

REDE D'OR SÃO LUIZ¹ CNPJ 06.047.087/0001-39

brAAA | S&P

PACIENTE EM FASE DE CRESCIMENTO

Net/Net: A Rede D'Or São Luiz ("Rede D'Or") é a líder do setor de saúde hospitalar no Brasil, possuindo 40 hospitais próprios, além de clínicas e laboratório de análises recém adquirido. Ela persegue a estratégia de expansão de seu portfólio, através de aquisições e expansão de hospitais, tendo já investido cerca de R\$ 8 bilhões em quatro anos. Apesar dos elevados volumes de investimentos e da recessão econômica dos últimos anos, foi capaz de manter níveis de alavancagem, medida por dívida líquida/EBITDA, em torno de 2,0x e margens EBITDA próximas a 25%, o que demonstra boa eficiência operacional, com taxas de ocupação de aproximadamente 80%. Nos próximos anos, pode-se esperar continuação do plano de investimentos através de aquisições e novos hospitais e clínicas, principalmente oncológicas, o que deve garantir continuidade da Rede D'Or como líder do setor no país. Os principais riscos da companhia são comuns ao setor de hospitais privados, como inflação médica e glosas, assim como desenvolvimento de novas tecnologias e riscos ligados à imagem do hospital junto à comunidade de usuários.

- **3T18²:** A Rede D'Or continua apresentando crescimento de receita, tendo alcançado R\$ 10,3 bi de receita líquida no trimestre, baseada e um total de cerca de 5.600 leitos operacionais e 80% de ocupação, em linha com o histórico. A margem EBITDA alcançou 25%, relativamente estável em relação a 2017, o que demonstra a boa capacidade de integração de novos leitos ao portfólio.
- **Consolidador em mercado com altas sinergias de concentração:** À medida em que expande através de aquisições, a companhia consegue converter áreas administrativas dos hospitais adquiridos em áreas com leitos, rentáveis, uma vez que possui administração centralizada.
- **Tamanho importa:** Por se tratar de um setor com altas barreiras de entrada, como relacionamento com planos de saúde e fornecedores de equipamentos, materiais e medicamentos, o tamanho da empresa é muito relevante e a Rede D'Or é líder do setor.
- **Relações com vários tipos de clientes:** i) o que recomenda, ii) o que paga e iii) o que se trata. Este relacionamento com três clientes necessita de atenção em todos os elos.
- **Riscos:** i) inflação médica, suas causas (e.g. Doença de Custos de Baumol); ii) glosas; iii) planos de expansão; (iv) expansão por M&A (depende de interessados em vender, o que pode ocorrer em momentos que não sejam ideais).

Fernando Hadba, CFA, FRM

Brasil: Banco Santander (Brasil) S.A.
+55 (11) 3553-6918
fhadba@santander.com.br

Camilla Dolle, CNPI

Brasil: Banco Santander (Brasil) S.A.
+55 (11) 3553-1794
cdolle@santander.com.br

Destques Financeiros (R\$ mm - Consolidado)	2016	2017	3T18
Ativo Total	12.298	14.713	19.826
Patrimônio Líquido	4.467	4.481	4.964
Dívida Total	5.273	7.725	11.676
Curto Prazo	959	588	720
Longo Prazo	4.313	7.137	10.957
Disponibilidades	2.741	3.261	5.202
Dívida Líquida	2.532	4.464	6.474
Var%	-21%	+76%	+45%
Receita Líquida (LTM)	7.912	9.417	10.444
Var% YoY	23%	19%	11%
EBITDA (LTM)	1.887	2.316	2.491
Var% YoY	+16%	+23%	+8%
Margem EBITDA	24%	25%	24%
Lucro Líquido (LTM)	816	979	1.061
Dív. Líquida/EBITDA	1,3x	1,9x	2,6x
Dívida CP/Dív. Total	18%	8%	6%
Caixa/Dív. CP	2,9x	5,5x	7,2x
Indicadores Operacionais	2016	2017	3T18
# de Leitos Operacionais	4.909	5.224	5.940
Taxa de Ocupação	79%	80%	78%
# de Hospitais Próprios	34	37	39

Fonte: Companhia e Santander

¹ Favor ler com atenção as informações constantes da seção "COMUNICADO IMPORTANTE" ao final deste relatório.

² Demonstrações Financeiras de Setembro de 2018, no site da companhia.

O Banco Santander (Brasil) S.A. ("Santander") participa como coordenador dos certificados 188^o e 189^o emitidos pela RB Capital que são lastreados nas debêntures emitidas pela Rede D'Or nos termos da Lei das Sociedades por Ações e da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 400.



Índice

1. Pontos Chave do Investimento	3
2. Fatores de risco	5
3. Demonstrações Financeiras Resumidas da empresa	7
4. Algumas características interessantes do setor de hospitais	8
5. O panorama concorrencial brasileiro	8
6. A Companhia	9
6.1. Histórico	9
6.2. Estrutura Societária, Administração e Governança	9
6.2.1. Acionistas	9
6.2.2. Acordo de Acionistas	10
6.2.3. Governança.....	10
7. A ciência econômica e o setor de saúde	10
7.1. A Doença de Baumol e seu impacto no setor de saúde.....	11
7.2. Incerteza e a economia do bem-estar do tratamento médico	11
7.2.1. Comparando o mercado de Saúde com um mercado competitivo em ambiente certo	12
8. Inflação Médica	12
8.1.1. Como Agir para Controlá-la?	13
8.2. Glosas Médicas.....	14
9. A Rede D'Or e Sua Operação	15
9.1. Pilares de crescimento.....	16
9.2. Velocidade e excelência na integração de aquisições	17
10. Análise Financeira	17
10.1. Receita Operacional.....	17
10.1.1. Glosas	18
10.2. Endividamento	19
10.3. Investimentos	21
11. Projeções Financeiras	22
11.1. Premissas de Projeção	22
11.2. Resultados das Projeções	22



1. PONTOS CHAVE DO INVESTIMENTO

- **Mercado de trabalho.** O setor de saúde privada tem alta correlação com o mercado de trabalho, principalmente o formal, considerando que 90% das receitas dos hospitais vêm de planos de saúde, sendo em sua maioria empresariais³, os quais são diretamente afetados em períodos de atividade macroeconômica mais fraca (e.g. redução de custos por demissões ou corte de benefícios de saúde). A Rede D'Or foi capaz de manter margens elevadas e alavancagem baixa, ao mesmo tempo em que continuou seu plano de investimentos em expansão.
- **Número de Hospitais vs. Número de Leitos.** Apesar de ter maior número de hospitais do que os EUA, por exemplo, o Brasil conta com menos leitos. Na média, os EUA apresentam 160 leitos por hospital⁴, enquanto que o Brasil possui 73⁵. Já no caso da Rede D'Or, a média de leitos por hospital é de 155, o que demonstra a habilidade da companhia em rentabilizar seu espaço nos hospitais. As implicações deste fato são que o condutor de receitas neste setor é o tratamento de pacientes e não o número de hospitais. Um hospital com menos leitos tem custos gerenciais maiores em cima de cada leito. A alavancagem operacional de um hospital com mais leitos é benéfica à rentabilidade do negócio.
- **Posição de vantagem:** Na relação contratual com as operadoras, a Rede D'Or (e hospitais em geral) possuem vantagem, uma vez que ela pode descredenciar um plano de saúde caso entenda fazer sentido. O contrário só pode acontecer caso a operadora possa substituir o hospital por outro semelhante em termos de qualidade e localização, o que é muito difícil no caso da Rede D'Or.
- **Consolidação e Expansão.** A Rede D'Or está expandindo o número de leitos através de aquisições de hospitais em todas as regiões do Brasil, mas ainda com foco maior em Rio de Janeiro e São Paulo. É importante notar que há resistência em entrar nos mercados de Minas Gerais e Espírito Santo, uma vez que são dominados pela Unimed (pertencente à cooperativa de médicos locais) e a companhia não enxerga valor no momento em competir com a operadora. Além disso, tem realizado expansões de hospitais já existentes em portfólio. Até 2021, é possível esperar que o número de leitos atinja cerca de 9 mil, em comparação com os atuais 6,6 mil.
- **Boa saúde financeira.** A companhia apresenta bons indicadores operacionais e financeiros, apesar da expansão contínua que demanda altos investimentos e sofre de certa maneira com margens mais baixas dos novos hospitais até a maturação. A dívida líquida/EBITDA tem se mantido abaixo de 2,0x nos últimos anos e esperamos que mantenha essa tendência nos próximos, com esforços voltados para gerenciamento de seus passivos, tendo estendido dívidas vincendas de 2018 a 2021 para 2023, por exemplo, o que aliviou seus vencimentos nos próximos anos.
- **Multi-clientes:** A Rede D'Or, como é característica dos hospitais privados no Brasil, tem como clientes as operadoras de planos de saúde, responsáveis por cerca de 90% de sua receita, e os próprios pacientes, que são aqueles que geram o faturamento através dos atendimentos. Além disso, os médicos também podem ser vistos como clientes dos hospitais, uma vez que não são funcionários e pagam os hospitais pela utilização das instalações. Manter boa relação com todos os “clientes” é fundamental para o sucesso do negócio
- **Barreiras a competição:** Diferentemente do setor de laboratórios, o setor hospitalar possui barreiras altas à entrada de competidores. Isso se deve à necessidade de poder de barganha e bom

³ <https://www.valor.com.br/cultura/5934887/uma-terapia-para-os-planos>

⁴ <https://www.aha.org/statistics/fast-facts-us-hospitals>

⁵ <https://www1.folha.uol.com.br/seminariosfolha/2018/04/concentrada-em-grandes-cidades-oferta-de-leitos-hospitalares-diminui-na-maior-parte-do-pais.shtml>



relacionamento com operadoras de planos de saúde e fornecedores, fundamentais para o funcionamento dos hospitais, o que requer em geral maior escala. No caso da Rede D'Or, além de possuir larga vantagem nesses quesitos, não há outras redes hospitalares que atuem em mercados semelhantes com a escala que ela possui, o que garante liderança no setor.

- **Baixa regulação:** Os hospitais não são regulados pela ANS, apenas supervisionados pela ANVISA e pelo Corpo de Bombeiros. A ANS regula as operadoras de planos de saúde.



2. FATORES DE RISCO

- **Inflação médica:** Visto como um dos principais problemas do setor, uma vez que continua crescendo acima da inflação geral, o que gera necessidade de reajustes muito elevados por parte dos planos de saúde, recaindo sobre usuários, principalmente empresas. Os fatores fundamentais que levam ao crescimento da inflação são o envelhecimento da população, o advento de novas tecnologias, o modelo de reconhecimento de receita e questões inerentes à produtividade da economia como um todo. As formas sugeridas de controlá-la passam por mudanças na forma de cobrança dos serviços médicos, o que impactaria as prestadoras no médio a longo prazo.
 - **Doença de Custos de Baumol:** Ajuda a explicar o porquê da inflação média – à medida em que setores que ganham em produtividade veem queda de preços, aqueles setores que contam com nível de produtividade praticamente constante como música, saúde e educação têm aumentos de preços mais elevados, de modo a continuar a atrair profissionais dessas áreas.
- **Regulação indireta:** Os hospitais não são regulados pela ANS (Agência Nacional de Saúde Suplementar), a qual regula as operadoras de planos de saúde. Dessa forma, apesar de não serem diretamente regulados, como seus maiores clientes são as operadoras, pode-se enxergar os hospitais como indiretamente regulados, e assim expostos a eventuais mudanças de regulação.
- **Glosas:** Representam incerteza para a companhia e para os prestadores de serviços de saúde em geral, uma vez que não há regras padronizadas para o pagamento das faturas por parte das operadoras de planos de saúde. No caso da Rede D'Or, esse risco é parcialmente mitigado pela proximidade com as operadoras de planos de saúde, além de processos internos integrados que reduzem o risco de erros, diminuindo as glosas.
- **Contingências trabalhistas e fiscais:** A Rede D'Or possuía no 3T18 cerca de R\$ 2 bilhões em contingências, sendo R\$ 180 milhões consideradas prováveis, tendo sido constituídas provisões. Do restante, R\$ 1,2 bilhão refere-se a autuações da Receita Federal, recebidas entre 2016 e 2018, em relação a discussões de alegações de que médicos que prestam serviços aos hospitais como PJ na realidade seriam empregados da companhia, o que exigiria o recolhimento do INSS⁶. A Rede D'Or contestou as alegações e, por acreditar que não perderá, não constituiu provisões. Em nossa visão, mesmo se a companhia viesse a perder, o que acreditamos que só aconteceria pós-2018, haveria espaço para pagamento para a Receita sem quebrar *covenants*, devido à confortável posição de caixa.
- **Riscos ligados à imagem:** Os médicos que utilizam as dependências dos hospitais não são funcionários da Rede D'Or. Dessa forma, faz-se necessário um trabalho contínuo de proximidade desses profissionais, que encaminham os pacientes e realizam procedimentos nos hospitais da rede. Sendo assim, há um risco reputacional constante, uma vez que, na ocorrência de algum problema que gere preocupações em relação à imagem da Rede D'Or, os médicos podem deixar de recomendar o hospital, o levando a perder fluxo de pacientes e, assim, receita.
- **Verticalização e integração do setor:** No caso de operadoras de planos de saúde decidirem atuar também como prestadoras de serviços médicos, pode haver perda de *market share* por parte de hospitais existentes. Há a possibilidade de o contrário também ocorrer, com prestadoras de serviços, como hospitais, entrando no mercado de planos de saúde. No entanto, não esperamos que a Rede D'Or faça esse movimento. A empresa prefere continuar focada em sua expansão e ser o parceiro

⁶ Demonstrações Financeiras 30 de setembro de 2018



preferencial de seguradoras a verticalizar-se. Seus clientes preferenciais também parecem ter o comportamento análogo em relação aos investimentos em hospital.



3. DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS RESUMIDAS DA EMPRESA

Figura 1. Demonstrações Financeiras – Rede D'Or (R\$mm)

Ativos	2016-12-31	2017-12-31	2018-09-30	Passivos	2016-12-31	2017-12-31	2018-09-30
Caixa	2.741	3.261	5.202	Endividamento CP	959	588	720
Contas a receber	2.143	2.837	3.223	Fornecedores	424	476	548
Estoques	185	229	233	Salários, prov. e encargos	385	370	530
Impostos a Recuperar	178	116	135	Obrig. Fiscais	191	232	309
Outros	170	171	298	Dividendos	427	275	201
Ativo Circulante	5.418	6.614	9.091	Outros	327	193	217
				Passivo Circulante	2.713	2.135	2.524
Depósito para aquisição	84	90	92	Endividamento LP	4.313	7.137	10.957
Depósitos judiciais	90	119	136	Impostos diferidos	151	218	259
IRCS diferidos	71	113	178	Outros LP	654	742	1.123
Instrumentos fin. derivativos	23	91	763	Passivo Não Circulante	5.118	8.097	12.338
Investimentos	78	90	125	Capital Social	868	868	868
Imobilizado	3.112	3.956	4.631	Reserva de capital	2.399	2.334	2.334
Intangível	3.332	3.557	4.678	Outros	1.019	1.115	1.625
Outros	90	83	133	Part. Minoritários	180	165	138
Ativo Não Circulante	6.880	8.099	10.735	Patrimônio Líquido	4.467	4.481	4.964
TOTAL	12.298	14.713	19.826	TOTAL	12.298	14.713	19.826
Dem Res. Ex	2016	2017	9M 18	Fluxo de Caixa	2016	2017	9M 18
Receita Líquida	7.912	9.417	8.026	EBITDA	1.887	2.316	1.987
(-) Custos e Despesas Operacionais	(6.297)	(7.410)	(6.319)	Aumento em Fornecedores	176	52	73
(=) EBIT	1.615	2.008	1.708	Aumento em Dividendos	111	(152)	(75)
Depreciação	272	308	279	Aumento em Outros PC	190	(107)	259
EBITDA	1.887	2.316	1.987	Aumento em C. a Receber	(231)	(694)	(386)
(-) Resultado Financeiro	(500)	(583)	(467)	Aumento em Estoques	(51)	(44)	(4)
(-) Impostos	(299)	(446)	(347)	Aumento em Outros AC	886	62	(146)
				FC Operacional	2.967	1.433	1.708
Lucro Líquido	816	979	895	Investimentos	(1.355)	(1.251)	(1.897)
				Impostos sobre o Ebit	(549)	(683)	(581)
				Fluxo de Caixa	1.063	(501)	(770)
Div CP/Div Total	18%	8%	6%	Div Total/ EBITDA LTM	2,8	3,3	4,7
Div Liq/Pat Liq	57%	100%	130%	Div Liq/ EBITDA LTM	1,3	1,9	2,6
Resultado Fin/Ebit	31%	29%	27%	RoE	18%	22%	21%

Fonte: Companhia e Santander

O que chama a atenção no ativo é o tamanho das contas a receber, a imobilização em imobiliário e o intangível das aquisições. No passivo, destaca-se o financiamento por dívida, o que parece ser compatível com a característica de imobilização da empresa. Variações em contas a receber devem ser o principal movedor das variações do capital de giro da empresa.



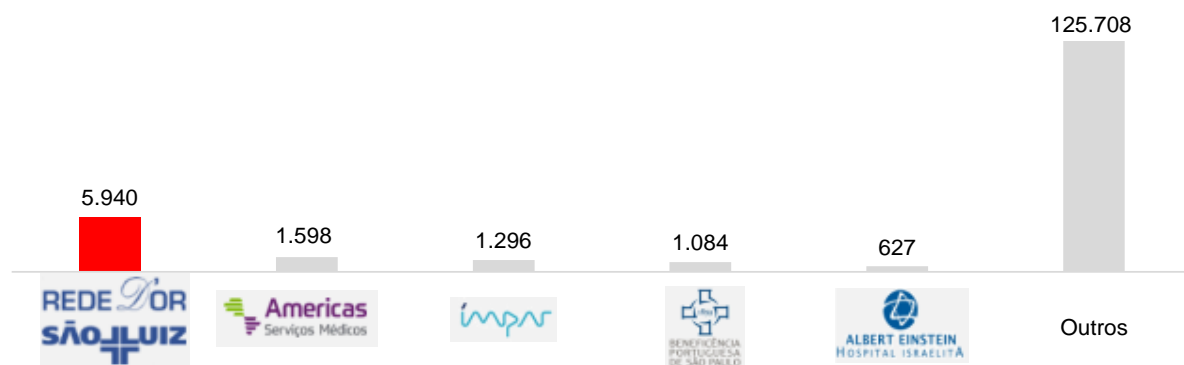
4. ALGUMAS CARACTERÍSTICAS INTERESSANTES DO SETOR DE HOSPITAIS

- O setor de hospitais é composto por hospitais públicos e privados. No caso dos públicos, há aqueles federais, estaduais e municipais, que cobrem cerca de 160,5 milhões de pessoas no Brasil (75,6%)⁷. Já no setor privado, existem entidades com e sem fins lucrativos (i.e. filantrópicas), cada uma com suas características, e cobrem cerca de 47,2 milhões de pessoas.
- No caso dos hospitais privados, mesmo aqueles que não possuem atendimento ao SUS são obrigados por lei a, em caso de emergência em suas proximidades, dar o primeiro atendimento a esses pacientes, podendo transferi-los posteriormente à rede pública quando estabilizados. Este atendimento pode gerar cobrança do hospital junto ao SUS.
- Curiosamente, o setor de hospitais não é regulado pela ANS, porém é supervisionado pela Anvisa (vigilância sanitária) e pelo Corpo de Bombeiros (instalação e edificação). No entanto, enxergamos que haja uma “regulação indireta” pela ANS, uma vez que a maior fonte pagadora dos hospitais privados são as operadoras de saúde, essas sim, reguladas pela Agência.
- Os hospitais realizam o faturamento dos serviços, encaminhando às operadoras de planos de saúde para receber o pagamento devido. No entanto, essas faturas são passíveis de discussão, gerando glosas, re-faturamentos e, assim, demora no pagamento de disputas comerciais. Por ser recorrente no setor, os hospitais realizam provisões para glosas, antecipando a possibilidade de atrasos.
- A receita de hospitais vem de consumo de materiais e da utilização dos espaços por parte de médicos. A rentabilidade tem impacto significativo de custos com pessoal, seguido de materiais e medicamentos, e a geração de fluxo de caixa é muito dependente de capital de giro, principalmente clientes e fornecedores. Dessa forma, é importante se atentar à capacidade de administração desses itens por parte dos hospitais.
- O Brasil possui mais hospitais do que os EUA. No entanto, o número de leitos nos hospitais no Brasil é inferior, o que contribui para o déficit de leitos no país. É importante se atentar à relação entre o espaço rentável do hospital (leitos) e espaços não rentáveis, como aqueles ocupados por áreas administrativas, por exemplo.

5. O PANORAMA CONCORRENCIAL BRASILEIRO

A Rede D'Or hoje possui posição de liderança no setor hospitalar privado brasileiro. Com cerca de 5.900 leitos operacionais, tem cerca de três vezes o tamanho do segundo colocado, de acordo com gráfico abaixo. Isso demonstra a solidez da companhia, que deve continuar a se concretizar com o plano de expansão em andamento.

Figura 2. Número de leitos totais dos hospitais da Rede D'Or e competidores



Fonte: Companhias, CNES, AHA 2016

⁷ ANS TABNET (Jun-18)



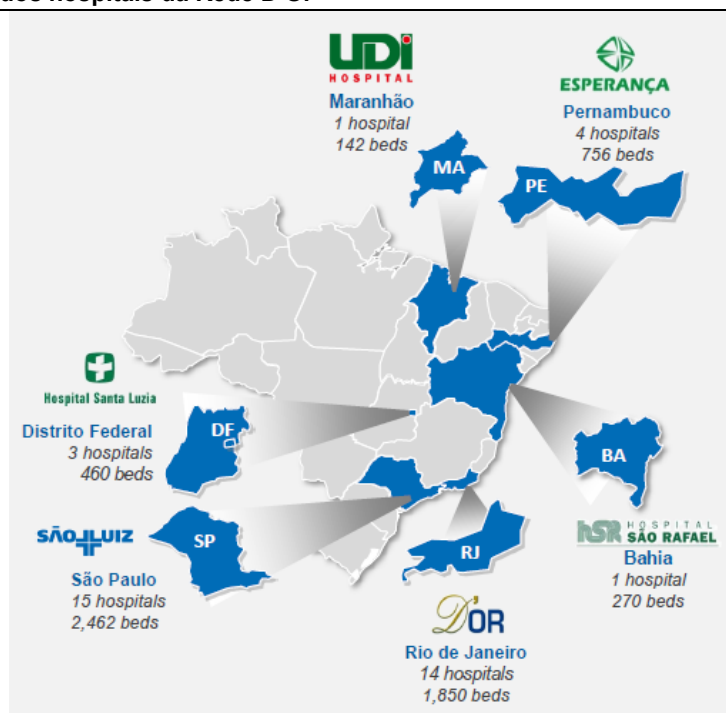
6. A COMPANHIA

6.1. HISTÓRICO

A Rede D'Or São Luiz S.A. (“Rede D'Or”) nasceu em 1977 como um grupo de laboratórios no Rio de Janeiro, Grupo Labs, com foco exclusivo em diagnóstico⁸, fundado pelo Dr. Jorge Moll. Nos anos seguintes, expandiu e aplicou o conceito de “todos os exames em um só local” através da inauguração de uma nova unidade no Botafogo, seguida de outras na cidade.

O Dr. Moll decidiu abrir hospitais gerais com emergências grandes, que são potencialmente grandes captadores de clientes. Hospitais gerais permitem diluir custos e atender uma gama de procedimentos de diversos níveis de complexidade. Seguindo essa lógica, entre 1998 e 2001, inaugurou os primeiros hospitais da Rede: Barra D'Or, Copa D'Or e Quinta D'Or. A partir de 2004, iniciou a estratégia de expansão para novas regiões através de parcerias com outros hospitais, que se estende até hoje. Atualmente, a Rede D'Or possui 36 hospitais próprios no Rio de Janeiro, São Paulo, Pernambuco e no Distrito Federal, sendo a maior rede privada de hospitais no país.

