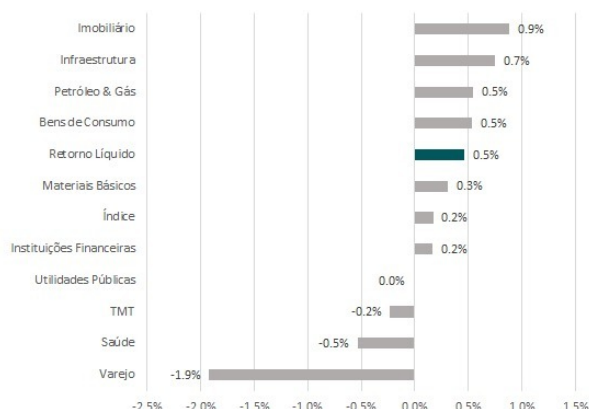


Performance Líquida Acumulada

	Atlas One FIA	IBRX-100	Excesso	Atlas One LB	IPCA + IMA-B	Excesso
Março 2021	0.46%	6.04%	-5.58%	2.02%	1.33%	0.69%
12 Meses	-2.09%	-0.72%	-1.37%	0.43%	2.93%	-2.50%
Início (a.a)	14.71%	8.64%	6.07%	24.11%	8.19%	15.92%

Figura 1: Atlas One FIA | Contribuição por setor em Março/21 – em %



Fonte: Atlas One - Atlas Intelligence

Este mês descreveremos a tese de investimentos que subsidiou a nossa participação no IPO da Rede D'Or (RDOR3). A empresa realizou uma oferta de 11,4 bilhões de reais - a maior oferta na bolsa brasileira desde 2013. A companhia é a principal rede de hospitais privados do país, com 8.8 mil leitos distribuídos em 51 hospitais e nove Estados. A sua trajetória até a abertura de capital pode ser dividida em três grandes capítulos e é marcada por um forte histórico de inovação e de busca contínua por avançadas tecnologias de saúde. Cabe destacarmos que o grupo é protagonista de um dos mais bem sucedidos *cases* de expansão inorgânica da história corporativa brasileira.

O primeiro e mais longo capítulo inicia-se com o empreendedorismo do neurocientista Dr. Jorge Paulo Moll – atualmente um dos acionistas controladores. A empresa foi criada em 1977, no Rio de Janeiro, como uma rede de laboratórios denominada Grupo Lab. Em 1998, o seu primeiro hospital é inaugurado - o Hospital Barra D'Or. O foco estratégico do período esteve na consolidação da marca D'Or como provedora hospitalar no Estado e na construção de bons relacionamentos com as Fontes Pagadoras (termo definido na página seguinte).

A segunda fase começa com a primeira associação do grupo com um investidor financeiro. Em 2010, impulsionada pelo aporte realizado pelo BTG, a sociedade efetuou a bilionária e transformacional aquisição da rede paulistana de hospitais São Luiz, passando a denominar-se Rede D'Or São Luiz. No período compreendido entre 2011 e 2014, a companhia adquiriu outros quatro hospitais e

expandiu sua malha geográfica para além do eixo Rio-São Paulo, reforçando suas vantagens de escala e aprimorando seu modelo de gestão.

Ao fim de 2014, a sua rede hospitalar já era composta por 25 unidades e 4.3 mil leitos. Em 2015 inicia-se o terceiro e último capítulo pré-IPO. Neste ano, a aprovação da Lei 13.097 possibilitou a participação² de capital estrangeiro em empresas nacionais de saúde, alterando de vez a dinâmica de investimentos em todo o setor. A Rede D'Or recebeu os fundos estrangeiros *GIC* e *Carlyle* em novas rodadas de captação, renovando seu ímpeto e potencial de expansão. Nos últimos cinco anos, o grupo efetuou um contundente número de 26 aquisições e entrou em cinco novos Estados. Em dezembro do ano passado, com o seu ingresso no mercado de capitais, a companhia escreve novas páginas em sua história, igualmente pautadas por robustos crescimentos e constituindo-se, aos nossos olhos, como uma excelente oportunidade de investimento.

