

Anatomia da Rede

Para um investidor em ações, com foco em companhias abertas e horizonte de longo prazo, o setor de saúde sempre nos pareceu particularmente desafiador. Não apenas pelo histórico de baixa representatividade na Bolsa, mas por razões ainda mais fundamentais. O setor é hermético em diversas dimensões, com uma cadeia de valor fragmentada e coleciona características que o desviam dos fundamentos econômicos que geralmente balizam um ordenamento “saudável” dos negócios, impondo dificuldades extras para empresários, executivos e investidores.

A ideia desta Carta é narrarmos nosso investimento em Rede D’Or, ou a jornada de como partimos de um diagnóstico setorial desanimador até chegarmos à confiança que nutrimos hoje em uma das maiores posições de nosso portfólio.

Cerca de dois mil e quatrocentos anos já se passaram desde a primeira versão do *Juramento de Hipócrates* e o texto ainda integra o ritual de diplomação de inúmeras faculdades de medicina mundo afora. Trata-se de um roteiro ético que deverá nortear o(a) doutor(a) recém-formado(a) pelos labirintos daquele usualmente considerado como um dos mais belos e cobiçados dos ofícios. A tradição preservada desde então por si só revela a espessura do desafio da profissão, de onde se espera abnegação e altruísmo, se equilibrando entre o condão de promover saúde e prolongar vida, enquanto encontra-se encravada em riscos e conflitos potenciais.

Investidores que se aventuram neste segmento de atividade também deveriam cogitar algum “manual de princípios” que os guiassem pelas sendas sinuosas da saúde enquanto negócio. As armadilhas não são desprezíveis.

Oferta e demanda constituem os parâmetros básicos para análise da qualidade de qualquer negócio. Geralmente, a incerteza repousa em uma das lâminas da tesoura. Na manufatura de bens de consumo e no varejo, por exemplo, os atributos da oferta são bem definidos, o problema reside em domesticar as preferências dos consumidores. No outro extremo, no setor de energia, demanda é bem previsível e resiliente, a incerteza reside na oferta, entre reservatórios volúveis e fontes intermitentes.

Sob a ótica individual, a demanda pelos serviços de saúde se apresenta de forma descontínua e incerta.

Em tempos de normalidade, a procura por tratamentos e intervenções se manifesta apenas episodicamente. Quando acontece o sinistro, o pêndulo da necessidade corre para o outro extremo, e ela se torna essencial, altamente inelástica. A otimização da utilidade em saúde resulta em uma série de decisões sequenciais e não apenas em uma única grande resolução de maximização, como ocorre na maioria dos demais bens. As decisões sequenciais refletem o fato de que a demanda atual por cuidados médicos depende das escolhas prévias, do momento no ciclo de vida e das indefinições em relação às expectativas futuras. A incerteza da demanda transporta-se para o lado da oferta, dificultando a boa calibragem da capacidade produtiva, que pode pular rapidamente da ociosidade para o desatendimento, e vice-versa. O serviço de saúde é complexo, exige muito tempo de formação e conhecimento técnico, gestão especializada, equipamentos caros e com alta obsolescência, compliance com padrões regulatórios exigentes, tudo isso impõe estruturas de custo fixo e investimentos recorrentes elevados. Mesmo com todos esses cuidados, como a medicina não é ciência exata, o diagnóstico pode ser impreciso, e a eficácia do tratamento também não está assegurada.

Quando a incerteza se instala nos dois lados, os desafios para quem se propõe organizar a produção em bases mínimas de racionalidade econômica se tornam exponenciais. Parâmetros básicos que determinam um investimento de boa qualidade permanecem desancorados. As dificuldades vão desde a capacidade de controlar custos, de coordenar a cadeia de fornecedores, de atender satisfatoriamente as necessidades dos clientes, de precificar adequadamente o produto final, entre outras. O tão desejado equilíbrio de mercado torna-se um alvo de árduo enquadramento. Os sintomas se manifestam tipicamente na indústria da saúde onde é comum observarmos uma grande amplitude de preços praticados em procedimentos afins, índices baixos de satisfação dos consumidores e variações importantes nos resultados operacionais dos participantes.

Sob uma lógica estritamente econômica, em geral, saúde é tratada como um bem de consumo como qualquer outro, no sentido em que provê utilidade direta, por exemplo, sentir-se bem. Menos considerado é o fato de também consistir em um bem de capital, associado à integridade das capacidades físicas, psicológicas e cognitivas capazes de aumentar produtividade e renda do indivíduo, além de alongar seu ciclo de vida ativo. Como tal, saúde é estoque

que deprecia ao longo do tempo requerendo investimento em manutenção. Neste caso, há um elemento de demanda permanente, associado aos cuidados de saúde diagnóstica preventiva. Ou seja, enquanto bem/serviço de consumo, a demanda por tratamento é irregular, enquanto bem de capital a demanda por prevenção é estável. Evidências mostram ainda que os cuidados preventivos estão associados aos níveis de educação e riqueza do indivíduo. Saúde e patrimônio são uma via de mão dupla: oscilações na saúde são capazes de afetar patrimônio, e flutuações de patrimônio interferem nos gastos com saúde.

Para quem lida no dia a dia do setor, essas considerações mais conceituais parecem distantes, quase irrelevantes, mas não o são. De forma prática, os participantes “resolvem” tais questões de duas formas: (i) agregando a demanda: se em nível individual as escolhas são erráticas e difíceis de serem antecipadas, sob o aspecto populacional haverá sempre um espectro de pacientes necessitando cuidados específicos; (ii) contratando seguro, que é a forma de proteger a exposição a eventos mais agudos, onde a demanda se torna totalmente inelástica. Mas as raízes das incertezas permanecem lá submersas. E eventualmente emergem com vigor, como no caso da pandemia da covid, cujos efeitos colaterais da demanda reprimida e descontinuidade dos atendimentos trouxeram uma profunda desorganização ao setor com graves repercussões econômicas para os participantes.

Mesmo na contratação do serviço de seguro, o setor se distingue do padrão normal. O contrato de seguro é usualmente desenhado para cobrir o sinistro, mas a seguradora de saúde cobre também os exames de prevenção. Razoável, dentro de uma lógica de que o preventivo em tese pode evitar o sinistro propriamente dito, evento de maior custo para a seguradora. O corolário não intencional, no entanto, na linha do entendimento acima de que saúde é capital humano, estoque valioso a ser preservado, é que neste caso ele pode trazer consequências prejudiciais para o sistema ao estabelecer um teto no custo direto para o usuário e estimular o excesso de consumo (*moral hazard*), induzindo menor sensibilidade a preço.

