

Atualização pós-2T, reduzindo novamente nossas estimativas

Após o conjunto desafiador e fraco de resultados do 2T da Hapvida, publicamos nossa tese de investimento atualizada. No conjunto, acreditamos que a empresa segue enfrentando diversos desafios, como evidenciado pelo 2T, incluindo a escalada da judicialização, frequências ainda elevadas, sinistralidade alta, provisões para contingências elevadas e penalidades da ANS, maiores despesas corporativas e fundamentos do balanço em deterioração, com consumo de caixa significativo, de acordo com relatório recente da nossa equipe. Após incorporar parte dessas tendências mais desafiadoras ao nosso modelo, nossas estimativas de EBITDA para 2026 e 2027 estão agora 25% e 30% abaixo de nossas projeções anteriores, respectivamente, e estabelecemos um novo preço-alvo para o fim de 2027 de R\$ 8,00/ação (vs. R\$ 15,00/ação anteriormente). Observamos que reduzimos nossa projeção de EBITDA para 2026 em 60% nos últimos dois anos, conforme os Gráficos 1 e 2. Embora não estejamos dispostos a pagar antecipadamente por uma inflexão rápida que permanece bastante incerta, seguimos com recomendação Neutra para a ação.

Valuation	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
RoIC (EBIT) %	1,2	2,7	1,9	0,7	2,3
EV/EBITDA	14,4	6,7	4,8	5,2	5,2
P/L	184,5	16,3	13,5	(18,3)	(28,7)
Dividend Yield %	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
Receita	27.366	28.952	30.863	31.933	32.649
EBITDA	2.813	3.581	3.079	2.162	2.203
Lucro Líquido	182	1.034	549	(186)	(119)
LPA (R\$)	0,02	0,14	1,09	(0,37)	(0,24)
DPA Líquido (R\$)	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00
(Dívida Líquida)/Caixa	(6.975)	(7.265)	(7.269)	(7.826)	(7.955)

Fonte: Relatórios da empresa e estimativas do BTG Pactual. Valuation: com base no último preço da ação do respectivo ano (E) com base no preço da ação de 18-ago-2026

Rating
NEUTRO

Sumário

Ticker	HAPV3
Preço Alvo (R\$)	8,0
Preço (R\$)	7,8
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R\$ mn)	3.706
Vol. Méd. 12M (R\$ mn)	121,28
Atualização Preço-alvo	18/08/2026

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	-18,0x	-28,2x
EV/EBITDA	5,2x	5,1x

Performance:

Outubro (%)	16,9%
LTM (%)	-78,1%



Analistas

Samuel Alves

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

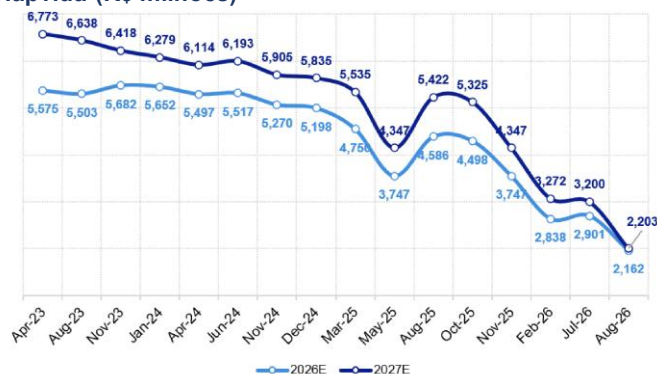
Maria Resende

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello

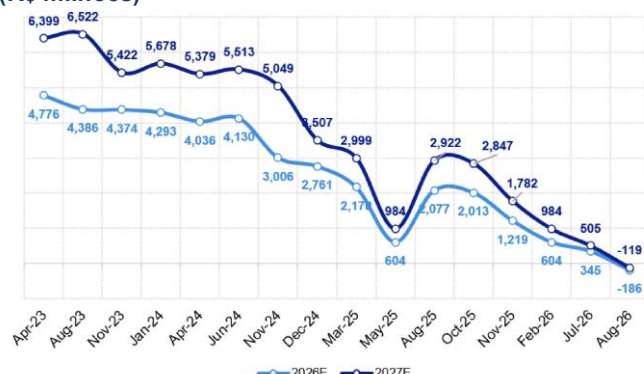
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Gráfico 1: BTGe - Projeções de EBITDA ajustado para a Hapvida (R\$ milhões)