O Setor de Saúde e suas ineficiências....

Historicamente, o segmento de saúde sempre foi subrepresentado na bolsa brasileira quando comparado à sua relevância econômica - representa 10% do PIB e apenas 4% do IBRX-100 - e a índices de outros países – responde por 7% da bolsa chinesa e 13% do S&P. No entanto, o setor vem chamando bastante atenção por suas histórias resilientes e de crescimento. Diante do sucesso das aberturas de capital de Hapvida e Intermédica, o segmento parece ter sido despertado, apresentando oito companhias na fila para abertura de capital no atual momento. É fácil enxergarmos os vetores de crescimento do setor. Não apenas eles são atrativos em suas magnitudes, mas também na perenidade de seus efeitos:

(i) Envelhecimento populacional - de acordo com estimativas do IBGE, a nossa população acima de 65 anos será de 14% em 2030. A velocidade com que o brasileiro envelhecerá é sem precedentes. Para sair de uma base de 7% até atingir a marca de 14%, o Brasil demorará 20 anos, enquanto países como Austrália, EUA e Espanha demoraram 73, 69 e 45 anos, respectivamente;

(ii) Aumento da expectativa de vida - A expectativa de vida do brasileiro médio é de 77 anos. Desde 1980, esse número é aumentado em quatro anos a cada década. A combinação dos dois fatores citados implica em um maior volume de vidas demandantes de assistência médica e maior frequência de uso per capita de serviços, ampliando de modo substancial a necessidade de leitos hospitalares;

(iii) Medicamentos e tratamentos mais novos - *tickets* médios devem continuar subindo acima da inflação, impulsionados por novas tratamentos clínicos e doenças mais complexas.

¹De acordo com a CNES (Cadastro Nacional de Estabelecimentos de Saúde); ² Direta ou indireta, incluindo controle; ³ Projetos Brownfield se referem à expansão de ativos já operacionais do grupo e projetos Greenfield são novas construções imobiliárias; ⁴ Quando um agente está apto a tomar decisões ou promover iniciativas em nome de, ou com impactos, em outra entidade

Diante dos vetores seculares descritos e da má qualidade de infraestrutura de saúde pública, é natural imaginarmos como consequência uma aceleração na busca por planos de saúde privados, considerando-se que o acesso atual está restrito a apenas 22% de nossa população. Contudo, Plano de saúde é o terceiro item mais desejado pelo brasileiro¹, perdendo apenas para moradia e educação. Razoável pensarmos ainda que a atual pandemia e suas consequências dramáticas aumentaram a percepção de valor da sociedade quanto ao acesso a bons serviços de saúde. O setor é extenso e o entendimento de toda a cadeia de valor é essencial para compreendermos a sua dinâmica, suas ineficiências e as oportunidades que se configuram (ver Figura 2). É válido ainda colocarmos uma lupa no notável desalinhamento de interesses existente entre os incumbentes presentes na cadeia.

