

## Hapvida Notredame Intermédica

### Resultado 4º Trimestre 2025 - Análise de Crédito

#### 01. TESE CENTRAL

O resultado do 4T25 da Hapvida reflete o ponto de maior pressão de um ciclo de expansão estrutural. A companhia investiu R\$ ~1 bi em CAPEX em 2025, abrindo 7 hospitais e 26 unidades ambulatoriais, incorporando custos fixos antes da plena maturação das novas unidades. Esse movimento temporariamente comprimiu margens e pressionou o fluxo de caixa livre, mas cria a base para a normalização que, de acordo com a empresa, deve se iniciar já no 1T26.

A visão de crédito diverge da narrativa de curto prazo do *equity*: enquanto analistas de *sell side* monitoram a sinistralidade trimestral e os movimentos de beneficiários, o que importa para o credor é a capacidade de pagamento do serviço da dívida ao longo do tempo e os fundamentos desta permanecem sólidos.

#### 02. RESULTADO 4T25 - PRINCIPAIS DESTAQUES

##### Receita e Beneficiários

- Receita líquida cresceu 6% a/a no 4T25, apesar da perda de ~140 mil beneficiários no trimestre;
- Ambiente competitivo em SP, RJ e Sul pressionou a base; companhia responde com fala de execução mais granular por praça e aprimoramentos em governança comercial, sem entrar em guerra de preços.

##### Sinistralidade e Margem

- Sinistralidade pressionada por três fatores simultâneos neste trimestre:
  - I. aumento de frequência de utilização em determinadas linhas de cuidado e praças;
  - II. sazonalidade menos favorável do que a histórica no 4T, com maior utilização dos hospitais em um período que usualmente apresenta menor demanda;
  - III. *ramp-up* de novas unidades ainda em curva de maturação incompleta de custos fixos.

Esses fatores são em sua maioria temporários e já mostram reversão na prévia do 1T26 com os dados de janeiro e fevereiro comunicados pela empresa.

##### Fluxo de Caixa Livre (FCF)

- Queima de FCF de R\$ 548 mi no 4T25 e de R\$ 451 mi em 2025;

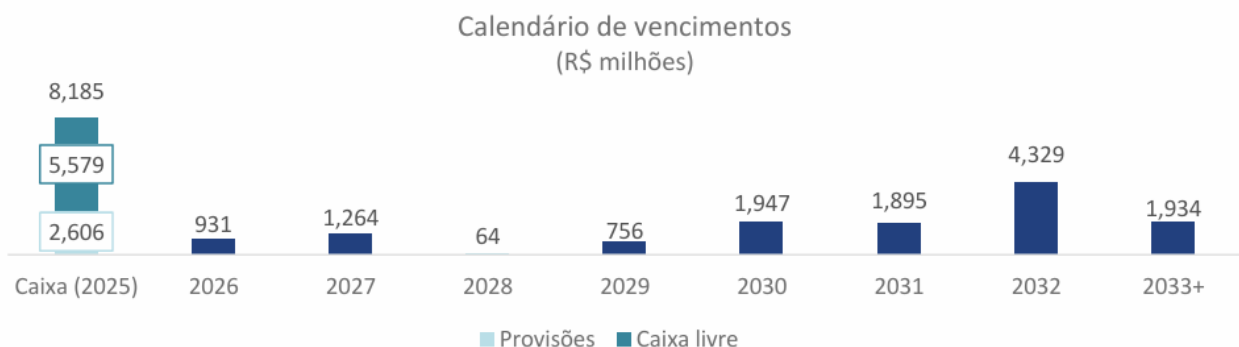


- Explicado pelos mesmos fatores destacados no tópico de Sinistralidade e Margem: *ramp-up* de unidades + pressão de sinistralidade, além de CAPEX elevado;
- *Guidance* de CAPEX de manutenção em 2026: R\$ 600 - 700 mi (vs. ~R\$ 1,05 bi em 2025), dada paralização de investimentos em expansão de unidades;
- De acordo com nossas estimativas, ao excluir o CAPEX de expansão, a queima de FCF seria de aproximadamente R\$ 388 mi no 4T25 e R\$ 50 mi no total de 2025.

**03. ESTRUTURA DE CAPITAL E PERFIL DA DÍVIDA**

**Calendário de Vencimentos e Alavancagem**

- Não há concentração de vencimentos relevante no curto prazo e médio prazo (2026–2029);
- Possíveis operações de *sale & leaseback* mencionadas pelo management reforçam a liquidez potencial;
- Companhia reforçou que não existe necessidade de discussão de aumento de capital para pelo menos os próximos 4-5 anos;
- Alavancagem de 2,0x em 2025 vs 1,4x em 2024 e 2,1x em 2023 (ex-IFRS)



Fonte: Release Hapvida 4T25

A dívida bruta encerrou o ano em R\$ 13,4 bi, com *net debt* reportado de R\$ 5,2 bi (vs. R\$ 4,3 bi no 3T25). Dado a queima de FCF explicada anteriormente somados à recompra de ações que fizeram após o resultado do 3T25 no valor de R\$ 384 mi;

O caixa ajustado (ex-provisões técnicas exigidas) de R\$ 5,6 bi oferece cobertura integral das dívidas até 2030. A gestão reforçou posição de caixa confortável para os próximos 4-5 anos, sem pressão de refinanciamento;

Em complemento ao gráfico acima de calendário de vencimentos:

- CAPEX de manutenção recorrente estimado em R\$ 700 mi/ano. Consumo estrutural de caixa com CAPEX de manutenção projetado em ~R\$ 3,5 bi até 2030;
- De forma conservadora, EBITDA acumulado estimado entre R\$ 10–12 bi até 2030.



