

17 . j a n . 2 0 2 4

LVNT

DSJD

CRA

**Dasa**

Emissões Privadas



**Analista**  
Eduardo Rahal  
CNPI-T 2947



**Analista**  
Vitor Wolfgram  
CNPI 2749



**Analista**  
Alexandre Yamamoto



# CRA

Dasa • DASA3

## Sumário Executivo

---

**Este relatório tem como objetivo a análise da Oferta de Distribuição Pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários em até 5 séries, da 124ª emissão da Vert Companhia Securitizadora S.A., lastreados em Créditos Imobiliários devidos pelo Diagnósticos da América S.A.** A distribuição é de até 2.137.500 CRAs, com valor unitário estimado de R\$ 1.000,00, no montante total de R\$ 2,1 bilhões, considerando o lote adicional. A data final para o período de reserva do título é 25 de janeiro de 2024, e a data de liquidação será 31 de janeiro de 2024.

A nossa recomendação é de não entrada nas 5 séries. Reconhecemos que a Companhia enfrenta uma série de desafios significativos. Dentre eles, destacam-se a alta alavancagem financeira, prejuízos recorrentes e uma rentabilidade limitada em um mercado extremamente competitivo. Esses fatores nos levam a crer que os riscos assumidos pelo credor não são adequadamente compensados pelas remunerações propostas. **Além disso, percebe-se uma desfavorável assimetria risco-retorno, que tende a ser prejudicial para o credor.**

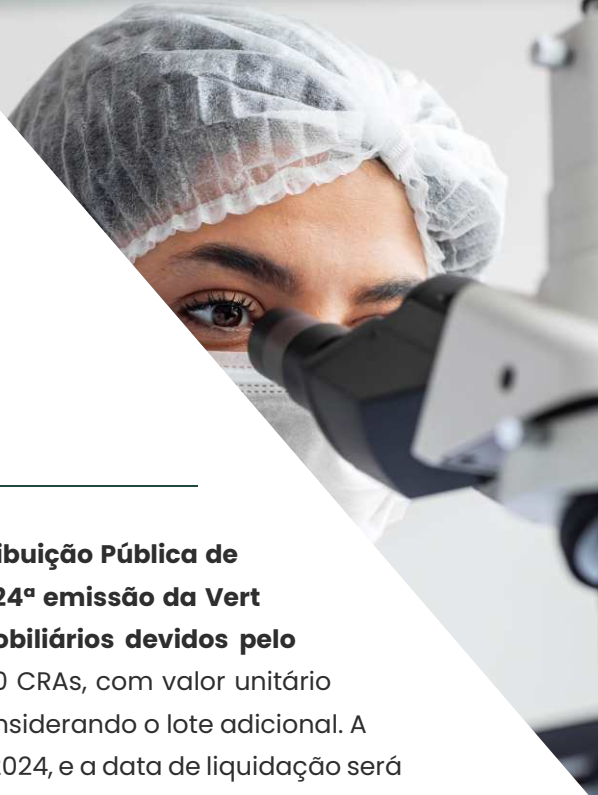
## Visão Geral da Companhia

---

**O Laboratório de Análises Clínicas MAP foi fundado em 1961. Em 1974,** com a entrada de Caio Auriemo na sociedade, a empresa passou a ser conhecida como Delboni Auriemo. Nos anos seguintes, a Companhia expandiu-se nacionalmente, abrindo novas unidades e adquirindo outros laboratórios.

**A Oferta Pública Inicial (IPO) foi realizada no ano 2000,** e a empresa passou a se chamar Diagnósticos da América S.A. Utilizando os recursos captados, ela realizou aquisições significativas nos anos seguintes, crescendo rapidamente.

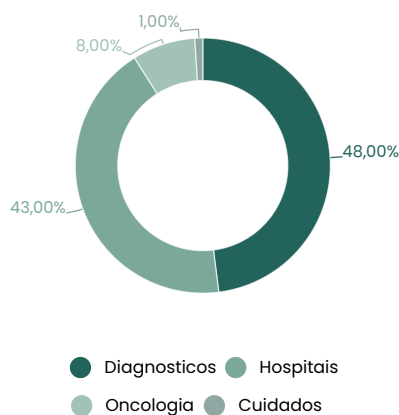
**Em 2011,** a família Bueno adquiriu 24% das ações da Companhia, iniciando um período de controle familiar. **Em 2013,** através da Cromossomo Participações II S.A., a família aumentou sua participação para 72% do Capital Social, e em 2015, essa participação foi ampliada para 97,79%.



