

## RATING ACTION COMMENTARY

### Fitch Rebaixa Rating da Hapvida Para 'AA+(bra)'; Perspectiva Estável

Brazil Mon 15 Dec, 2025 - 4:38 PM ET

Fitch Ratings - Rio de Janeiro - 15 Dec 2025: A Fitch Ratings rebaixou para 'AA+(bra)', de 'AAA(bra)', os Ratings Nacionais de Longo Prazo da Hapvida Participações e Investimentos S.A. (Hapvida) e de suas primeira, quinta, sétima, oitava, nona e décima emissões de debêntures, bem como o da sexta emissão cedida à companhia pela antiga controlada BCBF Participações S.A. (BCBF). A Perspectiva do rating corporativo é Estável.

O rebaixamento do rating reflete a menor geração operacional de caixa e margens mais baixas, frustrando as estimativas anteriores da Fitch para a companhia, após o fraco desempenho reportado no terceiro trimestre deste ano. A agência acredita que a performance operacional da empresa também se manterá inferior à inicialmente prevista ao longo de 2026. Esta ação de rating considera, ainda, a maior pressão sobre a estrutura de capital da Hapvida, com manutenção do índice de alavancagem financeira líquida (segundo cálculos da Fitch) acima de 2,5 vezes em 2025 e 2026, além da expectativa de fluxo de caixa livre (FCF) negativo em 2026.

A Hapvida enfrenta o desafio de retomar, de forma consistente, o crescimento líquido de beneficiários em sua carteira, diante de um ambiente operacional mais competitivo – especialmente no Rio de Janeiro e em São Paulo. Ao mesmo tempo, precisa manter a sinistralidade sob controle e aplicar reajustes de preços em patamares adequados, a fim de preservar sua forte participação de mercado sem comprometer ainda mais a rentabilidade.

A elevada escala de operações e o forte posicionamento de negócios da Hapvida no competitivo e fragmentado setor de saúde no Brasil, bem como a sua forte liquidez, atuam como importantes fatores de sustentação do rating no patamar atual.

## PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

**Desafios Operacionais a Curto e Médio Prazos:** O novo cenário de rating incorpora pressões adicionais sobre a geração de caixa e as margens operacionais da Hapvida em 2025 e 2026, refletindo sinistralidade acima do previsto no período e expansão mais lenta da base de beneficiários. A Fitch projeta EBITDA (pré-IFRS) de BRL3,2 bilhões em 2025 e de BRL3,4 bilhões em 2026, com margens de 10%, abaixo das estimativas anteriores, que estavam mais próximas a 12%.

As premissas contemplam, ainda, uma base média de beneficiários de 15,8 milhões em 2025 e de 15,9 milhões em 2026, tíquetes médios brutos consolidados entre BRL165 e BRL180 e sinistralidade-caixa em

torno de 74% no biênio. Este índice se compara com o de 75,2% no terceiro trimestre de 2025 e o de 73,7% nos nove primeiros meses do ano (9M25), e foi impactado por reclassificações contábeis, por uma sazonalidade atípica e pela abertura de novas unidades (hospitais e clínicas).

**Aumento da Alavancagem:** A maior pressão sobre a geração operacional de caixa da Hapvida deve postergar a trajetória de desalavancagem da companhia. No cenário-base do rating, a relação dívida líquida/EBITDA (segundo critérios da Fitch) deve atingir 2,8 vezes em 2025 e 2026, superior às estimativas anteriores, de manutenção deste indicador abaixo de 2,5 vezes. A margem entre a alavancagem projetada e o gatilho atual de rebaixamento do rating (3,0 vezes) é estreita, o que limita a flexibilidade financeira da empresa diante de eventuais pressões adicionais sobre seu perfil operacional.

**FCF Negativo em 2026:** A Fitch projeta fluxo de caixa das operações (CFO) em torno de BRL900 milhões em 2025 e de BRL600 milhões em 2026, após desembolsos médios anuais com juros e capital de giro de BRL2,4 bilhões. O FCF deve atingir BRL76 milhões no final de 2025 e se tornar negativo em torno de BRL200 milhões em 2026, após investimentos médios anuais de BRL800 milhões no período, que incluem a expansão da rede própria assistencial, em especial no Rio de Janeiro e em São Paulo. Não são esperados pagamentos de dividendos no biênio.

