

Iniciamos nossa carta semestral trazendo uma breve discussão sobre a tomada de decisões corporativas e como certas empresas podem gerar valor ao acionista ao simplificar seus negócios. Em seguida, abordaremos nosso investimento em Mater Dei e, por fim, comentaremos a nossa atribuição de performance no primeiro semestre de 2026.

Recuperando o Foco

Errare humanum est, perseverare autem diabolicum¹

(Errar é humano, mas persistir no erro é diabólico)

A gestão de uma empresa envolve inevitavelmente a tomada de decisões complexas, na maioria das vezes sob pressão relevante e informações incompletas. Nesse contexto, torna-se clara a impossibilidade de que erros nunca sejam cometidos pelos times executivos das companhias. Como a frase de abertura dessa seção pontua, errar é humano, é algo compreensível. Nós, como investidores, também cometemos erros relevantes de julgamento – erramos em nossas premissas e projeções, somos influenciados por algum tipo de viés comportamental, não enxergamos certos riscos ou mudanças de cenários. Trabalhamos diligentemente para minimizar os erros e aprender com eventuais insucessos, mas temos plena consciência de que a perfeição é uma meta inatingível.

Entretanto, o que muitas vezes importa mais do que o erro é a postura frente à falha. Ao se deparar com um resultado negativo, os gestores das companhias precisam inicialmente avaliar as raízes dos problemas. Em alguns casos, o plano de execução estava bem elaborado e aderente à realidade, mas algum fator externo e imprevisível trouxe obstáculos relevantes. Em outros, algum problema existia na concepção da estratégia ou a falha principal ocorreu na etapa de implementação prática. Em todos os casos, o crucial é identificar as causas e decidir de forma diligente entre: (i) ajustar o planejamento e tentar novamente ou (ii) abandonar a rota inicialmente planejada.

A segunda escolha, mesmo quando é a solução mais adequada, costuma ser complexa, pois envolve assumir um erro e ter a coragem de cristalizá-lo, comunicando aos *stakeholders* a mudança de rumos. Por esse motivo, em muitas situações, existe um incentivo perverso para que a gestão não admita falhas estratégicas graves, persistindo no erro para não ter que enfrentar os desafios que inevitavelmente surgiriam após a admissão transparente de dificuldades. É como um paciente doente que se recusa a tomar um remédio por ele ser muito amargo. A questão central é que da mesma forma que um enfermo não se recupera sem o medicamento, certas empresas também não conseguem avançar ou até mesmo sobreviver sem uma reestruturação mais profunda.

Dessa forma, quando uma empresa opta por tomar a decisão mais dura, mas que parece ser acertada, escolhendo retroceder pontualmente para que possa voltar a se expandir no longo

¹ Frase frequentemente atribuída ao filósofo romano Sêneca, o Jovem, mas cuja real origem é incerta

prazo, esse tipo de movimentação costuma ser uma sinalização importante e que precisa ser ponderada com atenção pelos investidores.

Como comentamos em comunicações anteriores, costumamos buscar oportunidades de investimentos em companhias que estão passando por um ciclo de inflexão operacional. Coincidentemente, um dos padrões que buscamos ao analisar esse tipo de tese pode ser chamado de “*back to the basics*” ou, de forma alternativa, “recuperando o foco”. Esse padrão é identificado em empresas que possuem ativos bons e rentáveis ou que estão inseridas em um contexto setorial favorável, mas que estão passando por dificuldades financeiras ou operacionais por conta de uma decisão de alocação de recursos que não gerou os resultados esperados. Por exemplo, uma empresa que possui vantagens competitivas relevantes em seu nicho, mas que realizou grandes investimentos em novas verticais de negócios em que não foi possível replicar o posicionamento competitivo privilegiado do segmento de atuação original. Nessa situação, a empresa, antes saudável, começa a queimar caixa com seus novos negócios sem perspectiva de recuperação da rentabilidade, piorando consideravelmente o *economics* do negócio consolidado.

Na situação hipotética descrita acima, caso a gestão da companhia chegue à conclusão de que os investimentos realizados não poderão gerar os resultados vislumbrados e tome a decisão de abandonar as novas frentes de atuação, pode existir um ângulo de investimento atrativo a ser explorado. Isso ocorre, pois, em grande parte dos casos, esse movimento de implementação de um plano de expansão ambicioso, identificação de problemas durante a execução e capitulação tende a envolver uma reprecificação muito relevante das ações das companhias. Quando os agentes de mercado incorporam narrativas de crescimento em suas projeções e, posteriormente, essas expectativas são frustradas, o movimento de ajuste negativo no valor de mercado costuma ser relevante, podendo chegar a níveis extremos. Nessas ocasiões, a probabilidade de se encontrar grandes assimetrias entre o valor intrínseco dos ativos de uma empresa e o seu valor de mercado cresce exponencialmente.

Porém, a assimetria aparente entre o valor de mercado e o valor justo nesse contexto precisa ser investigada com profundidade. Algumas perguntas cruciais precisam ser respondidas para averiguar a viabilidade desse tipo de tese de investimento:

- I. **Os ativos remanescentes da companhia são realmente bons?** As primeiras questões que precisam ser respondidas são se os ativos remanescentes da empresa analisada estão bem-posicionados competitivamente, se são geradores de caixa e se o modelo de negócios sofre riscos relevantes de ruptura. Essas perguntas se mostram pertinentes, uma vez que muitas companhias adotam estratégias agressivas de crescimento em novas verticais justamente por estarem sofrendo desafios operacionais em seus negócios originais. Nesses casos, ao abandonar os planos de crescimento, o que restaria para a empresa seriam ativos possivelmente problemáticos. Dessa forma, um investidor deve analisar com diligência os ativos remanescentes visando formar uma opinião embasada sobre o verdadeiro potencial da empresa reestruturada;
- II. **O plano malsucedido de alocação deixou consequências duradouras?** Em certos casos, a simplificação dos negócios após uma decisão estratégica errada não é capaz de resolver de forma satisfatória os problemas enfrentados pela empresa. Por exemplo, a companhia pode ter se endividado de forma substancial para fazer frente aos

investimentos em expansão e a decisão de abandonar os novos negócios pode levar a uma recuperação apenas parcial dos recursos investidos ou, no pior caso, ao *impairment* total dos valores aportados. Nessa situação, a empresa, após os ajustes estratégicos, ainda estaria em uma posição financeiramente frágil, o que possivelmente inviabilizaria a concepção de uma tese de inflexão operacional e financeira;

- III. **O management aprendeu as lições corretas com os erros cometidos? Há um comprometimento firme em focar no *core business* da companhia?** Além da qualidade dos ativos e da capacidade de recuperação financeira da companhia reestruturada, a postura do time executivo é outro aspecto crucial que precisa ser avaliado pelos investidores. Pouco adianta um processo de simplificação de negócios se executivos e o conselho de administração não aprenderam lições cruciais a partir dos problemas enfrentados. Para que a empresa possa realmente melhorar seus resultados operacionais de forma sustentável, é preciso que seus administradores entendam profundamente a natureza das vantagens competitivas dos ativos remanescentes, busquem otimizar sua rentabilidade e julguem com clareza a real capacidade de a companhia explorar novos nichos. Caso contrário, novos erros na alocação dos recursos corporativos serão inevitáveis;
- IV. **A operação reestruturada gera resultados que justificariam uma reprecificação substancial das ações no médio e longo prazo?** Por fim, é imperativo averiguar a existência de uma margem de segurança adequada em termos de *valuation*. A empresa reestruturada, implementando uma estratégia focada em suas fortalezas competitivas, precisa ser capaz de gerar resultados operacionais saudáveis e capazes de superar as expectativas implícitas em seu valor de mercado. Alternativamente, o retorno potencial, fundamentado no aumento de eficiência da operação, precisa superar de forma relevante o risco envolvido no processo de simplificação e implementação da nova estratégia.

A partir das questões elencadas e dos processos usuais de diligência, entendemos ser possível minimizar eventuais erros na avaliação de teses de simplificação operacional e identificar oportunidades verdadeiramente assimétricas de investimento. Ao longo da história do fundo, utilizamos o *framework* descrito nessa seção para avaliar um conjunto relevante de companhias, culminando em algumas teses que ilustram bem o processo de recuperação de foco e concentração em áreas em que as empresas possuem vantagens competitivas claras.

Na próxima seção, detalharemos nosso investimento em Mater Dei e como essa grande empresa do ramo hospitalar identificou problemas em certas decisões de alocação de capital e trabalhou para saná-los, buscando simplificar e otimizar suas operações e focar em seus ativos mais promissores.

Case de Investimento – Mater Dei

A Mater Dei é a quarta maior rede de hospitais privados do Brasil, com nove hospitais em três estados. O investimento foi iniciado em agosto de 2024, período em que o setor de prestação de serviços hospitalares atravessava um momento particularmente desafiador.

