainda não vimos convergência de sinistralidade de forma relevante, atribuída ao aumento de ticket. Isso acontece porque os reajustes são feitos nos aniversários de cada contrato. De forma simplista, é como se a cada mês, 1/12 da carteira dos atuais beneficiários da companhia recebesse o reajuste de preços. É uma questão de tempo para que os novos preços diluam os custos e despesas mais altos, que matematicamente deve se completar após o prazo de um ano. Um componente detrator de ticket, poderia ser mudança de mix, com *downgrades* de produtos dentro da base e aumento de produtos de maior coparticipação, dentro do mix de contratos. Essa mudança poderia trazer menor evolução de ticket na comparação anual, mas por outro lado, esses produtos trazem maior restrição de rede e maior alinhamento, que no fim, se traduz em sinistralidade menor, e conseqüente, maior lucro operacional.

Mas, o mais importante de tudo, acreditamos que a questão da sinistralidade mais alta enfrentada atualmente, é resultado de uma conjuntura. O receio do mercado em relação ao curto prazo da companhia, nos forneceu uma oportunidade de montar uma posição em uma tese de investimento em que acreditamos ser estruturalmente boa. No longo prazo, a maturação dos fortes investimentos feitos nos últimos anos e a posição de liderança alcançada na fusão reforçarão as vantagens competitivas da Hapvida.

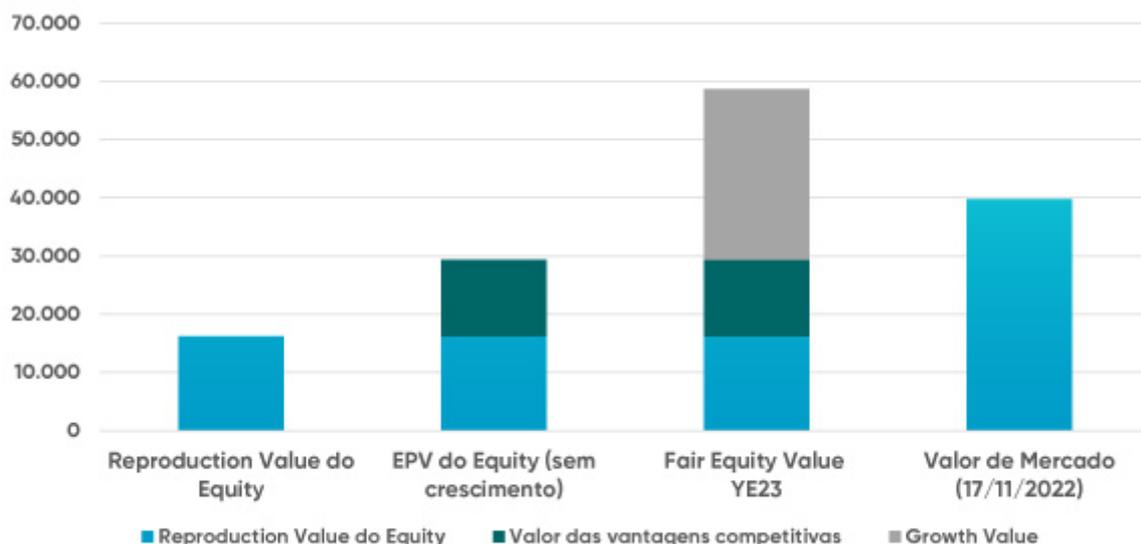
Uma empresa candidata à consolidadora de um setor, passa necessariamente por uma fase de investimentos que necessita muito capital. Após a aquisição de várias empresas, o auge dos investimentos da Hapvida ocorreu com a fusão com a GNDI, que coincidiu com o pior período da pandemia, o que trouxe uma complexidade de análise em separar os efeitos da situação pós pandemia, da evolução dos investimentos realizados. Esperamos que daqui para frente, o ritmo das aquisições deva reduzir e a companhia focará seus esforços para que as aquisições, e a fusão com a GNDI tenham uma melhor margem operacional, para se obter um retorno sobre capital mais adequado. A evolução da tese será produto de uma rede de atendimento por todo o Brasil, com maior verticalização, novos formatos de produtos, rede própria, reajustes de preços competitivos e sinergias de custos e despesas. Além disso, a companhia ainda deveria se favorecer de benefícios fiscais, com o reconhecimento da amortização de ágio da aquisição da GNDI. No balanço do 2º trimestre de 2022, o ágio reconhecido foi de R\$ 37,3 bilhões.