Figura 2: Cadeia de valor do segmento de saúde

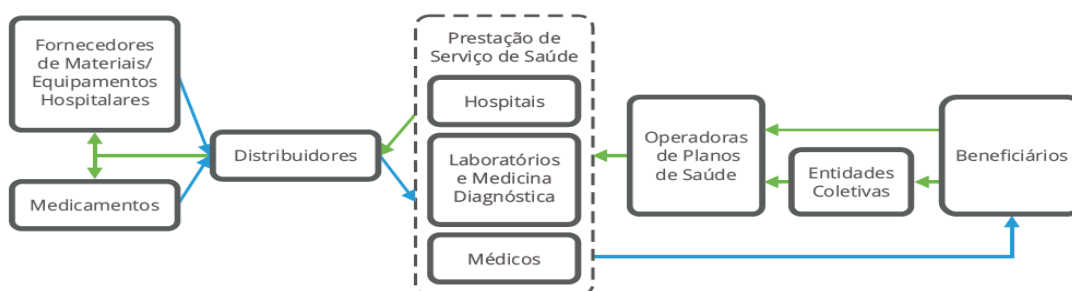


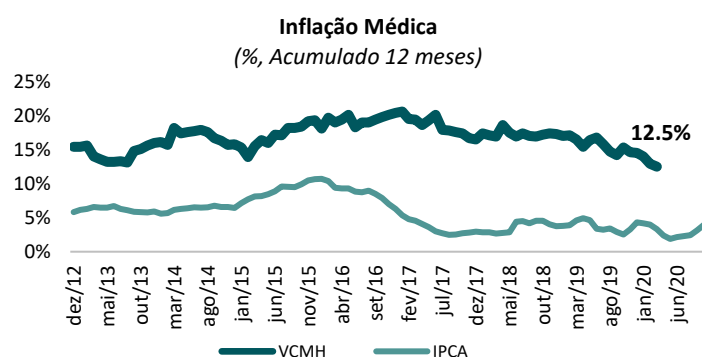
Tabela 1: Descrição dos principais incumbentes da cadeia

	Beneficiários	Fontes Pagadoras	Prestadores de Serviço
Caracterização	Em sua maioria, os beneficiários são representados por planos corporativos . São os contratantes dos planos de saúde de Operadoras e Seguradoras (Fontes Pagadoras). Ao usar o plano de saúde, um sinistro é criado, demandando o consumo de um conjunto de serviços, materiais e medicamentos.	São as Operadoras e Seguradoras , que credenciam os Prestadores de Serviço e oferecem aos beneficiários um portfólio de planos médicos com acesso à rede credenciada. As Fontes Pagadoras desenvolvem e precificam seus produtos através de curvas atuariais, expectativas de gastos anuais e rede de unidades credenciadas. Hoje, existem cerca de 700 Fontes Pagadoras no país.	São os hospitais, clínicas, consultórios, laboratórios e médicos . Ao atender a um sinistro das Fontes Pagadoras, os Prestadores - organizados a partir de seus corpos clínicos e protocolos internos - adquirem os medicamentos e materiais com seus fornecedores.
Interesses primários	Encontrar um equilíbrio entre qualidade ofertada e menor preço dos planos de saúde.	Precificar os planos de forma a gerar rentabilidade igual ou maior que o seu custo de capital e aumento da sua base de beneficiários.	Utilizar o máximo de sua capacidade , cobrando o maior valor pelos serviços prestados e tendo acesso aos menores custos de materiais, medicamentos e equipes clínicas, ao passo em que evitam deteriorar a qualidade do atendimento – o que, por sua vez, acarretaria em descredenciamentos e ociosidade .
Dados Operacionais	Baixo crescimento . A base de beneficiários em 2011 era de 46 milhões e hoje é de 47 milhões. A deterioração político-econômica dos últimos anos acarretou um aumento de desemprego, o que explica boa parte da pífia evolução. O considerável reajuste de preço dos planos de saúde no período é claramente um outro fator de impacto.	Os dados consolidados da ANS mostram sinistralidade acima de 82% e prejuízos operacionais. Nota-se uma consequente retração do número de Operadoras, caindo de 1.015 em 2011 para 727 em 2019. Diferentemente da primeira metade da década, na qual o resultado financeiro obtido com juros mais altos compensou parcialmente as dificuldades operacionais, os últimos anos foram sófríveis em termos de rentabilidade.	De acordo com os dados da ANAHP (Associação Nacional de Hospitais Privados), que representa 119 hospitais privados, a margem EBITDA média entre 2015-2019 foi de 13.3% . O segmento de Diagnósticos, analisado através das companhias listadas (Dasa, Fleury, Pardini e Alliar), apresentou resiliência durante o período, com margem EBITDA média de 19%.