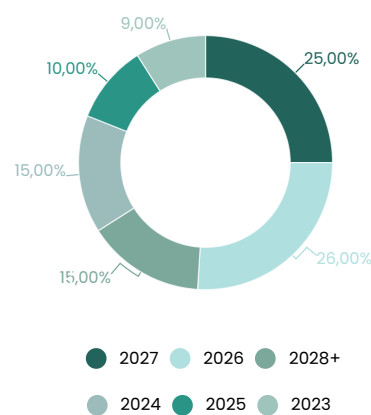
**A Companhia continuou sua expansão em 2018**, realizando aquisições significativas. Isso possibilitou, **em 2019**, o início da internacionalização com a compra do laboratório Maipú, na Argentina, e a expansão para o Uruguai no final do mesmo ano.

**Em 2020**, a Companhia realizou um novo re-IPO, voltando ao segmento Novo Mercado da B3 e fortalecendo seu capital para futuras grandes aquisições, **que se concretizaram em 2021 e 2022**.

### Receita líquida por segmento (R\$ milhões) - 9M23



### Cronograma de amortização (R\$ milhões)



Fonte: RI Dasa | Elaboração: Levante Research

## Destaques Financeiros

**Revelou um aumento de 10% na receita bruta consolidada, alcançando R\$ 4,1 bilhões, em comparação com o mesmo período do ano anterior.** Este crescimento foi impulsionado principalmente pelo avanço de 13% no BU1, que engloba hospitais e oncologia.

**No segmento de oncologia do BU1, houve um aumento expressivo de 36% em relação ao ano anterior, com uma receita bruta de R\$ 354 milhões.** Apesar da estabilidade no número de leitos ativos e totais, um acréscimo de 1,2 p.p. na taxa de ocupação e um mix de procedimentos mais complexos impulsionaram o crescimento da receita nesta área.

Já o segmento BU2, que inclui Coordenação de Cuidados e Diagnósticos, registrou um aumento de 7% na receita bruta. Esse crescimento ocorreu apesar da significativa queda nas receitas de diagnóstico de Covid-19. **A redução de 2% no ticket médio dos diagnósticos foi compensada por um aumento de 8% no volume de exames.**

**Os custos operacionais subiram 13%, totalizando R\$ 2,6 bilhões, e os custos com materiais aumentaram 17%. Esses fatores contribuíram para uma redução de 1,6 p.p. na margem bruta ajustada, que fechou o trimestre em 31,3%, refletindo um lucro bruto ajustado de R\$ 1,2 bilhão.**

No segmento BU1, os custos operacionais cresceram 18% devido à abertura de novas unidades e ao aumento dos custos médicos e de materiais. Como consequência, a margem bruta ajustada caiu 2,2 p.p., alcançando 26,8%. No segmento BU2, o aumento de 7% nos custos operacionais resultou em uma compressão de 0,6 p.p. na margem bruta, que terminou o trimestre em 36%.

**As despesas gerais ajustadas diminuíram 5%, totalizando R\$ 495 milhões, um reflexo das medidas de otimização de processos e da renegociação de contratos de serviços.**

O EBITDA ajustado da Companhia foi de R\$ 683 milhões, um crescimento de 13% em relação ao 3º trimestre de 2022. A margem EBITDA ajustada aumentou 0,5 p.p., atingindo 18,1%, impulsionada pela expansão nos volumes de serviços e pelo controle de despesas. Contudo, a Companhia registrou um prejuízo líquido de R\$ 183 milhões, representando um aumento de 105% no prejuízo líquido em comparação com o mesmo período do ano anterior.