Figura 3. Localização dos hospitais da Rede D'Or



Fonte: Companhia

6.2. ESTRUTURA SOCIETÁRIA, ADMINISTRAÇÃO E GOVERNANÇA

6.2.1. ACIONISTAS

A estrutura societária da Rede D'Or é composta conforme figura seguinte. A Família Moll detém 57,37% do capital da companhia diretamente e através do FIP Delta FM&B. O GIC (fundo soberano de Cingapura), através da Pacific RDSL Participações, possui 25,93% do capital, adquiridos em 2015 dos acionistas controladores e do BTG. O Carlyle Group entrou na companhia também em 2015, através de um aumento de capital, e atualmente detém 11,88%, representado pelos fundos HPT Participações S.A. e RDSL Investimento Secundário FIP. Do restante, 4,82% são pulverizados.

⁸ Informações retiradas da escritura da 127ª emissão de CRIs da companhia.



Família Moll: família controladora da companhia, representada por Jorge Moll Filho, cardiologista carioca, fundador da rede de hospitais Rede D'Or. Já foram controladores da rede de laboratórios Cardiolab, que foi vendida para a Fleury em 2011. Jorge Moll ocupa atualmente o cargo de presidente do Conselho de Administração, tendo sido diretor presidente da companhia até 2013.

GIC: fundo soberano de Cingapura, representado pelo Pacific RDSL Participações, possui mais de US\$100bn sob gestão, focados em EUA e Ásia (~65%). Adquiriu a participação em 2015, diretamente dos acionistas controladores e do BTG Pactual Saúde FIP. Desde 2014, aportou quase US\$1,7bn em investimentos no Brasil, como Rede D'Or (mais de US\$1bn), além de Netshoes, Abril Educação e Cruzeiro do Sul. Outros investimentos feitos incluem Algar Telecom e Somos Educação.

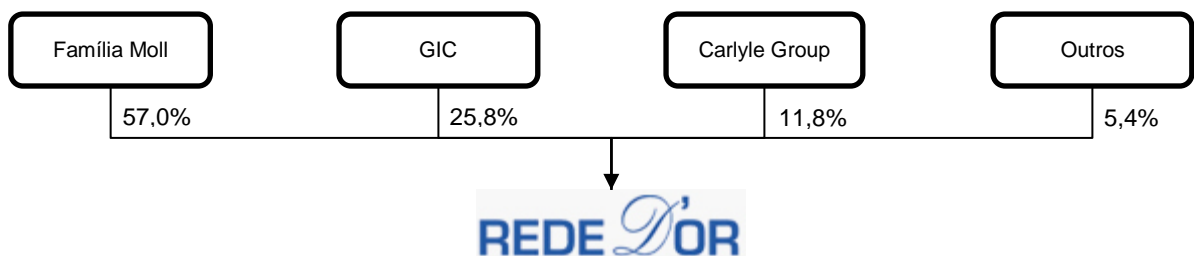
Carlyle Group: fundo de *private equity* americano com mais de US\$200bn sob gestão, adquiriu participação na Rede D'Or em 2015, logo após o governo liberar a entrada de capital estrangeiro no setor de saúde brasileiro. Possui outros investimentos no Brasil, como as varejistas Tok&Stok e Ri-Happy, a instituição de ensino Uniasselvi e a startup de tecnologia FS VAS. Também já investiu na Qualicorp e CVC.

6.2.2. ACORDO DE ACIONISTAS

O acordo de acionistas não é público, mas em conversas com os administradores da empresa nos foi dito que os direitos dos acionistas estão em consonância com a Lei 6.404 (Lei das sociedades anônimas) e a Carlyle tem direito de pedir um IPO a partir de meados de 2019 até 2021 ou algumas cláusulas de direito de retirada. Entendemos que isso pode vir a ocorrer caso as condições de mercado sejam favoráveis no momento, porém devido à falta de visibilidade de condições, não incorporamos ao nosso modelo.

Os principais executivos da empresa são também sócios.

Figura 4. Estrutura Societária Rede D'Or



Fonte: Companhia e Santander

6.2.3. GOVERNANÇA

O Conselho de Administração da Rede D'Or é composto por sete membros, sendo quatro da Família Moll, controladora. Apesar da presença familiar, seus membros possuem larga experiência no setor de saúde privada, tendo trabalhado na Rede D'Or por diversos anos. Além disso, há um membro do GIC e um da Carlyle, este focado no segmento de *healthcare* do fundo.

7. A CIÊNCIA ECONÔMICA E O SETOR DE SAÚDE

Destacamos aqui dois trabalhos importantes feito por economistas renomados que podem permitir alguns pensamentos interessantes sobre o setor. Obviamente, estes resumos devem ser entendidos como tal.



7.1. A DOENÇA DE BAUMOL E SEU IMPACTO NO SETOR DE SAÚDE

O economista William Baumol merecia ter ganhado o Nobel. Infelizmente, ele faleceu antes do reconhecimento de direito, mas não de fato para a ciência econômica. Uma de suas importantes contribuições foi a análise do fenômeno que agora leva seu nome e ajuda a explicar em muito uma característica importante do setor médico – a inflação médica. Antes de irmos direto ao ponto, este conceito permite entendê-la melhor e serve para todos os setores que não têm ganhos expressivos de produtividade.

A primeira constatação é relativamente fácil de se notar depois que pessoas brilhantes como Baumol já o fizeram. O índice de preços e seu crescimento são agregados ponderados de diversos setores. Há setores com maiores aumentos de preços e outros com menores aumentos. Baumol notou que setores com menor produtividade tinham a tendência de fazer parte do primeiro grupo. Esta é a doença.

Ao analisar o setor musical, ele reparou que os músicos atuais ganham muito mais do que há 200 anos, mas a produtividade do músico é basicamente a mesma. Um quarteto continua precisando de quatro músicos e o tempo que a música leva é praticamente inalterado. Sendo assim, como explicar que um setor onde não há aumentos de produtividade seja angariado com aumentos de preço?

A resposta está exatamente no aumento expressivo de produtividade de outros setores, em especial o industrial. À medida que há incrementos importantes de produtividade na economia como um todo, a forma de mantermos músicos, professores e médicos é pagando a mais para eles, caso contrário, haveria um deslocamento de profissionais destas profissões. Ao pagar mais para músicos sem a contrapartida do aumento da produtividade, resta ao produto musical subir o preço do tiquete.

Obviamente, setores intensivos em trabalho sem grandes ganhos de produtividade são sujeitos ao fenômeno. Os dois mais marcantes são Saúde e Educação. Isto não quer dizer que todo aumento de preços desses setores seja explicado pelo diferencial de aumento da produtividade, mas é uma parte importante. Para quem se interessou sobre o fenômeno, as seguintes notas de rodapé trazem melhores explicações que as feitas aqui.^{9,10}

7.2. INCERTEZA E A ECONOMIA DO BEM-ESTAR DO TRATAMENTO MÉDICO¹¹

Este não é somente um dos mais importantes *papers* escritos na *American Economic Review*, como também é escrito por um dos melhores economistas do século passado, Kenneth J. Arrow. Neste trabalho, ele mostra algumas características do mercado de tratamento médico. O resto deste breve resumo é uma compilação de traduções e lições do brilhante texto. Se estiver bem feito, o autor é Arrow!

A natureza da demanda. A demanda individual por serviço médico é irregular e imprevisível. A demanda por serviço médico também está associada aos riscos de perda de saúde ou até mesmo da vida. Por isso, a doença não é somente custosa pelo tratamento como pela perda de saúde também.

O comportamento esperado do médico. O produto e a atividade de produção são iguais. O consumidor não tem como testar o produto antes de consumi-lo. Há uma questão fundamental de confiança no processo também.

Incerteza do Produto. Há a incerteza sobre que produto o consumidor recebe como também uma

⁹ <https://www.vox.com/new-money/2017/5/4/15547364/baumol-cost-disease-explained>

¹⁰ <https://www.economist.com/finance-and-economics/2012/09/29/an-incurable-disease>

¹¹ https://web.stanford.edu/~jay/health_class/Readings/Lecture01/arrow.pdf



assimetria de informações muito maior que em qualquer outro produto. Médicos, ofertantes, sabem muito mais daquele mercado do que os pacientes.

Condições de oferta. Pela natureza do serviço e exigência de certificações, a oferta de serviços médicos é restrita. As leis que impõem limites aos padrões de atendimento médico limitam a oferta de serviços de diversos tipos de custo.

Práticas de Preço. O atendimento médico sofre de discriminação de preços entre clientes e locais de atendimento.

7.2.1. COMPARANDO O MERCADO DE SAÚDE COM UM MERCADO COMPETITIVO EM AMBIENTE CERTO

- Há mercadorias não negociadas – Há interdependência entre a sua saúde e a saúde da população a sua volta
- Retornos crescentes de escala – Em áreas com baixa densidade populacional ou baixa renda, pode ser um problema absorver os potenciais ganhos de escala de equipamentos e há indivisibilidades neste tipo de aparelho.
- Barreiras à entrada – o setor tem diversas barreiras à entrada, em especial a formação dos médicos. Há exclusões a substitutos imperfeitos dos médicos no mercado por causa de regras de licença. Em mercados competitivos, com certeza seria possível deixar o “consumidor” decidir entre os substitutos, mas a incerteza do atendimento médico impede isto.
- Práticas de preço – A discriminação de preços é possível, comportando os médicos quase como um monopólio coletivo.
- Perigo moral – Nas apólices de saúde, não somente entra em conta a saúde do paciente, mas também sua escolha de médicos e de serviços médicos. Seguros saúde muito generosos aumentam a demanda por serviços médicos. Como seguros podem diminuir este desejo de uso.
 - O médico age como um agente de controle em nome da seguradora, mas eles estão na posição conveniente de agradar seus pacientes. Por óbvio, cirurgias são menos sujeitas ao perigo moral do que exames e consultas.
 - Um seguro é mais valioso quanto maior a incerteza no uso e no custo do tratamento.
 - Junção de riscos diferenciados. A possibilidade de discriminação de preços a segurados em seguros saúde é limitado, o que ocasiona distribuição de renda entre participantes do seguro.

8. INFLAÇÃO MÉDICA

As questões ligadas à Doença de Baumol, a assimetria de conhecimento e a incerteza do tratamento médico geram práticas de aumentos de preço de forma constante. Pode-se até dizer que a inflação médica é o preço pelo ser humano viver mais e melhor. Há o progresso das drogas e equipamentos. Obviamente que a sustentabilidade do crescimento do setor de saúde fica em cheque quando de forma constante seus preços sobem muito acima do rendimento dos demais agentes econômicos. Sem grandes avanços de produtividade em outros setores da economia, é possível que os custos fiquem insustentáveis.

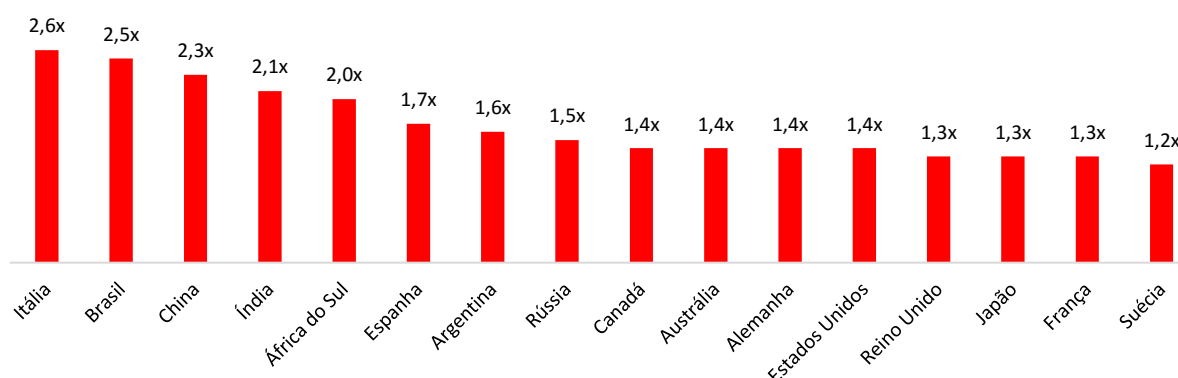
Na inflação médica, estão incluídos todos os gastos com saúde, o que passa por medicamentos, equipamentos (muitos deles importados), consultas médicas, exames etc. Um fator relevante a se considerar é a forma preponderante de remuneração dos serviços hospitalares: o modelo chamado “*fee for service*”, no qual a remuneração se dá pela quantidade dos serviços prestados. Ou seja, quanto maior o número de exames realizados ou de consultas feitas, maior será o faturamento do provedor do serviço. Por outro lado, o paciente coberto por seguro saúde tem pouco interesse em reduzir o número de exames e consultas pedidos, cria-se incentivos perversos para aumento dos custos das internações. A incerteza quanto à saúde dificulta generalizações quanto ao uso de materiais e horas médicas. Um tratamento de apendicite pode ser simples, complexo ou fatal, dependendo do paciente e suas condições. Não há como



saber a priori as demandas do tratamento e é complexo, para dizer o mínimo, estabelecer um padrão para o atendimento quando a incerteza da saúde é parte do processo.