¹De acordo com a CNES (Cadastro Nacional de Estabelecimentos de Saúde); ² Direta ou indireta, incluindo controle; ³ Projetos Brownfield se referem à expansão de ativos já operacionais do grupo e projetos Greendfield são novas construções imobiliárias; ⁴Quando um agente está apto a tomar decisões ou promover iniciativas em nome de, ou com impactos, em outra entidade

A julgar pelos Dados Operacionais (Tabela 1), entendemos haver um certo desequilíbrio na captura de valor entre os incumbentes, notavelmente mais benéfico para os grandes Prestadores de Serviço em detrimento às Fontes Pagadoras. O aumento no preço dos planos de saúde está correlacionado com a alta do V.C.M.H (Variação de Custo Médico Hospitalar) - métrica que caracteriza a chamada **Inflação médica**. Decompondo a V.C.M.H em seus fatores, observamos que **Internações** representam 60% do indicador e apresentaram elevação média de **16%** ao ano desde 2013. No mesmo período, os Planos de saúde apresentaram **11%** de aumento e tivemos um IPCA médio de 5.6% a.a.

Figura 3: V.C.M.H versus IPCA - Histórico



Fonte: Atlas One - Atlas Intelligence

A raiz da desarmonia descrita está na forma em que os Prestadores são remunerados. Os sinistros são acompanhados do consumo de serviços, materiais e medicamentos pelas Prestadoras, mas cujos custos recaem sobre as Fontes Pagadoras. No entanto, *Quais são os critérios que regem o consumo? Que nível de ingerência as Fontes Pagadoras possuem juntamente às Prestadoras?* O sistema de saúde privado brasileiro foi constituído sob regime de remuneração comumente conhecido como *Fee-for-Service* (FFS) - remuneração pelo serviço prestado. Esse tipo de remuneração é amplamente usado em outros sistemas de saúde no mundo, mas requer uma recorrente prestação de contas. Na ausência de regulações gerenciais, os interesses são controversos e podem originar consumos desnecessários.

Está criado, portanto, um grave problema de agência¹. Prestadores de serviço remunerados sob a ótica de “usos e serviços” são perversamente incentivados a seguirem condutas clínicas que optem pelo excesso. Ao mesmo tempo, os beneficiários, que por sua vez não sentem o custo direto dos sinistros em seus orçamentos, são igualmente incentivados ao uso indiscriminado dos serviços de saúde, causando um enorme desequilíbrio econômico na cadeia. O mau uso das capacidades de infraestrutura do setor culmina

em uma cultura de desperdício e em uma irrazoável Inflação Médica (ver Figura 3).

Como tentativa de mitigação do desequilíbrio, as Fontes Pagadoras estão criando planos alternativos para alterar a dinâmica de seus usos. A coparticipação, em que o beneficiário paga até 40% da fatura, por exemplo, é um dos caminhos. A remuneração por desempenho clínico e por captação ou por paciente tratado são outras potenciais alternativas em estudo. Neste contexto, vale ressaltarmos que a própria verticalização por parte das Fontes Pagadoras, que passam a ser Prestadoras de Serviço - como fazem Hapvida e Intermédica - é também uma iniciativa em prol da racionalização de consumo no setor. Em suma, existe uma “enfermidade” no sistema e é em torno desta que surgem as oportunidades para um *player* qualificado como a Rede D’Or.

“Never, ever, think about something else when you should be thinking about the power of incentives” By Charlie Munger

A Rede D’Or e a Eficiência como solução

Sendo o maior Prestador de saúde do país, é aparentemente contraintuitivo pensarmos que a empresa não é parte do problema e sim da solução. No entanto, ao nosso ver, é exatamente o caso. A proposta de valor trazida pela Rede D’Or é a de gerar eficiência para a cadeia a partir do deslocamento da demanda de Prestadores ineficientes - naturalmente mais onerosos ao sistema - para as suas unidades, reduzindo os custos das Fontes Pagadoras e o desequilíbrio existente entre os agentes da cadeia. **Enquanto o V.C.M.H médio no período 2015-2019 foi de 17.4% a.a., o aumento médio do custo por paciente dos hospitais do grupo foi de apenas 9.2% a.a.** Além disto, a empresa vem migrando seu modelo de remuneração do tradicional FFS para um modelo baseado em pacotes de serviços com precificação previamente definida, trazendo maior visibilidade às Fontes Pagadoras e alinhando os interesses em busca de uma prestação de serviço em que qualidade, eficiência e rentabilidade tem igual nível de importância. Em 2019, o modelo de pacotes já representava mais da metade das receitas do grupo.