R\$ milhões	2021	2022	3T22 LTM	3T23 LTM	Δ A/A
Receita Líquida	10.418,67	13.128,89	12.523,08	14.212,97	13,5%
Lucro Bruto	3.116,82	3.798,45	3.629,82	4.090,85	12,7%
Margem Bruta (%)	30%	29%	29%	29%	0 p.p.
EBITDA Aj.	1.018,28	2.128,12	1.899,90	2.253,70	18,6%
Margem EBITDA Aj. (%)	10%	16%	15%	16%	+ 1 p.p.
Lucro Líquido	(216,94)	(387,77)	(339,53)	(849,63)	150,2%

Fonte: RI DASA | Elaboração: Levante Research

**A dívida bruta da Companhia aumentou para R\$ 11,3 bilhões, um acréscimo de 2,0% em relação ao 2º trimestre de 2023.** Com uma redução de R\$ 452 milhões no caixa, a dívida líquida teve um aumento significativo de 8,0% no trimestre, alcançando R\$ 9,0 bilhões. Consequentemente, a razão dívida líquida/EBITDA subiu 0,13x em comparação com o período anterior. Esse crescimento foi impulsionado pelo aumento da dívida líquida, embora parcialmente mitigado pelo crescimento no EBITDA.

Historicamente, a Companhia tem operado com uma alavancagem acima de 3,5x, um nível próximo ao limite estabelecido pelo covenant financeiro de suas emissões. Isso representa um risco adicional para os credores. **Vale lembrar que, em uma ocasião anterior em que a Companhia ultrapassou o covenant de alavancagem por um trimestre, ela realizou um follow on, sem causar prejuízos significativos aos credores.**

**A Companhia frequentemente apresenta um índice de cobertura de juros abaixo de 1, indicando que a geração de resultados operacionais é insuficiente para cobrir o serviço da dívida. Isso contribui para a recorrência de prejuízos líquidos.**

A liquidez corrente da Companhia está em um nível considerado sustentável, sugerindo que há ativos suficientes para cobrir os compromissos de curto prazo, mesmo sem a necessidade de geração adicional de resultado operacional. No entanto, a combinação deste indicador com a alta alavancagem e a baixa cobertura de juros sugere que a situação pode mudar rapidamente, representando um risco adicional para os credores.

A dívida da Companhia tem um prazo médio de 3,8 anos, com um custo médio de CDI + 1,9%. Com a expectativa de um ciclo de redução dos juros, é provável que haja uma diminuição na pressão das despesas financeiras sobre os resultados da Companhia. **Entretanto, a continuidade dos prejuízos recorrentes pode anular o efeito positivo dessa redução, mantendo a Companhia em um estado de prejuízo.**

Índices	2021	2022	3T23
Dívida Líquida/EBITDA	3,1	3,9	3,8
Endividamento Geral	42,0%	51,7%	50,2%
Cobertura de Juros	0,4	0,6	0,7
Liquidez Corrente	1,0	1,3	1,3
Capital de Giro/Ativo	0,0	0,1	0,1

Fonte: RI DASA | Elaboração: Levante Research

## Destinação dos Recursos

Os recursos captados nesta emissão serão utilizados para pagamento de gastos, custos e despesas ainda não incorridos diretamente ligados ao pagamento de aluguéis, **já descontados os custos e despesas referentes à própria emissão.**

## Riscos

- **Risco de pagamento:** O setor no qual a Devedora atua frequentemente exige a apresentação de relatórios e documentos detalhados sobre os serviços prestados para validação dos instrumentos de cobrança. Esses requisitos, muitas vezes, variam substancialmente. Essa dinâmica pode dificultar o processamento e envio dos instrumentos de cobrança em tempo hábil para as fontes pagadoras. Caso ocorram atrasos ou recusas significativas por parte dessas fontes, os negócios e a saúde financeira da Devedora poderiam ser negativamente impactados.

- **Risco de concorrência:** A competitividade é uma característica marcante no setor de serviços de saúde. A capacidade da Devedora de manter e potencializar a lealdade às suas marcas é crucial. Há uma tendência recente de verticalização e consolidação no mercado, levando à formação de grandes conglomerados com poder de negociação ampliado. Eventuais novas consolidações podem intensificar as pressões sobre os preços, o que pode refletir negativamente nos resultados da Devedora.