As operadoras de planos de saúde, fortemente afetadas pelo aumento da sinistralidade do período pós-pandêmico, passaram a pressionar as redes hospitalares, buscando prazos de pagamento mais longos, ampliando as glosas (recusa, total ou parcial, do pagamento de itens faturados pelos hospitais) e não reajustando as tabelas de preços. Além dessa pressão, as redes de hospitais viram seus custos aumentarem de forma significativa em razão da implementação do piso da enfermagem, que elevou de forma relevante o salário dos profissionais dessa área. O setor como um todo passava por um momento de compressão nas margens e alongamento relevante no ciclo de recebimento, o que pressionava a geração de caixa.

Além do momento setorial difícil, a Mater Dei ainda enfrentava suas próprias dificuldades internas. O grupo havia expandido de forma relevante suas operações nos anos anteriores, entrando em três novos estados e passando de três para nove hospitais. O plano de melhoria de rentabilidade idealizado para as novas unidades mostrava-se mais desafiador do que o esperado, e os resultados consolidados do grupo refletiam isso.

Apesar do contexto desafiador, passamos a entender que as dificuldades que o setor vinha enfrentando deveriam ser temporárias, visto que a pressão na rentabilidade e no ciclo de recebimento era um problema comum a todos os players do setor, sendo que a Mater Dei estava mais bem posicionada do ponto de vista financeiro e competitivo para atravessar este período, quando comparada à grande maioria dos seus competidores.

No que se refere especificamente à Mater Dei, ficou claro que a companhia havia assimilado os erros e os excessos do período anterior e se concentrava na execução de um novo plano para entregar a melhoria operacional idealizada originalmente. Embora houvesse incerteza relevante quanto à capacidade de a empresa entregar esses ganhos, já havia sinais de que a recuperação avançava na direção esperada, e o preço das ações não refletia a possibilidade de esse processo se concretizar. A cotação das ações à época embutia um conservadorismo excessivo quanto à retomada de rentabilidade nas praças maduras e à recuperação operacional nas novas unidades. Essa “margem de segurança” deu o conforto necessário para o início do investimento em Mater Dei.

As próximas seções examinam a companhia em maior profundidade e expõem os fundamentos que dão base à tese de investimento.

A Origem da Mater Dei

A Mater Dei foi fundada em 1980, em Belo Horizonte, pelo Dr. José Salvador Silva, com a inauguração do Hospital Mater Dei Santo Agostinho. Ao longo das décadas seguintes, a companhia manteve-se concentrada em Belo Horizonte e região metropolitana, onde expandiu sua atuação com a inauguração de mais duas unidades: Contorno, em 2014, e Betim-Contagem, em 2019.

Desde a sua origem, a companhia orientou suas operações pela qualidade assistencial, atributo que, ao longo do tempo, a consolidou como referência em sua praça. Os hospitais da rede conquistaram creditações importantes ao longo do tempo. O Hospital Santo Agostinho foi o primeiro de uma capital brasileira a obter o nível máximo da Organização Nacional de Acreditação (ONA), em 2004, e, em 2009, o primeiro hospital fora dos Estados Unidos a ser certificado pela NIAHO². Posteriormente, a rede passou a acumular a acreditação JCI (*Joint Commission International*), a mais relevante certificação internacional do setor. A unidade Contorno foi a primeira de Minas Gerais a conquistá-la, em 2016, padrão posteriormente estendido às unidades Santo Agostinho e Betim-Contagem.



Pioneira em oncologia de alta complexidade, a unidade Contorno foi o primeiro centro de Minas Gerais acreditado pela Johnson & Johnson para a terapia com células CAR-T no mieloma múltiplo (tratamento de fronteira em que as células de defesa do próprio paciente são reprogramadas para combater o câncer).

Unidade Mater Dei Contorno, com capacidade de 357 leitos

Por essa reputação de qualidade, os hospitais de Belo Horizonte tornaram-se a referência do estrato mais alto do mercado local, a escolha preferencial dos médicos de maior prestígio e dos pacientes mais exigentes, em geral atendidos pelos planos de cobertura mais ampla. Um exemplo ilustrativo é o do Dr. Rodrigo Lasmar, médico da Seleção Brasileira de futebol, que recorre às unidades da rede em Belo Horizonte para realizar seus procedimentos, entre eles, as cirurgias do jogador Neymar, operado por ele ali em mais de uma ocasião. Possuir este status de “referência na região” é algo muito valioso, pois cria um “ciclo virtuoso” envolvendo diversos fatores que se retroalimentam ao longo do tempo.

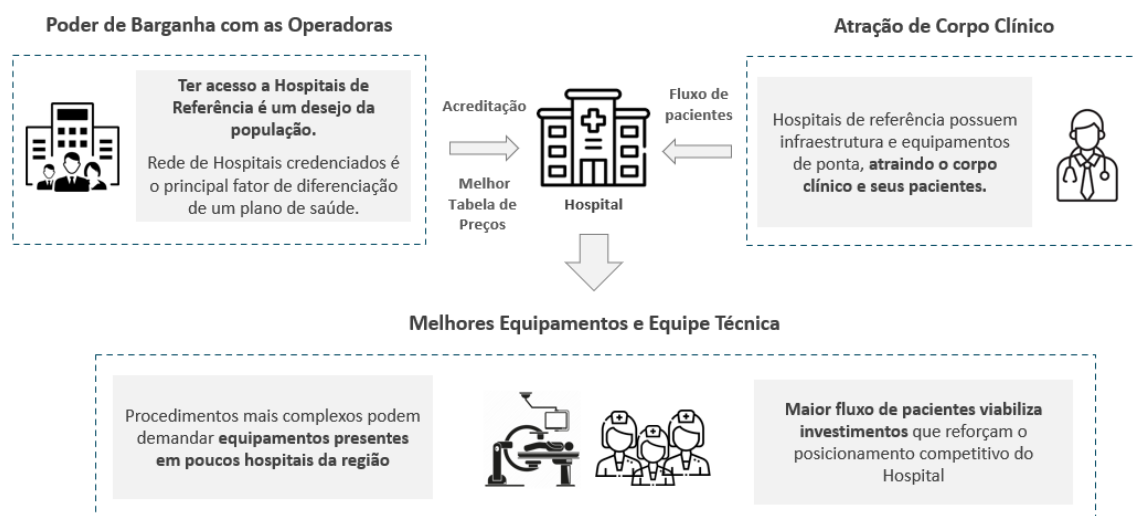
²NIAHO = *National Integrated Accreditation for Healthcare Organizations*

***Flywheel Effect*³ nos Hospitais de Referência**

O ponto de partida é compreender o comportamento do consumidor: na decisão de contratar um plano de saúde, o fator mais relevante é a rede hospitalar credenciada. Em outras palavras, o que mais pesa não é a marca da operadora (Bradesco, SulAmérica, Amil, etc.), mas sim os hospitais aos quais ele terá acesso. Isso inverte a lógica de poder na negociação entre prestadores e operadoras: como um plano que não ofereça o hospital de referência em sua rede credenciada tem dificuldade de ser comercializado, a operadora não apenas precisa credenciar esse hospital, como o faz em condições mais favoráveis a ele. Na prática, o hospital de referência negocia as melhores tabelas de preços do mercado, variável decisiva para a sua margem.

Esse poder de barganha é apenas uma das engrenagens do ciclo. A outra é a atração do corpo clínico. O paciente, em geral, chega ao hospital pela mão do seu médico (é a relação de confiança com o profissional que define onde o atendimento será realizado). Por isso, atrair e reter os melhores médicos é determinante, pois são eles que carregam consigo o fluxo de pacientes. E os hospitais de referência, justamente por sua reputação, sua estrutura e seus equipamentos, são os que conseguem atrair esse corpo clínico, o que, por sua vez, reforça o fluxo de pacientes e a própria condição de referência.

As duas engrenagens se retroalimentam e desembocam em um terceiro elemento: a capacidade de reinvestimento. As melhores tabelas e o maior volume de pacientes traduzem-se em margens e retornos superiores, que geram os recursos para investir continuamente em tecnologia, equipamentos e infraestrutura de ponta. Esse investimento eleva ainda mais a qualidade percebida e a reputação do hospital, realimentando todo o ciclo. O resultado é uma posição competitiva difícil de contestar no âmbito regional: uma vez consolidado como referência, o hospital ergue uma barreira de entrada relevante, pois um novo concorrente, ainda que bem capitalizado, precisaria de tempo e de uma sequência improvável de acertos para replicar, ao mesmo tempo, reputação, corpo clínico, fluxo de pacientes e poder de negociação.



³*Flywheel Effect* expressa o efeito virtuoso que se retroalimenta ao longo do tempo

Esses atributos competitivos não eram apenas conceituais, manifestavam-se com clareza nos números da companhia em sua fase de Belo Horizonte. A operação de BH apresentava margem EBITDA em torno de 35%, patamar que se destaca quando comparado com as referências do setor: a média dos hospitais associados à ANAHP⁴ girava ao redor de 13%, e mesmo as companhias hospitalares listadas de maior qualidade operavam na faixa de 20% a 30%. Essa rentabilidade elevada é, em larga medida, o reflexo direto do poder de precificação descrito acima, a contrapartida financeira de se operar os hospitais de referência de uma praça.