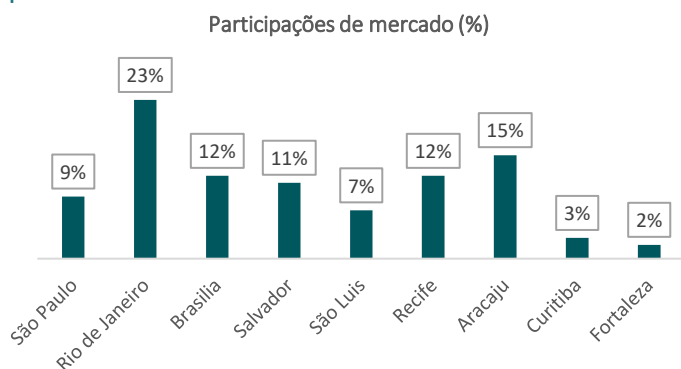
Para entendermos o potencial de continuidade de expansão e de geração de eficiência, faz-se necessário atentarmos para dois pontos primordiais: **(i) o mercado é extremamente fragmentado** - o grupo detém apenas 6% do total de leitos privados existentes no país e possui mais do que o triplo de leitos do que o segundo *player*. Analisando participações regionais (ver Figura 4), notamos que ainda há bastante espaço para incremento de penetração nas geografias em que o grupo já é atuante. Em um cenário

¹De acordo com a CNES (Cadastro Nacional de Estabelecimentos de Saúde); ² Direta ou indireta, incluindo controle; ³ Projetos Brownfield se referem à expansão de ativos já operacionais do grupo e projetos Greenfield são novas construções imobiliárias; ⁴ Quando um agente está apto a tomar decisões ou promover iniciativas em nome de, ou com impactos, em outra entidade

hipotético de penetração equivalente à obtida no Rio de Janeiro, assistiríamos a um crescimento potencial de 60% da base de leitos instalados. Além disso, existe um “oceano azul” formado por regiões de alta demanda hospitalar, nas quais a entrada da rede é iminente - Rio Grande do Norte, Rio Grande do Sul, Santa Catarina e Goiás são bons exemplos; e (ii) **existência de fortes barreiras de entrada e de crescimento orgânico** - após a aprovação da Lei 13.097, notamos que os recursos estrangeiros vem sendo investidos em ativos já estabelecidos e praticamente não houve apetite para a construção de novos ativos – projetos *greenfield*³. Nos parece razoável atribuímos o ocorrido às incômodas barreiras de entrada existentes no segmento, dentre as quais vale destacarmos: **a.** necessidade de profundo **conhecimento** da dinâmica de mercado e dos agentes da cadeia de valor atuantes na região; **b.** extenso **tempo** de prospecção, aquisição de terreno e construção de infraestrutura, aliado à necessidade de aprovações legais (estimamos 24 meses até obtenção de aprovações seguidos de 36 meses de construção); **c.** incerteza quanto ao **credenciamento** por Fontes Pagadoras; e **d.** alto nível de **capital** empregado face aos **riscos** envolvidos.

A combinação entre fragmentação de mercado e imponentes barreiras de entrada nos fazem crer que a Rede D’Or está em uma posição privilegiada para consolidar-se com uma participação de mercado relevante, seja através de novas aquisições, de projetos de crescimento orgânico ou ainda via oportunidades em subsegmentos especializados.