**Elevada Escala de Negócios:** A Hapvida lidera o setor de saúde suplementar no Brasil, com 17% de participação de mercado em número de beneficiários. Ao fim de setembro de 2025, contava com 16 milhões de usuários – 8,9 milhões em saúde e 7,1 milhões em planos odontológicos. Sua rede própria compreende 86 hospitais (6.158 leitos), 363 clínicas, 305 laboratórios de diagnóstico e 78 pronto-atendimentos, com presença em 19 estados e no Distrito Federal. A robusta escala de negócios e o modelo verticalizado da companhia mitigam parte dos riscos operacionais.

## **SENSIBILIDADE DOS RATINGS**

### **Fatores Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Negativa/Rebaixamento:**

- Enfraquecimento do modelo de negócios da Hapvida e/ou perda significativa de participação de mercado;
- Margens de EBITDA (pré-IFRS) inferiores a 10%, em bases recorrentes;
- Deterioração significativa do perfil de liquidez;
- Índice de dívida líquida/EBITDA acima de 3,0 vezes, em bases recorrentes.

### **Fatores Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Positiva/Elevação:**

- Margem de EBITDA (pré-IFRS) igual ou superior a 12%, em bases consistentes;
- Índice dívida líquida/EBITDA inferior a 2,5 vezes, em bases recorrentes;

-- Índice de cobertura dos juros pelo EBITDA acima de 3,0 vezes, em bases recorrentes.

## **PRINCIPAIS PREMISSAS**

### **As Principais Premissas do Cenário de Rating da Fitch Para a Hapvida Incluem:**

- Base média de beneficiários (incluindo odontologia) de 15,8 milhões em 2025 e de 15,9 milhões em 2026;
- Tíquete médio bruto mensal de planos de saúde em torno de BRL287 em 2025 e de BRL311 em 2026;
- Tíquete médio bruto mensal de planos odontológicos entre BRL10 e BRL11 em 2025-2026;
- Sinistralidade-caixa em torno de 74% em 2025 e 2026;
- Investimentos médios anuais de BRL800 milhões em 2025 e 2026;
- Ausência de pagamentos de dividendos em 2025 e 2026.

## **ANÁLISE DE PARES**

O rating da Hapvida é inferior ao da Rede D'Or São Luiz S.A. (Rede D'Or; Rating Nacional de Longo Prazo AAA(bra), Perspectiva Estável), em razão de perfis operacional e financeiro mais pressionados, refletidos em margens operacionais menores e maior alavancagem financeira líquida. Embora ambas apresentem liquidez forte, a Rede D'Or conta com mais flexibilidade financeira, evidenciada pelo comprovado acesso ao mercado internacional de dívida. Em comparação com a Diagnósticos da América S.A. (Dasa; Rating Nacional de Longo Prazo AA(bra), Perspectiva Estável), a Hapvida tem maior escala de negócios, melhor liquidez, perfil de endividamento mais alongado e menor alavancagem financeira líquida, ainda que apresente rentabilidade inferior. As três companhias possuem forte escala de negócios e posicionamento competitivo de destaque em seus respectivos mercados de atuação.

## **Resumo dos Ajustes das Demonstrações Financeiras**

- A Fitch utiliza as demonstrações financeiras consolidadas da Hapvida elaboradas com base no IFRS-4 para contratos de seguros;
- A posição de caixa disponível exclui as aplicações financeiras vinculadas a provisões técnicas do regulador;
- A dívida bruta considera as obrigações referentes a aquisições e a posição líquida de derivativos;
- O EBITDA ajustado da Fitch exclui a depreciação de ativos de direito de uso e os juros sobre arrendamentos, tratando-os como despesas com aluguel, em conformidade com o IFRS-16. Itens não recorrentes e/ou sem impacto no caixa da empresa também são excluídos deste cálculo. A agência soma ao EBITDA ajustado a receita financeira do caixa regulatório, devido ao seu caráter operacional.