A consistência do modelo aparecia também no retorno sobre o capital investido, próximo de 20%, e no ritmo de crescimento: entre 2014 e 2019, a receita avançou a uma taxa anual composta (CAGR) de aproximadamente 18%. Em conjunto, esses indicadores retratavam um negócio de alta qualidade e rentável, com retornos elevados sobre o capital investido e em expansão consistente.

Contudo, a história da Mater Dei não se limita somente a Belo Horizonte. Conforme vamos explorar posteriormente, a companhia realizou um movimento importante de expansão para novas regiões. A motivação para tal movimento tem origem em uma tendência setorial que a família Salvador já vinha observando há tempo: a consolidação do setor de hospitais em grandes redes com alcance nacional.

O setor de hospitais brasileiro é historicamente fragmentado, com predominância de hospitais de menor porte, muitos filantrópicos e com baixa capacidade de reinvestimento. Para se ter uma ideia, no Brasil os hospitais possuem em média 59 leitos, muito abaixo da média da Mater Dei (que é de 245) e de outras grandes redes. Os hospitais sem fins lucrativos representam 60,8% da oferta de leitos privados do país.

Acontece que, em 2015, o setor recebeu um impulso decisivo, quando a Lei nº 13.097 passou a permitir a participação de capital estrangeiro em redes hospitalares, atividade até então vedada a esse tipo de investimento. A mudança destravou um fluxo expressivo de capital, nacional e estrangeiro, em direção ao setor, e intensificou o movimento de fusões e aquisições. Um estudo da Ernst & Young indica que o número de transações de M&A⁵ em saúde saltou de apenas 4 em 2014 (último ano sob o regime de vedação) para 49 em 2021, um movimento que mobilizou cerca de US\$ 12 bilhões.

Esse apetite dos investidores e das grandes redes por aquisições ancorava-se em dois atributos do setor: retornos atrativos sobre o capital investido e perspectivas de crescimento de longo prazo. Para compreender melhor o que sustenta essa perspectiva de crescimento futuro, vale a pena aprofundarmos um pouco mais nas características do setor de saúde suplementar brasileiro.

⁴ Associação Nacional de Hospitais Privados

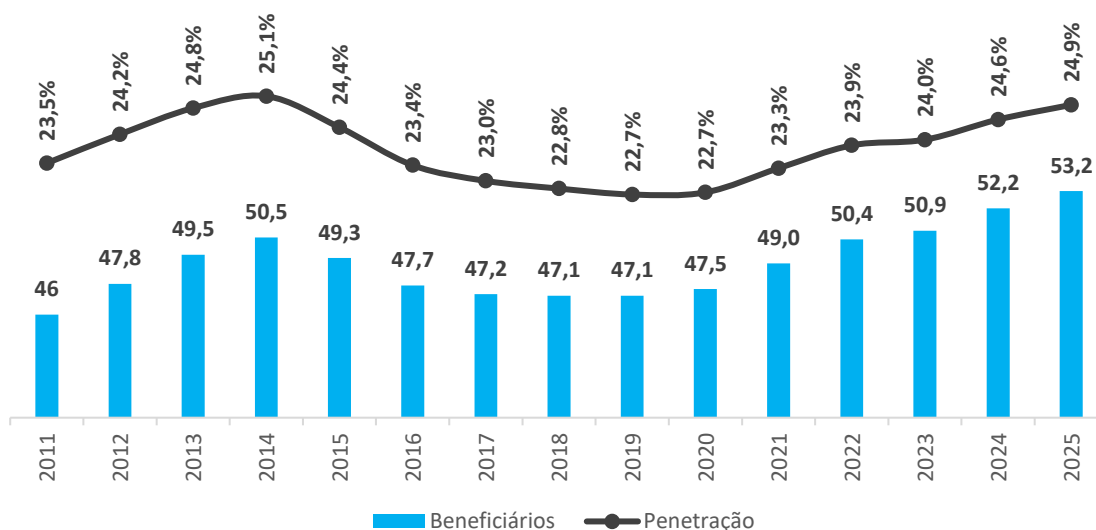
⁵ M&A = *Mergers and Acquisitions* (Fusões e Aquisições)

O Setor de Saúde Suplementar Brasileiro

No Brasil, o gasto com saúde divide-se entre um sistema público, de acesso universal, e um sistema privado, complementar. Embora o sistema público atenda à maior parte da população, é o setor privado que concentra a maior fatia do gasto: dos recursos despendidos com saúde no país, cerca de 58% têm origem privada e 42% são públicos. A assimetria é marcante: o gasto privado é majoritário, ainda que beneficie um contingente bem menor de pessoas. A saúde suplementar cobre aproximadamente 53 milhões de beneficiários, o equivalente a cerca de um quarto da população. Em outras palavras, pouco menos de 25% dos brasileiros respondem por mais da metade de todo o gasto com saúde do país.

Esse contingente de beneficiários, porém, cresce de forma relativamente modesta. Ao longo da última década, a base oscilou ao redor de 50 milhões de vidas (sensível ao ciclo econômico e ao nível de emprego formal), evoluindo de cerca de 23,5% da população em 2011 para algo próximo de 25% mais recentemente.

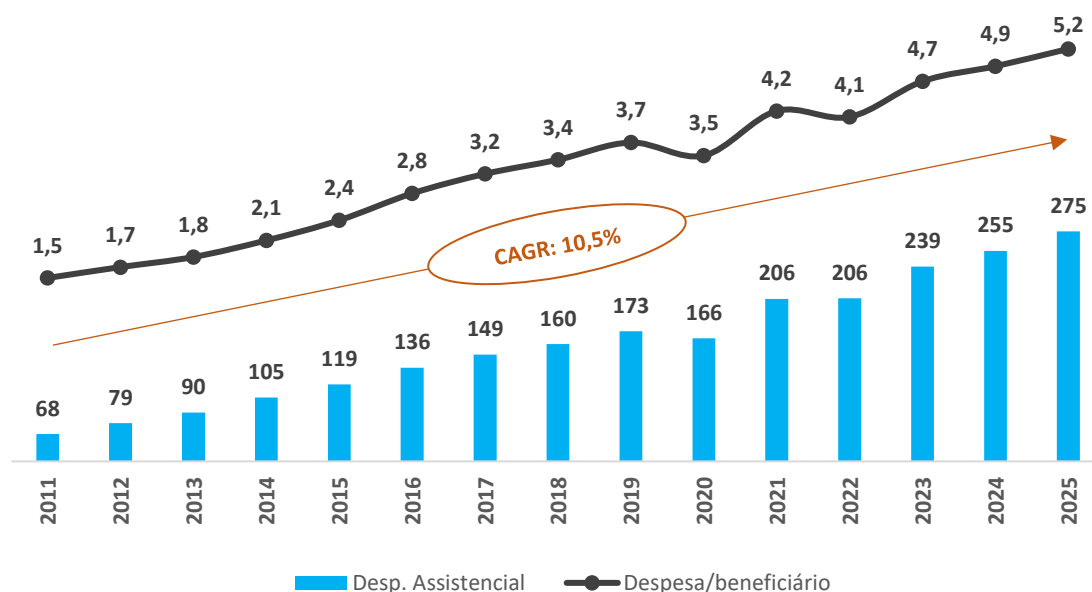
Evolução dos Beneficiários de Plano de Saúde e Penetração na População Brasileira



Fonte: IBGE, ANS

O ponto relevante é que o setor cresce muito mais do que o número de pessoas que atende. Esse descompasso fica evidente ao analisar a despesa assistencial da saúde suplementar (o total gasto pelas operadoras com a assistência aos beneficiários), que avançou a uma taxa anual composta de aproximadamente 10,5% entre 2011 e 2025, ritmo muito superior ao da expansão da base de vidas.

Despesas Assistenciais dos Planos de Saúde (R\$ bilhões)

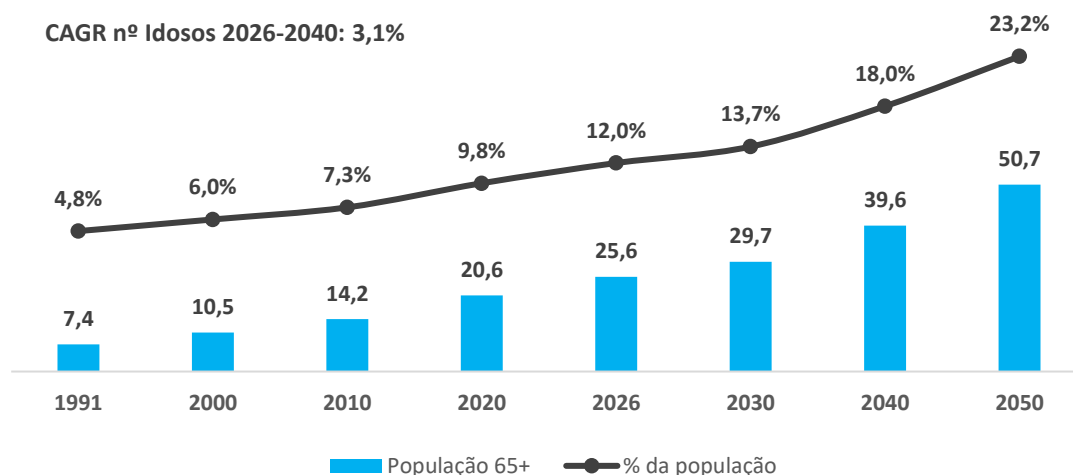


Fonte: ANS

A diferença entre essas duas velocidades é, em essência, a inflação médica, medida pela VCMH (Variação de Custos Médico-Hospitalares), que cresce de forma consistente acima do IPCA. Cabe um esclarecimento conceitual: apesar do nome, a VCMH não é uma medida inflacionária no sentido estrito. Ela não capta apenas a variação de preços das despesas assistenciais, mas também a variação da frequência de utilização (a variável comportamental do uso do plano de saúde). É essa frequência crescente que explica por que o gasto sobe de forma tão acelerada, e ela é impulsionada por alguns fatores estruturais: o envelhecimento da população, a incorporação contínua de novas tecnologias e medicamentos pela indústria farmacêutica e o próprio desenho de incentivos do sistema, que tende a estimular a utilização. Dentre esses vetores, o envelhecimento da população merece uma análise mais detalhada, por ser o de maior previsibilidade.