Adicionalmente, as seguradoras enfrentam o problema de seleção adversa, já que os indivíduos mais propensos ao sinistro são os mais inclinados a procurar a cobertura, aumentando o custo agregado no sistema, puxando preços para cima. A assimetria de informação ocorre não apenas entre seguradora e consumidor, mas também entre pacientes e prestadores de serviços. Pacientes não possuem o conhecimento técnico necessário para avaliar seus tratamentos e discutir com os médicos, que atuam como “agentes”, muitas vezes com incentivos conflitados.

A dificuldade de precificação é notável. Diferente dos demais produtos e serviços, o valor da atividade médica é incerto até que essa seja executada, pertencendo àquela categoria de bem onde “o produto e a atividade

de produção são idênticas” (Arrow, 1963)¹, ou seja, não é passível de experimentação. Além disso, a efetividade do tratamento varia, tornando a qualidade do recebível mais duvidosa, o que muitas vezes se materializa em um elevado nível de judicialização das faturas. E ainda, há considerações éticas que geralmente condicionam decisões alocativas estritamente orientadas pelo cálculo financeiro, impondo constrangimentos à discriminação de preços.

O papel da confiança é fundamental na interação entre produtor e consumidor, onde o paciente geralmente nutre a expectativa de interagir futuramente com o mesmo profissional. Diferente da venda discricionária, a possibilidade do estabelecimento de uma recorrência na relação também traz elementos de maior complexidade para uma precificação adequada.

Se as anomalias na morfologia da demanda são minimizadas através daqueles expedientes que mencionamos acima, os conflitos inerentes ao setor são bem mais difíceis de serem endereçados e se transformam em preocupações permanentes para todos os participantes. Diante de tantas assimetrias e particularidades, como determinar os cuidados mais adequados para cada paciente? Qual a linha demarcatória da negligência e do excesso de tratamento? Quais os limites da prevenção? E das exigências de cobertura? Quando se inicia a intervenção? Investigar mais ou internar logo? Entre outras, são perguntas sem respostas precisas que permeiam o cotidiano de interações da indústria.

Saúde lida com a dimensão fundamental da integridade da vida humana, célula básica de qualquer organismo coletivo. Desde sempre, a discussão sobre a atividade da medicina adquire uma orientação social. Por conta desse lugar tão especial da saúde na sociedade, é muito comum o entendimento de que a oferta e a distribuição dos cuidados médicos são um bem comum, cujo acesso não pode ser regido apenas pela capacidade de pagar. Não por acaso, em nossa Constituição, os capítulos sobre saúde encontram-se nas disposições da “ordem social”. Sob este regimento, saúde é “um direito de todos e dever do Estado”, cabendo à iniciativa privada participar da “assistência” e do sistema único “de forma complementar”².

Tudo isso envolve o segmento em uma aura paraestatal, conectando-o umbilicalmente com o setor público e,

1 Como de costume, a fim de tornar o texto mais fluido, remetemos as referências bibliográficas completas para o nosso site, <https://www.dynamo.com.br/>

2 A partir desta diligência constitucional e do entendimento da saúde como um direito de cidadania e instrumento de redução de desigualdades e de inclusão social, surge no país o SUS (Sistema Único de Saúde), que veio a se transformar em um dos programas mais bem reconhecidos de prestação de serviço público de saúde gratuita e abrangente.

portanto, elegível para a tutela da regulação. Trata-se de um serviço essencial de elevada sensibilidade política, onde o público e privado coexistem, cooperam e ao mesmo tempo competem. A baixa qualidade da oferta de um, sobrecarrega o outro. A boa qualidade de um, desloca o outro. O governo é ofertante e ao mesmo tempo atua como fonte pagadora e o escrutínio sobre os participantes privados é permanente. Em toda a parte, saúde responde por parte importante do orçamento público, ocupando fatia relevante do produto interno dos países. A inflação de saúde é um fenômeno global, assim como as evidências de ineficiências e desperdícios na cadeia, merecendo monitoramento permanente das instâncias públicas de controle.

Esta natural “orientação coletivista” (Parsons, 1954) envolveu desde sempre a prática médica em desconfianças em relação ao “motivo-lucro” e ao tratamento “comercialista” da atividade enquanto mais um “negócio”. Reflexo deste entendimento arraigado aparece novamente em nossa Carta-Magna, que prevê a participação complementar da iniciativa privada, “tendo preferência as entidades filantrópicas e as sem fins lucrativos”. Não por acaso, essas organizações sempre tiveram participação relevante no setor em todo lugar, acenando, a modo de um apelo para os pacientes, um destino desprovido de conflitos e de motivações pecuniárias³.

Adicionalmente, a cadeia de valor do setor de saúde se apresenta bastante fragmentada, com diversas categorias de participantes: pacientes, médicos, fabricantes, distribuidores, farmácias, prestadores de serviço, hospitais, operadoras de planos de saúde, governo. As relações não são simplesmente lineares ou sequenciais, mas circulares e interativas. Os fluxos críticos são intrincados e se propagam em direções opostas: o ciclo financeiro parte das fontes pagadoras (governo, empresas e indivíduos) até os produtores de serviços e fabricantes, já o sentido da inovação é inverso, flui do produtor para os demais elos da cadeia. Quando cada agente maximiza de forma descoordenada seu próprio interesse, o resultado agregado é ineficiência e desperdício.

A combinação desses elementos confere uma perspectiva inóspita para o investidor no segmento de saúde. Uma realidade de oferta difícil e especializada, cuja eficácia do produto final não é garantida, e que tenta se organizar para atender uma demanda que se movimenta o tempo todo. Uma atividade essencial de teor social, um bem comum que complementa a atividade pública e desperta escrutínio regulatório permanente. Uma cadeia de valor fracionada, de

difícil coordenação, com interesses dispersos e conflitantes, resultando em ineficiência agregada, elevado custo de servir e ao mesmo tempo índices baixos de satisfação do cliente.

Ainda assim, por longos anos, acompanhamos com afinco o setor em busca de oportunidades. Trata-se de uma indústria muito grande para não merecer cuidadosa atenção. Complexa e fragmentada, admite inúmeras formas de participação. Nós vimos investigando cada uma destas possibilidades. Ao longo do tempo, acumulamos conhecimento e formamos entendimentos. Fizemos algumas incursões pequenas e mais nichadas, mas nenhuma até então nos pareceu robusta o suficiente para enfrentar essas dificuldades e recrutar um nível mínimo de consenso em nossas discussões internas, sendo capaz de se qualificar para se transformar em um investimento importante da Dynamo.