## **LIQUIDEZ E ESTRUTURA DA DÍVIDA**

A confortável reserva de caixa e o alongado cronograma de vencimento da dívida atuam como importantes fatores de proteção do crédito da Hapvida. Em 30 de setembro de 2025, caixa e aplicações financeiras, líquidos dos montantes vinculados a obrigações regulatórias com a Agência Nacional de Saúde (ANS), somavam BRL5,4 bilhões, o suficiente para cobrir os vencimentos de dívida até 2028. Também no final de setembro deste ano, a companhia reportava excesso de aplicações financeiras vinculadas a ativos garantidores frente às exigências regulatórias, em torno de BRL1,6 bilhão, o que reforça a sua flexibilidade financeira.

A dívida no período totalizava BRL14,1 bilhões e era composta principalmente por debêntures (77%) e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs, 16%). A Hapvida possui BRL1,3 bilhão de vencimentos no último trimestre de 2025 e BRL729 milhões ao longo de 2026. Os recursos da décima emissão de debêntures, de BRL3,65 bilhões, emitidos em outubro de 2025, foram destinados ao resgate antecipado dos saldos remanescente das segunda e terceira emissões de debêntures da companhia, que seriam amortizadas originalmente em 2028 e 2029.

## **PERFIL DO EMISSOR**

A Hapvida é uma operadora verticalizada de planos de saúde e odontológicos, presente em 19 estados brasileiros, além do DF. O controlador PPar Pinheiro Participações S.A. detém 41,5% das ações (excluindo as em tesouraria), permanecendo o restante em circulação no mercado.

## **INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS:**

A presente publicação é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao artigo 16 da Resolução CVM nº 9/20.

As informações utilizadas nesta análise são provenientes da Hapvida Participações e Investimentos S.A. (Hapvida).

A Fitch adota todas as medidas necessárias para que as informações utilizadas na classificação de risco de crédito sejam suficientes e provenientes de fontes confiáveis, incluindo, quando apropriado, fontes de terceiros. No entanto, a Fitch não realiza serviços de auditoria e não pode realizar, em todos os casos, verificação ou confirmação independente das informações recebidas.

Histórico dos Ratings:

Hapvida Participações e Investimentos S.A.

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 3 de julho de 2019.

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez: 10 de outubro de 2025.

A classificação de risco foi comunicada à entidade avaliada ou a partes a ela relacionadas, e o rating atribuído não foi alterado em virtude desta comunicação.

Os ratings atribuídos pela Fitch são revisados, pelo menos, anualmente.

A Fitch publica a lista de conflitos de interesse reais e potenciais no Anexo X do Formulário de Referência, disponível em [www.fitchratings.com/brasil](http://www.fitchratings.com/brasil).

Para informações sobre possíveis alterações na classificação de risco de crédito veja o item: Sensibilidade dos Ratings.

Informações adicionais estão disponíveis em ‘[www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)’ e em ‘[www.fitchratings.com/brasil](http://www.fitchratings.com/brasil)’.

A Fitch Ratings Brasil Ltda., ou partes a ela relacionadas, pode ter fornecido outros serviços à entidade classificada no período de 12 meses que antecede esta ação de rating de crédito. A lista de outros serviços prestados às entidades classificadas está disponível em <https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil/exigencias-regulatorias/outros-servicos>. A prestação deste serviço não configura, em nossa opinião, conflito de interesses em face da classificação de risco de crédito.

A Fitch Ratings foi paga para determinar cada rating de crédito listado neste relatório de classificação de risco de crédito pelo devedor ou emissor classificado, por uma parte relacionada que não seja o devedor ou o emissor classificado, pelo patrocinador (“sponsor”), subscritor (“underwriter”), ou o depositante do instrumento, título ou valor mobiliário que está sendo avaliado.