A população brasileira está envelhecendo de forma acelerada. A parcela de idosos (pessoas com mais de 65 anos) deve crescer substancialmente nas próximas décadas, passando de 12,0% da população em 2026 para 23,2% em 2050.

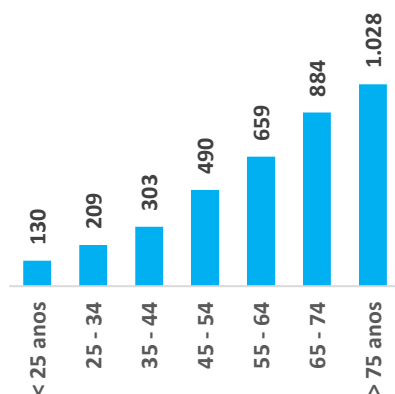
Evolução da População Idosa no Brasil (milhões de pessoas)



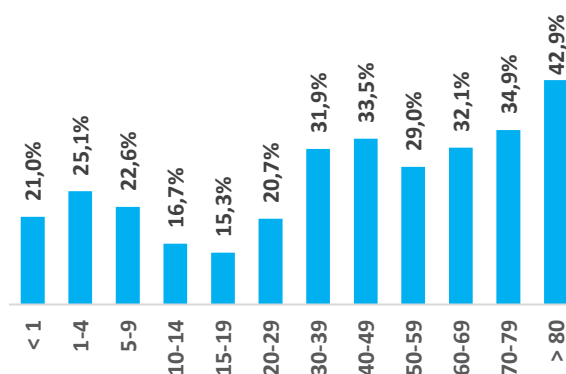
Fonte: IBGE

Esse movimento tem implicações diretas e mensuráveis sobre a demanda por saúde, por duas razões. A primeira é o custo: o gasto com saúde cresce de forma acentuada com a idade. No Brasil, o dispêndio per capita salta de cerca de US\$ 130 ao ano na população abaixo dos 25 anos para mais de US\$ 1.000 acima dos 75. Ou seja, um idoso custa, em média, cerca de oito vezes mais do que um jovem. A segunda é a cobertura: a penetração de planos de saúde também é maior entre os mais velhos, atingindo seu ponto máximo, de quase 43%, na população acima de 80 anos. Combinando esses dois efeitos, a conclusão é direta: o envelhecimento da população deve atuar como um vetor previsível e duradouro na expansão da demanda do setor de saúde suplementar.

Gasto com Saúde por
Faixa Etária - Brasil
(US\$ per capita)



Taxa de Cobertura de Beneficiários de
Planos de Saúde (por faixa etária)



Fonte: FRE Rede D'Or

O Ciclo de Expansão da Mater Dei

Diante desse cenário de consolidação setorial, a Mater Dei chegou, por volta de 2017, a uma encruzilhada estratégica: ou seria uma das consolidadoras do setor, ou acabaria, ela própria, consolidada por um grupo maior. A família optou pelo primeiro caminho e, a partir daí, deu início ao seu processo de expansão para além de Belo Horizonte.

O primeiro passo foi um projeto *greenfield*⁶. A escolha não foi casual: a família acumulava considerável experiência na construção e na maturação de hospitais do zero, competência desenvolvida ao longo de décadas em Belo Horizonte, o que tornava o *greenfield* uma via natural de expansão. A praça escolhida foi Salvador (BA), vistas as suas características propícias: i. grande população com plano de saúde (cerca de 1 milhão de vidas); ii. poucos hospitais de alta qualidade, sendo que as grandes redes nacionais ainda não haviam penetrado na região; e iii. presença relevante de operadoras com quem a Mater Dei já tinha relacionamento em Belo Horizonte, em especial Bradesco, SulAmérica e Amil (que juntas tinham 350 mil vidas na cidade). Não havia nenhuma operadora que “dominasse” a região, o que ajudaria nas negociações. Com isso, a companhia iniciou, em 2018, a construção de seu primeiro hospital fora de Minas Gerais, com capacidade prevista de 370 leitos.



Inaugurado em maio de 2022, o Mater Dei Salvador foi um dos primeiros hospitais da região a possuir o equipamento de cirurgia robótica DaVinci de 4ª Geração.

Unidade Mater Dei Salvador, com capacidade de 370 leitos

Para financiar essa estratégia de crescimento, que combinaria a expansão orgânica via *greenfields* com a aquisição de hospitais, a companhia aproveitou a janela favorável do mercado de capitais e realizou seu IPO em abril de 2021, listando-se no Novo Mercado da B3 sob o código

⁶*Greenfield* é um termo para designar projetos construídos do zero

MATD3. A oferta foi precificada a R\$ 17,44 por ação e movimentou cerca de R\$ 1,4 bilhão em sua oferta base. A operação foi majoritariamente primária: a emissão de aproximadamente 68 milhões de novas ações levou cerca de R\$ 1,2 bilhão ao caixa da companhia para financiar a expansão, ao que se somou uma parcela secundária menor, de cerca de 12 milhões de ações vendidas por acionistas. A oferta representou aproximadamente 23% do capital, de modo que a família Salvador permaneceu como acionista controladora, com os 77% restantes.

Com os recursos do IPO em caixa, a Mater Dei pôs em marcha sua estratégia inorgânica, adquirindo, em pouco mais de um ano, um conjunto de hospitais em diferentes praças. A primeira e maior dessas operações foi a aquisição do Grupo Porto Dias, em Belém (PA), ainda em 2021. Gerido pela família Porto Dias por quase 30 anos, era a maior rede hospitalar privada da Região Norte e a marca de referência em qualidade assistencial da região. A Mater Dei adquiriu 70% do negócio por R\$ 1,25 bilhão, R\$ 800 milhões à vista e o restante em ações da própria companhia (cerca de R\$ 453 milhões à época). Diferentemente das demais aquisições, era um ativo de referência, que já operava com rentabilidade elevada, com margem EBITDA estimada em torno de 35%. O Dr. Antônio Dias (ex-proprietário) permaneceu como diretor da unidade e passou a integrar o conselho de administração da Mater Dei.

As operações seguintes tiveram perfil distinto: ativos de menor rentabilidade, adquiridos a múltiplos mais baixos, sob a tese de elevá-los ao patamar de referência de suas praças ao longo do tempo. Em Uberlândia (MG), a companhia adquiriu dois hospitais, o Santa Clara e o Santa Genoveva, por valores (EV⁷) da ordem de R\$ 234 milhões e R\$ 309 milhões, respectivamente. Eram operações pouco rentáveis, mas que já gozavam de certa referência na cidade, o que abria espaço relevante para ganhos de eficiência sob a gestão da Mater Dei.

Em Goiânia (GO), a companhia adquiriu, em janeiro de 2022, o Hospital Premium, por um EV de cerca de R\$ 250 milhões. O racional era: Goiânia é uma das maiores cidades do Centro-Oeste, com expressivo contingente de beneficiários de planos e carente de um hospital de alta qualidade, uma oportunidade para a Mater Dei desenvolvê-lo e torná-lo a referência local.

Por fim, em Feira de Santana (Bahia), adquiriu, em fevereiro de 2022, o Hospital EMEC, por um EV de cerca de R\$ 205 milhões. O ativo está a aproximadamente 110 km do Hospital Mater Dei Salvador, reforçando o hub da companhia no estado da Bahia.

Em síntese, em pouco mais de um ano a Mater Dei saltou de três hospitais concentrados em Belo Horizonte para uma rede de nove unidades, presente em quatro estados (Minas Gerais, Bahia, Goiás e Pará). À exceção do Porto Dias, a maior parte das aquisições era de ativos a desenvolver: a criação de valor dependeria, portanto, da capacidade da companhia de replicar nesses hospitais o modelo de referência que a havia consagrado em Belo Horizonte.