O embrião da jornada empresarial da Rede D’Or remonta ao ano de 1977 quando o casal de médicos Jorge e Alice Moll decidiu instalar no bairro de Botafogo na zona sul do Rio de Janeiro a primeira unidade da Cardiolab, um centro multidagnóstico de exames pioneiros, utilizando equipamentos modernos trazidos do exterior, operados por um corpo médico especializado. Aqui já se revelam elementos da visão de negócios do fundador que imprimem uma assinatura particular em suas investidas no setor: a busca de excelência de atendimento, atração de profissionais qualificados, tecnologia médica de ponta e conveniência para os pacientes.

A ideia de reunir “todos os exames em um só local” também já antevia o entendimento de que a oferta de serviços de saúde agrupados pode se beneficiar de ganhos de escala, além de proporcionar vantagens aos pacientes. O conceito prosperou e novas unidades foram abertas nos anos seguintes consolidando o sucesso do Grupo Labs.

A atividade empresarial genuína geralmente apresenta dois ingredientes básicos: (i) uma insatisfação persistente, manifesta no desejo de sempre melhorar; (ii) o estado de “alerta” necessário para identificar fins potencialmente interessantes, mas não percebidos, além de conectar recursos disponíveis, mas geralmente dispersos. Aqui não foi diferente. Nos anos 90, as clínicas de diagnóstico iam bem, mas o dr. Jorge percebeu que a boa performance poderia logo ser arbitrada com a entrada de novos competidores, já que o negócio não oferecia barreiras elevadas. Ao mesmo tempo, atraído pela alta qualidade dos serviços no hospital paulista Albert Einstein, percebeu que o Rio de Janeiro carecia de um destino comparável. Decidiu então se dedicar ao negócio de hospitais, em tese mais protegido de uma competição desenfreada, mas que supunha um nível de inteligência operacional e envergadura financeira bastante superiores. A oportunidade surgiu em 1998 com a possibilidade da

3 Além desta sinalização de desprendimento de interesses puramente “financistas”, essas entidades acabam representando um desenho mais atrativo e conveniente para os médicos, que contam com mais liberdade de prescrição, ou, como se diz no jargão do setor, onde o “controle da caneta” teoricamente seria mais frouxo.

compra do imóvel onde funcionava o hotel Copa D'Or. Convertido em hospital, o nome acabou sendo preservado na marca do Grupo⁴.

O instinto empresarial falou mais alto do que a combinação de desafios e incertezas. Convicto da oportunidade, o fundador foi para o *all in* com o patrimônio da família, buscou sócios, tomou dívidas e conseguiu inaugurar não apenas um, mas três hospitais (Barra, Copa e Quinta D'Or) em um intervalo de apenas três anos (1998/2001), disposição que reflete um determinado perfil de apetite a risco, cujo limiar por vezes se confunde com um ímpeto excessivo na condução dos negócios. O começo foi bem difícil. Como a marca ainda não havia se consolidado, o novo entrante tornou-se refém do poder negocial desproporcional das fontes pagadoras. Um período em que premissas e propósitos foram postos à prova. Logo, os pacientes passariam a reconhecer o valor diferenciado do serviço e os médicos perceberiam as vantagens de se conectarem a um provedor associado à excelência. Em ritmos diferentes, os três hospitais pioneiros começaram a apresentar bons resultados, validando o modelo de gestão e trazendo confiança para uma longa jornada de aquisições e expansão geográfica a partir de 2006. Ainda neste ano, o grupo decidiu se submeter de forma voluntária aos processos de creditações internacionais que conferiram ao Copa D'Or a reconhecida certificação da Joint Commission International (JCI) poucos anos após sua inauguração. Em 2010, ocorreu o movimento fundamental da compra das três unidades do Hospital São Luiz, custeado em parte pelos recursos da venda pela família no mesmo ano do negócio original de diagnósticos, avaliado em R\$ 1 bilhão.

Nossas primeiras planilhas com informações financeiras da Rede D'Or datam de 2007, tendo nosso investimento na companhia se materializado “apenas” em 2020, no momento do IPO, que trataremos mais à frente. Uns poderiam atribuir a demora como hesitação, classificando-a como um erro do tipo 1, ou seja, olhando no retrovisor, deixamos escapar uma oportunidade de investir em um *valuation* bem mais atrativo. Nossa visão é que o longo período de maturação do processo de análise reflete o cuidado que as dificuldades do negócio e o pioneirismo do projeto empresarial exigiam.

4 *Coincidência ou não, um dos atributos da Rede D'Or é a busca por oferecer medicina de excelência com serviços de alto padrão, a modo de hotelaria. No texto considerado como pioneiro em economia da saúde, Kenneth J. Arrow (1963), Nobel de economia em 1972, já afirmava com perspicácia: “O hospital per se oferece serviços não muito diferentes daqueles de um hotel”. O sucesso do modelo de negócio da Rede D'Or se provou tão robusto que, neste caso, invertendo os papéis, talvez até o economista morto reconheceria o mérito deste “homem prático”. Estamos nos referindo ludicamente à famosa frase de J. M. Keynes (1936): “Homens práticos, que creem estar livres de qualquer influência intelectual, são em geral escravos de algum economista defunto”.*

A nosso ver, evidência da magnitude do desafio dos Moll se manifesta no fato de a família vendedora do Hospital São Luiz, *insider* na indústria, ter declinado da possibilidade de permutar os ativos por um percentual substancial no grupo D'Or.

Com a aquisição do grupo São Luiz, a fim de equalizar a estrutura de capital e continuar a jornada de crescimento, tornou-se necessário captar recursos externos. Ainda naquele mesmo ano da aquisição, o BTG investiu R\$ 600 milhões na companhia através de uma debenture conversível avaliando o *equity pre-money* em R\$ 2 bilhões – um *valuation* de aproximadamente 40x o lucro do ano. Esta foi a primeira diluição relevante, e uma das poucas, que a família viria a experimentar. Nos impressiona que os controladores conseguiram atravessar o rubicão do crescimento acelerado mantendo uma expressiva participação, atualmente de 47,5% do capital. A capacidade de resistir à diluição ao longo da jornada nos parece um indicador confiável de alinhamento de propósitos e de vitalidade empresarial nos grupos familiares, ainda mais sabendo que estamos diante de uma das maiores companhias em valor de mercado na Bovespa e de um negócio intensivo no uso de capital.

A trajetória da companhia até então foi nutrida pela visão empreendedora de um médico/gestor que com profundo conhecimento empírico do funcionamento do negócio-saúde buscou nesta fase dedicar-se também à execução. A estratégia de Jorge Moll era simples e objetiva: adquirir ou construir os melhores hospitais nas principais cidades brasileiras formando uma plataforma desejada pelos médicos e pacientes, sendo, ao mesmo tempo, indispensável às fontes pagadoras.