Outro fator relevante a ser considerado é o envelhecimento da população. Os planos de saúde são constituídos de forma similar à previdência¹² – financiamento baseado no sistema de repartição: os mais jovens arcam com custos dos mais velhos, que são muito superiores. Sendo assim, a mudança gradual na estrutura etária, conforme a população envelhece, tende a piorar a situação. Isso é particularmente relevante no Brasil, onde o processo de envelhecimento deve ser mais rápido do que em outros países¹³. Os reajustes dos planos são o que permite equilíbrio econômico-financeiro das operadoras, porém são em geral muito acima da inflação geral de preços e contribuem para os altos patamares da inflação médica.

Figura 5. Envelhecimento da população mundial (Múltiplo do % da população 60+ em 2050 vs. 2015)



Fonte: Companhia e Santander

Os responsáveis pelo pagamento aos hospitais são, em sua grande maioria, os planos de saúde. Com o avanço da inflação médica e dos custos associados, cresce a fatura a ser paga pelas operadoras às prestadoras de serviços de saúde. O resultado desse movimento são reajustes muito elevados dos planos. Assim é o perfil dos planos de saúde no Brasil: cerca de 67% deles são empresariais¹⁴, ou seja, pagos pelas empresas, e as despesas com planos representa uma grande parcela das folhas de pagamento. Quando há a necessidade de corte de despesas, como por exemplo em caso de crise econômica, as empresas podem decidir por reduzir custos com os planos, optando por coberturas inferiores.

Conforme as pessoas têm acesso mais limitado a serviços cobertos pelos planos de saúde, os prestadores são afetados. Para ilustrar esse problema, ressaltamos que cerca de 90% das receitas de hospitais privados no Brasil vêm de planos de saúde. Ou seja, quando há movimentos no sentido de limitar coberturas, conseqüentemente as receitas de hospitais e outros prestadores são de alguma forma afetadas.

8.1.1. COMO AGIR PARA CONTROLÁ-LA?

Há discussões de especialistas do setor no mundo todo acerca de como controlar a inflação médica, procurando alternativas ao modelo atual de remuneração. Um dos modelos em discussão é aquele baseado em valor, “*value-based payment*”, que tem como foco a qualidade do atendimento ao paciente, que leva em consideração a relação entre o resultado obtido com o tratamento e o custo¹⁵ para definir a remuneração. Além disso, a adoção cada vez mais ampla de tecnologias pelos hospitais também irá contribuir para migração de modelos de remuneração, uma vez que permitirá controlar de forma eficiente

¹² <http://cnsseg.org.br/fenasauade/servicos-apoio/noticias/inflacao-medica-uma-verdade-inconveniente-correio-braziliense.html>

¹³ CDC The Economist Intelligence Unit e WHO

¹⁴ Observatório ANAHP 2018

¹⁵ <http://www.mv.com.br/pt/blog/gestao-hospitalar--do-fee-for-service-ao-pagamento-baseado-em-valor>



e padronizada os parâmetros utilizados, reduzindo distorções.

Além da mudança no modelo de faturamento, outra mudança necessária e que deve ser cada vez mais adotada é a de aumentar o foco em prevenção de doenças. A justificativa é de que atendimentos de prevenção custam cerca de 90% a menos do que tratamentos. Além disso, doenças mais graves identificadas no início são curáveis e o tratamento pode chegar a custar cerca de dez vezes menos¹⁶. No entanto, essas alternativas devem levar um tempo para começarem a ser implementadas e devemos esperar a continuidade do modelo atual pelo menos no médio prazo.

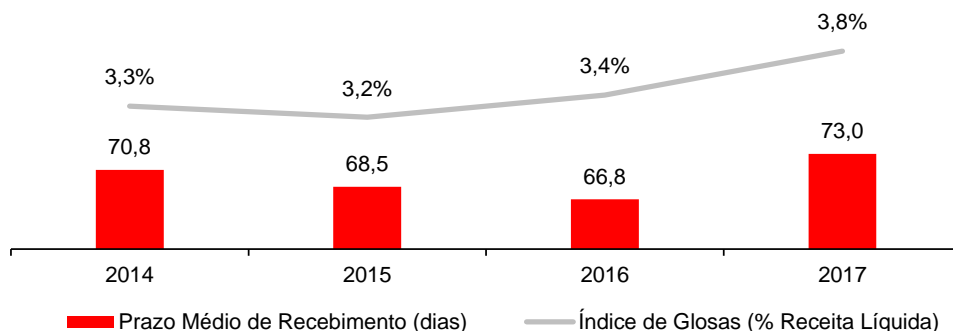
8.2. GLOSAS MÉDICAS

Um problema recorrente dos agentes do setor de saúde são as glosas médicas. No caso dos hospitais, as despesas de consultas, exames, medicamentos etc, são enviadas aos planos de saúde, os quais avaliam as cobranças para conferir se estão corretas. Caso julguem estar incorretas, podem deixar de pagar partes ou contas inteiras de pacientes. Essa possibilidade gera incerteza para os hospitais, que realizam provisões para glosas em seus balanços, chegando a 10% dos procedimentos reembolsados¹⁷. Isso é particularmente preocupante quando consideramos que cerca de 90% da receita dos hospitais vêm de recursos das operadoras¹⁸. Além disso, quando a glosa ocorre, cabe à prestadora de serviços buscar o ressarcimento por outras vias, o que também traz custos adicionais.

É importante ressaltar que há, de um lado, responsabilidade das grandes operadoras de planos de saúde, que definem os pagamentos e não possuem, ainda, um sistema padronizado de decisão que poderia diminuir as incertezas por parte das prestadoras de serviço. Porém, há também certa responsabilidade por parte das próprias prestadoras, que estão sujeitas a erros administrativos no preenchimento dos pedidos às operadoras, por exemplo. Esse tipo de erro pode ser reduzido com melhores sistemas de gestão hospitalar, o que pode ser feito com o uso de tecnologias especializadas, que cada vez mais vem sendo adotadas e maior eficiência na gestão e podem, no médio a longo prazo, reduzir as glosas.

De acordo com a publicação anual “Observatório 2018” da ANAHP (Associação Nacional de Hospitais Privados), o índice de glosas, como percentual da receita líquida, atingiu 3,8% em média, crescimento em relação a 3,4% em 2016, e o prazo médio de recebimento foi de 66,8 dias em 2016 para 73 dias em 2017, prejudicando a margem e a gestão de capital de giro dos hospitais privados. Isso é reflexo da crise econômica nos hospitais privados.

Figura 6. Índice de glosas (% receita líquida) e prazo médio de recebimento (dias) de hospitais da ANAHP



Fonte: Observatório ANAHP e Santander

Por outro lado, indicadores de qualidade do prontuário têm refletido a tendência de crescente utilização de tecnologias, o que levará a maior eficiência administrativa e, assim, melhora em indicadores

¹⁶ <https://www.revistaapolicy.com.br/2018/07/inflacao-medica-brasileira-chegando-18/>

¹⁷ <http://www.anahp.com.br/noticias/noticias-do-mercado/glosa-medica-e-impasse-recorrente-em-90-das-relacoes-entre-planos-de-saude-e-hospitais/>

¹⁸ Observatório ANAHP 2018 – pág. 6



operacionais e financeiros. Como exemplo, o percentual de hospitais que adotam *business intelligence* nos prontuários aumentou de 58% em 2015 para 69% em 2017 e cerca de 84% já tinham prontuário eletrônico implantado ao final do ano passado. Aliados a isso, controles de estoque, níveis de autorização de material, transparência de uso de medicamentos e equipamentos diminuem custos na gestão hospitalar e contribuem para a redução de glosas.

9. A REDE D'OR E SUA OPERAÇÃO

A Rede D'Or atua no setor hospitalar, sendo a maior operadora do Brasil¹⁹. O foco de atuação são os estados do Rio de Janeiro e São Paulo, mas há presença também no Distrito Federal, Pernambuco, Maranhão e Bahia. A estratégia engloba contínua expansão, adoção de novas tecnologias, além da alta qualificação dos profissionais das equipes.

Além de hospitais, a companhia também possui o Instituto D'Or de Pesquisa e Ensino, sem fins lucrativos, focado em pesquisa científica e educação e o Grupo Oncologia D'Or, que conta com mais de 40 clínicas oncológicas no país. A Rede D'Or enxerga sinergia entre os hospitais e as clínicas, uma vez que permite um fluxo de cuidados que diminui o tempo de espera para o tratamento. A companhia possuía, no 3T18, 38 hospitais próprios.

Figura 7. Portfolio de Hospitais

Hospitais Próprios

São Paulo

Hospital Assunção
Hospital e Maternidade Brasil
Hospital São Luiz - Unidade Itaim
Hospital Vivalle
Hospital São Luiz - Unidade Morumbi
Hospital São Luiz - Unidade Anália Franco
Hospital São Luiz - Unidade Jabaquara
Hospital da Criança
Hospital Ifor
Hospital e Maternidade Sino-Brasileiro
Hospital Villa Lobos
Hospital São Luiz - Unidade São Caetano

Distrito Federal

Hospital Santa Luzia
Hospital do Coração do Brasil
Hospital Santa Helena

Pernambuco

Hospital Esperança Recife
Hospital São Marcos
Hospital Esperança Olinda
Hospital Memorial São José

Rio de Janeiro

Hospital Copa D'or
Hospital Barra D'or
Hospital Bangu
Hospital Niterói D'or
Hospital Norte D'or
Hospital Rios D'or
Hospital Quinta D'or
Hospital Caxias D'or
Hospital Oeste D'or
Hospital Badim
Hospital Israelita Albert Sabin
Hospital Estadual da Criança
Hospital Real D'or
Hospital Copastar
Clínica São Vicente

Bahia

Hospital São Rafael

Maranhão

UDI Hospital

Fonte: Companhia e Santander

A Rede D'Or vem perseguindo um plano de expansão de sua rede de hospitais nos últimos anos. A meta é chegar em 9 mil leitos até 2021, o que significa uma adição de cerca de 2.800 leitos em relação à posição atual. Para 2018, a expectativa é de que sejam investidos R\$ 3,5 bilhões²⁰, entre hospitais, clínicas e laboratórios, com prioridade à oncologia, altamente rentável e com perspectiva de crescimento na

¹⁹ http://www.rededor.com.br/ogrupos_page.aspx?id=5

²⁰ <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/mercadoaberto/2018/05/rede-dor-investira-r-35-bilhoes-em-hospitais-com-centro-para-cancer.shtml?loggedpaywall>



demanda. Desse total, R\$ 1,5 bilhão deve ser investido em crescimento orgânico.

Outro R\$ 1 bilhão está sendo utilizado para realizar aquisições, como as realizadas no 1S18 no Maranhão e na Bahia, além de outras já feitas no 2S18: Hospital Samer (RJ), Hospital São Lucas (SE) e o Laboratório Richet, que possui foco no RJ, com 10 unidades na capital e uma em Niterói. A Rede D'Or também destinará R\$ 1 bilhão para dois hospitais em São Paulo e Brasília, em construção, com foco no segmento *premium* e para a reforma da Clínica São Vicente, no Rio de Janeiro, todos com centros avançados de oncologia.