Isso viria de um conjunto de alavancas. Do lado dos custos: escala nas compras de materiais e medicamentos, diluição de despesas administrativas via centro de serviços compartilhados e o enxugamento de estruturas de pessoal inchadas. Apenas como exemplo, quando foi adquirido, o Santa Genoveva chegava a pagar por alguns gases medicinais até seis vezes o preço da Mater Dei, parte por escala, parte por ausência de gestão. Do lado da receita e da margem: o

⁷ EV (*Enterprise Value*): equivalente ao valor de mercado das ações mais a dívida líquida - representa o valor da operação independentemente da estrutura de capital

reposicionamento dos hospitais para maior complexidade (mais cirúrgicos, de maior ticket), a atração de novos cirurgiões, a abertura de corpos clínicos historicamente fechados e a renegociação de tabelas defasadas, levando às novas praças as operadoras nacionais já parceiras da rede. A execução desse plano, contudo, mostrou-se substancialmente mais difícil do que o previsto, por uma combinação de fatores setoriais e específicos da companhia.

Os Problemas Pós-Expansão

No plano setorial, a deterioração da relação com as operadoras foi o pano de fundo. Pressionadas pela alta da sinistralidade, as operadoras adotaram postura mais restritiva, aumentando glosas, alongando prazos de pagamento e resistindo a reajustes de tabela, o que pressionou as margens e, sobretudo, alongou de forma relevante o ciclo de recebimento, consumindo capital de giro. A esse cenário somou-se o piso da enfermagem, apontado pela administração como um dos maiores ofensores de margem em 2023 e 2024, com impacto estimado em cerca de 2 pontos percentuais de margem EBITDA, um custo que, nas palavras da própria companhia, "sobe de elevador e desce de escada", já que o aumento é imediato e o repasse lento. Por fim, o ciclo de juros elevados ampliou a despesa financeira, justamente após um investimento da ordem de R\$ 2 bilhões em obras e aquisições ao longo de dois anos.

No plano da integração, os ativos adquiridos exigiram um turnaround mais profundo do que o imaginado: chegaram à rede com margens próximas de zero, estruturas de pessoal sobredimensionadas e contratos defasados com operadoras, que demandaram renegociações duras e demoradas. O desafio mais sensível, porém, foi com o corpo clínico.

Em Salvador, do momento em que a Mater Dei começou a construção do seu hospital (2018) até o momento da inauguração (2022), o ambiente competitivo ficou muito mais desafiador. A Rede D'Or, que já havia comprado 60% do São Rafael em 2017, adquiriu também o Hospital Cardiopulmonar em 2019 e o Hospital Aliança em 2020, consolidando sua presença com três importantes hospitais da região. A DASA também se movimentou, adquirindo o Hospital da Bahia e a Clínica AMO (rede de clínicas de oncologia, líder na Bahia), ambos em 2021.

Convencer os médicos da região a migrar para o seu novo hospital era um dos principais desafios do plano de *ramp-up*⁸ do *greenfield* em Salvador. Para assegurar a composição de um corpo clínico robusto na inauguração, a administração da Mater Dei já havia mapeado 440 médicos residentes na região de Salvador, dos quais mais de 100 já haviam visitado Belo Horizonte para conhecer a infraestrutura e a qualidade da Mater Dei. A tarefa já era complicada antes da chegada das grandes redes na região, porém o novo ambiente competitivo tornou a tarefa ainda mais desafiadora. A Rede D'Or atuou de forma agressiva para reter seus médicos, especialmente os profissionais de referência, que possuem equipes inteiras e são responsáveis por um fluxo relevante de pacientes. Pelo fato de o médico ser um profissional liberal, ele até poderia atuar em mais de um hospital simultaneamente, porém muitos deles se viram em uma posição de ter que escolher entre ficar com a Rede D'Or ou com a Mater Dei.

A chegada da DASA também atrapalhou os planos. A Mater Dei havia firmado uma parceria com a rede de clínicas oncológicas AMO, onde os médicos que atendiam nas clínicas levariam seus

⁸ *Ramp-up*: fase de maturação da unidade, onde ocorre a aceleração do volume

pacientes para fazer os procedimentos mais complexos (cirurgias) na nova unidade da Mater Dei. Contudo, uma vez que a AMO foi adquirida pela DASA, o acordo foi revogado e esse fluxo direcionado para o Hospital da Bahia.

Somado a isso, também houve algumas decisões por parte da companhia que se mostraram equivocadas: a Mater Dei tentou, de início, importar para Salvador o modelo de remuneração dos plantonistas de Belo Horizonte, baseado apenas em produção, sem parcela fixa. O modelo funciona bem em Belo Horizonte, onde o pronto-socorro tem grande fluxo graças à condição de referência dos hospitais, mas não se sustentou em uma praça nova e ainda de baixo volume. O resultado disso tudo foi um *ramp-up* em Salvador mais lento que o planejado: a unidade somente foi superar o *break-even*⁹ em 2025.

Em Uberlândia, sobretudo no Santa Genoveva, a dificuldade de orquestrar a transição com os médicos que antes eram donos do hospital levou a saídas relevantes de profissionais para a concorrência. Para se ter uma ideia, antes da aquisição havia 215 médicos sócios do hospital, sendo que cada parte do hospital estava entregue a um grupo de sócios. A cardiologia estava nas mãos de um grupo, a urologia com outro, e a parte de diagnósticos nas mãos de um terceiro. Os exames de cardiologia, por exemplo, eram faturados no CNPJ dos sócios que tocavam a área, e não no CNPJ do hospital. Alterar essa e outras práticas do hospital gerou atritos que levaram à saída de diversos médicos.

Por fim, o Porto Dias, que deveria ser a “joia da expansão”, revelou problemas sérios na conversão dos resultados contábeis em geração de caixa. Apesar de representar cerca de 30% do resultado consolidado da companhia, a operação contribuía pouco para a geração de caixa do grupo. O principal ofensor eram os atrasos constantes de suas fontes pagadoras, visto que algumas operadoras estavam com muita dificuldade financeira. Para se ter uma ideia, enquanto a Mater Dei sem o Porto Dias rodava com um prazo médio de recebimento de 110 dias, o mesmo indicador no Porto Dias rodava próximo de 200 dias.

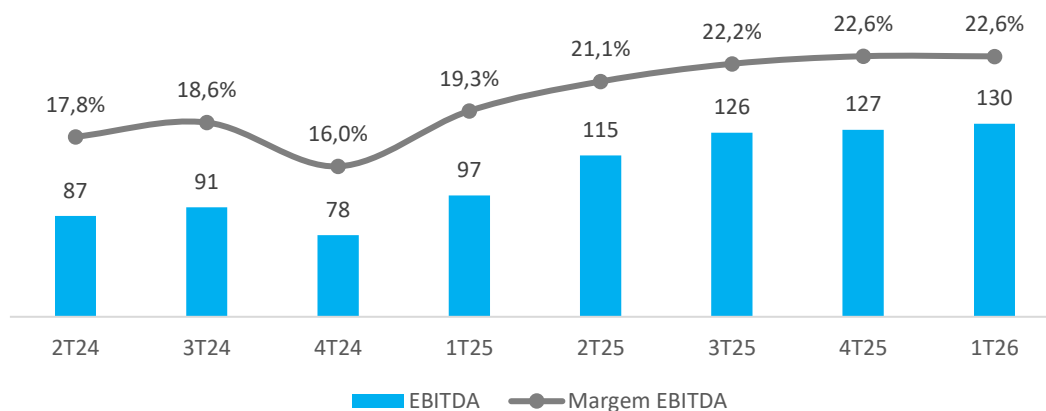
O Ajuste de Rota - *Back to the Basics*

Esses problemas levaram o *management* a tomar a difícil decisão de vender o Porto Dias para o seu antigo dono, por um preço R\$ 400 mm inferior ao da compra. Esse foi um marco importante. Mais do que um ajuste de balanço, sinalizou uma mudança de postura: a companhia mostrava ter assimilado o que havia dado errado no ciclo de expansão e redirecionado o foco para aquilo que controlava: executar, hospital a hospital, o plano de melhoria operacional que se propusera a entregar.

Coincidência ou não, depois de concluir a venda do Porto Dias em setembro de 2024, a companhia passou a entregar uma melhora importante de resultados, trimestre a trimestre. A margem EBITDA, que atingiu 16,0% no 4T24 (seu ponto mais baixo), subiu de forma quase ininterrupta desde então: 19,3% no primeiro trimestre de 2025, 21,1% no segundo, 22,2% no terceiro e 22,6% no quarto, patamar sustentado no primeiro trimestre de 2026.