Fonte: BTGPactual

Gráfico 2: BTGe - Projeções de lucro líquido para a Hapvida (R\$ milhões)



Fonte: BTGPactual

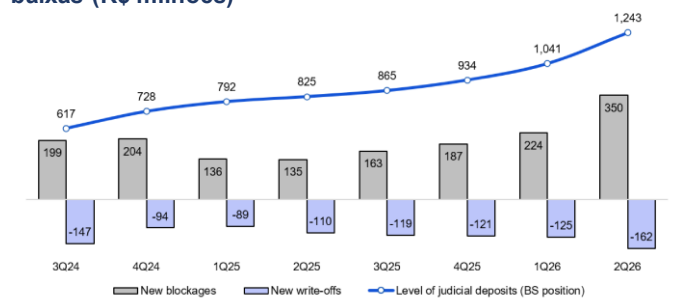
Judicialização: de desafio operacional a preocupação de balanço

A questão da judicialização, que já causou um impacto relevante na rentabilidade da empresa, deteriorou-se ainda mais no 2T e segue como um dos principais riscos para a tese de investimento. Ela se tornou uma das principais responsáveis pela forte deterioração do fluxo de caixa livre da Hapvida, adicionando mais uma camada de complexidade a uma história de balanço já desafiadora. Lembramos que os novos bloqueios se referem a valores que a Hapvida é obrigada por decisão judicial a depositar em conexão com ações movidas por pacientes. As baixas, por sua vez, ocorrem quando uma decisão judicial final é favorável ao paciente, permitindo que o valor anteriormente bloqueado seja sacado e, portanto, impedindo que a Hapvida recupere esse caixa. Olhando à frente, acreditamos que a judicialização deve permanecer uma importante fonte de consumo de caixa.

A judicialização em números

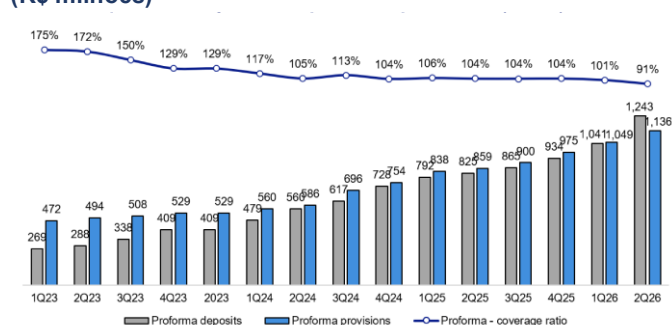
Os novos bloqueios judiciais cíveis atingiram R\$ 350 milhões no 2T, forte alta frente aos R\$ 224 milhões do 1T e aos R\$ 187 milhões do 4T25. Em outras palavras, os novos bloqueios trimestrais praticamente dobraram em menos de um ano. A deterioração também ficou visível nas baixas. As baixas de depósitos judiciais cíveis atingiram R\$ 162 milhões no 2T, contra R\$ 125 milhões no 1T e R\$ 121 milhões no 4T25. Como resultado, o saldo de depósitos judiciais cíveis, que efetivamente representa caixa que deixou de estar disponível para a empresa, subiu de apenas cerca de R\$ 400 milhões em 2023 para mais de R\$ 1,2 bilhão no 2T26. Veja o Gráfico 3 para mais detalhes. Ao comparar o nível de provisões cíveis com os depósitos judiciais cíveis, o índice de cobertura atingiu seu pior nível dos últimos dois anos, em 91%. Segundo a empresa, conforme discutido durante a teleconferência, houve bloqueios duplicados no 2T e, ajustando por essas duplicidades, o índice de cobertura ficaria em torno de 100%. Veja o Gráfico 4 para o histórico do índice de cobertura. Embora antecipemos alguma desaceleração em relação aos níveis excepcionalmente altos observados no 1S26, refletindo em parte os bloqueios duplicados mencionados, não incorporamos nenhuma melhora relevante nessa tendência. Até o fim de 2026, assumimos que os novos bloqueios judiciais aumentem outros R\$ 385 milhões, sem queda no saldo até o fim de 2027.

Gráfico 3: Hapvida - Depósitos judiciais, novos bloqueios e baixas (R\$ milhões)



Fonte: Hapvida, BTGPactual

Gráfico 4: Hapvida - Depósitos judiciais cíveis vs. provisões (R\$ milhões)



Fonte: Hapvida, BTGPactual

O que fazer com os 11% das vidas com rentabilidade desfavorável?

