Saúde

BTG Pactual Equity Research
Nota setorial

27 de Outubro de 2026

O dia seguinte

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.

Um resultado eleitoral desfavorável aos mercados provoca forte compressão de múltiplos

O resultado da eleição presidencial brasileira, de acordo com relatório da nossa equipe de estratégia, provocou forte sell-off nas ações brasileiras em 26 de outubro. Não é preciso dizer que o nosso universo de cobertura seguiu o mesmo caminho. Embora as ações de saúde e de educação tivessem superado o mercado em aproximadamente 7 p.p. e 20 p.p., respectivamente, entre o primeiro e o segundo turno da eleição, elas recuaram 20% e 33% naquele dia. No conjunto, as ações de saúde estão agora 6% abaixo dos níveis do fim de setembro, enquanto os papéis de educação caem 13%, em média. Neste relatório, revisitamos nossos modelos de valuation para avaliar o impacto da forte abertura das taxas de juros de curto e de longo prazo, em busca de potenciais oportunidades de valor relativo após a correção do mercado.

A curva de juros

Tanto as taxas de juros de curto prazo quanto as de longo prazo apresentaram volatilidade notável em outubro (ver gráficos 1 e 2). Mais precisamente, a curva de juros de longo prazo, que girava ao redor de 14% no fim de setembro, antes do primeiro turno da eleição, atingiu a mínima de aproximadamente 12,4% ao longo de outubro, antes de voltar a subir para perto de 15% em 26 de outubro, cerca de 120 p.b. acima do nível pré-eleição. A curva de juros de curto prazo recuou de aproximadamente 13,5% no fim de setembro para a mínima de 12,5% durante outubro, antes de retornar a cerca de 15%. Em outras palavras, todo o rali das taxas de juros observado após o primeiro turno foi mais do que revertido, com o custo de capital agora materialmente acima dos níveis pré-eleição.

Gráfico 1: Taxa DI de 10 anos no Brasil (%)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Gráfico 2: Taxa DI de 1 ano no Brasil (%)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Maior alavancagem e duration mais longa: o outro lado da operação

O cenário atual é essencialmente o oposto do que vínhamos destacando em nossos relatórios após o primeiro turno da eleição. Com algumas companhias alavancadas e ações de long duration em nosso universo de cobertura, a forte elevação do custo de capital é naturalmente prejudicial aos valuations. Na Tabela 1, mapeamos o desempenho das ações desde 2 de outubro, após o resultado do primeiro turno, e comparamos esses retornos com o impacto teórico de uma alta de 120 p.b. no custo de capital sobre nossos modelos de fluxo de caixa descontado, contrastando o cenário anterior a outubro com as condições atuais de mercado. Esse exercício simplificado e aproximado sugere que a correção do mercado foi, de modo geral, consistente com o que nossos modelos de valuation implicariam. A Rede D'Or, por exemplo, caiu 12% em relação ao nível anterior a outubro, contra um impacto negativo de 14% em nosso fluxo de caixa descontado decorrente do custo de capital mais alto no mesmo período. Algumas ações, particularmente em educação, corrigiram mais do que suas sensibilidades no fluxo de caixa descontado sugeririam. No entanto, esse exercício ceteris paribus não captura as potenciais implicações negativas para os lucros de um ambiente macroeconômico mais desafiador, especialmente para um setor de beta elevado como educação. Por outro lado, algumas ações corrigiram menos do que suas sensibilidades no fluxo de caixa descontado implicariam, ainda que, na maioria dos casos, com boa razão, dada sua exposição limitada ou até positiva dos lucros de curto prazo a juros mais altos, como é o caso de Bradsaúde, Blau e Fleury. Também apresentamos números atualizados de alavancagem financeira líquida para as companhias na Tabela 1, uma vez que a forte elevação das taxas de juros de curto prazo deve naturalmente pressionar para baixo as projeções de lucros de curto prazo, particularmente para os nomes mais alavancados.