⁹ *Break-even*: ponto de equilíbrio, onde as receitas cobrem exatamente os custos e despesas

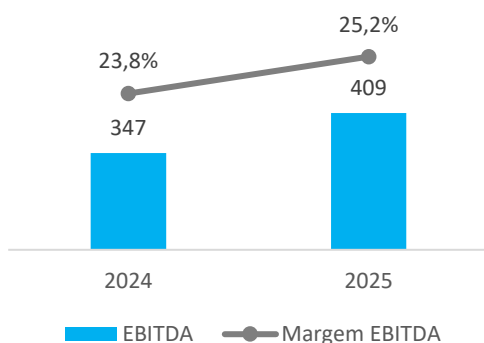
EBITDA Consolidado (excluindo Porto Dias) nos Últimos 8 Trimestres (R\$ milhões)



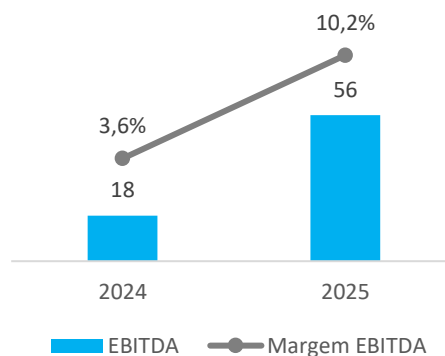
Fonte: Mater Dei

Separando os resultados da controladora (hospitais da região metropolitana de Belo Horizonte e Salvador) e das adquiridas (hospitais de Uberlândia, Feira de Santana e Goiânia), é possível ver que a melhora ocorreu nos dois grupos. Em 2025, a controladora conseguiu crescer seu EBITDA em 17,6%, com expansão da margem EBITDA, que atingiu 25,2% no ano. Já as adquiridas, que partiram de uma base muito fraca em 2024, conseguiram entregar um EBITDA três vezes maior do que o de 2024, trazendo a margem EBITDA para 10,2%.

EBITDA da Controladora (R\$ milhões)



EBITDA das Adquiridas (R\$ milhões)



Fonte: Mater Dei

Na prática, 2025 foi o “ano da virada” da Mater Dei, com diversas entregas ao longo do ano, muitas delas que já vinham sendo trabalhadas nos anos anteriores. Várias “alavancas” ajudaram a explicar essa melhoria de resultados.

A primeira delas foi a redução de despesas: a saída do Porto Dias deixou a rede cerca de 20% menor e, num primeiro momento, piorou a diluição de despesas fixas. A resposta foi o

enxugamento das estruturas administrativas e corporativas, que fez as despesas gerais e administrativas recuarem de forma relevante como proporção da receita.

A segunda foi a recomposição de preços: com a melhora dos próprios resultados das operadoras, a Mater Dei retomou os reajustes de tabela nas datas-bases corretas e renegociou contratos defasados (em algumas praças, acima da inflação).

No entanto, a alavanca mais decisiva (e a mais difícil de replicar) foi o destravamento clínico. A companhia voltou a atrair equipes médicas de referência sem recorrer ao pagamento de "luvas", apostando em uma proposta de empreendedorismo médico. Salvador é o caso mais emblemático. Nesta unidade, a companhia conseguiu atrair equipes de referência em ginecologia, obstetrícia, ortopedia e cardiologia. Essas equipes médicas vieram de diversos hospitais da região, como no caso do Hospital da Bahia, Hospital Português, Hospital Cardiopulmonar e do próprio Hospital Aliança. Também houve a chegada de novas equipes em oncologia, especialidade cujo número de pacientes cresceu cerca de 45% no ano. Como consequência, a unidade que ainda operava perto do *break-even* ao fim de 2024 alcançou margem EBITDA de dois dígitos ao longo de 2025, com sucessivos recordes de receita.

Em Uberlândia, a companhia conseguiu fechar um importante acordo com sua principal fonte pagadora, a Unimed Uberlândia, que representava cerca de 60% da receita das unidades da região. Pelo acordo, as duas unidades (Santa Genoveva e Santa Clara) tornaram-se a rede preferencial da Unimed Uberlândia para seus beneficiários na praça. Ou seja, em vez de pulverizar os pacientes entre prestadores, a operadora passou a direcioná-los às unidades da Mater Dei. O contrato também estabeleceu dispositivos de recebimento das faturas melhores que os anteriores, incluindo a antecipação do pagamento por parte da Unimed. Ou seja, a operadora passou a pagar a Mater Dei de forma mais célere/antecipada, o que alivia diretamente o capital de giro e o ciclo financeiro da companhia. Em contrapartida, a Mater Dei assumiu metas de qualidade e eficiência assistencial, medidas por DRG¹⁰, das quais passou a depender parte de sua remuneração, por meio de bonificação por desempenho.

A consumação desse acordo foi ajudada pela fragilização do principal concorrente da praça. O Hospital UMC, adquirido pela Oncoclínicas em outubro de 2021, vinha enfrentando dificuldades financeiras e operacionais. Parte dessas dificuldades era explicada pelas tabelas de preços particularmente desfavoráveis com a Unimed Uberlândia, que incluíam contratos de *capitation*, onde o hospital recebe um valor fixo por beneficiário e assume integralmente o risco do custo de atender um *pool* de vidas. Na tentativa de negociar novas tabelas, o relacionamento entre a Oncoclínicas e a Unimed Uberlândia se deteriorou. Neste contexto, muitos médicos que haviam migrado para o UMC acabaram voltando para as unidades da Mater Dei.

Nesse período a companhia também inaugurou seu segundo projeto *greenfield* (bem menor que o de Salvador), na região de Nova Lima, na grande Belo Horizonte. O racional era específico: Nova Lima é uma das regiões de maior renda per capita do país e de rápido crescimento populacional, cujo público de alta renda tendia a evitar o deslocamento até as unidades do centro de Belo Horizonte. A resposta foi um hospital de nicho, de porte enxuto (117 leitos), concebido para capturar essa demanda. Por estar próximo e ser complementar ao hub metropolitano da rede, a unidade se apoia na estrutura administrativa já existente, o que reduz seu custo de suporte e

¹⁰ DRG (*Diagnosis Related Groups*): indicador que mede a eficiência, a segurança e os custos do atendimento

acelera a diluição de custos fixos. Inaugurada em agosto de 2024, atingiu o *break-even* operacional em quatro a cinco meses; a margem EBITDA alcançou dois dígitos já no segundo trimestre de 2025 e, ao longo do ano, superou a média consolidada da rede. Assim como em Salvador, a atração de corpo clínico foi central: a instalação de um sistema robótico em 2025 ajudou a trazer equipes de alta complexidade que não operavam na rede, com destaque para a oncologia (onde a companhia atraiu equipes médicas que eram referência na região e pertenciam à Oncoclínicas, então fragilizada).



Mesmo sendo uma das unidades mais novas da rede, Nova Lima já conta com um sistema de cirurgia robótica DaVinci, instalado em 2025.

Unidade Mater Dei Nova Lima, com capacidade de 117 leitos

A Tese de Investimentos

Conforme exploramos acima, entendemos que a companhia conseguiu entregar melhorias importantes na sua operação, especialmente ao longo de 2025. Como muitas dessas entregas são recentes e ainda estão em processo de maturação, os resultados consolidados de 2025 ainda não refletem o novo patamar de rentabilidade da companhia. Só para ilustrar esse ponto, o EBITDA do 1T26 foi 28,8% maior do que o EBITDA do 1T25. Só o carregamento das melhorias já entregues ao longo do ano anterior já deveria se refletir em resultados melhores para frente.

Contudo, entendemos que o amadurecimento das iniciativas e a continuidade dos esforços de atração de corpo clínico devem se traduzir em mais avanços ao longo de 2026. É natural que boa parte das novas equipes médicas atraídas pela Mater Dei passe por uma curva de maturação até atingir todo o seu potencial de fluxo nos hospitais. Além disso, a companhia segue firmando acordos relevantes para a captação de novas equipes, com ingresso previsto para o segundo semestre. Em Uberlândia, especificamente, o acordo com a Unimed prevê aumentos de fluxo nos hospitais da Mater Dei a cada seis meses.

Como em qualquer oportunidade de investimento, pouco nos animaríamos com essas expectativas se elas já estivessem incorporadas no preço das ações da companhia, porém o nosso entendimento é que não estão. Hoje, as ações da Mater Dei precificam a companhia em R\$ 1,59 bi. Nos últimos 12 meses reportados, a Mater Dei reportou R\$ 132 mm de lucro líquido¹¹, o que resulta em um múltiplo de 12,1 vezes preço/lucro. Contudo, aqui vale uma observação importante.

A Mater Dei vem entregando, de forma consistente, uma geração de caixa para o acionista em patamar superior ao lucro líquido contábil. Nos mesmos 12 meses, a Mater Dei gerou R\$ 155 mm de fluxo de caixa para o acionista, quando ajustados: i. os valores dos dividendos pagos; ii. as recompras de ações; e iii. o valor pago pela aquisição de participação minoritária no Hospital Santa Clara. Olhando por essa óptica, o múltiplo de geração de caixa é de 10,3 vezes, o que representa um “*free cash flow yield*” para o acionista próximo de 10%. Essa diferença entre o lucro líquido contábil e a geração de caixa é algo relevante e vale a pena ser explicada.

O principal fator que explica essa diferença é a dinâmica de arrendamentos. Na época do IPO, a Mater Dei decidiu aportar os imóveis dos hospitais que possuía na época em uma holding imobiliária e deixar este ativo fora do escopo do IPO. Esta é uma prática recorrente em empresas que vão fazer IPO e possuem ativos imobiliários, uma vez que a percepção é que o “mercado” não precifica corretamente o valor dos imóveis. A família controladora mantém os imóveis em sua holding imobiliária e firma um contrato de aluguel de longo prazo com a companhia que está sendo listada, sendo que no caso da Mater Dei os contratos são de 30 anos.