- **Risco regulatório:** Mudanças nas legislações ou a introdução de novas regulamentações podem impor restrições à Devedora, especialmente em relação à determinação de margens associadas à utilização e comercialização de produtos farmacêuticos. Um exemplo é a regulamentação proposta pela Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos (CMED). Se a Devedora for compelida a ajustar suas margens, isso poderia afetar adversamente sua operação e saúde financeira.

## Descrição do CRA

---

**Os certificados de recebíveis do agronegócio da 124ª emissão estão distribuídos em até 2.137.500 títulos, no montante total de R\$ 2,1 bilhões, considerando o lote adicional.** Eles estão dispostos em 5 séries, sendo os títulos livremente alocados entre as séries em sistema de vasos comunicantes. Os CRAs são isentos de Imposto de Renda e IOF para Pessoa Física.

### Características das séries:

- **1ª série:** vencimento em 15 de janeiro de 2029 (5 anos), com juros semestrais, sem carência, indexadas à até DI + 1,63% ao ano. A amortização é feita em sua totalidade no vencimento.

- **2ª série:** vencimento em 15 de janeiro de 2029 (5 anos), com juros semestrais, sem carência, indexadas até a maior taxa entre (1) Pré jan 28 + 1,63% ao ano ou (2) 12,30% ao ano. A amortização é feita em sua totalidade no vencimento.

- **3ª série:** vencimento em 15 de janeiro de 2031 (7 anos), com juros semestrais, sem carência, indexadas até a maior taxa entre (1) NTN-B 30 + 1,78% ao ano ou (2) IPCA + 6,90% ao ano. A amortização será feita anualmente, a partir de 15 de janeiro de 2030.

- **4ª série:** vencimento em 15 de janeiro de 2031 (7 anos), com juros semestrais, sem carência, indexadas até a maior taxa entre (1) Pré jan 30 + 1,78% ao ano ou (2) 12,85% ao ano. A amortização é feita anualmente, a partir de 15 de janeiro de 2030.

• **5ª série:** vencimento em 15 de janeiro de 2034 (10 anos), com juros semestrais, sem carência, indexadas até a maior taxa entre (1) NTN-B 33 + 1,93% ao ano ou (2) IPCA + 7,25% ao ano. A amortização é feita anualmente, a partir de 15 de janeiro de 2032.

## Oportunidades de entrada

---

**Não identificamos oportunidades de entrada para as 5 séries.** Reconhecemos que a Companhia enfrenta uma série de desafios significativos. Dentre eles, destacam-se a alta alavancagem financeira, prejuízos recorrentes e uma rentabilidade limitada em um mercado extremamente competitivo. Esses fatores nos levam a crer que os riscos assumidos pelo credor não são adequadamente compensados pelas remunerações propostas. Além disso, percebe-se uma desfavorável assimetria risco-retorno, que tende a ser prejudicial para o credor.