Nos últimos anos, as aquisições feitas pela companhia apresentaram curvas favoráveis de maturação, de cerca de 2 a 3 anos, chegando a ocupações elevadas de cerca de 80%, em linha com a média do portfólio. Esperamos que as novas adições possuam características semelhantes, levando a margens EBITDA de cerca de 30% em quatro anos.

A companhia não possui um foco específico em regiões, contando com o aparecimento de boas oportunidades para aquisição. No entanto, pode-se esperar que a companhia continue evitando os estados de Minas Gerais e Espírito Santo, que são dominados pela Unimed e por isso não representam boas oportunidades para a Rede D'Or, que pode competir mais agressivamente em outros mercados.

9.1. PILARES DE CRESCIMENTO

- **Centro de pesquisas IDOR²¹** – Médicos gostam de pesquisar e estar perto de centros de pesquisa. Atender esta necessidade do médico é uma função dos centros mantidos pela Rede D'Or. É possível que haja rendas secundárias deste centro, mas seu principal objetivo é manter a comunidade médica perto.
- **Redes de clínicas oncológicas Oncologia D'Or²²** – A contrapartida do envelhecimento é o aumento de células tumorais. Clínicas oncológicas permitem participar de um mercado com alto custo de medicamentos, demanda crescente e manutenção de um paciente/cliente ligado aos hospitais da Rede.
- **Retorno ao mercado de diagnósticos²³** – Depois de vencido o tempo de não competição decorrentes da venda do Lab D'Or, o grupo retorna ao setor com a compra da Richet Medicina & Diagnóstico, no Rio de Janeiro, em 2018. A lógica consiste em alavancar os exames externos através dos exames internos que os hospitais já demandam. Apenas por ordem de grandeza, o laboratório Hermes Pardini produz mais de 70 milhões de exames/ano²⁴, o Fleury 60 milhões de exames/ano e somente a Rede D'OR produz cerca de 25 milhões de exames em seus hospitais, o que dá escala para a atuação neste mercado. Note que o exame pedido por um médico vinculado aos hospitais permite um “*cross-sell*” de receitas dentro do grupo.
- **Corretora de Seguros Saúde D'Or²⁵** – A corretora já é uma grande produtora para seus principais pagadores. Isto permite equilibrar o poder de barganha com as grandes seguradoras. Como subproduto disto há a inteligência sobre outros hospitais porque participa na confecção de planos para seus clientes.
- **Criação de ambulatórios** na redondeza de seus hospitais para fidelização da comunidade médica.
- **Business Intelligence proprietário** que pode ser um negócio próprio em breve e ao mesmo tempo proporciona diversas informações que podem aumentar receitas, reduzir prazos de pagamento.

²¹ <http://www.idor.org/>

²² <http://www.oncologiador.com.br/portal/>

²³ <http://www.richet.com.br/>

²⁴ <http://hermespardini.rivweb.com.br/listresultados.aspx?idCanal=mBxioS0xtqHGmZimJmnGaA==>

²⁵ <http://dorconsultoria.com.br/site/homev>

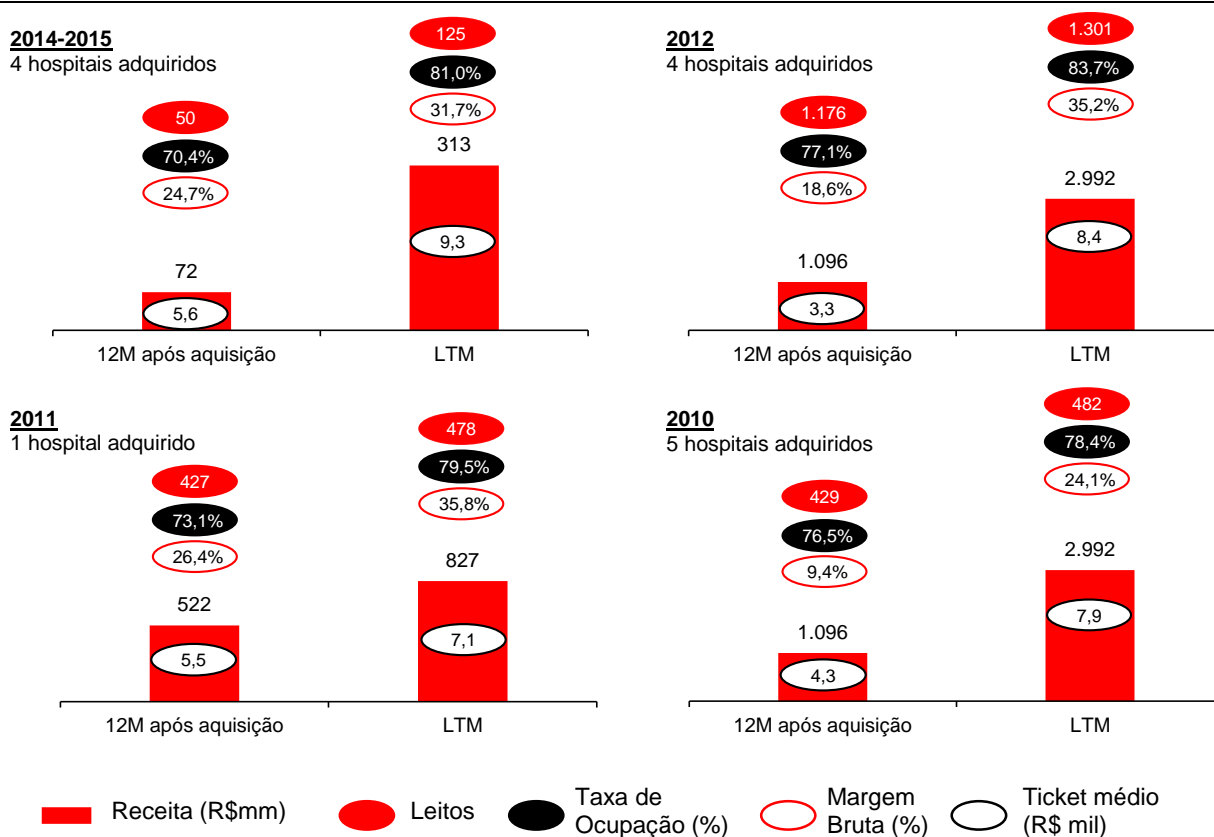


9.2. VELOCIDADE E EXCELÊNCIA NA INTEGRAÇÃO DE AQUISIÇÕES

Toda empresa que se propõe a fazer aquisições vislumbra os ganhos sinérgicos, mas muitas vezes ignora ou se perde nas dificuldades de integração. O crescimento por aquisições parece ser o caminho de empresas agressivas que rapidamente aumentam seus faturamentos mas se isto não for acompanhado de uma integração rápida tanto de sistemas quanto de culturas, as sinergias somem e só o que fica é o custo pago.

Provavelmente uma característica muito positiva da Rede D'Or é sua integração rápida e a transformação de áreas que não geravam receita no hospital para áreas que permitem resultados. Adicionalmente, seus contratos com fornecedores e seguradoras é rapidamente replicado para o novo hospital. Os gráficos seguintes podem ajudar a entender este ponto.

Figura 8. Evolução de hospitais adquiridos pela Rede D'Or



Fonte: Companhia e Santander

10. ANÁLISE FINANCEIRA

10.1. RECEITA OPERACIONAL

A receita da Rede D'Or vem crescendo nos últimos anos, o que pode ser explicado pela estratégia de expansão da rede, aliado à capacidade de ocupar rapidamente os novos hospitais.

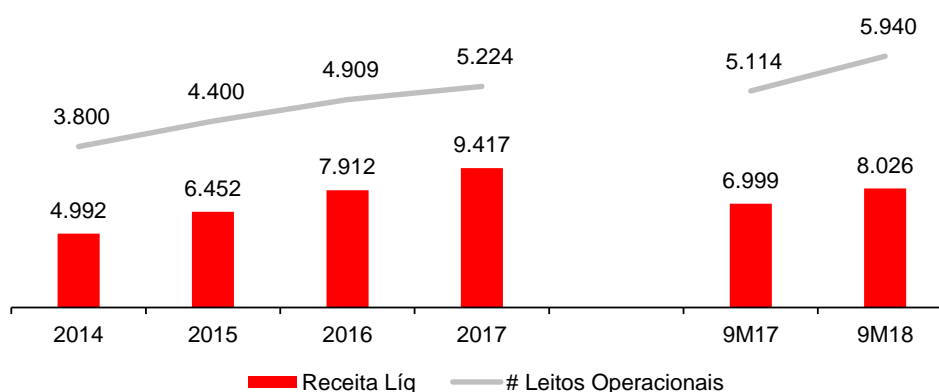
A receita é composta em sua grande maioria por pagamentos das operadoras de planos de saúde e o restante é dividido entre clientes particulares e SUS. Segundo a Rede D'Or, as principais fontes de pagamento são operadoras de grande porte como Bradesco Saúde, Sul America e Amil²⁶, sendo que

²⁶ Escritura da 1ª emissão de debêntures da companhia



estimamos que as duas primeiras correspondem a cerca de 40-45% do total.

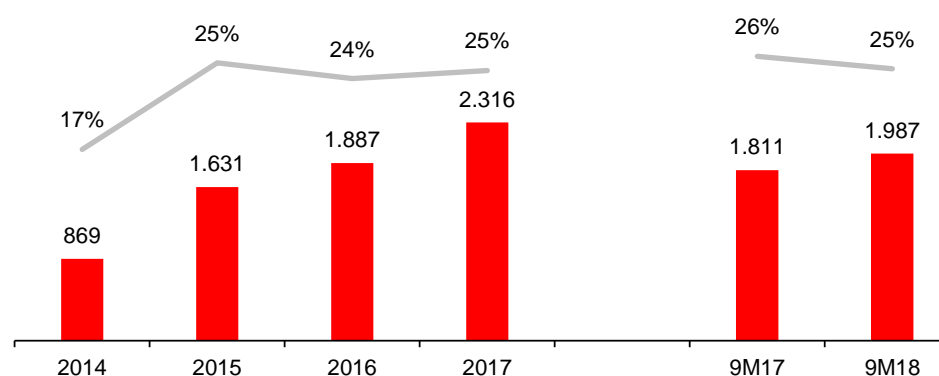
Figura 9. Receita líquida da companhia (R\$mm) e número de leitos operacionais



Fonte: Companhia e Santander

O EBITDA tem seguido a tendência da receita, crescendo nos últimos anos, enquanto que a margem se manteve em cerca de 25%.

Figura 10. EBITDA (R\$mm) e Margem EBITDA (%) da companhia



Fonte: Companhia e Santander

É interessante notar que essa tendência é diferente da média dos hospitais privados brasileiros, que apresentaram queda de margem em 2017²⁷, sendo um dos fatores o aumento dos índices de glosas por conta da recessão econômica.

10.1.1. GLOSAS

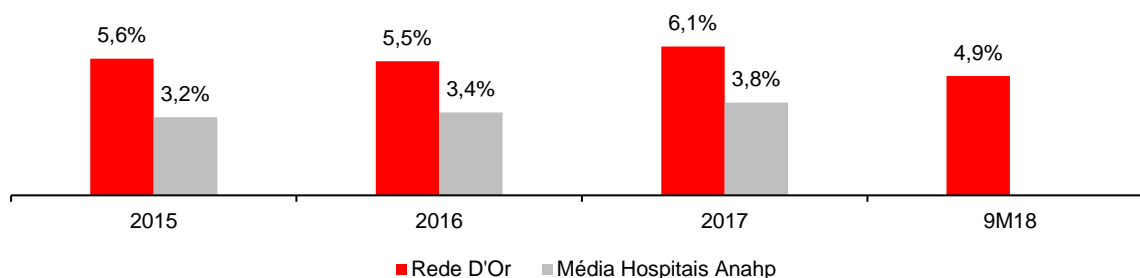
A Rede D'Or também apresentou elevação no índice de glosas durante a recessão o que já apresentou recuperação. Vale notar que, durante 2018, a companhia realizou provisões para glosas em níveis superiores aos observados, o que será revertido nos próximos períodos, reduzindo ainda mais o índice. De qualquer forma, é importante atentar-se à tendência de melhora.