## 04. PERSPECTIVAS 2026

### Sinais de Normalização (Prévia 1T26):

- Frequência de utilização já normalizando em Jan/Fev;
- MLR<sup>1</sup> com expectativa de melhora sequencial vs. 4T25, retornando à sazonalidade típica do 1T;
- Crescimento de receita superior ao 4T25 já sinalizado para o 1T26.

<sup>1</sup>: Medical Loss Ratio (Índice de Sinistralidade), mede quanto da receita de planos de saúde é gasto com custos médicos (hospitais, exames, consultas etc).

### Agenda de Eficiência e Geração de Caixa

- CAPEX 2026 de R\$ 600 - 700 mi representa queda de ~35% vs. 2025;
- Sem abertura de novas unidades em 2026: fim do ciclo de *ramp-up* e pressão de custos fixos adicionais;
- Possíveis operações de *sale & leaseback* e desinvestimentos de ativos não rentáveis. Em 2023, a empresa realizou *sale & leaseback* de 10 hospitais, levantando R\$ 1,25 bi. Segundo a companhia, ainda há potencial adicional de R\$ 1 a 1,5 bi por meio de novas operações desse tipo;
- Unidades abertas em 2025 em processo de maturação e melhorando gradualmente a sinistralidade.

## 05. EQUITY VS CRÉDITO

Há uma divergência entre a visão de *equity* e a de crédito sobre a Hapvida. Enquanto o mercado de ações penaliza a empresa por perda de beneficiários, FCF negativo, sinistralidade pressionada e resultados abaixo de números que esperavam, a leitura de crédito exige contextualização: o FCF negativo é explicado principalmente por um ciclo de expansão, *ramp-up* de unidades e melhoria de serviços, pontos que levaram a pressão de sinistralidade no curto prazo, com reversão gradual sinalizada na prévia do 1T26.

Do ponto de vista do credor, o caixa de R\$ 5,6 bi (excluindo caixa regulatório) oferece cobertura integral das dívidas até 2030 sem pressão de refinanciamento ou necessidade de aumento de capital. O calendário de vencimentos não apresenta concentração relevante no curto prazo, o CAPEX cai ~35% em 2026 e a empresa já mostra sinais de melhoria gradual da sinistralidade. Em relação à perda de beneficiários e ao ambiente competitivo, a companhia comenta de melhorias graduais na execução comercial, mantendo disciplina de preços (ponto para acompanhamento). No que se refere à judicialização e às multas da ANS, não houve surpresas no período, embora o tema permaneça no radar e deva seguir sendo monitorado nos próximos resultados.



## ROIC

A empresa apresenta um histórico de ROIC ex-ágio inferior a 12% e abaixo do seu WACC.

- Para o equity: além do baixo retorno, havia expectativa de melhora que não se concretizou, reforçando a destruição de valor ao acionista e limitando o potencial de valorização;
- Para o crédito: embora esse nível de ROIC não seja o ideal, a combinação de venda de ativos, redução de CAPEX, maior disciplina financeira, esperada queda de juros e horizonte de investimento indica que a companhia mantém capacidade de pagamento e deve gerar caixa suficiente para honrar suas obrigações.

## 06. CONCLUSÃO – VISÃO DE CRÉDITO

O 4T25 foi o trimestre de maior pressão de um ciclo de expansão, que adicionou capacidade estrutural ao negócio às custas de custos fixos temporariamente elevados. Os sinais de normalização já são visíveis na prévia do 1T26, e o plano para 2026 é voltado à geração de caixa: CAPEX menor, sem abertura de unidades, possíveis desinvestimentos e maturação das unidades abertas em 2025.

Do ponto de vista de crédito:

- Caixa ajustado de R\$ 5,6 bi com *runway* de 4-5 anos sem necessidade de refinanciamento;
- Sem concentração relevante de vencimentos no curto prazo;
- Ciclo de investimentos concluído em 2025, com menos CAPEX e maturação das novas unidades em 2026.

**A visão de crédito permanece construtiva. Monitorar a evolução de MLR, margens e fluxo de caixa no 1T26 como principais indicadores de confirmação da tese.**



**Acompanhe a AZ Quest!**

Para mais conteúdos como este, siga os canais oficiais da AZ Quest.

Escaneie ou clique nos QR codes abaixo e tenha todas as novidades da AZ Quest em primeira mão.

**WhatsApp****Instagram****YouTube****LinkedIn**

Material de Divulgação. As informações contidas neste material são de caráter meramente e exclusivamente informativo, não se tratando de qualquer recomendação de compra ou venda de qualquer ativo negociado nos mercados financeiro e de capitais. A AZ Quest não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste material. A AZ Quest Investimentos Ltda. não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. É fundamental a leitura do regulamento dos fundos antes de qualquer decisão de investimento. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Todos os fundos de investimento geridos pela AZ Quest Investimentos Ltda. utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.

Para consultar todas as informações, características e riscos do investimento de cada um dos fundos mencionados neste material, acesse os dados por meio deste link: <https://azquest.com.br/fundos.php>

O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Para avaliação da performance do fundo de investimentos, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este material não deverá ser reproduzido, distribuído ou publicado sob qualquer propósito sem autorização da AZ Quest Investimentos. Para mais informações, ligue para (55) 11 3526 2250 ou acesse [www.azquest.com.br](http://www.azquest.com.br)