Uma divulgação que chamou particularmente a atenção dos investidores no 2T foi a identificação, pela administração, de que 11% de sua base de beneficiários de saúde opera atualmente com margens negativas. A administração também indicou que o ticket médio dessas vidas é cerca de 50% inferior à média geral da empresa, o que significa que a Hapvida provavelmente precisará implementar aumentos substanciais de preço ou descontinuar esses contratos. A empresa espera endereçar essa carteira ao longo dos próximos 12 meses. Antecipamos, portanto, um chum significativo e agora assumimos uma queda de 8% na base de beneficiários nos próximos 12 meses, à medida que os contratos atinjam seus aniversários e esperamos que uma parcela relevante dos clientes rejeite os aumentos de preço necessários. Assumimos, assim, que das 947 mil vidas sob revisão de carteira, 665 mil serão, em última instância, descontinuadas ao longo dos próximos 12 meses.

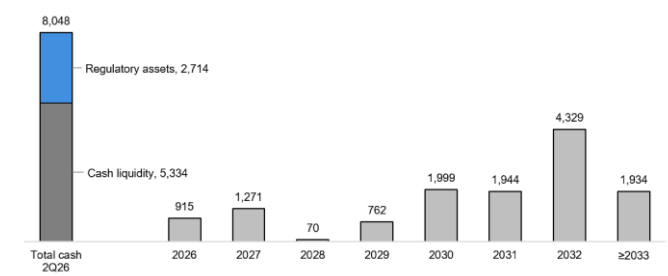
Mas o que vem depois da queda de receita?

O desafio de um modelo verticalmente integrado é que a infraestrutura de seguros e a de serviços de saúde estão profundamente interligadas. Portanto, em nossa visão, não é tão simples remover um percentual de um dígito alto da base de beneficiários sem sofrer alavancagem operacional negativa relevante. Uma base menor de beneficiários deve reduzir a diluição de custos fixos, forçando a empresa a, subsequentemente, repensar o tamanho de sua infraestrutura. Como resultado, não assumimos recuperação de margem em 2027, pois esperamos que a Hapvida primeiro perca alavancagem operacional antes de conseguir redimensionar sua estrutura de custos. Além disso, reduzir hospitais e clínicas poderia ter efeitos secundários, já que alguns pacientes podem migrar para prestadores terceirizados em vez da rede verticalmente integrada da Hapvida, potencialmente elevando os custos médicos. O impacto final dessa estratégia é difícil de prever, mas agora incorporamos premissas mais conservadoras tanto para o crescimento de receita quanto para as margens. De forma alguma acreditamos que a estratégia em si esteja errada. Manter quase 1 milhão de beneficiários com margens operacionais negativas claramente faz pouco sentido econômico. No entanto, acreditamos que corrigir essa carteira pode envolver um processo de turnaround doloroso e longo.

Fundamentos do balanço em deterioração; o tempo está passando

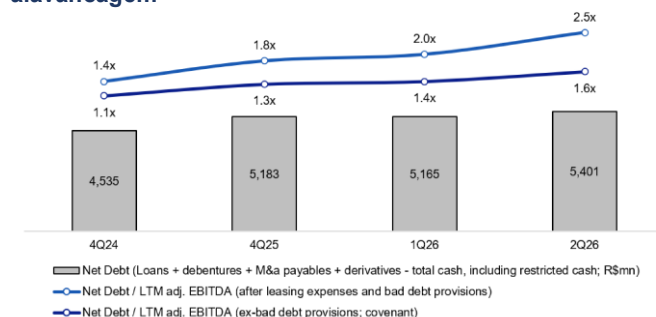
Embora a Hapvida ainda tenha uma posição de caixa sólida de R\$ 8,0 bilhões, ou R\$ 5,3 bilhões excluindo o caixa restrito (saudável frente a amortizações de dívida de R\$ 2,2 bilhões nos próximos dois anos), o consumo contínuo de caixa significa que o tempo está passando, conforme o Gráfico 5. A dívida líquida aumentou mais de R\$ 1 bilhão nos últimos dois anos, refletindo saídas de caixa relacionadas à judicialização, recompras de ações, frequências persistentemente altas e margens operacionais mais fracas. Por nossos cálculos, a dívida líquida incluindo arrendamentos, e excluindo as despesas de arrendamento do EBITDA, está atualmente em 2,5x o EBITDA UDM. Excluindo o caixa restrito, a alavancagem já atinge cerca de 3,7x o EBITDA ajustado UDM (ex-arrendamentos). Veja o Gráfico 6 para os números de dívida líquida e alavancagem reportados pela empresa. Ainda que a empresa permaneça líquida, o consumo persistente de caixa é cada vez mais preocupante para os stakeholders. Não por coincidência, os yields das debêntures da Hapvida no mercado secundário abriram fortemente após o 2T, com seus papéis mais líquidos negociando atualmente em torno de CDI +10%, contra CDI +7% poucas semanas antes. Veja o Gráfico 7 para mais detalhes. As ações também tiveram desempenho materialmente inferior, caindo 53% no ano, refletindo também essas preocupações com o balanço e a deterioração dos resultados operacionais.