Tabela 1: Retornos das ações após a eleição vs. impacto no preço-alvo de uma alta de 120 p.b. nos juros

	Oct-2 price (pre-1st round)	Oct-23 price (pre-2nd round)	Current price	Return since 1st round	Today's return	TP impact (+120bps in Rf and Kd)	Stock return since 1st round less TP impact	ND/EBITDA 2Q26
Viveo	0.81	0.89	0.74	-9%	-17%	-44%	+35 p.p.	3.7x
Bradsaúde	14.02	16.55	14.51	3%	-12%	-9%	+13 p.p.	0.0x
Mater Dei	5.19	6.31	4.74	-9%	-25%	-16%	+7 p.p.	1.5x
Blau	10.82	12.33	9.85	-9%	-20%	-16%	+7 p.p.	-0.2x
Fleury	23.50	27.87	21.99	-6%	-21%	-11%	+5 p.p.	1.1x
Ânima	3.34	5.04	2.84	-15%	-44%	-19%	+4 p.p.	2.4x
Rede D'Or	39.82	43.73	35.03	-12%	-20%	-14%	+1 p.p.	1.7x
Afya	63.69	75.13	57.49	-10%	-23%	-9%	-1 p.p.	1.4x
Cruzeiro do Sul	5.42	6.74	4.82	-11%	-28%	-9%	-2 p.p.	0.8x
Hypera	25.16	27.25	20.56	-18%	-25%	-13%	-6 p.p.	2.1x
Vitru	15.65	20.77	13.16	-16%	-37%	-10%	-6 p.p.	1.4x
Yduqs	11.08	14.04	9.03	-19%	-36%	-12%	-6 p.p.	1.6x
Dasa	3.95	5.51	3.07	-22%	-44%	-14%	-8 p.p.	3.5x
Cogna	2.43	3.10	1.93	-21%	-38%	-12%	-9 p.p.	1.1x
Qualicorp	1.69	2.23	1.34	-21%	-40%	-8%	-13 p.p.	1.4x
Ser Educacional	14.60	18.26	11.33	-22%	-38%	-8%	-14 p.p.	0.8x
Hapvida	7.80	8.83	4.02	-48%	-54%	-28%	-21 p.p.	2.5x

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Preferência por qualidade, resiliência e balanços sólidos

Com o cenário macroeconômico tornando-se consideravelmente mais desafiador e deixando de lado as teses ligadas ao câmbio, acreditamos que os investidores devem adotar um posicionamento mais defensivo, priorizando companhias de alta qualidade, com fundamentos resilientes e balanços sólidos. Em saúde, a Rede D'Or segue como um de nossos nomes preferidos. É verdade que opera um negócio intensivo em capital e, como ação de long duration, é particularmente sensível a juros mais altos. Ainda assim, continuamos a ver a Rede D'Or como um compounder resiliente a qualquer cenário, sustentado por sua capacidade de consolidar os mercados em que atua, por seu forte posicionamento competitivo e por sua exposição relativamente limitada a oscilações de curto prazo da atividade econômica. Após o sell-off, a Rede D'Or negocia a 13x P/L 2027. A Bradsaúde é outro nome que gostamos neste ambiente. Com um balanço em caixa líquido, a companhia também deve se beneficiar de maior receita financeira com a alta dos juros. Mais importante, acreditamos que seu negócio subjacente permanece relativamente defensivo, sustentado por demanda resiliente, rentabilidade sólida e sensibilidade limitada a oscilações econômicas de curto prazo. Combinadas ao que consideramos um valuation pouco exigente (8x P/L 2027), essas características fazem da Bradsaúde um porto seguro atrativo em nosso universo de cobertura. Por fim, evitaríamos exposição às ações de educação por ora. O setor normalmente carrega beta mais elevado e é particularmente vulnerável a uma deterioração do ambiente macroeconômico. Juros mais altos, confiança do consumidor mais fraca, potencial pressão sobre o emprego e inadimplência em alta podem todos pesar sobre a captação de alunos, a retenção e a capacidade de pagamento.

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 vinculados 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