A Rede D'Or possui um sistema de dupla auditoria das contas antes da emissão do faturamento, e a realiza em conjunto com as maiores seguradoras com as quais opera. Isso reduz o risco de glosas. No caso das seguradoras menores, a Rede D'Or emite o boleto inicialmente, recebe o pagamento e apenas depois discute eventuais descasamentos, o que é outra forma de reduzir os custos e o tamanho das glosas. Esta prática foi introduzida e está tendo bastante sucesso nos hospitais da rede.

²⁷ Observatório ANAHP, 2018



Figura 11. Índice de glosas Rede D'Or e hospitais ANAHP



Fonte: Companhia, Observatório ANAHP e Santander

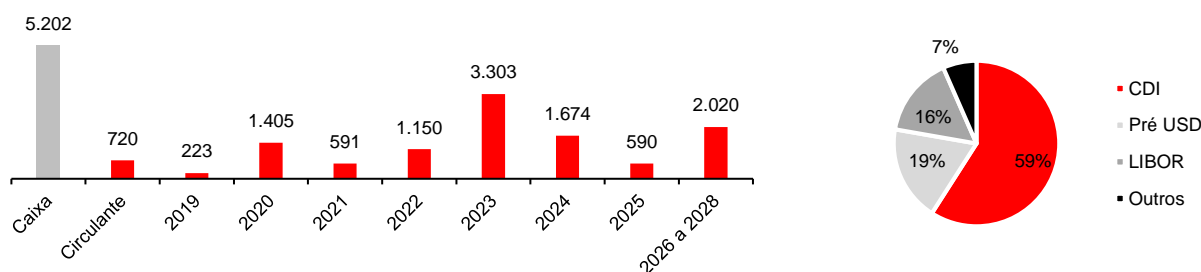
Além disso, a margem EBITDA média do setor foi de cerca de 12% a 14% nos últimos quatro anos²⁸, muito abaixo da Rede D'Or, o que demonstra a boa capacidade operacional da companhia.

10.2. ENDIVIDAMENTO

A dívida bruta da companhia totalizou R\$ 11,7 bi ao final do 3T18, sendo que apenas 6% estão no curto prazo. A posição de caixa no mesmo período foi de R\$ 5,2 bi no mesmo período, sendo possível suprir confortavelmente suas obrigações de curto prazo.

Por estar atualmente buscando sua estratégia de expansão, a posição de dívida deve manter-se elevada nos próximos anos, devido às necessidades de financiamento aos investimentos. No entanto, vale ressaltar que isso não representa um risco de perda de controle da sua alavancagem, medida por dívida líquida/EBITDA, que deve continuar em níveis semelhantes aos atuais, de ~2,0x ou abaixo.

Figura 12. Cronograma de amortização (R\$mm) e perfil de indexadores das dívidas da companhia – 3T18



Fonte: Companhia e Santander

²⁸ Observatório ANAHP, 2018

**Figura 13. Resumo Endividamento no 3T18**

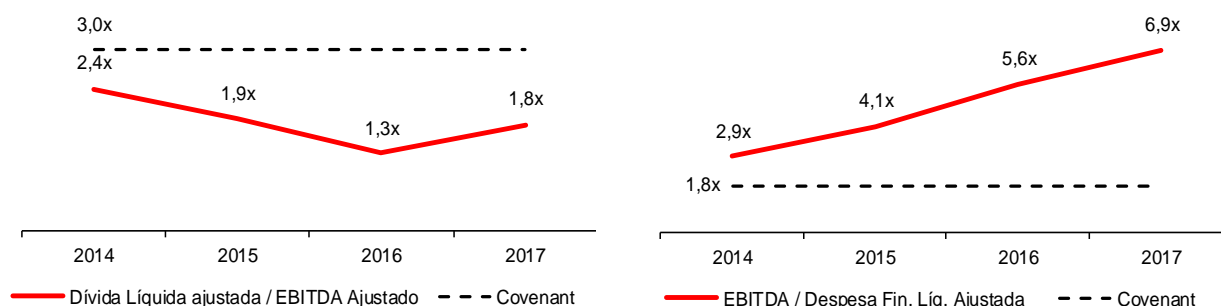
Bancos	Saldo (R\$mm)	%	Índice	Spread	Amortização	Vencimento
BNDES/FINEP	172	1,5%	TJLP	0,90%	Mensal	fev/25
IFC I	48	0,4%	LIBOR	3,30%	Semestral	abr/20
IFC II A	128	1,1%	LIBOR	3,00%	Semestral	nov/24
IFC II B1	365	3,1%	LIBOR	3,00%	Semestral	nov/24
IFC II B2	43	0,4%	LIBOR	2,70%	Semestral	nov/22
IFC II C	62	0,5%	LIBOR	6,00%	Semestral	nov/27
IFC III MCPP	96	0,8%	LIBOR	3,00%	Semestral	nov/24
IFC III A1	204	1,7%	LIBOR	3,30%	Semestral	abr/25
IFC III A2	162	1,4%	LIBOR	3,30%	Semestral	abr/26
IFC III B	326	2,8%	LIBOR	3,00%	Semestral	abr/24
IFC III C	131	1,1%	LIBOR	5,50%	Prestação Única	abr/26
Proparco	212	1,8%	EURIBOR	3,00%	Semestral	nov/24
JP Morgan	344	2,9%	Pré USD	3,35%	Trimestral	abr/20
Citibank	268	2,3%	LIBOR	0,99%	Prestação Única	ago/22
CCB	51	0,4%	Pré	5,40%		
Senior Notes	1.839	15,7%	Pré USD	4,95%	Prestação Única	jan/28
Nota promissória	1.030	8,8%	112,5% DI		Prestação Única	abr/23
CRI – 1ª emissão	653	5,6%	99% DI		Prestação Única	mar/23
CRI – 2ª emissão	300	2,6%	IPCA	6,00%	Prestação Única	jul/25
3a emissão	294	2,5%	CDI	2,30%	Mensal	dez/20
5a emissão	53	0,5%	CDI	2,00%	Anual	dez/18
9a emissão - 1a série	862	7,4%	110% DI		Prestação Única	ago/20
9a emissão - 2a série	601	5,1%	CDI	1,75%	Semestral	ago/24
10a emissão	32	0,3%	Pré	11,82%	Prestação Única	jan/28
13a emissão	1.391	11,9%	CDI	1,02%	Anual	set/24
2a emissão - Esperança	9	0,1%	CDI	1,90%	Semestral	dez/28
3a emissão - Esperança	995	8,5%	110,8% DI		Semestral	ago/24
4a emissão - Esperança	1.008	8,6%	CDI	1,27%	Semestral	dez/25
Total Consolidado	11.676	100%				
Curto Prazo	720	6%				
Longo Prazo	10.957	94%				
Caixa	5.202					
Dívida Líquida	6.474					

Fonte: Companhia e Santander

A Rede D'Or possui dois *covenants* nas suas emissões de debêntures, conforme tabela abaixo. Historicamente, a companhia se manteve dentro dos limites permitidos, sem representar risco de aceleração das dívidas. A tendência é que cada vez mais a empresa busque emissões sem *covenants* financeiros. Notem que as cláusulas padrões de *cross-default* existem independentemente de haver ou não *covenants* financeiros em uma emissão.



Figura 14. Covenants - Histórico



Fonte: Companhia e Santander

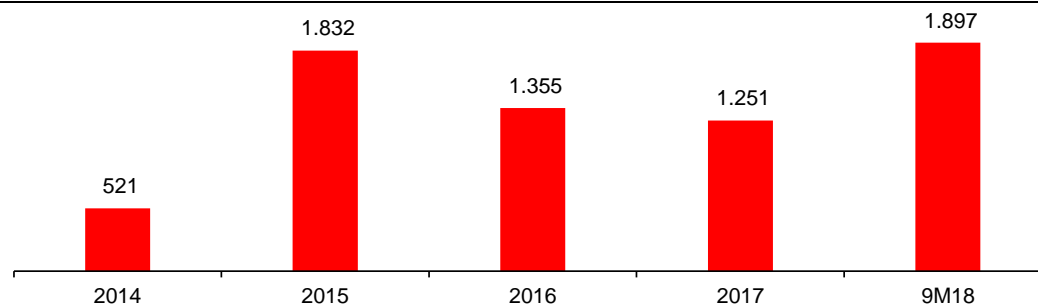
A posição importante da Rede D'Or como líder do setor permite acesso a financiamentos para o caso de investimentos e também a refinanciamentos em caso de necessidade. Em 2018, a companhia emitiu um CRI de R\$ 663 milhões em março e um de R\$ 300 milhões em julho, para financiar suas atividades de expansão. Além disso, realizou a extensão de vencimentos de dívidas de cerca de R\$ 1 bilhão, que venceriam em 2019 e 2021, para 2023, aliviando o perfil de amortização.

10.3. INVESTIMENTOS

A Rede D'Or possui um plano agressivo de investimentos, alinhado à sua estratégia de expansão. Desde 2014, já investiu cerca de R\$ 8 bilhões, o que inclui aquisições e expansões. Apesar dos altos volumes, a companhia continua com boa saúde financeira, tendo capacidade de financiar seus investimentos tanto através de novas dívidas quanto com capital próprio.

Como regra de bolo, é importante ter em mente que o capex por leito de M&A costuma ser mais caro do que o de *greenfield*, e gera o intangível no balanço da empresa.

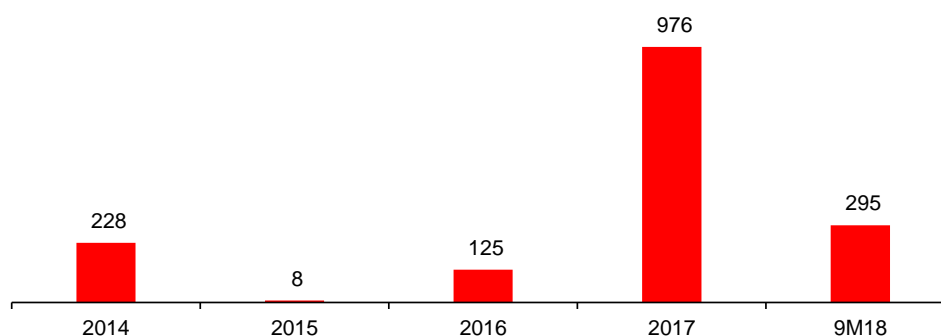
Figura 15. Investimentos Realizados (R\$mm)



Fonte: Companhia e Santander

A Companhia possui uma política conservadora de dividendos, pagando, em geral, o mínimo obrigatório de 25% do lucro líquido. Em 2017, a Assembleia autorizou pagamento de dividendos adicionais para manter o nível de alavancagem mais próximo de 2,0x.

Figura 16. Dividendos distribuídos (R\$mm)



Fonte: Companhia e Santander



11. PROJEÇÕES FINANCEIRAS

Para avaliar a capacidade da Rede D'Or de cumprir com suas obrigações futuras, realizamos uma modelagem em um cenário base e em um cenário de estresse. O resumo das premissas utilizadas em cada cenário encontra-se abaixo.