Metodologia Aplicada e Pesquisa Relacionada:

- Metodologia de Ratings Corporativos (27 de junho de 2025);
- Metodologia de Ratings em Escala Nacional (22 de dezembro de 2020).

RATING ACTIONS

ENTITY / DEBT ⚡	RATING ⚡			PRIOR ⚡
Hapvida Participacoes e Investimentos S.A.	Natl LT	AA+(bra) Rating Outlook Stable		AAA(bra) Rating Outlook Stable
	Downgrade			
senior unsecured	Natl LT	AA+(bra)	Downgrade	AAA(bra)

[VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS](#)

FITCH RATINGS ANALYSTS

**Tatiana Thomaz**

Director

Analista primário

+55 21 4503 2605

tatiana.thomaz@fitchratings.com

Fitch Ratings Brasil Ltda.

Av. Barão de Tefé, 27 – Sala 601 Saúde Rio de Janeiro, RJ 20220-460

**Andres Correa**

Senior Director

Analista secundário

+1 212 908 0559

andres.correa@fitchratings.com

**Fernanda Rezende**

Senior Director

Presidente do Comitê

+55 21 4503 2619

fernanda.rezende@fitchratings.com

**MEDIA CONTACTS****Maggie Guimaraes**

São Paulo

+55 11 4504 2207

maggie.guimaraes@thefitchgroup.com

Informações adicionais estão disponíveis em [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

**PARTICIPATION STATUS**

The rated entity (and/or its agents) or, in the case of structured finance, one or more of the transaction parties participated in the rating process except that the following issuer(s), if any, did not participate in the rating process, or provide additional information, beyond the issuer's available public disclosure.

**APPLICABLE CRITERIA**

[Metodologia de Ratings em Escala Nacional \(pub. 22 Dec 2020\)](#)

[Metodologia de Ratings Corporativos \(pub. 27 Jun 2025\)](#)

**APPLICABLE MODELS**

Numbers in parentheses accompanying applicable model(s) contain hyperlinks to criteria providing description of model(s).

## ADDITIONAL DISCLOSURES

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)

## ENDORSEMENT STATUS

Hapvida Participacoes e Investimentos S.A.

-

## DISCLAIMER & COPYRIGHT

Todos os ratings de crédito da Fitch estão sujeitos a algumas limitações e termos de isenção de responsabilidade. Por favor, veja no link a seguir essas limitações e termos de isenção de responsabilidade: <http://fitchratings.com/understandingcreditratings>. Além disso, as definições de cada escala e categoria de rating, incluindo definições referentes a inadimplência, podem ser acessadas em <https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil>, em definições de ratings, na seção de exigências regulatórias. Os ratings públicos, critérios e metodologias publicados estão permanentemente disponíveis neste website. O código de conduta da Fitch e as políticas de confidencialidade, conflitos de interesse; segurança de informação (firewall) de afiliadas, compliance e outras políticas e procedimentos relevantes também estão disponíveis neste website, na seção "código de conduta". Os interesses relevantes de diretores e acionistas estão disponíveis em <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. A Fitch pode ter fornecido outro serviço autorizado ou complementar à entidade classificada ou a partes relacionadas. Detalhes sobre serviço autorizado, para o qual o analista principal está baseado em uma empresa da Fitch Ratings (ou uma afiliada a esta) registrada na ESMA ou na FCA, ou serviços complementares podem ser encontrados na página do sumário do emissor, no website da Fitch.

Ao atribuir e manter ratings e ao produzir outros relatórios (incluindo informações sobre projeções), a Fitch conta com informações factuais recebidas de emissores e underwriters e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch realiza uma apuração adequada das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém uma verificação adequada destas informações de fontes independentes, à medida que estas fontes estejam disponíveis com determinado grau de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emissor esteja localizado, da disponibilidade e da natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações preexistentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings e relatórios da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a

Fitch dispõe com respeito a um rating ou relatório serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir ratings e relatórios, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings e as projeções financeiras e outras informações são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e premissas sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings e as projeções podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado. A Fitch Ratings realiza ajustes frequentes e amplamente aceitos nos dados financeiros reportados, de acordo com as metodologias relevantes e/ou padrões do setor, de modo a prover consistência em termos de métricas financeiras para entidades do mesmo setor ou classe de ativos.