Ocorre que, na época do IPO, a Mater Dei ainda estava na fase de construção do hospital de Salvador, sendo que a obra havia sido financiada majoritariamente através de um empréstimo, com taxas de juros subsidiadas, do Banco do Nordeste. Visto que o empréstimo havia sido tomado na companhia que estava sendo listada e não na holding imobiliária, a empresa listada continuou pagando a construção do novo hospital, mesmo que ele houvesse sido transferido para a holding imobiliária. Isso criou um direito para a empresa listada cobrar da holding imobiliária o reembolso desses valores referentes ao pagamento do término da obra.

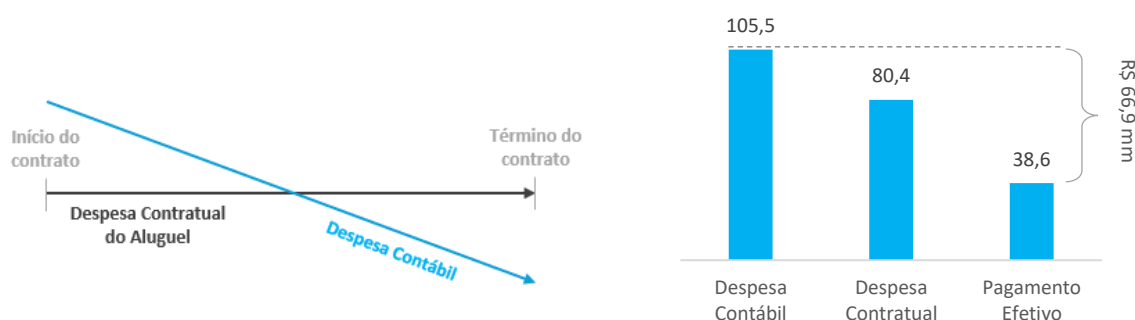
A forma de compensação definida para acertar estes valores foi um “desconto” no valor do aluguel enquanto houvesse valores em aberto, sendo que o saldo seria corrigido por 4,1% ao ano. Considerando o período dos últimos 12 meses reportados, o pagamento de aluguel previsto era de R\$ 80,4 mm, porém a companhia pôde compensar R\$ 41,8 mm através do saldo em aberto, reduzindo o pagamento efetivo de aluguel para pouco menos da metade.

Existe ainda um segundo ponto pertinente vinculado aos aluguéis. Com a adoção do IFRS 16 em 2019, as empresas passaram a ser obrigadas a “capitalizar” seus contratos de arrendamento em seus balanços patrimoniais, registrando no seu passivo o valor presente dos pagamentos futuros e um ativo de direito de uso de montante correspondente. Na DRE, a consequência é que a antiga despesa de aluguel some da linha operacional e se desdobra em duas novas despesas, a depreciação do direito de uso (normalmente consolidada na linha de depreciação/amortização) e os juros sobre arrendamento (dentro do resultado financeiro).

¹¹ Considera um ajuste no lucro do 3T25, vista a despesa não recorrente com pré-pagamento das debêntures

Ocorre que, em contratos de longa duração (como no caso da Mater Dei), a despesa contábil é majorada na primeira metade do contrato e diminuída na segunda. Enquanto a depreciação do direito de uso é geralmente linear ao longo de todo o período, os juros do passivo de arrendamento seguem a lógica de amortização de um empréstimo: incidem sobre o saldo devedor, que começa cheio e vai caindo conforme você paga as parcelas. Logo, os juros são altos no início e decrescentes até o fim (conforme é possível verificar na ilustração abaixo).

No caso da Mater Dei, a despesa contábil de arrendamento que passou em sua Demonstração de Resultados (DRE) nesse período foi de R\$ 105,5 mm. Já a contraprestação contratual de arrendamento prevista para este mesmo período seria de R\$ 80,4 mm, ou seja, R\$ 25,1 mm menor do que a despesa contábil que passou na DRE. É sobre esses R\$ 80,4 mm que a companhia compensou os R\$ 41,8 mm de reembolso de obras, resultando em um pagamento efetivo de aproximadamente R\$ 38,6 mm. Ou seja, a despesa contábil que transitou na DRE foi de R\$ 105,5 mm e o pagamento efetivo de R\$ 38,6 mm, uma diferença de R\$ 66,9 mm, montante muito relevante no contexto do fluxo de caixa da companhia.



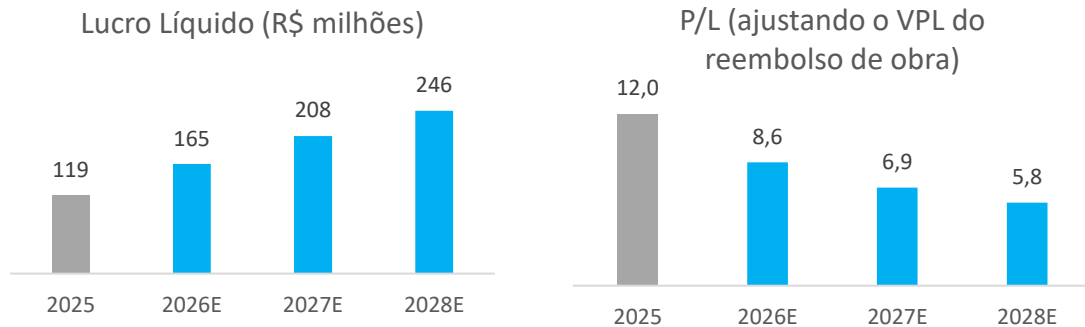
Fonte: Organon Capital, Mater Dei

Dado que a companhia ainda tem R\$ 295 mm em direitos de reembolso de obra para aproveitar, a geração de caixa da companhia deve continuar a ser ajudada por essas compensações por pelo menos mais seis anos.

Outro fator que ajudou mais recentemente foi a utilização de créditos fiscais. Dado o prejuízo gerado pela venda do Porto Dias, a companhia constituiu um crédito diferido de imposto de renda para ser compensado contra lucros futuros. A companhia vem consumindo esse crédito, sendo que ele ajudou em R\$ 27,5 mm nos últimos 12 meses reportados. O saldo remanescente é baixo, de R\$ 27,2 mm, porém deve continuar contribuindo com a geração de caixa de 2026. Vale mencionar que, para o futuro, a companhia ainda terá o benefício fiscal da amortização de cerca de R\$ 600 mm de ágio, oriundo das suas aquisições, que ainda não começou a ser aproveitado, pois as adquiridas não vinham apresentando lucro.

Na nossa visão, esses dois fatores (as compensações nos aluguéis e os benefícios fiscais) são muito pertinentes para entender o perfil de geração de caixa da companhia, que vem se mostrando mais alto do que os lucros reportados, mesmo em um período em que houve consumo de capital de giro associado ao crescimento. Esse perfil de forte geração de caixa deve contribuir para a expansão do lucro dos próximos anos, visto que permite à companhia reduzir seu endividamento de forma mais acelerada.

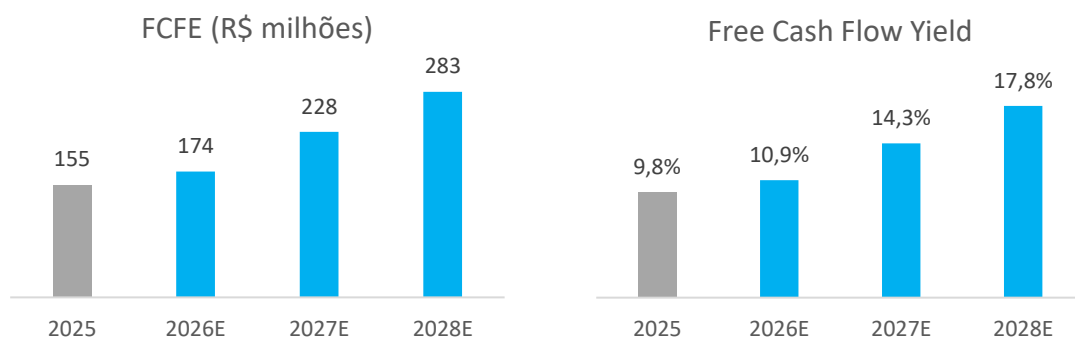
Olhando o futuro da companhia, acreditamos que deva ocorrer uma expansão importante dos resultados nos próximos anos, visto todos os fatores que já comentamos. Essa expansão dos resultados deve resultar em uma redução importante dos múltiplos para frente.



Fonte: Organon Capital, Mater Dei

No caso do indicador Preço/Lucro, gostamos de fazer um ajuste. Calculamos o impacto que a utilização do saldo de reembolso de obras deve gerar no fluxo de caixa da companhia e trazemos esses fluxos a valor presente. Acreditamos que o valor presente desses fluxos deve ser de pelo menos R\$ 160 mm (um desconto de 45% para o valor nominal do saldo em aberto), o que representa, aproximadamente, 10% do valor de mercado da companhia. Retiramos esses R\$ 160 mm do valor de mercado da companhia, visto que o lucro contábil da companhia não captura o benefício caixa das compensações e simplesmente desconsiderar o valor do ativo de reembolso de obra seria um erro. Ao analisar sob esta óptica, enxergamos que o múltiplo Preço/Lucro estaria na casa de 8,6 vezes em 2026, porém com uma “compressão” importante ao longo dos próximos anos, já caindo para 6,9 vezes em 2027.