11.1. PREMISSAS DE PROJEÇÃO

Figura 17. Resumo das premissas de projeção

	Cenário Base	Cenário Estresse
Receita Líquida	Crescimento de 17% em 2018 e 24% em 2019, como resultado de expansões passadas e aquisições	Crescimento de 15% em 2018 e 12% em 2019, resultado de menores investimentos em expansão e aquisições em ativos mais caros (menos leitos por capex)
Leitos Operacionais	Cerca de 5.950 leitos em 2018 e 7.200 em 2019, reflexo de novas aquisições e expansões, com rápido <i>turnover</i> de novos leitos em operacionais.	Cerca de 5.950 leitos em 2018 e 6.200 em 2019, reflexo de um eventual processo mais lento de incorporação de novos leitos e menos investimento
Ocupação	Cerca de 80% de ocupação dos leitos operacionais em 2018, crescendo para 83% até 2023	Cerca de 80% de ocupação dos leitos operacionais de 2018 em diante
Margem EBITDA	Margem de 25% em 2018, crescendo gradualmente para 30% em 2023	Margem de 25% em 2018, caindo para 22% de 2019 em diante, resultado de menor eficiência de gestão de novos hospitais
Capital de Giro	Manutenção de prazos de recebimento e pagamento, como observado nos últimos períodos.	Piora no prazo de recebimento dos planos de saúde e pagamento aos fornecedores, gerando necessidade maior de capital de giro.
Capex	R\$ 2,3 bilhões em 2018, R\$ 2,4 bilhões em 2019, sendo a maioria em aquisições	R\$ 2,3 bilhões em 2018 e R\$ 1,8 bilhão em 2019, sendo a maioria em aquisições, com retorno mais baixo
Dividendos	25% do lucro líquido	
Novas Captações	14º CRI, de R\$ 420 milhões em 2018 e emissão adicional de R\$ 500 milhões em janeiro de 2019	

Fonte: Santander

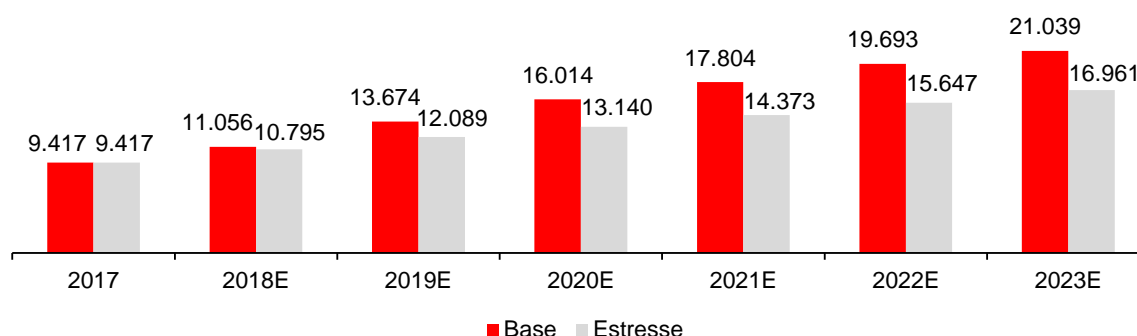
11.2. RESULTADOS DAS PROJEÇÕES

No cenário base, assumimos crescimento de receita com base em investimentos em novos leitos, sejam *greenfield*, *brownfield* ou aquisições. Esperamos taxa de ocupação em torno de 80%, crescendo gradualmente, o que é consideravelmente mais elevado do que a média dos hospitais privados no Brasil (~60%). Em nossas projeções, utilizamos a métrica de ticket médio por leito, o qual reajustamos por um percentual da inflação médica estimada. Considerando essas premissas, a receita líquida deve crescer conforme cenário abaixo.

Para o cenário de estresse, consideramos que a empresa seja agressiva em suas aquisições, mantendo um capex alto nos próximos anos, porém realizando investimentos em ativos mais caros, o que se traduz em adição de número de leitos mais baixa a cada ano, reduzindo o potencial de geração de receita. Além disso, neste cenário, taxa de ocupação não apresentaria melhora. O resultado também pode ser observado no gráfico abaixo.



Figura 18. Receita líquida nos cenários base e de estresse (R\$mm)

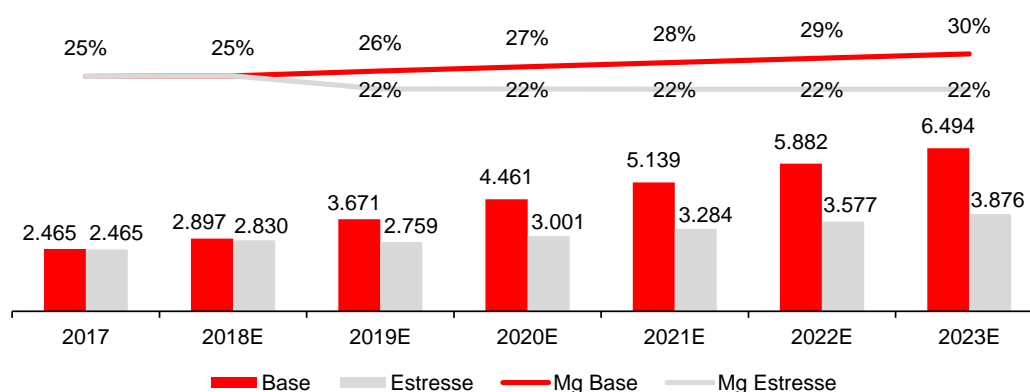


Fonte: Projeções Santander

Em nosso cenário base, consideramos que investimentos anteriores e novos continuem a maturar, o que se reflete em ganhos de sinergia, ou seja, apesar de estar crescendo, deve manter despesas administrativas em patamares semelhantes aos atuais, em relação à receita.

Já no estresse, consideramos que os ganhos de sinergia não sejam tão relevantes, além de apresentar margem bruta mais baixa, o que seria consequência de capacidade reduzida de diluir os custos fixos com número menor de leitos/atendimentos.

Figura 19. EBITDA (R\$mm) e Margem EBITDA Ajustados nos cenários base e de estresse

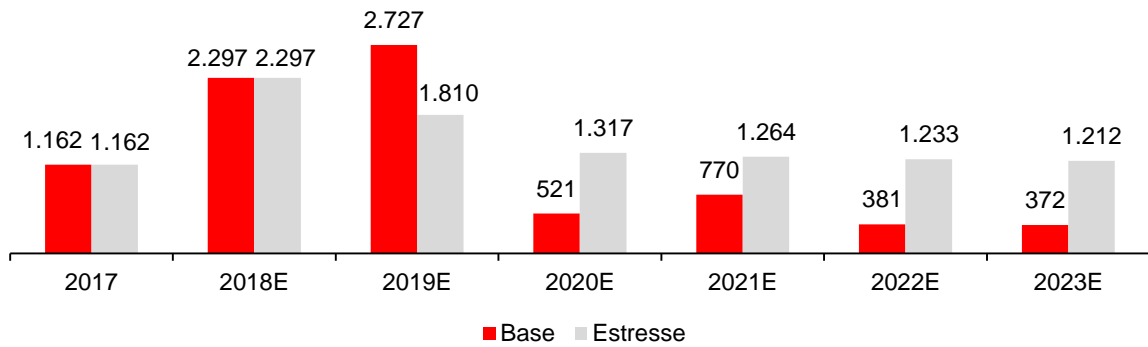


Fonte: Projeções Santander

Em termos de investimentos, consideramos capex de cerca de R\$ 2,3bi em 2018 e R\$2,7 bi em 2019, em manutenção, expansões e aquisições. A partir de 2020, assumimos que somente será realizado capex de manutenção e crescimento orgânico, porém em montante reduzido. Já no caso de estresse, o capex realizado em 2019 seria principalmente de manutenção, reduzindo gradualmente a expansão orgânica, além de continuar realizando aquisições, mesmo que tenham retorno menor. Assumimos que a empresa decidiria realizar essas aquisições por serem estratégicas, mesmo que não representassem retorno favorável no curto a médio prazo, o que levaria a um dispêndio maior por leito adquirido.



Figura 20. Capex nos cenários base e de estresse (R\$mm)

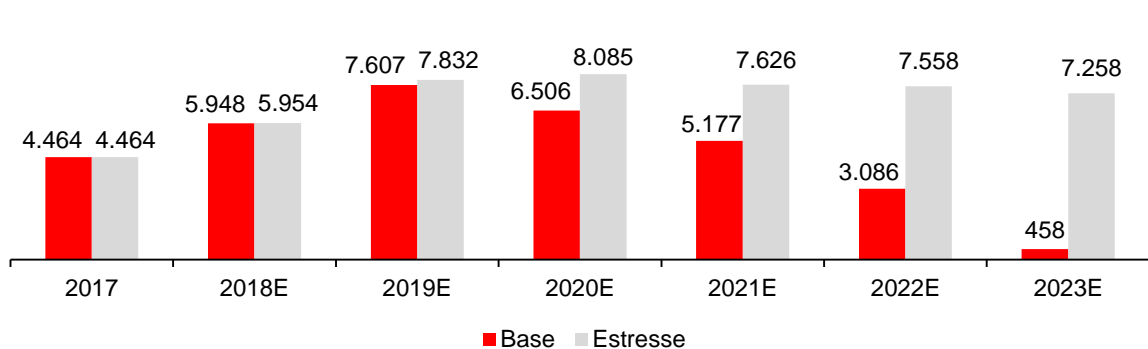


Fonte: Projeções Santander

Em nosso cenário base, o capital de giro reflete prazo de recebíveis estável, em linha com o observado ao longo de 2017 e 2018. Mesmo racional é aplicado às contas a pagar. No caso do cenário de estresse, consideramos eventual atraso de recebimento dos planos de saúde e menor disponibilidade de fornecedores em negociar prazos a partir de 2019.

O *payout* de distribuição de dividendos é de 25% do lucro operacional no cenário base e no cenário de estresse. É importante observar as restrições para pagamento (lucro líquido positivo e dívida líquida/EBITDA < 3,0x).

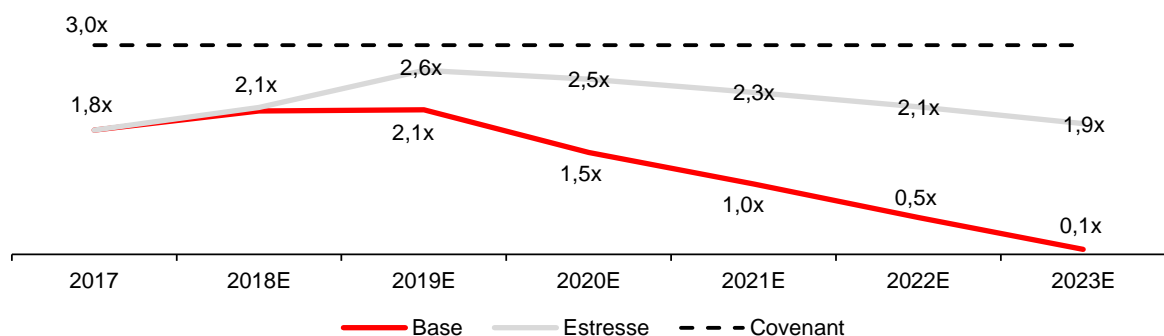
Figura 21. Dívida Líquida nos cenários base e de estresse (R\$mm)



Fonte: Projeções Santander

A companhia possui dois *covenants* financeiros nas suas dívidas existentes, conforme gráficos abaixo. Não esperamos quebra de *covenants*, mesmo considerando pagamento das contingências com a Receita Federal, o qual incluímos em nosso cenário de estresse em parcelas iguais em 2019 e 2020.