O racional da tese sutura um coletivo de atributos que orbitam em torno da centralidade hospitalar da seguinte forma: ao consolidar a base de ativos e a qualidade da oferta local dos serviços, a percepção de boa reputação elevaria a marca do grupo ao status de objeto de desejo do cliente final da fonte pagadora, pessoa física ou jurídica (empregador), melhorando a condição negocial das unidades da D'Or. Ao mesmo tempo, a escala permite oferecer à comunidade médica equipes de suporte e equipamentos com tecnologia de ponta, facilitando parcerias e atraindo para o entorno dos hospitais da Rede consultórios dos médicos parceiros, ampliando assim o portfólio de serviços e comodidades oferecidos aos pacientes. Como consequência, as taxas de utilização tendem a se comportar de forma crescente, da mesma forma que a rentabilidade dos procedimentos médicos, aumentando a disparidade competitiva sobre os concorrentes. O “excesso” de caixa viabiliza novos investimentos em tecnologia, aquisições e expansões, o que por sua vez produz ganhos de escala adicionais, confirmando assim a mecânica virtuosa do modelo de negócios da companhia, que se autoalimenta, combinando dominância local com escala nacional. Neste arranjo, o hospital tradicionalmente visto como um elo horizontal a mais na cadeia fragmentada

de valor do setor, passa a ocupar o núcleo de uma plataforma multidimensional, atuando como centro de atração e motor de um ecossistema autossustentável.

Alimentada por grande ambição, a estratégia foi seguida à risca. Em 2012, a companhia reunia uma coleção de ativos-referência somando cerca de 3.500 leitos nos principais mercados brasileiros. O empreendedor/empresário/dr. Jorge Moll, enquanto negociava aquisições, desenvolvia projetos de novos hospitais e traçava estratégias de crescimento. Em certo momento, reconheceu com perspicácia que as suas qualidades eram mais bem aproveitadas no âmbito estratégico da companhia e que, à época, havia no grupo ainda pouca sofisticação de gestão. Era necessário transformar um conjunto de ativos em uma companhia e daí gerar sinergias de escala e escopo para o grupo. Foi quando Heráclito Gomes, um executivo experiente e respeitado do setor, com longa passagem na presidência da Bradesco Saúde, o maior *player* segurador do país, se tornou CEO da Rede D'Or. O novo CEO trouxe ao grupo medidas estruturantes de grande importância que permitiram a unificação das operações em uma linguagem única, traduzindo a cultura do fundador em métricas gerenciais. Adicionalmente, proporcionou à companhia ganhos de eficiência com a implementação da estrutura matricial de gestão e do Centro de Serviços Compartilhados.

A Rede D'Or possui uma das culturas empresariais mais coesas que já tivemos a oportunidade de observar. Em nosso esforço de análise, valorizamos a disciplina de incessantemente visitar operações e entrevistar ex-funcionários das bases da estrutura organizacional. Cultura empresarial é um aspecto de avaliação subjetiva de grande importância. Não são raros os casos de empresas que ao atingir determinado porte veem suas culturas se esvaírem junto com o dinamismo dos anos iniciais. No caso da Rede D'Or, a cultura pensada no desenho estratégico se tangibiliza no tripé de metas corporativas (Qualidade Técnica, Qualidade Percebida e Retornos Financeiros) e se faz presente embebida no trabalho diário, sendo observada no comportamento dos colaboradores na operação. É visível que as diretrizes estratégicas não se perdem entre as decisões da alta administração e a ponta, assim como a crença de que praticar a melhor medicina não rivaliza, ao contrário, reforça a jornada de sustentabilidade.

É claro que não se consegue aferir com precisão cirúrgica se e quando, em determinado tratamento ocorreu algum desvio de finalidade, ou seja, a busca por eficiência/produzividade prevaleceu sobre o melhor interesse do paciente, trazendo ônus desnecessário para o sistema. Acontece que uma inversão persistente na hierarquia destes valores poderia colocar em risco a reputação da companhia. É bem conhecido o adágio coloquial de que reputação sobe de escada e desce de elevador, ou seja, se constrói lentamente e pode-se perdê-la rapidamente. No ambiente corporativo, a velocidade da queda costuma ser proporcional à relevância do produto/serviço no orçamento e, principalmente, na vida

dos clientes. Sendo assim, no caso da saúde, a sensibilidade é máxima. Portanto, o risco reputacional espreita sem tréguas, já que, como vimos repetindo, o conflito potencial permeia a saúde como negócio.

Na Carta Dynamo 90, quando tratamos da resiliência das companhias, trouxemos um paralelo da disciplina da psicologia lembrando que a resiliência individual depende de alguns “fatores de proteção”, ingredientes que ajudam na estabilidade do caráter, como relações de afeto, amparo e confiança da família ou da comunidade etc. No ambiente corporativo, o principal “fator de proteção” são os elementos da cultura da empresa: estruturas, códigos, processos, estratégias, objetivos, crenças, valores, que entrelaçados dão vida à sociedade. Neste caso, a cultura da D'Or tende a ser um importante sistema interno de defesa imunológica contra os eventuais ímpetos ou deslizos que poderiam macular a reputação da companhia.

A boa gestão requer um painel de controle confiável, onde indicadores de desempenho possam ser acompanhados em tempo real, a fim de prover *feedbacks* válidos para o time de executivos calibrar a operação do dia a dia. Quanto mais aferidos os instrumentos, melhor a qualidade da navegação. Os três alicerces fundamentais de gestão na D'Or, sustentabilidade econômica, qualidade percebida e qualidade técnica ganham maior granularidade quando chegam à operação para serem acompanhados incessantemente e municiarem planos de ação pelos diretores de hospitais e demais executivos. Lá estão taxas de ocupação, tempo médio de atendimento, consumo de estoque de materiais e medicamentos, fluxos dos pacientes e scores de satisfação (NPS), percentuais de internação, histórico de atendimentos, descrições de tratamentos, frequências de reinternação, entre outras, sem falar nas métricas financeiras propriamente ditas, de custos, despesas e resultados operacionais. Somente no pilar de qualidade técnica, mais de 50 indicadores são monitorados e, de acordo com a última estatística disponibilizada, em dezembro de 2024, quase a totalidade das unidades da companhia possuíam ao menos uma acreditação, sendo que 45 deste total obtiveram o selo emitido por entidades internacionais e 26 pela Organização Nacional de Acreditação (ONA). O sistema também subsidia as decisões de alocação de capital, pois oferece objetividade na comparação dos parâmetros de avaliação das unidades próprias ou a serem adquiridas, e ainda confere à companhia uma capacidade diferenciada no processo de integração de aquisições. Aportando agilidade e eficiência ao processo, sinergias relevantes de compra de materiais, fornecedores de serviços e custos corporativos são geralmente capturadas em poucos meses.