Como é possível ver nos dados das nossas projeções abaixo, esperamos que a companhia continue tendo um perfil de forte geração de caixa para o acionista (*Free Cash Flow to Equity*), pelos motivos já explicados anteriormente. Acreditamos que a geração de caixa deva ser superior ao valor do lucro líquido contábil, mesmo considerando que a empresa está consumindo algum capital de giro devido ao seu crescimento. Ao olharmos o *Free Cash Flow Yield* (fluxo de caixa gerado para o acionista como percentual do valor de mercado) enxergamos um patamar próximo de 11% para 2026, aumentando para mais de 14% em 2027.



Fonte: Organon Capital, Mater Dei

Dadas as características da companhia e do setor em que ela está inserida (descritas abaixo), entendemos que os múltiplos prospectivos são muito atrativos e representam uma assimetria positiva como investimento.

Características da Mater Dei:

- A empresa está inserida em um setor pouco cíclico, com demanda resiliente e perspectiva de crescimento ancorada no envelhecimento da população;
- O *business* de hospitais gera ótimos retornos sobre o capital investido quando o hospital é bom e a administração competente;
- É uma empresa de dono, com um controlador que tem tradição no setor e um histórico de ser bom operador de hospitais;
- Empresa com perfil de forte geração de caixa, sem problema de alavancagem financeira;
- Perspectiva de crescimento dos resultados, ancorada principalmente nas melhorias operacionais implementadas nos hospitais “não maduros”.

Apesar de não existirem comparações perfeitas, é possível verificar que os múltiplos atuais da Mater Dei são bem inferiores aos múltiplos de outros players listados, ou dos múltiplos verificados no mercado privado.

No caso da Rede D’Or (maior rede de hospitais do país), o consenso de mercado enxerga que a companhia está negociando a cerca de 15,6 vezes o lucro de 2026 e 12,7 vezes o lucro de 2027. Apesar de entender que a Rede D’Or merece um prêmio por ser um ativo *premium* e já ter se provado como um consolidador do setor, a discrepância nos múltiplos prospectivos chama atenção.

No mercado privado, apesar de não terem ocorrido transações recentes, a Bradesco Saúde contratou uma avaliadora independente (APSYS) para avaliar os seus ativos, visto que tal laudo era necessário no contexto da transação que estava sendo consumada com a Odontoprev. Dentre os diversos ativos do Bradesco, está a participação de 20% que a seguradora tem no Grupo Santa, rede de hospitais comparável à Mater Dei. O ativo foi avaliado em 8,4 vezes EV/EBITDA, considerando o EBITDA de 2026. No caso da Mater Dei, esse mesmo múltiplo é de 5,0 vezes (ajustando o VPL do reembolso de obra).

Ainda assim, mesmo que se considere um cenário no qual nossas premissas operacionais se confirmem, mas o mercado siga atribuindo às ações da companhia um desconto próximo ao vigente, avaliamos que a forte geração de caixa, juntamente com uma alocação de capital responsável, deve garantir uma boa taxa de retorno para o nosso investimento.

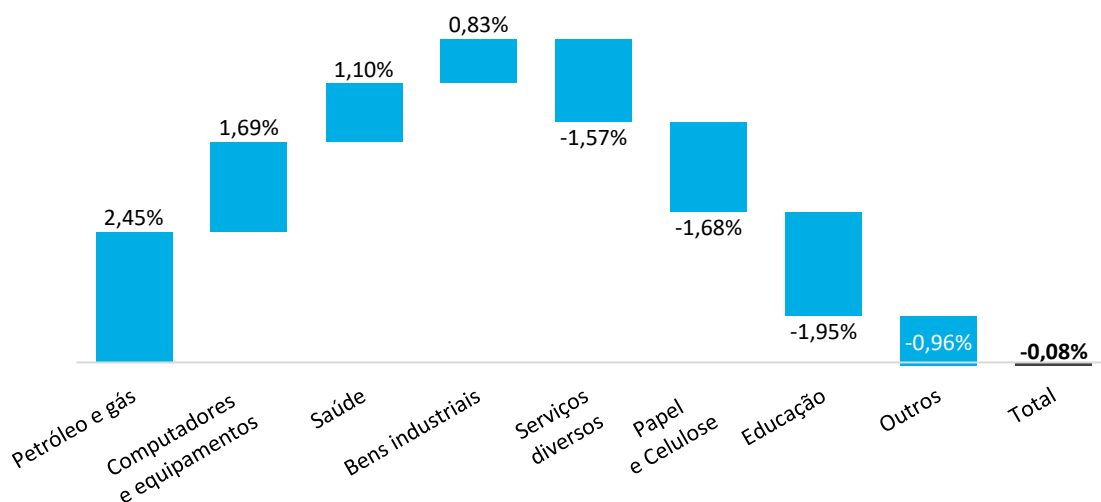
A companhia parece concordar com a nossa visão, visto que, desde que abriu o programa de recompra de ações em abril de 2024, ela já recomprou 23,3 milhões de ações (6,1% das ações

emitidas) e, mais recentemente, abriu um novo plano de recompra, para adquirir até 9,3 mm de ações (2,8% das ações emitidas¹²).

Desempenho Semestral

Neste primeiro semestre de 2026 obtivemos um retorno de -0,1%. Em contrapartida, o índice Bovespa teve uma apreciação de 6,8%, índice Bovespa Small Cap registrou uma queda de 4,6% e o IPCA +5% a.a. acumulou uma alta de 6,0%. No gráfico abaixo, demonstramos a distribuição da performance por setor da nossa carteira de ações durante o primeiro semestre. Em conjunto com os setores não individualizados no gráfico, taxas de administração e performance foram agrupadas na coluna “Outros”.

Atribuição de performance por setor econômico - 1S 2026



Dentre os investimentos maturados (dos quais já realizamos total desinvestimento) ao longo do semestre, podemos listar os seguintes nomes:

Empresa	Ticker	Período de investimento	Contribuição para o fundo no período - %
Tegma	TGMA3	Nov/21 – Fev/26	11,3%
Gerdau	GGBR4	Fev/24 – Mai/26	1,8%
CVC	CVCB3	Set/24 – Mai/26	1,5%

Ao longo do primeiro semestre, mantivemos o processo contínuo de reavaliação do portfólio, acompanhando diligentemente a relação entre risco e retorno de cada tese investida. Nesse percurso, concluímos o ciclo de investimento em três empresas: Tegma, Gerdau e CVC.

¹² Considera a base de ações após os cancelamentos realizados em 2024 e 2025

As ações dessas companhias alcançaram, à época, um patamar de preço que, a nosso ver, já incorporava de forma mais adequada os riscos e as oportunidades atuais de cada negócio, comprimindo de maneira relevante a assimetria entre o valor intrínseco estimado e a capitalização de mercado das empresas. Com o nível de desconto substancialmente reduzido, a relação entre risco e retorno das teses se tornou menos atrativa, deixando de justificar a manutenção das posições no portfólio.

Os recursos obtidos com essas movimentações foram realocados em teses já presentes na carteira, ampliando a exposição do fundo a companhias que, em nossa visão, devem atravessar ciclos operacionais positivos no médio prazo e cujas ações ainda oferecem uma margem de segurança saudável em termos de precificação.

Ao final do primeiro semestre de 2026 nosso portfólio contava com posições em 14 empresas e as 10 maiores posições representavam 86% do patrimônio do fundo, conforme nosso princípio de investimento de concentrar a carteira nas ações em que possuímos maior convicção.

No plano macroeconômico, a primeira metade de 2026 foi marcada tanto por desdobramentos relevantes no cenário eleitoral doméstico quanto pelos efeitos econômicos decorrentes do início do conflito entre EUA e Irã. Diante de um ambiente global de elevada volatilidade macroeconômica e geopolítica, somado à gradual deterioração de perspectivas sobre o ciclo de afrouxamento monetário no Brasil, o mercado acionário local registrou um movimento de retração a partir do 2T26, concentrado sobretudo nas empresas expostas à economia doméstica e naquelas com maior alavancagem financeira.

Nesse contexto novamente mais conturbado, continuamos pautados por nossa filosofia de investimento, priorizando a manutenção de um portfólio equilibrado, capaz de navegar bem em diferentes cenários, e mantendo um horizonte de longo prazo em todas as nossas decisões. Embora o mercado apresente desafios imprevisíveis de curto prazo, entendemos que o foco nos fundamentos microeconômicos das companhias e de seus setores de atuação é a postura que tende a otimizar a probabilidade de gerarmos retornos atrativos e sustentáveis no longo prazo.

Por fim, gostaríamos de agradecer a confiança contínua dos nossos investidores. Seguiremos acessíveis em nossos canais de comunicação.

Atenciosamente,

Equipe de gestão da Organon Capital

São Paulo, 21 de julho de 2026.