Figura 4: Participação regional de mercado em regiões em que o grupo está presente



Fonte: Companhia, Atlas Intelligence

Crescimento Orgânico

A expansão orgânica do grupo tem seus riscos mitigados na medida em que (i) sua marca passa a ser reconhecida pela comunidade médica e por beneficiários que atribuem valor à presença dos ativos do grupo nos seus

planos de saúde, facilitando novos credenciamentos; (ii) a qualidade de suas instalações e equipamentos representa claro diferencial frente à infraestrutura hospitalar da região, em muitos casos praticamente sucateada; (iii) sua capacidade financeira é tão alta que mitiga os riscos de insucesso de projetos individuais.

Neste contexto, importante mencionarmos que a companhia tem em seu *pipeline* de expansão projetos *brownfield* e projetos *greenfield*³. Os projetos *brownfield* não demandam o recredenciamento pelas Fontes Pagadoras, tratando-se comumente de expansões que otimizam o uso da infraestrutura já instalada e adicionam novos tratamentos e serviços de maior complexidade. Estando presente em regiões de alta densidade populacional e carência identificada de novos leitos, o grupo tem planejado a criação de 2.9 mil leitos em oito praças distintas no decorrer dos próximos anos. Os projetos *greenfield*, por sua vez, embora apresentem maiores riscos de execução, são planejados visando o fortalecimento de posicionamento competitivo, dificultando a ascensão de concorrentes em geografias pontualmente escolhidas. Neste formato, a empresa tem um *pipeline* de criação de 11 hospitais, adicionando um total esperado de 2.4 mil leitos até 2024.

O audacioso plano de crescimento orgânico demandará um investimento total de mais de oito bilhões de reais e estima-se que responderá por um incremento de 60% da capacidade atual de leitos e de 45% da receita de hospitais.

Crescimento inorgânico

É imprescindível destacarmos a excelência e o sólido histórico de execução da empresa em M&As. Durante o período que sucede a aquisição, a integração com os sistemas do grupo facilita a coleta de dados para análises comparativas com outros hospitais da rede e acelera a implantação de melhorias dentro de sua metodologia de gestão, viabilizando novo patamar de eficiência e níveis de serviço cada vez mais altos (Tabela 2). A companhia realizou a aquisição de mais de 39 ativos ao longo dos últimos dez anos, em geografias diversas. O sucesso das integrações pode ser mensurado pela recorrente expansão de margem operacional obtida durante o período. **Nos 20 hospitais adquiridos anteriormente a 2017, a empresa entregou um crescimento anual médio de EBITDA de impactantes 30%.** As principais sinergias a serem capturadas estão descritas a seguir.

¹De acordo com a CNES (Cadastro Nacional de Estabelecimentos de Saúde); ² Direta ou indireta, incluindo controle; ³ Projetos Brownfield se referem à expansão de ativos já operacionais do grupo e projetos Greenfield são novas construções imobiliárias; ⁴ Quando um agente está apto a tomar decisões ou promover iniciativas em nome de, ou com impactos, em outra entidade

Tabela 2: Indicadores de Qualidade Seleccionados

	RDOR3	ANAHP	Δ
Tempo de permanência em UTI (dias)	5.0	5.5	-9.1%
Taxa de mortalidade cirúrgica (%)	0.2%	0.3%	-0.1 p.p
Casos de pneumonia associados a ventilação mecânica (%)	1.4%	4.3%	-2.9 p.p
Percentual de infecção por uso de catéter urinário (%)	0.8%	1.3%	-0.5 p.p
Percentual de infecção sanguínea por uso de catéter (%)	0.9%	2.0%	-1.1 p.p

Fonte: ANAHP e Bancos

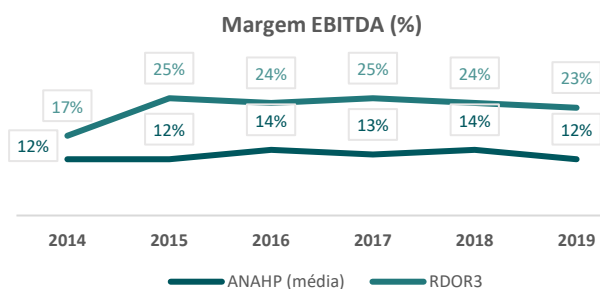
(i) **Custo de suprimentos:** A Rede D'Or é capaz de reduzir em aproximadamente 25% o custo de suprimentos médicos de suas adquiridas, uma vez que sua escala na negociação com fornecedores é um diferencial importante. Custos de materiais e medicamentos representam em média 30% dos custos de um hospital;