Escolher Heráclito como CEO mostrou-se uma decisão extremamente acertada: um executivo experiente, que combina capacidade de gestão e visão estratégica, trazendo importante complementariedade à família. Adicionalmente, ao incorporar um líder proveniente da maior seguradora do

país, proporcionou ao grupo internalizar conhecimentos setoriais que a D'Or carecia, discernimentos que se provariam bastante valiosos ainda outra vez, cerca de 10 anos à frente. Os anos seguintes foram de vigoroso crescimento e o grupo consolidou a sua fase de profissionalização atingindo 7.600 leitos hospitalares em 45 ativos no ano de 2019, quando seria a hora do filho mais novo do dr. Jorge e da dra. Alice ascender como principal executivo do grupo.

Paulo Moll trabalha na companhia desde a época em que o sonho de seu pai consistia em três obras ainda em andamento (incluindo a de conversão de um certo hotel em Copacabana) e muito risco em jogo. Paulo graduou-se em economia e oportunamente como tema de sua monografia escreveu sobre “*valuation de hospitais*”. Após formado, passou por diversas áreas na companhia tornando-se diretor executivo e CEO. Conseguimos perceber claramente dos demais executivos que Paulo Moll tem a admiração e respeito conquistados pelas suas entregas e dedicação à Rede D'Or nestes vinte anos de casa. Com a gestão do dia a dia finalmente nas mãos do sucessor, Jorge e Heráclito em conjunto com Paulo passaram a formar o triunvirato responsável pela tomada de decisões estratégicas, especialmente em questões de alocação de capital, já que “essa parte não se delega nunca”⁵.

Por capricho dos acontecimentos, o IPO acabou ocorrendo em 2020, seguramente um dos anos mais desafiadores já vivenciados pelo segmento hospitalar. Não é frequente no mercado brasileiro lermos prospectos e vermos ofertas de ações de empresas com resultados próximos ao prejuízo. Normalmente no momento das suas ofertas os números são habilmente planejados para se mostrarem saudáveis. Neste caso específico, nos surpreendeu a baixa rentabilidade estampada nas demonstrações financeiras. Afinal tratava-se de uma empresa de longa trajetória com retornos elevados e compostos por quase duas décadas. Notamos nos prospectos que a companhia havia sido capaz de transformar cerca de R\$ 100 milhões de base de capital em pouco mais de R\$ 15 bilhões entre 2007 e 2019 utilizando somente R\$ 3 bilhões captados em capital primário. Pelos nossos cálculos aproximados, um histórico de retorno para o acionista superior à 30% ao ano. Experimentando alta vacância nos primeiros meses da pandemia, o *business* sofreu relevante revés. Nos parecia uma questão conjuntural diante dos predicados da companhia e seu histórico de entregas consistentes. Não nos restringimos à análise dos números de curto prazo, enxergamos os méritos do projeto empresarial e desta vez fizemos um investimento de cerca de 2% do patrimônio do fundo. Participação ainda tímida em virtude das incertezas do momento setorial, das assimetrias

típicas em processos de ofertas públicas e da nossa sensibilidade ao *valuation*.

Como mencionado na introdução desta carta, o setor de saúde é repleto de conflitos de interesse, assimetrias de informação e subjetividades. Não por acaso, a medicina frequentemente é descrita como a ciência da incerteza. Até que ponto são justificáveis análises de custo-benefício quando se trata de saúde? Quanto custa e quanto vale um ano de sobrevida? Qual é a melhor medicina? Quem deveria ter acesso a ela? A que preço? Como lidar com as idiosincrasias de uma instituição com fins lucrativos no setor de saúde? Naturalmente, essas questões frequentam o cotidiano das nossas discussões de investimento no setor e são objeto central do nosso trabalho permanente de investigação e análise.

Temas como estes são discutidos globalmente sem que se chegue a respostas que simplifiquem os sistemas nacionais de saúde e que maximizem bem-estar, promovendo inovação e simultaneamente sendo eficientes em custo. Nas nossas diligências, podemos notar a perseguição incessante da qualidade de tratamento comprovada pelo padrão técnico medido e auditado dos hospitais da D'Or. Diretrizes técnicas em forma de protocolos médicos baseados em evidências científicas de reconhecimento global são difundidas na companhia buscando padronizar a qualidade em todo o portfólio de ativos. Modelos de pagamento que desincentivem o desperdício, hoje, representam mais da metade da receita dos hospitais da Rede e seguem ganhando representatividade. A companhia, a nosso ver, possui um modelo de negócios que se aperfeiçoou ao longo dos anos, e que atualmente conjuga eficiência em custos gerada por escala e capacidade de gestão com a perseguição da medicina de excelência. Vemos sinais cada vez mais claros de uma mentalidade corporativa em que os benefícios econômicos do grupo serão cada vez mais compartilhados com seus *stakeholders*: pacientes, médicos, comunidade científica, fontes pagadoras e acionistas. Este percurso é essencial para a qualificação do nosso investimento no longo prazo.

Nesta linha, no IPO foram captados recursos a serem alocados em mais uma fase de crescimento a ser executada nos anos seguintes através de aquisições, de construções de novos hospitais e principalmente via expansões dos ativos existentes. O contexto do mercado de capitais à época era de euforia e na esteira do seu IPO diversos outros grupos do mesmo setor se propuseram a acessar o mercado para implementar estratégias semelhantes à da D'Or. Vimos com ceticismo tais iniciativas, pois entendemos que o negócio hospitalar é difícil em sua execução diária e por isto requer grande conhecimento acumulado nas relações hospital-médicos e hospital-seguradoras. Relações estas que se dão em nível local. Qualquer desequilíbrio em um destes nós pode fazer com que ativos de bom posicionamento se deteriorem rapidamente. Não achamos o *business* hospitalar *latu-sensu* um bom negócio. Para que se torne um negócio promissor é

5 Conforme citado pelo Paulo em nossa Carta Dynamo 119 - A Voz e a Voz dos CEOs I.

necessário que o ativo (e, no caso da Rede, grupo de ativos) seja destacado por sua excelência, a ponto de promover uma relação negocial equilibrada com as fontes pagadoras. Tanto nos demais grupos de saúde que realizaram seus IPOs, quanto nos tantos outros grupos postulantes, não houve, a nosso ver, história tão bem-sucedida. Atribuímos o insucesso às dificuldades intrínsecas ao negócio, à baixa maturidade de algumas empresas, mas também aos efeitos perversos e duradouros da pandemia.