Quando analisamos uma empresa para o nosso portfólio, procuramos entender mais o potencial de geração de valor futuro, do que o histórico de geração do valor ao longo de vários anos. Atualmente, por conta da situação de alta sinistralidade, e os investimentos ainda não maturados, a Hapvida ainda não gera retorno superior ao capital investido, porém, enxergamos o *bottom* de ROIC no ano de 2023. De 2023 em diante, por conta da normalização de preços, ganho de *market share*, melhora operacional das aquisições e ganhos de sinergias, veremos uma evolução gradual e relevante do retorno sobre os investimentos, o que resultará em um delta EVA positivo para os próximos anos. Por conta disso, o momento para investir na Hapvida nos parece oportuno.

Na nossa filosofia de investimentos, é importante termos margem de segurança. Para termos noção desta margem, calculamos o *Earnings Power Value* (EPV) da Hapvida, que consiste em um método de *valuation*, que utiliza como premissa a sustentabilidade do lucro operacional. O EPV é obtido perpetuando o lucro operacional sustentável da empresa. O EPV nos dá uma estimativa de valor, sem considerar premissas de crescimento, ou seja, não utilizando nenhuma premissa decorrente das decisões estratégicas, apenas o seu lucro operacional perpetuado. Estimamos também, qual seria o valor para reproduzir os ativos da Hapvida. Notamos que o EPV da Hapvida é superior ao valor de reprodução de seus ativos, o que para nós é um indicativo de que de fato a Hapvida possui vantagens competitivas e/ou um *management* superior. Isso é importante, pois se uma empresa possui vantagens competitivas, é capaz de gerar valor no futuro. E ao comparar o EPV com o valor de mercado, o mercado atribui um valor de crescimento apenas 33% superior ao EPV, se fizéssemos esta análise no início do ano, o mercado atribuía um valor de crescimento 100% superior ao EPV. Indo além, calculamos um DCF incorporando nossas expectativas de crescimento de vidas e receita, melhora da margem operacional e sinergias e o valor justo estimado por nós chega a ser o dobro do EPV. Portanto, acreditamos que o preço de mercado atual da Hapvida nos dá boa margem e segurança.

Asset Value-EPV-DCF x Valor de Mercado



Na SFA, nos forçamos a testar constantemente nossas convicções. Nossa posição de Hapvida passou por um profundo entendimento do setor e do modelo de negócios da empresa e, mesmo assim, nosso consenso sobre a empresa nunca foi linear. Tivemos dificuldade de entender o momento atual de *earnings* da companhia, e separar o cenário conjuntural do estrutural. Foi necessário utilizar várias ferramentas do nosso arsenal como pesquisa de campo, conversa com vários especialistas do setor, *framework* de análise de M&A e *analytics* para confirmarmos nossas hipóteses e ficarmos mais convictos. Após um período de mais de dois anos de análise, acreditamos que o pessimismo do mercado com a ação nos deu uma oportunidade de montar uma posição, com margem de segurança em uma das líderes do setor, com vantagens competitivas claras, candidata a ser principal consolidadora do modelo verticalizado, bem gerida e capaz de gerar valor aos acionistas por muitos anos.

Agradecemos a confiança,

Equipe SFA Investimentos

Gestão
SFA INVESTIMENTOS LTDA
Rua Gomes de Carvalho, 768 – 8º andar
Vila Olímpia – CEP: 04547-003
São Paulo - Brasil
Tel: +55 11 2780-0690
ri@sfainvestimentos.com.br

Administração
CREDIT SUISSE HEDGING GRIFFO CORRETORA DE VALORES
S/A
Rua Leopoldo Couto de Magalhães Jr, 700 – 11º andar
Itaim Bibi – CEP: 04542-000
São Paulo - Brasil
Tel: +55 0800-558777

Custódia
ITAÚ UNIBANCO S.A
Praça Alfredo E.S. Aranha, 100 – Torre Itaúsa
Parque Jabaquara - CEP: 04344-902
São Paulo - Brasil
Tel: +55 0800-7280728
www.itaú.com.br

Este material foi preparado pela SFA Investimentos Ltda., e tem caráter meramente informativo e não deve ser considerado como recomendação de investimento ou oferta para a aquisição de cotas de fundos ou outros investimentos, nem deve servir como única base para tomada de decisões de investimento. Leia o regulamento do fundo antes de investir. O fundo gerido utiliza estratégia com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. O fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito –FGC. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade ajustada considera o reinvestimento dos dividendos, juros sobre capital próprio ou outros rendimentos advindos de ativos financeiros que integrem a carteira do fundo repassados diretamente ao cotista. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este fundo está sujeito a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo.