A faixa completa de melhores e piores cenários de ratings de crédito para todas as categorias de rating varia de 'AAA' a 'D'. A Fitch também fornece informações sobre os melhores cenários de elevação de rating e os piores cenários de rebaixamento de rating (definidos como o 99º percentil de transições de rating, medidos em cada direção) para ratings de crédito internacionais, com base no desempenho histórico. Uma média simples entre classes de ativos apresenta elevações de quatro graduações no melhor cenário de elevação e de oito graduações no pior cenário de rebaixamento no 99º percentil. Os melhores e piores cenários de rating específicos do setor estão listados detalhadamente em

<https://www.fitchratings.com/site/re/10238496>

As informações neste relatório são fornecidas "tais como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia, e a Fitch não garante ou atesta que um relatório ou seu conteúdo atenderá qualquer requisito de quem o recebe. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião e os relatórios se apoiam em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings e relatórios são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhum indivíduo, ou grupo de indivíduos, é responsável isoladamente por um rating ou relatório. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou da venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser alterados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxação sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e underwriters para avaliar o rating dos títulos. Estes preços geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada



seguradora ou garantidor, mediante um único pagamento anual. Tais valores podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e da distribuição por meios eletrônicos, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizado para estes assinantes até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.

Para Austrália, Nova Zelândia, Taiwan e Coreia do Sul apenas: A Fitch Austrália Pty Ltd detém uma licença australiana de serviços financeiros (licença AFS nº337123), a qual autoriza o fornecimento de ratings de crédito apenas a clientes de atacado. As informações sobre ratings de crédito publicadas pela Fitch não se destinam à utilização por pessoas que sejam clientes de varejo, nos termos da Lei de Sociedades (Corporations Act 2001).

A Fitch Ratings, Inc. está registrada na Securities and Exchange Commission dos EUA como uma “Nationally Recognized Statistical Rating Organization” (NRSRO – Organização de Rating Estatístico Reconhecida Nacionalmente). Algumas subsidiárias de ratings de crédito de NRSROs são listadas no Item 3 do NRSRO Form e, portanto, podem atribuir ratings de crédito em nome da NRSRO (consulte <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), mas outras subsidiárias de ratings de crédito não estão listadas no NRSRO Form (as “não-NRSROs”). Logo, ratings de crédito destas subsidiárias não são atribuídos em nome da NRSRO. Porém, funcionários da não-NRSRO podem participar da atribuição de ratings de crédito da NRSRO ou atribuídos em nome dela.

Copyright © 2025 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. 33 Whitehall St, NY, NY 10004. Telefone: 1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados.

[READ LESS](#)

## **SOLICITATION STATUS**

The ratings above were solicited and assigned or maintained at the request of the rated entity/issuer or a related third party. Any exceptions follow below.

Fitch's solicitation status policy can be found at [www.fitchratings.com/ethics](http://www.fitchratings.com/ethics).

## **ENDORSEMENT POLICY**

Os ratings de crédito internacionais da Fitch produzidos fora da União Europeia (UE) ou do Reino Unido, conforme o caso, são endossados para uso por entidades reguladas na UE ou no Reino Unido, respectivamente, para fins regulatórios, de acordo com os termos do Regulamento das Agências de Rating de Crédito da UE ou do Reino Unido (Alterações etc.) (saída da UE), de 2019 (EU CRA Regulation or the UK Credit Rating Agencies (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019), conforme o caso. A abordagem

da Fitch para endosso na UE e no Reino Unido pode ser encontrada na página de [Regulatory Affairs \(Assuntos Regulatórios\)](#) da Fitch, no site da agência. O status de endosso dos ratings de crédito internacionais é fornecido na página de sumário da entidade, para cada entidade classificada, e nas páginas de detalhes das transações, para transações de finanças estruturadas, no site da Fitch. Estas divulgações são atualizadas diariamente.