A pandemia impôs desafios importantes não somente à saúde pública, mas também ao segmento privado. A volatilidade na ocupação nunca experimentada no sistema hospitalar foi o primeiro sintoma do Covid no setor. Em um primeiro momento com os hospitais vazios, o resultado financeiro das seguradoras ficou no azul, o que acabou por fomentar agressividade comercial na venda de novos planos e, conseqüentemente, erros na precificação de produtos. O aumento dos custos assistenciais ficou evidente a partir do segundo ano da pandemia sendo muito impactante na rentabilidade das seguradoras, uma vez que haviam praticado preços incompatíveis no ano anterior. Com hospitais cheios, despesas com exames acima do histórico, inflação de custos generalizada e medidas regulatórias populistas, as seguradoras amargaram resultados operacionais deficitários e se viram impelidas a dividir parte da conta com os prestadores através de postergações de pagamentos, glosas, renegociação de tabelas e descredenciamentos. A "ressaca" da pandemia foi um período árduo para todos os *players* da indústria levando a um cenário de subinvestimentos, balanços endividados, fechamento de capacidade e rearranjos societários.

Estamos agora em fevereiro de 2022, e a Companhia anuncia os termos da incorporação da SulAmérica, seguradora com participação relevante no setor de saúde, segunda principal fonte pagadora dos hospitais da Rede. O movimento não havia sido telegrafado pela Companhia, o que preocupou o mercado. De fato, a aquisição traz para dentro da empresa um conflito latente. A ideia de expandir a rede hospitalar, além de capturar ganhos de escala e alavancagem operacional, visava precisamente aumentar o poder de barganha junto às fontes pagadoras, no limite, até inverter a mão de uma relação historicamente favorável às seguradoras, mais concentradas do que os hospitais. A partir de agora, ocupando as duas bandejas da balança, em qual braço seria alocado maior peso? Uma boa negociação para um lado, significa margem mais apertada para o outro, e vice-versa. O mercado viu dificuldades e conflitos, colocando a companhia em uma posição ambígua e delicada. Privilegiar a SulAmérica como fonte pagadora da Rede ensejaria desconfiança dos demais operadores privados de plano de saúde, especialmente entre aqueles

mais estabelecidos e com bom lastro financeiro, cujo relacionamento interessa aos hospitais. Na outra ponta, se a SulAmérica oferecesse condições diferenciadas aos hospitais da Rede poderia perder competitividade. Sob este raciocínio, o modelo puro da aposta virtuosa dos hospitais perdeu força. A aquisição seria um desvio de rota de um crescimento prometido e promissor, consumindo recursos financeiros e principalmente de gestão, maculando o compromisso estratégico assumido e inaugurando uma situação em que o resultado final seria na melhor hipótese um jogo de soma zero, senão liquidamente negativo. Quando o mercado formou esses entendimentos, a ação sofreu uma correção adicional.

Apesar de pouco óbvia, nossa leitura foi diferente. Após intensas diligência externa e discussão interna, passamos a enxergar a transação de uma maneira bem mais benigna. Foi neste momento, aproveitando a assimetria de percepções e a oportunidade do mercado, que começamos a aumentar de forma mais expressiva nossa exposição ao grupo, num primeiro momento via SulAmérica, em seguida, após o desfecho da aquisição, via ações da Rede D'Or, até levá-la a ocupar uma posição de destaque em nossa carteira.

Entendemos que uma visão integrada dos negócios poderia oferecer oportunidades de captura de sinergias importantes. A garantia de uma fonte pagadora de primeira linha favorece substancialmente o *economics* da expansão dos hospitais, mitigando a volatilidade de ciclo de caixa, risco frequente entre os competidores, já experimentado pela própria companhia no passado. Se a gestão fosse bem conduzida, haveria espaço para os dois negócios auferirem

Dynamo Cougar x Ibovespa *Rentabilidade em R\$ até abril de 2025*

Período	Dynamo Cougar	Ibovespa*
120 meses	186,6%	140,2%
60 meses	47,0%	67,8%
36 meses	17,7%	25,2%
24 meses	33,7%	29,3%
12 meses	5,1%	7,3%
No ano (2025)	14,8%	12,2%
No mês (Abril)	12,2%	3,7%

(*) Ibovespa Fechamento. O índice é apresentado para mera referência econômica e não constitui meta ou parâmetro de performance do Fundo.

benefícios. Coincidência ou não, a SulAmérica detinha cerca de 20% de participação pagadora na Rede e essa por sua vez representava também por volta de 20% dos custos da seguradora, proporção que ajudaria na narrativa de equilíbrio de incentivos. Se a companhia executasse o ajuste fino desta delicada gestão da sua posição híbrida com competência, ficaria com o melhor dos dois mundos: poderia otimizar os recursos dos hospitais e ao mesmo tempo alavancar a proposta de valor da fonte pagadora, sem gerar susceptibilidades ou retaliações entre os competidores e contrapartes.

A aquisição traz o benefício fundamental de aproximar ainda mais a D'Or dos médicos e pacientes finais, conferindo à companhia acesso a uma inteligência de mercado que pode alavancar seu posicionamento competitivo. De forma estratégica, transfere para dentro do ecossistema da companhia uma parte importante da cadeia de valor da indústria, aumentando as possibilidades de ações mais coordenadas, diminuindo os incentivos dispersos que produzem ineficiência e desperdícios, diluindo os efeitos de eventuais ações regulatórias endereçadas, ou seja, reduzindo ainda mais alguns riscos daquela prateleira de dificuldades que mencionamos no início deste texto.

Transcorridos dois anos da integração dos balanços já temos alguns sinais de que a nossa análise positiva do movimento societário parece acertada. Algumas das evidências estão nas entregas da companhia que foi capaz de preservar a rentabilidade dos hospitais ao mesmo tempo que a sinistralidade do braço segurador apresentou rápida melhoria convergindo para os níveis pré-pandêmicos antes dos seus competidores. Adicionalmente, a SulAmérica vem sendo beneficiada por fatores menos tangíveis como um menor custo de transação na elaboração de novos produtos e modelos de pagamento mais sofisticados. Com isso, a seguradora vem crescendo a sua base de clientes a taxas acima do mercado. De maneira suplementar, os benefícios de uma estrutura de capital *hedgeada* vêm permitindo à companhia executar expressivas recompras de ações e manter pagamentos de dividendos acima do previsto em estatuto, ao mesmo tempo em que executa os investimentos de seu plano de expansão.