Termos e Condições de Oferta	
Emissão / Série	124ª emissão / 1ª, 2ª, 3ª, 4ª e 5ª séries
Emissora	Vert Companhia Securitizadora S.A.
Devedora	Diagnósticos da América S.A.
Coordenadores	BTG Pactual, Itaú BBA, Bradesco BBI, XP Investimentos, UBS BB
Montante da Oferta	Até R\$ 2.137.500.000 considerando lote adicional
Valor Nominal Unitário	R\$ 1.000,00, na data de emissão
Rating Preliminar	AA(EXP)sf(bra), pela Fitch Ratings do Brasil Ltda..
Garantias	Sem garantias
Período de reserva	Até 25 de janeiro de 2024
Data estimada do Bookbuilding	26 de janeiro de 2024
Data estimada de Liquidação	31 de janeiro de 2024
Data de vencimento	1ª série: 15 de janeiro de 2029
	2ª série: 15 de janeiro de 2029
	3ª série: 15 de janeiro de 2031
	4ª série: 15 de janeiro de 2031
	5ª série: 15 de janeiro de 2034
Prazo	1ª série: 5 anos
	2ª série: 5 anos
	3ª série: 7 anos
	4ª série: 7 anos
	5ª série: 10 anos
Remuneração Teto	1ª série: DI + 1,63% a.a.
	2ª série: Pré jan 28 + 1,63% a.a. ou 12,30% a.a., dos dois o maior
	3ª série: NTN-B 30 + 1,78% a.a. ou IPCA + 6,90% a.a., dos dois o maior
	4ª série: Pré jan 30 + 1,78% a.a. ou 12,85% a.a., dos dois o maior
	5ª série: NTN-B 33 + 1,93% a.a. ou IPCA + 7,25% a.a., dos dois o maior
Pagamento da Remuneração	1ª série: Semestralmente, sem carência
	2ª série: Semestralmente, sem carência
	3ª série: Semestralmente, sem carência
	4ª série: Semestralmente, sem carência
	5ª série: Semestralmente, sem carência
Amortização	1ª série: No vencimento
	2ª série: No vencimento
	3ª série: Anualmente, a partir de 15 de janeiro de 2030
	4ª série: Anualmente, a partir de 15 de janeiro de 2030
	5ª série: Anualmente, a partir de 15 de janeiro de 2032
Covenants Financeiros	Não observância, por 2 trimestres consecutivos de:
	(i) Dívida Líquida Financeira / EBITDA Ajustado $\leq$ 4,0
	(ii) EBITDA Ajustado / Resultado Financeiro $\geq$ 1,5
Público Alvo	Investidor Qualificado
Tratamento Tributário	Isenção de IR e IOF para PF

## DISCLAIMER

A INSIDE RESEARCH LTDA. ("INSIDE"), empresa do Grupo Levante Investimentos ("LEVANTE"), declara que participou da elaboração do presente relatório de análise e é responsável por sua distribuição exclusivamente nos canais autorizados das empresas do Grupo Levante, tendo como objetivo somente informar os seus clientes com linguagem clara e objetiva, diferenciando dados factuais de interpretações, projeções, estimativas e opiniões, não constituindo oferta de compra ou de venda de nenhum título ou valor mobiliário. Além disso, os dados factuais foram acompanhados da indicação de suas fontes e as projeções e estimativas foram acompanhadas das premissas relevantes e metodologia adotadas.

Todas as informações utilizadas neste documento foram redigidas com base em informações públicas, de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, a INSIDE e os seus analistas não respondem pela veracidade das informações do conteúdo, mas sim as companhias de capital aberto que as divulgaram ao público em geral, especialmente perante a Comissão de Valores Mobiliários ("CVM").

As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Para maiores informações consulte a Resolução CVM nº 20/2021, e, também, o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários. Em cumprimento ao artigo 16, II, da referida Resolução CVM nº 20/2021.

**As decisões de investimentos e estratégias financeiras sempre devem ser realizadas pelo próprio cliente, de preferência, amparado por profissionais ou empresas habilitadas para essa finalidade, uma vez que a INSIDE não exerce esse tipo de atividade.**

Esse relatório é destinado exclusivamente ao cliente da INSIDE que o contratou. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98, além da cobrança de multa não compensatória de 20 (vinte) vezes o valor mensal do serviço pago pelo cliente.

Em conformidade com os artigos 20 e 21 da Resolução CVM nº 20/2021, o analista Eduardo Jamil Rahal (inscrito no CNPI sob o nº 2947) declara que (i) é o responsável principal pelo conteúdo do presente relatório de análise; (ii) as recomendações nele contidas refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e que foram elaboradas de forma independente, inclusive com relação à INSIDE. Na contracapa deste relatório você encontra uma relação de todas as empresas que fazem parte do Grupo Levante. Para dirimir quaisquer dúvidas, entre em contato através dos canais de atendimento nos sites oficiais.

**INSIDE**

RESEARCH

[www.insideresearch.com.br](http://www.insideresearch.com.br)

**LEVANTE**

[www.levanteideias.com.br](http://www.levanteideias.com.br)

**LVNT** | corp  
INSIDE

[www.lvntcorp.com.br](http://www.lvntcorp.com.br)

**LEVANTE** | Asset  
Management

[www.levanteasset.com.br](http://www.levanteasset.com.br)