Gráfico 5: Hapvida - Posição de caixa vs. cronograma de amortização da dívida (R\$ milhões)



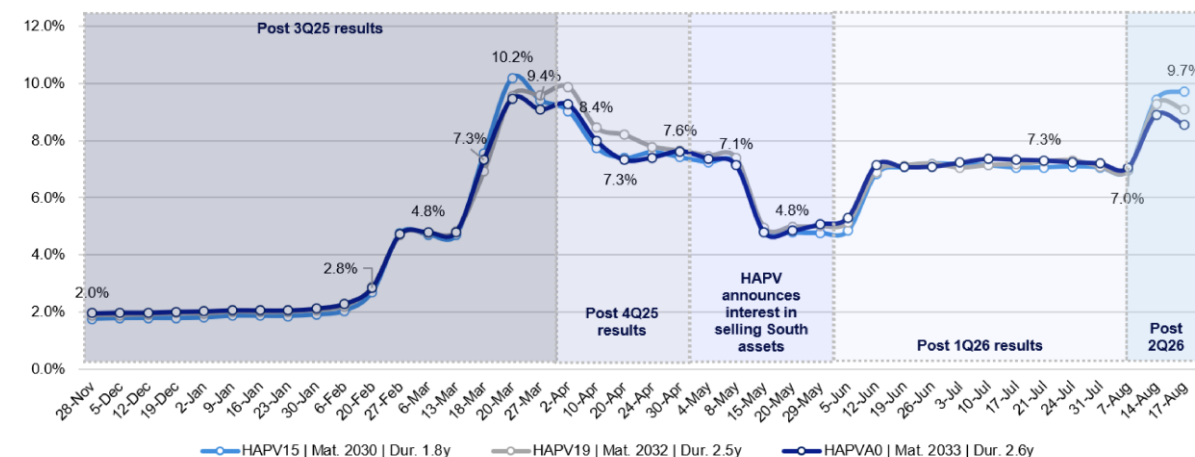
Fonte: Hapvida, BTG Pactual

Gráfico 6: Hapvida - Dívida líquida (R\$ milhões) e alavancagem



Fonte: Hapvida, BTG Pactual

Gráfico 7: Debêntures da Hapvida (CDI+) - Yields indicativos no mercado secundário

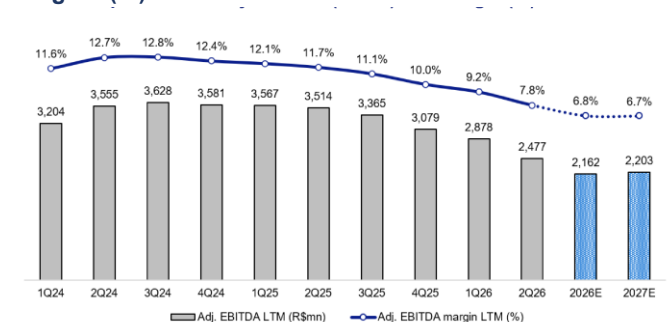


Fonte: CVM, BTG Pactual *Yields históricos baseados em taxas indicativas da ANBIMA