Na nossa concepção, transpostos os riscos de execução, a maior ameaça da aquisição vinha do conflito que inevitavelmente surgiria junto à Bradesco Saúde, maior fonte pagadora dos hospitais da Rede, uma vez que a SulAmérica é seu principal competidor. O que pudemos notar foi a evolução de uma relação de mera interdependência comercial para a troca de aprendizados entre os grupos cristalizada na improvável formação de uma *joint-venture* para a construção de novos hospitais – um passo hábil das lideranças de Bradesco e D'Or para explorar mercados que sem atuação conjunta não se viabilizariam. Acreditamos que o potencial desta iniciativa seja relevante por si só, mas não descartamos a possibilidade de passos mais ousados entre as companhias.

Do ponto de vista do sistema como um todo, sob o prisma de um olhar social, a verticalização bem conduzida tem potencial de oferecer uma solução superior à sua alternativa de um sistema com informações fragmentadas, assimetrias e conflitos. Ao internalizar a queda-de-braço entre os participantes da cadeia, cujo resultado final no mundo inteiro tem sido retrabalho, desperdício, custos elevados, falta de transparência e insatisfação dos pacientes, uma visão integrada poderia facilitar a tão desejada migração do “pagamento pelo serviço” (*fee-for-service*) para o cuidado baseado em valor (*value-based care*). Toda boa proposta de reforma do setor de saúde entende que o paciente merece ser reconduzido ao seu lugar de proeminência, empoderado e proprietário de seus dados. Em tese, uma verticalização bem conduzida, ao cancelar os atritos e conflitos de interesses internos da cadeia, poderia devolver a saúde do paciente para o lugar central do exercício da medicina. Não acreditamos em uma Rede D'Or verticalizada em seu modelo de negócios como um fim, mas na medida em que os hospitais da Rede ganham representatividade nos custos da SulAmérica e dos seus parceiros comerciais, naturalmente o compartilhamento de informações com tecnologia aplicada deveria habilitar ajustes no desenho sistêmico atual, na direção de transformar o modelo de incentivos de prestadores e fontes pagadoras visando maximizar prevenção e longevidade da base de clientes. Os benefícios econômicos são evidentes e se dariam com a menor rotatividade das carteiras de beneficiários, maior produtividade dos ativos existentes, menor desperdício e expansão do mercado endereçável, gerando também externalidades como maior assertividade e qualidade de tratamento, além dos incentivos para uma maior atuação em saúde preventiva e fidelização do cliente.

Talvez em nenhuma outra disciplina a pesquisa esteja tão umbilicalmente conectada com a prática quanto na medicina. Como amplamente conhecido e documentado, a pesquisa médica, junto às inovações e expansão do conhecimento dela decorrentes, constitui um alicerce crítico para melhorar os resultados dos pacientes e elevar os padrões de saúde da população. Sendo assim, não podemos encerrar esta Carta sem exaltarmos a iniciativa sem fins lucrativos da companhia voltada à pesquisa, educação e inovação em saúde, da qual é a principal mantenedora. Contando com um orçamento da ordem de R\$100 milhões por ano, o IDOR possui infraestrutura com laboratórios de ponta e acumula um portfólio respeitável de credenciais⁶. Além do fomento

6 Alguns números selecionados: 2,3 mil estudos publicados em periódicos científicos internacionais, + 69 mil citações, + 100 PhDs, 150 estudos de pesquisa clínica finalizados, 224 em andamento, 5,4 mil alunos, 230 estudantes de medicina estagiando em hospitais, 250 médicos residentes em formação por ano, 1,8 mil parceiros mapeados, colaboração científica com 87 países, entre tantos outros.

à inovação em saúde, o conceito de fazer do Instituto um centro de referência em pesquisa e excelência na formação de profissionais conecta a companhia com o eixo de fronteira de conhecimento, qualificando-a como polo atrator de talentos médicos interessados em usufruir e participar desta plataforma de pesquisa e práticas médicas.

Naturalmente, como bem sabem nossos leitores, temos por método e expediente psicológico pensar o tempo todo nos riscos de cada investimento. Aqui, não pode ser diferente. Sendo assim, entre os principais listamos:

- (i) Risco de retornos decrescentes na expansão da rede hospitalar. Embora, a companhia tenha acumulado grande expertise em execução e disciplina de capital na alocação dos recursos marginais, ao se propor incrementar a capacidade operacional em mais de 50% sobre uma base de ativos já expressiva, incertezas em relação à dinâmica do mercado podem comprometer uma adequada remuneração do capital;
- (ii) Competição. No negócio de seguros, embora a verticalização confira à D'Or maior flexibilidade e possibilidade de oferecer inovações em produto, nos curto e médio prazos, vemos uma menor capacidade de diferenciação e maior competição neste segmento. Nos hospitais, onde as barreiras são mais elevadas, vemos um ambiente competitivo mais salutar e acreditamos que a companhia irá ampliar seus diferenciais com o tempo;
- (iii) Regulação é inerente ao setor de saúde. Em toda a parte, o escrutínio público sobre o setor mostra-se elevado. O setor é complexo, os desafios regulatórios são permanentes e com eles surgem riscos de iniciativas desfuncionais. Sob o princípio de que o alcance das normas regulatórias deve ser universal e isonômico, sabemos que a situação financeira, a posição competitiva e os bons indicadores colocam a D'Or em uma situação relativa confortável frente à maior fragilidade dos demais participantes;
- (iv) Risco de disrupção. Um setor de enorme relevância, responsável por cerca de 10% do PIB em média nos países da OCDE e no Brasil, com estimativas de índices de desperdício na casa dos 30%, e que afeta profundamente o dia a dia dos indivíduos, oferece uma combinação de incentivos bastante atraente aos novos entrantes. Não são poucas as iniciativas empresariais e nada desprezíveis o volume de recursos investidos visando deslocar os incumbentes no setor de saúde. Estamos permanentemente acompanhando modelos assistenciais que possam vir a deslocar a relevância dos hospitais ou a centralidade do médico (telemedicina, inteligência artificial, dentre outros). Até agora, disrupções relevantes no modelo atual nos parecem ainda eventos distantes e de baixa probabilidade.