(ii) **Credenciamentos:** a percepção de aumento de qualidade e eficiência trazida pela rede e por sua placa, além de um bom relacionamento com as Fontes Pagadoras viabiliza novos credenciamentos, aumentando as fontes de receita do ativo adquirido;

(iii) **Aumento na capacidade dos leitos:** ao realocar, nos hospitais adquiridos, áreas inicialmente destinadas a processos administrativos (que passam a ser absorvidos pelo Centro de Serviços Compartilhados do grupo), a companhia ganha espaço para inserção de novos leitos. Estes correspondem em média a 10% da área total do hospital;

(iv) **Novos tratamentos clínica:** a Rede D'Or normalmente insere serviços de maior complexidade no portfólio das unidades adquirida - transplantes, oncologia, hemodiálise, cardiologia, etc. O aproveitamento do espaço para tratamentos mais complexos induz uma melhora na qualidade das receitas e se traduz em maiores margens operacionais (ver Figura 5). Importante mencionarmos que, geralmente, a empresa desloca a demanda da região por serviços de alta complexidade de prestadores menos eficientes. A adoção de protocolos já comprovados melhora os resultados clínicos e o NPS, criando as bases para um virtuoso crescimento.

Figura 5: Comparação de Margem EBITDA entre RDOR e hospitais da ANAHP



Fonte: ANAHP, Companhia e Atlas Intelligence

Oportunidades em segmentos especializados

A Companhia criou um ecossistema mais amplo de soluções, dentre os quais destacam-se os segmentos de Oncologia e de Exames e Diagnósticos. Com o envelhecimento da população, os tratamentos oncológicos estão entre os de maior crescimento projetado. Capitaneada por um oncologista de renome mundial, Dr. Paulo Hoff, as receitas da companhia no segmento crescem a uma taxa média anual de 21% desde 2018 e já representam 7% do faturamento total. A Rede D'Or opera 39 clínicas oncológicas estrategicamente localizadas no país e a aquisição de unidades especializadas também está nos seus planos. No segmento de exames e diagnósticos, o grupo é o terceiro maior *player*, perdendo apenas para Dasa e Fleury. Recentemente, foi anunciada a aquisição dos Laboratórios Richet no Rio de Janeiro. Além da prestação de serviços em suas unidades de diagnóstico, o compartilhamento de infraestrutura física com os hospitais alavanca sua rentabilidade operacional.

Além de estar inserida em um setor de crescimento secular e de resiliência comprovada, a tese de investimentos em Rede D'Or é recheada com os principais pontos que norteiam a nossa Filosofia de Investimentos: sólido *track record* de execução criado pelas pessoas que estão à frente da atual gestão; vantagens competitivas potencializadas pela posição de liderança; altas barreiras de entrada; ativos de qualidade inquestionável; forte geração de caixa operacional e capacidade financeira para viabilizar estratégias agressivas de crescimento.

Com todos os fundamentos e vetores de crescimento citados, nossas projeções nos indicam um G.E.R.A (Geração Esperada de Retorno ao Acionista) de 18% a.a, explicado em boa parte por uma evolução anual média de faturamento de 28% nos próximos cinco anos e por margens operacionais consistentes. Estamos confiantes e extremamente motivados com a oportunidade.

Agradecemos a confiança e continuamos à disposição.

¹De acordo com a CNES (Cadastro Nacional de Estabelecimentos de Saúde); ² Direta ou indireta, incluindo controle; ³ Projetos Brownfield se referem à expansão de ativos já operacionais do grupo e projetos Greenfield são novas construções imobiliárias; ⁴ Quando um agente está apto a tomar decisões ou promover iniciativas em nome de, ou com impactos, em outra entidade