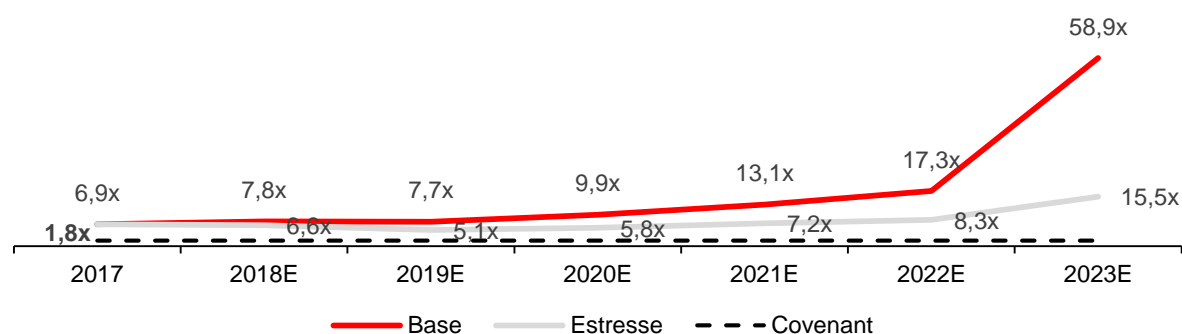
Figura 22. Covenant DL/EBITDA nos cenários base e de estresse (R\$mm)



Fonte: Projeções Santander



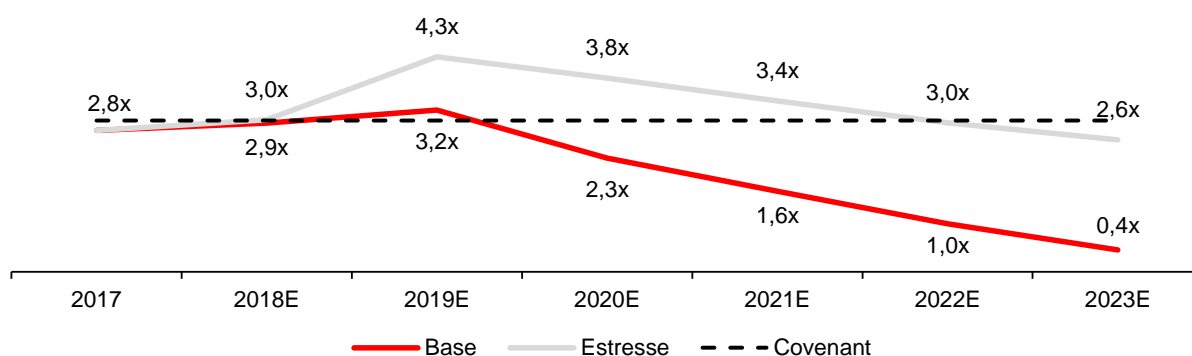
Figura 23. Covenant EBITDA/Desp.Financeira nos cenários base e de estresse (R\$mm)



Fonte: Projeções Santander

A companhia realiza constantemente operações de *sale and leaseback*, em que vende ativos imobiliários e realiza o arrendamento. Dessa forma, essas obrigações ficam fora do balanço, apesar de representar uma despesa. Fizemos o exercício de incluir essas obrigações na dívida, retirando a despesa do EBITDA, abaixo.

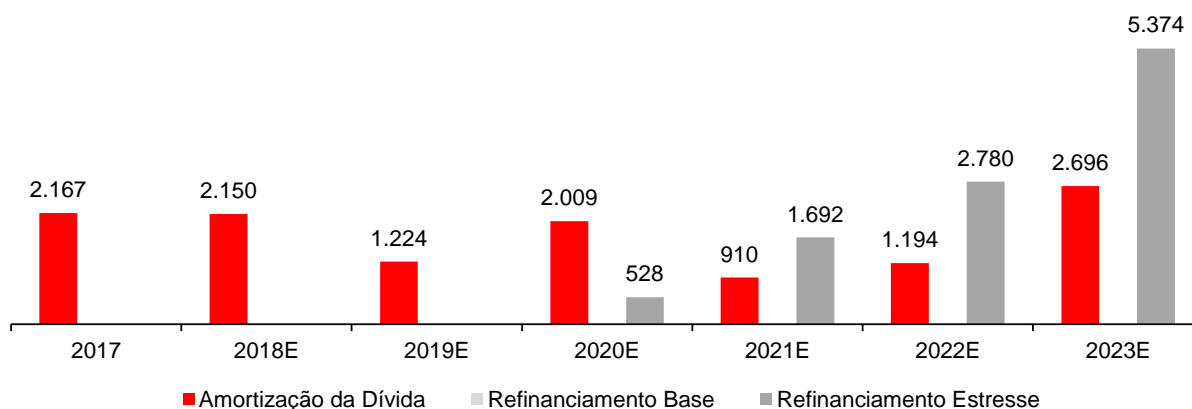
Figura 24. DL/EBITDAR nos cenários base e de estresse (R\$mm)



Fonte: Projeções Santander

Não há concentração relevante de vencimentos de dívida nos próximos anos, principalmente depois que a Rede D'Or renegociou alguns vencimentos de 2019 a 2021 para 2023. Além disso, a companhia mantém posição de caixa muito confortável e não prevemos necessidade de refinanciamento no caso base. Já no cenário de estresse, haveria necessidade de refinanciamento em 2020.

Figura 25. Cronograma de amortização da dívida e necessidade de refinanciamento nos cenários base e de estresse (R\$mm)



Fonte: Projeções Santander



A empresa deve continuar com posição de caixa confortável nos próximos anos, considerando o cenário base, sem risco de quebra de *covenants*. No cenário de estresse, observaríamos uma necessidade de refinanciamento em 2020, o que não representaria um risco em nossa visão, dada a posição de liderança da companhia e bom relacionamento com bancos. Além disso, caso a companhia venha a se deparar com um cenário de possível quebra de *covenant* decorrente de alguma aquisição relevante e alinhada à sua estratégia, acreditamos que seria capaz de obter um *waiver* dos credores, dada a qualidade de crédito e sua estratégia de expansão.



Figura 26. Resumo das projeções no cenário base (R\$mm)

RESUMO Rede D'Or								Santander
1. DRE (Cons., R\$ mil)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Receita bruta	12.284	15.194	17.793	19.782	21.881	23.377	24.766	26.164
Receita Líquida	11.056	13.674	16.014	17.804	19.693	21.039	22.289	23.547
%Var.	17,4%	23,7%	17,1%	11,2%	10,6%	6,8%	5,9%	5,6%
EBITDA	2.731	3.539	4.301	4.958	5.679	6.276	6.871	7.258
Margem EBITDA	24,7%	25,9%	26,9%	27,8%	28,8%	29,8%	30,8%	30,8%
Lucro Líquido	1.275	1.691	2.153	2.633	3.135	3.706	4.234	4.594
2. FLUXO DE CAIXA								
Aumento (redução) no caixa e equivalentes de caixa	2.145	-1.886	-858	458	930	-68	1.813	2.752
Fluxo de caixa operacional	1.363	1.491	2.160	2.757	3.256	3.927	4.457	4.819
Fluxo de caixa de investimentos	-2.529	-2.727	-521	-770	-381	-372	-364	-355
Fluxo de caixa das atividades de financiamentos	3.311	-650	-2.498	-1.529	-1.944	-3.623	-2.281	-1.712
Capex total	-2.297	-2.727	-521	-770	-381	-372	-364	-355
Dividendos pagos	-319	-423	-538	-658	-784	-926	-1.058	-1.148
3. COVENANTS FINANCEIROS, escritura								
Dívida Total (inclui Refinanciamento)	11.354	11.127	9.167	8.297	7.136	4.440	3.217	2.654
Curto Prazo	1.224	2.009	910	1.194	2.696	1.238	587	520
Longo Prazo	10.130	9.118	8.257	7.103	4.440	3.201	2.630	2.135
(+) Derivativos, Líquido	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Caixa e Equivalentes de Caixa	5.406	3.520	2.662	3.120	4.050	3.982	5.795	8.547
(-) Depósito para aquisição de imóvel	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) Dívida Líquida Ajustada para covenant	5.948	7.607	6.506	5.177	3.086	458	-2.577	-5.893
EBITDA	2.731	3.539	4.301	4.958	5.679	6.276	6.871	7.258
(+/-) Outras receitas/despesas operacionais	119	147	172	191	211	226	239	253
(-) Juros sobre parcelamento de impostos	-17	-14	-12	-10	-8	-8	-8	-8
(+) EBITDA Empresas Adquiridas	64	0	0	0	0	0	0	0
(=) EBITDA Ajustado para covenant	2.897	3.671	4.461	5.139	5.882	6.494	7.102	7.503
a) Dívida Líquida ajustada / EBITDA ajustado (≤ 3x)	2,1x	2,1x	1,5x	1,0x	0,5x	0,1x	-0,4x	-0,8x
Despesa Financeira Líquida ajustada	-373	-476	-453	-393	-340	-110	71	124
b) EBITDA / Despesa Fin. Líq. Ajustada (≥ 1,8x)	7,8x	7,7x	9,9x	13,1x	17,3x	58,9x	-100,6x	-60,3x

Fonte: Projeções Santander



Figura 27. Resumo das projeções no cenário estresse (R\$mm)

RESUMO Rede D'Or								Santander
1. DRE (Cons., R\$ mil)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Receita bruta	11.995	13.432	14.600	15.970	17.385	18.845	20.421	22.127
Receita Líquida	10.795	12.089	13.140	14.373	15.647	16.961	18.379	19.914
%Var.	14,6%	12,0%	8,7%	9,4%	8,9%	8,4%	8,4%	8,4%
EBITDA	2.667	2.619	2.846	3.111	3.385	3.667	3.972	4.303
Margem EBITDA	24,7%	21,7%	21,7%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%
Lucro Líquido	1.194	1.009	1.172	1.396	1.603	1.923	2.232	2.507
2. FLUXO DE CAIXA								
Aumento (redução) no caixa e equivalentes de caixa	2.140	-1.556	-1.684	203	-5	198	-38	-62
Fluxo de caixa operacional	1.338	734	1.357	1.522	1.701	1.993	2.256	2.483
Fluxo de caixa de investimentos	-2.529	-1.810	-1.317	-1.264	-1.233	-1.212	-1.197	-1.184
Fluxo de caixa das atividades de financiamentos	3.331	-480	-1.725	-55	-473	-583	-1.097	-1.361
Capex total	-2.297	-1.810	-1.317	-1.264	-1.233	-1.212	-1.197	-1.184
Dividendos pagos	-298	-252	-293	-349	-401	-481	-558	-627
3. COVENANTS FINANCEIROS, escritura								
Dívida Total (inclui Refinanciamento)	11.354	11.127	9.695	9.989	9.916	9.814	9.275	8.541
Curto Prazo	1.224	2.009	1.438	2.886	5.476	6.613	6.645	6.406
Longo Prazo	10.130	9.118	8.257	7.103	4.440	3.201	2.630	2.135
(+) Derivativos, Líquido	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Caixa e Equivalentes de Caixa	5.400	3.295	1.610	2.363	2.358	2.556	2.518	2.455
(-) Depósito para aquisição de imóvel	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) Dívida Líquida Ajustada para covenant	5.954	7.832	8.085	7.626	7.558	7.258	6.757	6.086
EBITDA	2.667	2.619	2.846	3.111	3.385	3.667	3.972	4.303
(+/-) Outras receitas/despesas operacionais	116	154	168	184	200	217	235	254
(-) Juros sobre parcelamento de impostos	-17	-14	-12	-10	-8	-8	-8	-8
(+) EBITDA Empresas Adquiridas	64	0	0	0	0	0	0	0
(=) EBITDA Ajustado para covenant	2.830	2.759	3.001	3.284	3.577	3.876	4.199	4.549
a) Dívida Líquida ajustada / EBITDA ajustado (≤ 3x)	2,1x	2,8x	2,7x	2,3x	2,1x	1,9x	1,6x	1,3x
Despesa Financeira Líquida ajustada	-430	-542	-521	-457	-431	-250	-92	-107
b) EBITDA / Despesa Fin. Líq. Ajustada (≥ 1,8x)	6,6x	5,1x	5,8x	7,2x	8,3x	15,5x	45,7x	42,6x

Fonte: Projeções Santander

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 equívocas 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 Instrução CVM 598, de 3 de maio de 2018 (“Instrução CVM 598”).

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 Instrução CVM 598, segue declaração do analista:

Eu, **Fernando Hadba, CFA, analista de valores mobiliários credenciado nos termos da Instrução CVM 598, de 3 de maio de 2018, subscritor e responsável por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander**, e Camilla Dolle, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente as nossas opiniões pessoais, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Instrução CVM 598. 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; e
- (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 Instrução CVM 598, 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.
- Não têm vínculo com qualquer companhia citada no presente relatório, ou com qualquer pessoa agindo por sua conta e ordem, que possa afetar a imparcialidade do relatório ou que configure ou possa configurar conflito de interesses.
- Não têm participações societárias relevantes em qualquer companhia citada no presente relatório.



- A(s) companhia(s) citada(s) no presente relatório, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum não têm participações relevantes no Santander, nem em suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum.

O Banco Santander (Brasil) S.A. participa como coordenador dos Certificados de Recebíveis Imobiliários da 188ª e 189ª séries da 1ª emissão, emitidos pela RB Capital Securitizadora S.A., que são lastreados nas debêntures emitidas pela Rede D'Or São Luiz S.A., nos termos da Lei das Sociedades por Ações e da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 400.

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.

© 2018 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados.