- (v) Risco digital. À medida em que a tecnologia avança em todos os elos da cadeia e o componente digital passa a permear cada atividade no setor, os cuidados com a arquitetura dos sistemas, com o controle dos processos e com a integridade dos dados se tornam essenciais, já que os riscos envolvidos se exponenciam, sejam eles de segurança cibernética, de privacidade de dados, de confiabilidade operacional, entre outros. O potencial de digitalização gerando maior eficiência de cuidado e de recursos é relevante, mas deve ser perseguido sobre um alicerce robusto de infraestrutura. Trata-se de uma preocupação que já consome parcela significativa do orçamento da companhia e deve continuar ocupando espaço crescente nas discussões internas.

Diante do exposto, entendemos que a D'Or está bem-preparada para superar os principais desafios que descrevemos no início deste texto, desenvolvendo atributos que ajudam a protegê-la em parte da incidência das ameaças descritas acima. De forma sintética, estamos diante de:

- (i) Uma proposta de valor fundamentada em um conceito de ecossistema onde cada componente – hospitais, seguros, oncologia, diagnóstico e educação/pesquisa – se conecta, se complementa e se reforça produzindo uma posição competitiva bastante peculiar na indústria, capaz de entregar ao mesmo tempo resultados operacionais/financeiros robustos, enquanto oferece tratamento de qualidade, reconhecido pelos médicos, pacientes e entidades independentes;
- (ii) Uma plataforma com escala, acesso a capital e elevadas barreiras, inserida em uma indústria fragmentada, diante de um mercado grande e que se expande;
- (iii) Fundadores/executivos experientes e alinhados, assegurando um olhar para o longo prazo, materializado na capacidade de enxergar à frente (venda do negócio de diagnósticos, aquisição da SulAmérica, joint-venture com o Bradesco). Acreditamos que estamos diante de um grupo controlador sensível à importância do serviço que presta para a saúde e, portanto, à vida de seus clientes. Nosso investimento na Rede D'Or se constrói a partir da integridade deste entendimento fundamental;
- (iv) Em nosso entendimento, um múltiplo de P/L (preço/lucro) de 16x para 2025 e de 13x para 2026 não reflete todo o potencial de crescimento futuro com elevada rentabilidade que esta plataforma diferenciada de serviços de saúde se dispõe a capturar. Sob a prerrogativa de poder pensar e investir a partir de um horizonte de tempo verdadeiramente dilatado, as fricções dos resultados trimestrais se diluem e o que emerge depurado é uma oportunidade longa e sólida de resultados previsíveis e de alta qualidade.

DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(Rentabilidade em US\$*)

Período	DYNAMO COUGAR		IBOVESPA**	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1.001,2%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1.034,5%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1.798,5%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3.020,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4.305,5%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6.498,3%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10.436,6%	73,4%	1.126,8%
2008	-47,1%	5.470,1%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13.472,6%	145,2%	1.239,9%
2010	28,1%	17.282,0%	5,6%	1.331,8%
2011	-4,4%	16.514,5%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18.844,6%	-1,4%	914,5%
2013	-7,3%	17.456,8%	-26,3%	647,9%
2014	-6,0%	16.401,5%	-14,4%	540,4%
2015	-23,3%	12.560,8%	-41,0%	277,6%
2016	42,4%	17.926,4%	66,5%	528,6%
2017	25,8%	22.574,0%	25,0%	685,6%
2018	-8,9%	20.567,8%	-1,8%	671,5%
2019	53,2%	31.570,4%	26,5%	875,9%
2020	-2,2%	30.886,1%	-20,2%	679,0%
2021	-23,0%	23.762,3%	-18,0%	538,9%
2022	-7,8%	21.899,9%	12,0%	615,4%
2023	32,1%	28.965,0%	31,8%	842,8%
2024	-30,8%	20.002,8%	-29,9%	560,7%
2025***	25,6%	25.143,6%	22,8%	711,6%

(*) Tendo em vista se tratar de um Fundo existente desde 1993, os valores foram convertidos para dólar (US\$) como forma de expurgar a volatilidade da moeda brasileira ao longo do período e, dessa forma, minimizar o risco de possíveis interpretações equivocadas do leitor em uma decisão de investimento/desinvestimento. O Dynamo Cougar é um fundo de investimento em cotas de fundo de investimento em ações e está fechado para captação. (**) Ibovespa fechamento. O índice é apresentado para mera referência econômica e não constitui meta ou parâmetro de performance do Fundo. (***) Rentabilidade até abril de 2025.

Por tudo o que expusemos, estamos diante de uma matriz de predicados que justifica as razões para mantermos elevada confiança em nosso investimento na Rede D'Or, ocupando hoje uma posição de destaque em nosso portfólio.

Rio de Janeiro, 13 de maio de 2025.

Informações adicionais:

- **Data de Início:** 01/09/1993
- **Objetivo:** Proporcionar aos cotistas valorização real de suas cotas a médio e longo prazo, mediante aplicação de, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) do seu patrimônio líquido em cotas do Dynamo Cougar Master Fundo de Investimento em Ações ("Fundo Master")
- **Público-alvo:** Investidores qualificados
- **Status:** Fechado para aplicações
- **Carência para resgate:** 12 meses de carência ou taxa de liquidez de 3% para resgates dentro deste período*
- **Cota de Resgate:** D+12 (corridos)*
- **Pagamento do Resgate:** D+2 (úteis) da conversão da cota*
- **Tributação aplicável:** Renda variável
- **Classificação Anbima:** Ações Livre
- **Taxa de administração:** 1,90% ao ano no Fundo + 0,10% ao ano no Fundo Master
- **Taxa de Performance:** 15% do que exceder IPCA + IMAB*
- **Patrimônio líquido médio mensal dos últimos 12 (doze) meses:** R\$ 5.520,9 milhões.

(*) Veja descrição detalhada no regulamento.

Para mais informações sobre a Dynamo, sobre o Dynamo Cougar ou para comparar a performance do Fundo com diversos índices, em períodos específicos, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Dynamo Cougar ou de qualquer outro fundo, nem tampouco como uma recomendação de investimento ou desinvestimento em nenhum dos valores mobiliários citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões e podem mudar a qualquer momento, sem necessidade de aviso. As informações contidas neste documento são, no melhor entendimento da Dynamo, materialmente precisas. Não obstante, a Dynamo não se responsabiliza por eventuais erros, omissões ou imprecisões nas informações divulgadas. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada é líquida das taxas de administração e performance, mas não é líquida de impostos, ajuste de performance e taxa de saída, caso aplicáveis. O investimento em fundos de investimentos apresenta riscos. Leia cuidadosamente o regulamento antes de investir. O regulamento do Dynamo Cougar está disponível na página da Dynamo na rede mundial de computadores em www.dynamo.com.br. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (21) 2512-9394 – Contato: dynamo@dynamo.com.br