Destaques da teleconferência; ainda uma longa lista de tarefas

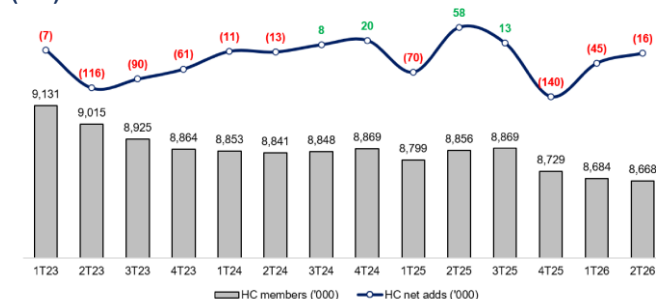
No conjunto, a última teleconferência de resultados focou em dois temas principais: (i) o ambiente de judicialização ainda desafiador e as medidas que a empresa vem implementando para endereçá-lo; e (ii) as cerca de 950 mil vidas atualmente operando em condições econômicas desfavoráveis, que deverão ser objeto de reprecificação ou descontinuidade de contratos nos próximos trimestres. Lembramos que um novo time de gestão está em posição desde abril, mas a lista de tarefas segue extensa. Como mencionado acima, nossa preocupação não está necessariamente nas decisões que o novo time está tomando, que de modo geral parecem caminhar na direção correta, mas sim nos significativos riscos de execução envolvidos. Esperamos, portanto, que o EBITDA permaneça pressionado e que o consumo de caixa persista. A evolução de nossas próprias projeções ilustra como a Hapvida se tornou difícil de modelar: há apenas alguns anos, esperávamos que a empresa gerasse R\$ 5,5 bilhões de EBITDA em 2026, contra apenas R\$ 2,2 bilhões hoje. Veja o Gráfico 8 para a evolução do EBITDA ajustado UDM, conforme reportado pela empresa. Essa revisão dramática evidencia não apenas quão desafiador o ambiente operacional se tornou, mas também a visibilidade incomumente baixa sobre a trajetória de resultados da empresa. É importante notar que não há um único problema a ser resolvido. A lista de tarefas segue extensa, incluindo uma revisão abrangente da estratégia comercial, das marcas e da proposta de valor, da judicialização, das reclamações de consumidores e dos mecanismos internos para melhor controle de custos e despesas.

Gráfico 8: Hapvida - EBITDA ajustado UDM (R\$ milhões) e margem (%)



Fonte: Hapvida, BTGPactual

Gráfico 9: Hapvida - Beneficiários de saúde e adições líquidas (mil)

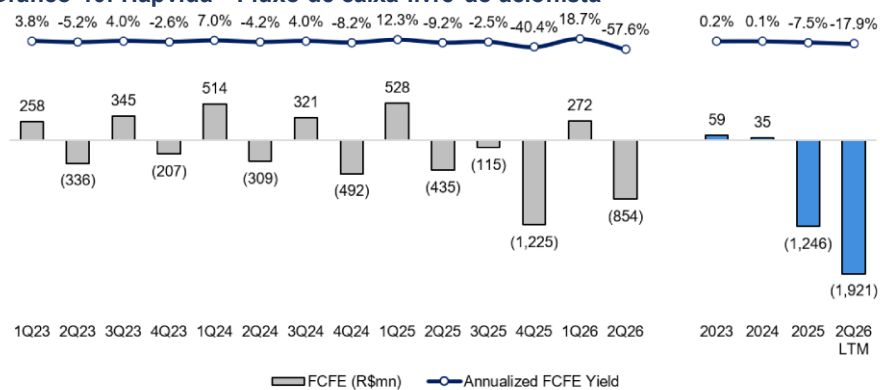


Fonte: Hapvida, BTGPactual

Seguimos Neutros; não pagamos antecipadamente por uma inflexão

Em última análise, vemos a Hapvida como uma tese de investimento de alto risco de execução, com o consumo de caixa provavelmente permanecendo como a principal variável a determinar tanto os yields das debêntures no mercado secundário quanto a história de equity. Não esperamos que os próximos trimestres tragam uma melhora rápida e acreditamos que seria desafiador assumir que os benefícios da nova estratégia se materializarão rapidamente. Portanto, embora reconheçamos o potencial de valorização em um cenário de resultados normalizados, preferimos permanecer Neutros e monitorar a execução do turnaround antes de pagar antecipadamente por um ponto de inflexão. Acima de tudo, monitoraremos de perto a capacidade da empresa de conter a judicialização, que vemos atualmente como o risco mais urgente para seu balanço.

Gráfico 10: Hapvida - Fluxo de caixa livre ao acionista



Fonte: Hapvida, BTG Pactual *Fluxo de caixa livre ao acionista = FCO - arrendamento - capex - despesas de juros

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação. O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx