

EFEITOS DA PANDEMIA DA COVID-19 NO DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS DE SAÚDE LISTADAS NA B3: UMA ANÁLISE QUANTITATIVA DOS INDICADORES DE LIQUIDEZ, ENDIVIDAMENTO E RENTABILIDADE (2020–2024)

Christian Gresik Amaral de Almeida¹

Demetrius Queiroz do Rêgo Barros²

Elifaz Pereira Anunciação³

Francisca Alexandra Sales Rodrigues Marinho⁴

Solange Rodrigues dos Santos Corrêa⁵

RESUMO: O estudo analisou a evolução da saúde financeira das empresas do setor de saúde listadas na B3 no período de 2020 a 2024, sob a perspectiva da Contabilidade Financeira e da análise por índices. A pesquisa adotou abordagem quantitativa, descritiva e longitudinal, comparando a Fase Pandemia (2020–2021) com a Fase Pós-Pandemia (2023–2024), a partir dos indicadores de Liquidez Corrente, Endividamento Total, Margem EBITDA e Retorno sobre o Ativo (ROA). A amostra foi composta por quatro empresas representativas do setor, com dados extraídos das Demonstrações Financeiras Padronizadas e analisados por meio da Análise Horizontal das medianas setoriais e do Teste de Postos Sinalizados de Wilcoxon. Os resultados indicam aumento estatisticamente significativo da liquidez e redução do endividamento no pós-pandemia. Observou-se, ainda, uma assimetria na rentabilidade: enquanto a Margem EBITDA apresentou queda significativa, o ROA aumentou, sugerindo que a melhora da rentabilidade global foi impulsionada predominantemente por fatores financeiros, e não operacionais.

1

Palavras-chave: Setor de Saúde. Liquidez. Endividamento. Rentabilidade. Pós-Pandemia.

ABSTRACT: This study analyzed the evolution of the financial health of healthcare companies listed on B3 from 2020 to 2024, under the perspective of Financial Accounting and ratio analysis. A quantitative, descriptive, and longitudinal approach was adopted, comparing the Pandemic Phase (2020–2021) with the Post-Pandemic Phase (2023–2024), using the indicators of Current Liquidity, Total Leverage, EBITDA Margin, and Return on Assets (ROA). The sample comprised four representative firms in the sector, with data extracted from standardized financial statements and analyzed through Horizontal Analysis of sector medians and the Wilcoxon Signed-Rank Test. The results indicate a statistically significant increase in liquidity and a reduction in leverage in the post-pandemic period. Profitability exhibited an asymmetry: while EBITDA margin declined significantly, ROA increased, suggesting that improvements in overall profitability were primarily driven by financial factors rather than operational performance.

Keywords: Healthcare Sector. Liquidity. Leverage. Profitability. Post-Pandemic.

¹ Mestrando em Controladoria e Finanças na FIPECAFI.

² Mestrando em Controladoria e Finanças na FIPECAFI.

³ Docente do curso de Ciências Contábeis da Faculdade de Ilhéus, Centro de Ensino Superior, Ilhéus, Bahia, Mestre em Contabilidade pela Fucape e Doutorando pela UAA-Universidade Autônoma de Assuções.

⁴ Mestranda em Controladoria e Finanças na FIPECAFI.

⁵ Professora Titular nível Pleno do DCAC (Departamento de Ciências Administrativas e Contábeis) na Universidade Estadual de Santa Cruz, Ilhéus, Bahia, Brasil.

1. INTRODUÇÃO E CONTEXTUALIZAÇÃO

1.1. O Papel Estratégico da Contabilidade Financeira na Avaliação Corporativa e o Setor de Saúde

A Contabilidade Financeira, alicerçada na filosofia da transparência e comparabilidade das Normas Internacionais de Relato Financeiro (IFRS), representa o principal sistema de informação para o público externo. No âmbito do mercado de capitais brasileiro (B3), as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) fornecem os dados essenciais para a avaliação da performance econômica e da saúde financeira das empresas. A análise destas demonstrações, por meio de índices, transcende a mera conferência de números, constituindo um diagnóstico da capacidade de uma entidade em gerar riqueza, prestar informações de seu desempenho e demonstrar que pode honrar seus compromissos. Conforme afirma Iudícibus (2017), com o avanço do desenvolvimento econômico, torna-se cada vez mais evidente a relevância da análise financeira e contábil, bem como da Contabilidade como um todo.

Ademais, a estrutura e o conteúdo das demonstrações utilizadas para a extração dos indicadores financeiros deste estudo, tais como Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício, são definidos pelo CPC 26 (R1) – Apresentação das Demonstrações Contábeis, norma que foi convergida ao IAS 1. O pronunciamento estabelece requisitos de apresentação, elementos mínimos, critérios de classificação e uniformidade, assegurando que informações como Ativo Total, Patrimônio Líquido, Lucro Líquido, EBITDA e componentes circulantes sejam disponibilizados de forma consistente e comparável ao longo do tempo. Portanto, o uso dos indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade encontra respaldo técnico na conformidade normativa das DFPs, reforçando a fidedignidade e a comparabilidade dos dados analisados.

Nesse contexto, a qualidade da informação contábil assume papel central para os usuários externos. Reina, Carvalho, Reina, Lemes (2022) verificaram uma associação significativa entre o aumento da comparabilidade dos relatórios financeiros (tanto em diferentes períodos quanto em relação à média setorial) e a maior acurácia das estimativas de consenso elaboradas pelos analistas. A comparabilidade é reconhecida como uma característica *sine qua non* da informação contábil, pois influencia diretamente os usuários finais. Essa qualidade permite que analistas de mercado utilizem dados de empresas pertencentes ao mesmo setor econômico como referência para formular suas projeções, favorecendo a consistência das estimativas e, conseqüentemente, beneficiando investidores e os diversos agentes do mercado.

Além da comparabilidade, a mensuração da saúde financeira das organizações é outro elemento central na análise contábil. Consoante Assaf Neto (2017), a saúde financeira de uma organização tem como pilar um constructo multidimensional, tradicionalmente avaliado a partir de três indicadores fundamentais: liquidez, que objetiva aferir a capacidade de pagamento de uma empresa; endividamento, relacionado à estrutura de capital e ao risco financeiro; e rentabilidade, que visa gerar juízo de valor sobre os resultados obtidos pela empresa em determinados parâmetros que correspondem as suas dimensões.

Neste cenário, setores caracterizados por alta intensidade de capital e ciclos operacionais complexos, como o da saúde, a interpretação desses indicadores deve considerar as particularidades do contexto operacional e das demonstrações contábeis.

Essa necessidade se torna ainda mais evidente diante de situações extremas, como a crise do COVID-19, que alterou significativamente as condições econômicas e financeiras das organizações. Durante o período pandêmico, muitas empresas do setor de saúde listadas na bolsa brasileira sofreram perdas expressivas em seus valores de mercado, a instabilidade econômica, os custos crescentes e o processo de consolidação por fusões e aquisições foram fatores que marcaram o cenário financeiro dessas empresas (Oliveira, 2024).

Contudo, a reação inicial do segmento foi complexa. Reforçando a importância de análise do setor, o estudo se utilizando da abordagem de estudo de eventos, realizado por Lima Duarte (2020) traz que a intensificação da crise sanitária global levou investidores brasileiros a se adiantarem aos efeitos da pandemia, percebendo sinais antes mesmo da confirmação oficial pela OMS e que, no início desse período, as empresas do setor de saúde listadas na bolsa brasileira tiveram um desempenho superior ao restante do mercado, conquanto, o segmento revelou baixa eficiência informacional, o que resultou em impactos duradouros sobre os preços das ações.

Essa conjectura de volatilidade de resultados é confirmada por Minami (2024), em estudo que aborda os impactos da pandemia e as perspectivas de recuperação econômica para os planos de saúde no Brasil entre os anos de 2018 e 2024, o setor apresentou a seguinte característica financeira:

Durante este intervalo, o setor foi significativamente impactado pela pandemia de Covid-19, que inicialmente resultou em recordes positivos no Resultado Líquido (RL) em 2020, atingindo R\$ 17,6 bilhões (Gráfico 1). Nos anos subsequentes, enfrentou desafios operacionais, com o RL diminuindo para R\$ 2,6 bilhões em 2021 e registrando um prejuízo de R\$ 529,9 milhões em 2022. A partir de 2023, iniciou-se uma recuperação gradual, com o RL alcançando R\$ 1,9 bilhão. No 1º trimestre de 2024, esse valor

aumentou para R\$ 3,1 bilhões, refletindo uma melhoria na performance financeira do setor. (p.2)

Corroborando a pressão operacional sobre as empresas, o autor também traz que entre 2021 e 2023, o Resultado Operacional enfrentou desafios consideráveis, especialmente no que tange ao ano de 2022, quando apresentou um valor negativo de R\$ 10,7 bilhões. Apesar disso, no primeiro trimestre de 2024, houve uma demonstração de recuperação, obtendo-se um resultado operacional positivo de R\$ 1,9 bilhão, representando o primeiro número favorável em relação aos primeiros trimestres desde 2021.

Em linha com esses achados, Goulart, Oliveira, Santos, Parnaíba Ferreira Neto, (2023) analisaram 22 empresas do setor de saúde listadas na B3, comparando os períodos anteriores à pandemia (2018–2019) e após o seu início (2020–2021), distribuídas entre os subsetores de Medicamentos e Outros Produtos, Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos, Equipamentos e Comércio, verificou-se que o subsetor de serviços médico-hospitalares apresentou a pior performance durante a pandemia. Esse segmento registrou crescimento expressivo do capital de terceiros e redução da margem líquida e da rentabilidade, resultado da mudança de foco dos hospitais para a prevenção da COVID-19, o que levou ao adiamento de atendimentos e à consequente diminuição de consultas, exames e cirurgias.

O presente trabalho tem por objetivo avaliar o desempenho das empresas do setor de saúde listadas na B3, utilizando o ferramental contábil-financeiro tradicional. A análise da evolução dos indicadores de Liquidez, Endividamento e Rentabilidade permitirá verificar em que medida as estratégias de crescimento e os choques de custo alteraram o perfil de risco e a sustentabilidade das principais empresas de saúde no mercado de capitais brasileiro. Pretende-se trazer por meio da seguinte questão de pesquisa resultados que tragam uma análise econômica das empresas de saúde:

"Qual foi a evolução dos indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade das principais empresas do setor de Saúde listadas na B3, abrangendo os subsetores de Serviços Médico-Hospitalares, Medicina Diagnóstica, Operadoras de Planos de Saúde, no período de 2020 a 2024 e quais são as tendências observadas em sua saúde financeira?"

Os resultados deste estudo são de alta relevância para o mundo acadêmico (oferecendo dados empíricos recentes sobre a contabilidade do setor); investidores e analistas de mercado (com comparabilidade entre empresas); e órgãos reguladores (ANS), no monitoramento da saúde financeira e do risco sistêmico das operadoras e prestadoras.

Diante desse contexto, e considerando a relevância do setor para o desenvolvimento sustentável do país, bem como a coexistência entre a intensa consolidação do mercado (que demanda capital de terceiros) e as pressões de custo e sinistralidade pós-pandemia (que restringem a rentabilidade) levanta a questão central deste artigo, com o objetivo de se nortear a pesquisa e conseguir chegar a resultados que ofereçam benefícios acadêmicos, sociais e para investidores, foram formuladas as seguintes hipóteses de pesquisa:

H₁ (Liquidez): O índice de Liquidez Corrente médio do setor de saúde listado na B3 apresentou uma redução ao se comparar a Fase Pandemia (2020-2021) com a Fase Pós-Pandemia (2023-2024), refletindo a pressão do aumento da sinistralidade represada e dos custos operacionais sobre o Passivo Circulante.

H₂ (Endividamento): O nível de Endividamento Total (Passivo Total / Ativo Total) do setor de saúde listado apresentou uma tendência de aumento ao se comparar a Fase Pandemia (2020-2021) com a Fase Pós-Pandemia (2023-2024), resultado da necessidade de financiamento (capital de terceiros) para a estratégia de crescimento via fusões e aquisições.

H_{3a} (Rentabilidade Operacional): A Margem EBITDA do setor de saúde listado na B3 apresentou uma redução significativa ao se comparar a Fase Pandemia (2020-2021) com a Fase Pós-Pandemia (2023-2024), indicando que os choques de custo e a sinistralidade elevada superaram os ganhos de escala da consolidação.

H_{3b} (Rentabilidade Global): O Retorno sobre o Ativo (ROA) do setor de saúde listado na B3 apresentou uma redução ao se comparar a Fase Pandemia (2020-2021) com a Fase Pós-Pandemia (2023-2024), seguindo a deterioração da rentabilidade operacional.

2. Referencial Teórico

2.1. Teoria da Análise Financeira por Índices

A análise de balanços, conforme Assaf Neto (2023), tem como propósito fundamental evidenciar, a partir dos registros contábeis disponibilizados pelas entidades, o estado atual de sua estrutura econômico-financeira. Além disso, busca identificar os fatores determinantes da evolução observada ao longo do tempo, bem como inferir tendências que possam orientar projeções futuras, ou seja, é um instrumento que permite a compreensão integrada da trajetória passada, da situação presente e das perspectivas projetadas de desempenho organizacional.

Ainda conforme o autor, uma das atribuições fundamentais para correta análise, consiste em aprofundar o conhecimento sobre a organização e o setor econômico em que está inserida,

com vistas a aprimorar a avaliação das decisões financeiras adotadas, especialmente aquelas relacionadas a investimentos e financiamentos, trazendo, assim, análise significativamente mais robusta e fidedigna quando interpretada à luz das especificidades do segmento de atuação da entidade, permitindo uma compreensão mais acurada de sua realidade econômico-financeira. Desta forma a escolha dos indicadores se baseia no princípio de que a saúde financeira de uma empresa é multifacetada e pode ser sintetizada nas seguintes vertentes:

Liquidez: Mede a capacidade da empresa de cumprir suas obrigações de curto e longo prazo.

Endividamento/Estrutura de Capital: Avalia a proporção entre o capital de terceiros e o capital próprio, refletindo o risco financeiro.

Rentabilidade: Indica a eficiência da empresa em gerar lucro a partir do retorno sobre investimentos e a lucratividade das vendas.

Uma análise crítica dos indicadores é essencial para evitar conclusões superficiais. Conforme destacam Scarpel e Milioni (2001), não se deve concentrar a avaliação apenas em índices isolados, mas sim adotar uma abordagem holística. Isso porque os indicadores de liquidez, endividamento, atividade e lucratividade são complementares entre si, o que reforça a necessidade de selecionar aqueles capazes de distinguir empresas solventes das insolventes, além de estabelecer pesos adequados para a análise.

6

Nesse sentido, Sobral e Peci (2008) reforçam que o diagnóstico organizacional não deve se restringir ao cálculo de indicadores quantitativos. Os autores defendem que análises gerenciais eficazes exigem também a consideração de aspectos qualitativos, como dinâmica de mercado, posição competitiva, dependência de fornecedores e condições conjunturais, incluindo efeitos sazonais, a fim de permitir uma compreensão verdadeiramente abrangente da situação da empresa.

2.2. O Significado Contábil dos Indicadores Chave

O indicador de liquidez corrente constitui uma métrica relevante para a análise da capacidade de uma entidade em honrar suas obrigações de curto prazo. Segundo Sobral e Peci (2008), os indicadores de liquidez são importantes para avaliar se a empresa é capaz de satisfazer suas obrigações de curto prazo, garantindo a manutenção da operação, e que a sua ausência é um dos principais motivos de falência das empresas. Sua mensuração é realizada por meio da seguinte fórmula:

Liquidez Corrente = Ativo Circulante / Passivo Circulante

Conforme Assaf Neto (2021), esse indicador expressa a razão entre os ativos circulantes (representados por haveres e direitos realizáveis no curto prazo) e o passivo circulante, que corresponde às obrigações exigíveis no mesmo horizonte temporal. Assim, quando o resultado da razão é superior a 1, indica a existência de capital circulante líquido positivo, evidenciando que a organização possui recursos suficientes para cobrir suas dívidas de curto prazo. Caso o resultado seja igual a 1, denota a inexistência de capital circulante líquido, ou seja, os ativos circulantes apenas igualam os passivos circulantes. Por fim, um resultado inferior a 1 revela a presença de capital de giro líquido negativo, sinalizando uma possível insuficiência de recursos para o cumprimento das obrigações imediatas.

Complementarmente, no que tange à análise da estrutura de capital e à capacidade de solvência da organização, destaca-se o índice de endividamento total. De acordo com Ross, Westerfield e Jordan (2022), esse indicador considera todas as dívidas, vencimentos e credores da entidade, sendo seu resultado expresso em termos percentuais. Tal índice revela a proporção de capital de terceiros presentes na estrutura financeira da organização, permitindo avaliar o grau de dependência de recursos externos e os riscos associados à alavancagem financeira. Foi adotado, portanto, a seguinte fórmula:

7

$$\text{Índice de endividamento Total} = (\text{Ativo Total} - \text{Patrimônio líquido}) / \text{Ativo Total}$$

No âmbito da rentabilidade, outro indicador relevante é o retorno sobre o ativo (ROA), que permite avaliar a eficiência global na utilização dos ativos da empresa. Segundo Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb (2015), o ROA mensura o lucro gerado por cada real investido em ativos totais, refletindo o desempenho operacional da organização em relação ao conjunto de recursos sob sua administração. Dessa forma, foi adotado a seguinte fórmula:

$$\text{Retorno sobre o ativo} = \text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Total}$$

Por fim, para mensuração da rentabilidade operacional, especialmente em setores que demandam elevados investimentos em ativos fixos, como o setor de saúde, que exige grandes aportes em edificações, tecnologia e equipamentos; a margem EBITDA apresenta-se como um indicador adequado. Esses investimentos geram altos níveis de depreciação e amortização, o que

pode distorcer a análise do lucro operacional tradicional. Nesse contexto, conforme Padoveze (2020), a margem EBITDA é calculada pela razão entre o EBITDA (lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) e a Receita Operacional Líquida, permitindo uma avaliação mais precisa da geração de caixa operacional, desconsiderando os efeitos contábeis não monetários, conforme abaixo:

Margem EBITDA= EBITDA/Receita Operacional Líquida

Conclui-se, assim, que o conjunto de indicadores financeiros abordados – Liquidez Corrente, Endividamento Total, Retorno sobre o Ativo (ROA) e Margem EBITDA – forma um sistema de diagnóstico robusto e complementar para a avaliação da saúde financeira e da eficiência operacional de qualquer organização. A análise conjunta dessas métricas permite não apenas verificar a capacidade da empresa de cumprir suas obrigações imediatas e sua sustentabilidade estrutural, mas também mensurar a performance na geração de lucro a partir de seus ativos, ou seja, sua rentabilidade.

2.3 O Setor de Saúde Brasileiro: Acelerada Transformação e Financeirização

O setor de Saúde Suplementar e Privado no Brasil opera sob cenário de regulação constante, instabilidades econômicas do país, demanda inelástica e rápido avanço tecnológico, que se traduzem em custos crescentes. Nos últimos anos, esse setor foi palco de transformações estruturais que o tornaram um dos mais dinâmicos e voláteis do mercado de capitais.

Neste compasso, o período de 2020 a 2024 é de extrema relevância, principalmente porque foram anos de grande impacto no mercado de saúde decorrentes do COVID-19:

Choque Exógeno (Pandemia): A crise sanitária ocorrida entre 2020 e 2021 provocou, inicialmente, uma redução artificial da sinistralidade, em decorrência do adiamento de procedimentos eletivos. Contudo, exigiu investimentos emergenciais em infraestrutura e resultou no acúmulo de passivos. Motta (2021), em seu estudo, aponta para uma deterioração nos indicadores de liquidez, rentabilidade e estrutura de capital em determinados subsetores, como os serviços médico-hospitalares, especialmente no auge da crise. Corroborando essa análise, Barros (2024, p. 26), ao apresentar os resultados de seu estudo sobre indicadores hospitalares entre 2019 e 2022, destaca que “De modo geral, observou-se que os hospitais analisados apresentaram resultados pouco satisfatórios, especialmente no que concerne aos indicadores econômico-financeiros de lucratividade e rentabilidade.”

No entanto, também existem estudos que apontam resultados positivos para o setor durante o período da Covid-19. Macedo (2021), ao analisar empresas do setor de saúde, especificamente do segmento de medicamentos e outros produtos listados na B3, concluiu que essas organizações apresentaram bons índices de liquidez, especialmente em 2020. Além disso, foi identificado um padrão entre as empresas industriais, que demonstraram maior liquidez em comparação às comerciais. Quanto aos índices de endividamento, não se observou um comportamento uniforme: algumas empresas recorreram mais a capital próprio, enquanto outras utilizaram recursos de terceiros. De modo geral, a composição do endividamento apresentou redução em 2020 para a maioria das empresas, indicando uma migração das dívidas para o longo prazo.

A partir de 2021, o setor de saúde passou por uma intensa onda de fusões e aquisições, marcada pela consolidação de grandes grupos listados na bolsa. Esse movimento está diretamente associado ao processo de financeirização, que conforme Mattos, Carvalho, Barbosa, Bahia (2022) caracteriza-se pelo aumento significativo da participação de ativos financeiros na construção da riqueza, tanto em escala quanto em diversidade, direcionando de maneira gradual os principais agentes econômicos (não somente bancos e investidores) a priorizarem retornos financeiros, seja por meio de juros, dividendos ou valorização patrimonial.

9

Do ponto de vista contábil, a alavancagem decorrente dessas operações impacta significativamente o balanço patrimonial, elevando o endividamento total e, frequentemente, exigindo maior utilização de capital de terceiros para financiar a expansão. Confirmando essa perspectiva, Vieira, Brito, Santana, Sanches e Galdamez (2017) destacam que operações de fusão e aquisição tendem a gerar desequilíbrio financeiro no curto prazo, que deve ser compensado pela sinergia operacional e administrativa, cujos efeitos se manifestam no médio e longo prazo, restabelecendo ou melhorando a situação financeira inicial da empresa adquirente ou da nova organização resultante da fusão. Caso essa sinergia não seja alcançada, ou ocorra uma nova operação semelhante, a situação financeira pode se deteriorar, comprometendo a continuidade das atividades e levando à insolvência.

Após a pandemia, houve um retorno intenso da demanda reprimida: consultas, exames e cirurgias adiadas em 2020 e 2021 foram realizadas em grande volume, elevando significativamente a sinistralidade — que, em diversas operadoras, ultrapassou 85%, nível crítico para a sustentabilidade financeira. Paralelamente, a inflação médica, medida pelo Índice de Variação de Custos Médico-Hospitalares (VCMH), acumulou alta de 12,7% nos 12 meses até

setembro de 2023, mais que o dobro da inflação geral no período. Esse cenário, agravado pelo câmbio desfavorável e pelo aumento dos custos assistenciais, tem pressionado as margens e comprometido a rentabilidade das empresas (Almeida, G., 2025).

Embora existam estudos que abordam o impacto inicial da pandemia e o conceito de financeirização, há possibilidade de aprofundar no conhecimento na literatura de Contabilidade Financeira que quantifique e compare, de forma sistemática e longitudinal (2020–2024), a resposta do conjunto do setor de Saúde listado a esse ciclo de estresse e expansão.

3. Procedimentos Metodológicos

3.1 Desenho da Pesquisa

O presente estudo consubstancia-se como uma pesquisa de natureza quantitativa, com abordagem descritiva e longitudinal (de série temporal). A opção pela abordagem quantitativa decorre do fato de que o objetivo central consiste em mensurar a evolução de indicadores financeiros objetivos — extraídos das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) — e identificar tendências que expressem o comportamento da saúde financeira das empresas do setor de saúde listadas na B3 no período de 2020 a 2024. Conforme destacam J. W. Creswell e J. D. Creswell (2021), o método quantitativo permite a análise sistemática de fenômenos a partir de dados estruturados, favorecendo a testagem de hipóteses e a comparação entre períodos distintos.

Já na abordagem descritiva, por sua vez, adequada por buscar observar, registrar, analisar e correlacionar fatos sem manipulá-los, descrevendo as relações e tendências que emergem da realidade contábil das empresas, enquanto a perspectiva longitudinal possibilita compreender a trajetória temporal. Conforme Matia-Pereira (2019, p. 91), a pesquisa descritiva “visa descrever as características de determinada população ou fenômeno, ou o estabelecimento de relações entre variáveis.”

3.2 Amostra e Coleta de Dados

A população-alvo inicial da pesquisa foi composta por todas as empresas do sub-setor de Serviços Médicos, Hospitalares, Análises e Diagnósticos listadas na B3 que possuíam dados públicos no período compreendido entre 2020 e 2024. Contudo, dado que o estudo emprega uma análise longitudinal comparativa e utiliza o Teste de Wilcoxon para Postos Sinalizados, a

metodologia demanda de dados pareados e que sejam consistentes para garantir a robustez estatística e a comparabilidade dos resultados entre os períodos (2020–2021 e 2023–2024).

Portanto, em função desse requisito metodológico, aplicou-se um critério de exclusão criterioso. Foram descartadas as empresas que não apresentavam séries históricas de dados contábeis e financeiros em completude para o cálculo dos quatro indicadores-chave (Liquidez Corrente, Endividamento Total, Margem EBITDA e ROA) em todos os trimestres/anos do intervalo de análise. Assim, as empresas Mater Dei (MATD₃) e Kora Saúde (KRSA₃) foram retiradas da amostra final. A exclusão dessas companhias se justifica, principalmente, pelo fato de terem realizado sua abertura de capital (IPO) em datas que não permitiam a coleta de dados de balanço abrangentes para todo o período de 2020 a 2024, o que comprometeria a base de comparação do estudo.

Desta forma, a amostra final de análise é composta por quatro empresas que se destacam pela representatividade e participação no mercado, além de cumprirem o requisito de disponibilidade de informações financeiras completas: Rede D’Or São Luiz S.A. (RDOR₃), Hapvida S.A. (HAPV₃), Diagnósticos da América S.A. (DASA₃) e Fleury (FLRY₃). A seleção garante a validade dos testes estatísticos e a representatividade do setor de serviços de saúde objeto deste trabalho além de proporcionar um solo fértil para análise acadêmica, bem como identificação de fatores de risco e de vantagem competitiva no setor de saúde. A Tabela 1 traz um resumo de estratégia de negócio adotada por cada uma das empresas escolhidas, além do código da ação negociada na bolsa brasileira.

Tabela 1 Empresas, Ticker e Área de Atuação

Empresa	Ticker Bolsa	Área de Atuação
Rede D’Or São Luiz S.A.	RDOR ₃	Hospitais privados, clínicas e serviços hospitalares
Hapvida S.A.	HAPV ₃	Operadora de planos de saúde e rede hospitalar integrada
Diagnósticos da América S.A.	DASA ₃	Medicina diagnóstica, serviços complementares de saúde
Grupo Fleury S.A.	FLRY ₃	Medicina diagnóstica especializada, laboratórios

Fonte: Elaborado pelos autores com base nas informações institucionais das empresas (2025).

Fundada em 1977, a Rede D'Or São Luiz S.A. é uma grande rede privada de hospitais do Brasil, com presença nacional, contando com 76 hospitais próprios e 3 em sua gestão, além de 61 clínicas com atuação oncológica. Tem como norteadores integração em cuidados hospitalares e foco em inovação médica e tecnológica. (Rede D'Or São Luiz, 2025).

A Hapvida S. A. atua como operadora de planos de saúde e odontológicos com rede própria de hospitais, clínicas e laboratórios. A empresa destaca-se pela verticalização e pela integração entre prestação de serviços e gestão de planos, consolidando-se como um dos maiores grupos de saúde da América Latina (Hapvida, 2025).

A Diagnósticos da América S.A. é uma das maiores companhias de saúde do país, líder em medicina diagnóstica e com atuação crescente em gestão hospitalar e soluções digitais. A organização baseia sua estratégia na integração de dados, tecnologia e experiência do paciente, buscando eficiência e precisão diagnóstica (Dasa, 2022).

O Grupo Fleury, fundado em 1926, é referência nacional em medicina diagnóstica e laboratorial. A empresa combina tradição, inovação e alta especialização médica, atuando sob diversas marcas e investindo em tecnologia e atendimento de excelência (Fleury, 2024).

O período de análise compreende os exercícios sociais de 2020 a 2024, contemplando tanto os efeitos da pandemia de COVID-19 (2020–2021) quanto a subsequente fase de consolidação e financeirização (2023–2024).

Os dados utilizados na pesquisa foram extraídos das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) disponíveis nos portais da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da B3, bem como de bases de dados financeiras como Economatica. Todas as demonstrações financeiras foram coletadas na versão Consolidada, uma vez que esta reflete o desempenho econômico-financeiro integral do grupo empresarial. As informações coletadas correspondem a dados necessários para o cálculo dos indicadores propostos de análise neste artigo: Ativo Circulante, Passivo Circulante, Ativo Total, Patrimônio Líquido, Lucro Líquido, EBITDA e Receita Operacional Líquida. A coleta foi realizada manualmente e consolidada em planilhas eletrônicas, com verificação cruzada para assegurar consistência e comparabilidade entre os períodos analisados.

Essa estratégia metodológica assegura não apenas a coerência interna da pesquisa, mas também sua contribuição efetiva à literatura contábil-financeira e à prática analítica do setor de saúde no mercado de capitais brasileiro.

3.3 Tratamento e Análise dos Dados

Após a coleta, os dados serão tabulados e organizados em um painel de séries temporais, contendo as observações anuais dos quatro indicadores para cada empresa e ano. Para sintetizar o comportamento do setor como um todo, será calculada, para cada período, a mediana setorial de cada indicador, uma vez que esta medida é menos sensível a valores extremos e outliers — comuns em empresas que apresentam perdas ou ganhos extraordinários. Duquia e Bastos (2006) afirmam que a utilização da mediana apresenta como vantagem o fato de não ser influenciada por valores extremos, sendo especialmente recomendada para distribuições assimétricas.

A análise dos resultados será conduzida em duas etapas principais. Primeiramente, aplicar-se-á a Análise Horizontal (AH), comparando a variação percentual anual de cada indicador ao longo da série histórica de 2020 a 2024. Iudícibus (2017, p.93) salienta que “A finalidade principal da análise horizontal é apontar o crescimento de itens dos Balanços e das Demonstrações de Resultados (bem como de outros demonstrativos) através dos períodos, a fim de caracterizar tendências.” Essa análise permitirá, portanto, identificar padrões de crescimento, estabilidade ou retração em cada dimensão da saúde financeira.

Em prosseguimento da Análise Horizontal, em nível trimestral de corte, empregou-se a mediana setorial como a principal medida de tendência central. Assim, para cada trimestre, a Mediana Setorial de indicadores: o ROA, a Margem EBITDA, Índice de endividamento Total e de Liquidez corrente foi calculada com base nos dados das quatro empresas selecionadas.

Em seguida, para viabilizar a comparação longitudinal e testar as hipóteses de forma clara na Análise Horizontal, utilizou-se a Média Aritmética das Medianas Trimestrais para definir o desempenho consolidado de períodos mais longos (Fase Pandemia: 2020-2021 e Fase Pós-Pandemia: 2023-2024). Essa abordagem foi empregada para sintetizar o comportamento do indicador ao longo do tempo, transformando os 8 pontos de dados trimestrais de cada fase em um único valor representativo da tendência central do período.

Com o objetivo de testar empiricamente as hipóteses formuladas e avaliar as diferenças estatisticamente significativas na saúde financeira do setor de saúde listado na B3, foram aplicados testes de comparação entre as variáveis dependentes Fase Pandemia (2020-2021) e Fase Pós-Pandemia (2023-2024). O ano de 2022 foi excluído da análise por representar um período de transição e normalização econômica entre os dois estágios.

Para o teste estatístico, A extração foi meticulosamente estruturada para garantir que as observações fossem pareadas, ou seja, que cada empresa na amostra tivesse um valor

correspondente, com base nas publicações trimestrais das demonstrações financeiras das empresas escolhidas, para cada indicador em ambas as janelas temporais (2020-2021 e 2023 a 2024), elemento essencial para a aplicação dos testes comparativos.

Considerando a natureza dos dados pareados (comparação pré e pós-pandemia para as mesmas entidades) e a amostra de $N=32$ (4 empresas vezes 8 trimestres cada), o Teste de Wilcoxon para Postos Sinalizados foi selecionado como o método primário. Embora o Teste t de Student Pareado seja comumente utilizado, ele exige a premissa de normalidade da distribuição das diferenças entre os pares de observações. Como essa premissa não pôde ser formalmente verificada e para garantir a robustez dos resultados, especialmente para o indicador Liqcorrente (cuja variância é significativamente diferente entre os períodos e o p-valor do Teste t é marginal), optou-se pela alternativa não-paramétrica.

Para a realização dos testes estatísticos, adotou-se um nível de significância de 0,05 (5%). Conforme a análise dos pressupostos, a estratégia estatística final foi a seguinte:

Os resultados da análise estatística serão apresentados de forma orientada pelo conjunto de hipóteses formuladas (H_1 , H_2 , H_{3a} e H_{3b}). O teste dessas hipóteses visa verificar, por meio da comparação longitudinal das Fases Pandemia (2020-2021) e Pós-Pandemia (2023-2024), em que medida os movimentos de expansão, financeirização e choques de custo implicaram alterações estruturais na liquidez, no endividamento e na rentabilidade do setor de saúde.

A validade da pesquisa se baseia em fontes oficiais e públicas, garantindo a fidedignidade das informações. Todavia, reconhecem-se limitações inerentes à análise, como eventuais diferenças nos critérios contábeis adotados pelas companhias, reavaliações patrimoniais e o tamanho restrito da amostra. Para mitigar essas limitações, adota-se a padronização temporal dos dados e o uso de medidas de tendência central robustas. Os resultados esperados incluem a identificação de tendências setoriais claras e a construção de informações, baseadas nas medianas dos principais indicadores, fornecendo uma ferramenta de referência para pesquisadores, investidores e reguladores.

Em síntese, o desenho metodológico adotado busca combinar rigor estatístico e relevância empírica, permitindo compreender de forma abrangente como a pandemia, a pressão de custos e o processo de financeirização impactaram a estrutura financeira, a liquidez e a rentabilidade das empresas de saúde listadas na B3 entre 2020 e 2024.

4. RESULTADOS DE PESQUISA

Nesta seção serão apresentados os dados obtidos e respectiva análise considerando a Análise Horizontal (AH) das medianas médias (média das medianas trimestrais) do setor nos períodos de 2020 a 2021 e 2023 a 2024 para cada indicador. Também será apresentado os resultados estatísticos fornecidos por meio da utilização do sistema *software* SOFA Statistics (Paton-Simpson, 2011).

4.1 Análise Horizontal das Hipóteses

Com base nas medianas médias dos períodos de Fase Pandemia (2020-2021) e Fase Pós-Pandemia (2023-2024), a Análise Horizontal (AH) permite identificar as tendências de variação nos indicadores financeiros do setor de saúde listado na B₃.

A análise se concentra na variação percentual de cada mediana média trimestral calculada para o período pós-pandemia em relação ao período da pandemia, conforme a metodologia do estudo. A tabela 2 a seguir traz a variação percentual horizontal entre os períodos da pandemia e pós- pandemia objeto deste estudo, além da vinculação com a hipótese a ser verificada.

Tabela 2 Variação Percentual dos Indicadores (Análise Horizontal) entre as Fases.

Indicador	Fase Pandemia (2020-2021)	Fase Pandemia (2023-2024)	Pós- (2023-2024)	Variação (AH)	Percentual
Mediana Liquidez Corrente (H ₁)	1,56802	1,66291		6,05%	
Mediana Endividamento Total (H ₂)	0,67706	0,64907		-4,13%	
Mediana Retorno sobre ativo (ROA) (H _{3b})	0,30625	0,35093		14,60%	
Mediana Margem EBITDA (%) (H _{3a})	20,82335	16,89059		-18,90%	

Fonte: Elaborado pelos próprios autores com base nos dados obtidos e tratados da Economia.

4.1.1 Mediana da Liquidez Corrente (LC)

A Mediana da Liquidez Corrente (LC) aumentou de 1,5680 (Fase Pandemia) para 1,6629 (Fase Pós-Pandemia), representando um crescimento de +6,05% no período. O resultado indica que, em média, o setor conseguiu aumentar sua capacidade de pagamento de obrigações de curto prazo (Ativo Circulante / Passivo Circulante) na fase pós-pandemia. O aumento pode sugerir que os ativos circulantes cresceram mais rapidamente ou que as empresas conseguiram gerenciar melhor o crescimento do Passivo Circulante. Desta forma, com base na Análise horizontal, a hipótese (H₁) é refutada pela análise das medianas médias.

4.1.2 Mediana do Índice de Endividamento Total

A Mediana do Índice de Endividamento Total diminuiu de 0,6771 (Fase Pandemia) para 0,6491 (Fase Pós-Pandemia), representando uma redução de -4,13%. O resultado sugere que, em média, houve uma leve redução na proporção de capital de terceiros (dívidas totais) utilizada para financiar o Ativo Total. Assim, A hipótese H₂ é refutada pela análise das medianas médias.

4.1.3 Mediana Retorno sobre o Ativo (ROA) e Mediana da Margem EBITDA

A avaliação da rentabilidade setorial revelou uma divergência relevante, levando à confirmação da Hipótese H_{3a} e à refutação da Hipótese H_{3b}.

A Mediana da Margem EBITDA, que mensura a rentabilidade operacional (H_{3a}), confirmou a deterioração esperada ao diminuir de 20,82% (Fase Pandemia) para 16,89% (Fase Pós-Pandemia), representando uma redução de 18,90%. Este resultado sustenta a previsão de que a pressão de custos e a sinistralidade elevada superaram os ganhos de escala. Em contraponto, a Mediana do Retorno sobre o Ativo (ROA), que mensura a rentabilidade global (H_{3b}), refutou a queda esperada, indicando uma melhoria significativa na geração de lucro líquido por ativo. Esta refutação sugere que os resultados globais foram impulsionados por fatores não-operacionais, como o resultado financeiro positivo.

4.2 Análise estatística

4.2.1 Liquidez Corrente

A variável Liquidez Corrente obteve os seguintes resultados no Teste de Postos Sinalizados de Wilcoxon consoante a Tabela 3:

Tabela 3 Resultados do Teste de Postos Sinalizados de Wilcoxon para Liquidez Corrente (Pandemia vs. Pós-pandemia)

Variável	N	Mediana	Mínimo	Máximo	p-valor
Liquidez Corrente – Pandemia	32	1.618	0.9882	5.8098	0.04153
Liquidez Corrente – Pós-pandemia	32	1.641	0.8904	3.0324	

Fonte: Elaborado pelos próprios autores com base nos dados obtidos e tratados da Economática e processados no SOFA Statistics.

Analisando os resultados do teste de Wilcoxon para a Liquidez Corrente, foi obtido um p-valor de 0.04153. Sendo $p < 0.05$, o resultado indica que há diferença estatisticamente

significativa no nível padrão adotado (5%) entre os períodos Pandemia e Pós-Pandemia. A mediana da Liquidez Corrente apresentou um aumento, passando de 1.618 para 1.641. Esse movimento sugere uma melhoria na capacidade das empresas de cobrir suas obrigações de curto prazo com seus ativos circulantes após a pandemia.

4.2.2 Margem Ebitda %

A variável Margem Ebitda (%), conforme Tabela 4, obteve os seguintes resultados os seguintes resultados no Teste de Postos Sinalizados de Wilcoxon:

Tabela 4 Resultados do Teste de Postos Sinalizados de Wilcoxon para Margem EBITDA (Pandemia vs. Pós-pandemia)

Variável	N	Mediana	Mínimo	Máximo	p-valor
EBITDA – Pandemia %	32	22.317	9.800	31.100	0.006262
EBITDA – Pós-pandemia %	32	16.100	60.716	26.200	

Fonte: Elaborado pelos autores com base em dados da Economática e SOFA Statistics.

Em termos de análise de significância estatística, o p-valor obtido foi 0.006262. Como $p < 0.01$ (e, conseqüentemente, $p < 0.05$), o resultado é estatisticamente significativo e robusto. Dessa forma, rejeita-se a hipótese nula, confirmando que a diferença no EBITDA entre os períodos é significativa. A mediana da Margem EBITDA diminuiu de maneira considerável, passando de 22.317% (Pandemia) para 16.1% (Pós-pandemia). Este declínio sugere uma queda acentuada no desempenho operacional das empresas no período Pós-pandemia em comparação com o período crítico inicial.

17

4.2.3. Retorno Sobre Ativo (Roa)

Para a variável Retorno Sobre Ativo (Roa), o Teste de Postos Sinalizados de Wilcoxon foi aplicado para assegurar a validade da inferência estatística, obtendo-se os seguintes resultados apresentados na Tabela 5:

Tabela 5 Resultados do Teste de Postos Sinalizados de Wilcoxon para ROA (Pandemia vs. Pós-pandemia)

Variável	N	Mediana	Mínimo	Máximo	p-valor
ROA – Pandemia	32	0.315	0.1348	0.6161	0.009867
ROA – Pós-pandemia	32	0.329	0.2408	0.6774	

Fonte: Elaborado pelos autores com base em dados da Economática e SOFA Statistics.

Considerando a significância estatística, o p-valor obtido foi 0.009867. Como $p < 0.01$ (e, consequentemente, $p < 0.05$), o resultado é estatisticamente muito significativo, apontando que há uma diferença robusta no Retorno sobre Ativos (ROA) entre os períodos Pandemia e Pós-pandemia. A mediana do ROA apresentou um aumento estatisticamente comprovado, passando de 0.315 para 0.329. Este aumento sugere uma melhoria na eficiência das empresas em gerar lucro a partir de seus ativos no período Pós-pandemia.

4.2.4 Índice De Endividamento Total

Para avaliar o Índice de Endividamento Total entre os períodos, o teste de Teste de Postos Sinalizados de Wilcoxon apresentou os seguintes resultados na Tabela 6:

Tabela 6 Resultados do Teste de Postos Sinalizados de Wilcoxon para Endividamento (Pandemia vs. Pós-pandemia)

Variável	N	Mediana	Mínimo	Máximo	p-valor
Endividamento – Pandemia	32	0.685	0.3839	0.8652	0.009867
Endividamento – Pós-pandemia	32	0.671	0.3226	0.7592	

Fonte: Elaborado pelos autores com base em dados da Economática e SOFA Statistics.

No que tange a significância estatística, o p-valor obtido foi 0.009867. Como $p < 0.01$ (e, consequentemente, $p < 0.05$), o resultado é estatisticamente muito significativo, apontando que há uma diferença robusta no Endividamento entre os períodos. O nível de Endividamento apresentou uma pequena diminuição na mediana, de 0.685 (Pandemia) para 0.671 (Pós-pandemia). Embora a variação nominal seja pequena, o resultado é estatisticamente robusto, indicando uma leve desalavancagem ou otimização da estrutura de capital no período Pós-pandemia.

5. Discussão dos achados

Esta seção integra a Análise Horizontal (AH) com os resultados dos Testes de Postos Sinalizados de Wilcoxon, oferecendo uma interpretação crítica dos achados e o seu alinhamento com as hipóteses formuladas, utilizando o Teste de Wilcoxon como ferramenta de inferência estatística, conforme a metodologia adotada.

5.1. Liquidez Corrente

A Hipótese H₁ previa uma redução do Índice de Liquidez Corrente (LC) no Pós-Pandemia, refletindo o aumento da sinistralidade e dos custos. Contudo, os resultados obtidos refutaram essa premissa.

A Análise Horizontal indicou um aumento da Mediana da Liquidez Corrente de 1,5680 na Fase Pandemia para 1,6629 na Fase Pós-Pandemia, o que representa uma variação positiva de +6,05%. O Teste de Wilcoxon confirmou que essa variação é estatisticamente significativa no nível padrão de 5% ($p = 0.04153$), levando à rejeição da hipótese nula (H_0) e indicando que existe uma diferença estatisticamente significativa nas medianas dos indicadores entre os períodos Pandemia e Pós-Pandemia

Este achado pode ser reflexo de uma melhor gestão do capital de giro ou de ajustes de preços realizados pelas operadoras na fase pós-pandemia, buscando a saúde financeira de curto prazo. Tal interpretação está em consonância com Minami (2024), que aponta uma melhora gradual do setor a partir de 2023, apesar do estresse enfrentado durante a pandemia da Covid-19. O resultado sugere que, embora o Passivo Circulante possa ter aumentado devido à sinistralidade, o setor conseguiu compensar esse movimento com um crescimento proporcionalmente maior no Ativo Circulante, ou por meio de ajustes de capital de giro que anularam o impacto da pressão de custos.

19

5.2. Endividamento (Mediana Índice de Endividamento Total)

A Hipótese H₂ previa um aumento no Índice de Endividamento Total no Pós-Pandemia, impulsionado pela necessidade de financiamento para fusões e aquisições.

A Análise Horizontal demonstrou que a mediana do endividamento, na verdade, diminuiu em -4,13, passando de 0,6771 (Pandemia) para 0,6491 (Pós-Pandemia).

A análise estatística, conduzida pelo Teste de Postos Sinalizados de Wilcoxon, confirmou que esta redução é estatisticamente muito significativa ($p = 0.009867$). O p-valor, sendo menor que 0.01, permite a rejeição da hipótese nula (H_0) com forte evidência, confirmando que o nível mediano de endividamento foi significativamente diferente entre os períodos.

Portanto, a Hipótese H₂ é rejeitada, com a direção da mudança sendo inversa à prevista, o que contraria a expectativa de que a intensa onda de fusões e aquisições (financeirização) a partir de 2021 levaria a um aumento no endividamento total do setor para financiar a expansão.

Este resultado pode ser explicado pelo fato de que o financiamento para fusões, embora significativo, não foi suficiente para alterar a proporção geral da dívida em relação ao ativo, ou que as empresas fizeram um esforço de desalavancagem ou de migração de dívidas de curto para longo prazo (reforçando a liquidez) para reequilibrar a estrutura de capital após os picos de aquisição. Também pode ser indício que capital necessário para as aquisições foi obtido, em grande parte, através da emissão de novas ações (capital próprio) e não por dívida.

5.3. Rentabilidade (Mediana Margem EBITDA e ROA)

A avaliação da rentabilidade setorial, desmembrada em H3a (Rentabilidade Operacional) e H3b (Rentabilidade Global), revelou a divergência mais importante do estudo. A avaliação da rentabilidade revelou a divergência mais crítica do estudo:

I. Margem EBITDA (%): Na Análise Horizontal houve uma redução significativa de -18,90% (de 20,82% para 16,89%). O Teste de Wilcoxon confirmou que essa diferença é estatisticamente muito significativa ($p = 0.006262$). Confirmando a Hipótese H3a (redução da rentabilidade operacional).

I. Retorno sobre o Ativo (ROA): Na Análise Horizontal houve um aumento significativo de +14,60% (de 0,306 para 0,351). O Teste de Wilcoxon confirmou que este aumento é estatisticamente muito significativo ($p = 0.009867$), levando à rejeição da hipótese nula e confirmando uma diferença robusta. Assim foi refutada a Hipótese H3b (que previa a redução do ROA).

A redução da Margem EBITDA indica que a eficiência operacional intrínseca do setor se deteriorou, reforçando a cautela que deve ser dada a esse indicador em análise (Padoveze, 2020).

Essa divergência pode ser decorrente de um Resultado Financeiro positivo na Fase Pós-Pandemia. Empresas de grande porte listadas na B3, como as analisadas, costumeiramente e por obrigações legais da Agência Nacional de Saúde Suplementar - ANS, possuem elevado volume de capital de giro e reservas de caixa que, aplicados no mercado financeiro, geram Receitas Financeiras). Em um ambiente de taxas de juros elevadas (como a taxa Selic no Brasil no período de 2023-2024), essas receitas financeiras podem crescer consideravelmente, aumentando o Lucro Líquido (base do ROA) o suficiente para compensar o declínio da rentabilidade estritamente operacional (Margem EBITDA).

Assim, o ROA superior no Pós-Pandemia não seria um reflexo de maior eficiência na prestação de serviços de saúde, mas sim de uma gestão de investimentos mais rentável (efeito da Selic alta). Em contrapartida, a Margem EBITDA superior na Pandemia pode refletir um adiamento estratégico ou forçado de despesas operacionais e custos com sinistros eletivos (sinistralidade represada), inflando artificialmente a geração de caixa operacional em 2020-2021.

6. CONCLUSÃO E CONTRIBUIÇÕES

O presente estudo buscou avaliar a evolução da saúde financeira das principais empresas do setor de saúde listadas na B3 entre 2020 e 2024, sob a perspectiva dos indicadores de Liquidez, Endividamento e Rentabilidade. A investigação foi fundamentada na estrutura da Contabilidade Financeira definida pelas normas internacionais (IFRS) e pelo CPC 26 (R1), que asseguram a comparabilidade, consistência e qualidade informacional das demonstrações financeiras utilizadas. À luz desse arcabouço, a análise por índices permitiu observar, de forma sistemática e longitudinal, como o setor respondeu aos choques da pandemia, à posterior pressão de custos e ao movimento de financeirização e consolidação

Em relação à liquidez H1, O Índice de Liquidez Corrente demonstrou um aumento estatisticamente significativo ($p = 0.04153$) entre os períodos, levando à rejeição da H1 (que previa redução). Este resultado refuta a premissa de que a pressão da sinistralidade e dos custos operacionais no pós-pandemia comprometeria a capacidade de pagamento de curto prazo do setor, sugerindo uma melhor gestão do capital de giro ou ajustes compensatórios de preços.

A recomposição da liquidez, comprovada estatisticamente neste trabalho, complementam os achados de Macedo (2021), que identificou que empresas do setor de saúde apresentaram padrões de liquidez relativamente positivos, mesmo em cenários adversos, especialmente quando há reposicionamento estratégico no capital de giro ou reequilíbrio entre financiamentos de curto e longo prazo.

Quanto ao endividamento H2, O Índice de Endividamento Total apresentou uma redução estatisticamente muito significativa ($p = 0.009867$) no Pós-Pandemia. Contudo, ao se considerar as características recentes da financeirização do setor, discutidas por Mattos et al. (2022), é possível compreender que a expansão corporativa financiada parcialmente por capital próprio, a exemplo por emissões de ações, tende a aliviar a pressão sobre o passivo, mitigando o grau de dependência de capitais que gerem custos à empresa e favorecendo um reequilíbrio da estrutura de capital. Tal dinâmica se torna ainda mais relevante quando se observa que, segundo

Vieira et al. (2017), sinergias esperadas em movimentos de consolidação empresarial nem sempre se concretizam no curto prazo, demandando ajustes financeiros adicionais para evitar prejuízos.

Enquanto a Margem EBITDA (H3a – rentabilidade operacional) se deteriorou significativamente, o Retorno sobre o Ativo (ROA) apresentou aumento considerável. Essa divergência sugere, com uma possível causa, que a melhoria da rentabilidade geral do setor no pós-pandemia foi impulsionada por fatores financeiros, e não operacionais. A elevação das Receitas Financeiras, em um cenário de taxas de juros elevadas (Selic), aumentou o Lucro Líquido — base do ROA — o suficiente para compensar a queda na eficiência operacional (Margem EBITDA). Tal fenômeno é coerente com o argumento de Padoveze (2020), segundo o qual métricas de rentabilidade operacional, como a Margem EBITDA, não sofrem impacto direto da remuneração financeira dos ativos, sendo mais adequadas para capturar a eficiência da operação empresarial.

Assim, a deterioração operacional simultânea à melhora do desempenho global sugere uma configuração híbrida do setor no pós-pandemia: embora as condições operacionais tenham sido pressionadas pela inflação médica, aumento da sinistralidade e retomada da demanda reprimida (Minami, 2024), a rentabilidade agregada foi parcialmente sustentada por resultados financeiros, provavelmente decorrentes do ambiente de juros elevados. Essa leitura reforça a importância de uma avaliação holística da saúde financeira, conforme defendido por Iudícibus (2017), de forma a distinguir ganhos conjunturais de melhorias estruturais. A avaliação da saúde financeira do setor, portanto, deve ser feita de forma holística, considerando o impacto significativo do resultado financeiro nas métricas de desempenho.

Os resultados fornecem possibilidades importantes para reguladores e investidores, destacando que a alta do ROA pode não ser um reflexo da excelência na prestação de serviços de saúde, mas sim da eficiência na gestão do caixa no mercado financeiro e aproveitamento das altas taxas de remuneração Selic.

O estudo traz à luz que a análise financeira do setor de saúde no Brasil, especialmente em períodos de elevada volatilidade, requer uma abordagem que seja verdadeiramente abrangente, integrando métricas quantitativas com interpretações qualitativas para produzir diagnósticos mais consistentes. Essa necessidade está em consonância com Sobral e Peci (2008), que defendem que a avaliação de desempenho organizacional deve perpassar o cálculo de indicadores isolados e considerar também elementos estratégicos e de conjuntura.

A principal limitação do estudo reside nos contextos intrincados da economia brasileira que pode gerar necessidade de análise mais profunda do setor de saúde e dos mecanismos e ferramentas gerenciais adotados para passar pelo período pandêmico, bem como conseguir manter a qualidade necessária de atendimento à população. Sugere-se que pesquisas futuras explorem a desagregação do Resultado Financeiro para quantificar o impacto exato dos juros na rentabilidade total do setor.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, G. (2025). Custos crescentes na saúde: Entenda por que os planos estão subindo e o que explica a inflação médica no Brasil. Green Rock Insights. Recuperado em 12 de novembro de 2025, de <https://www.greenrock.vc/blog/alta-dos-custos-assistenciais-cambio-desfavoravel-envelhecimento-populacional-e-fraudes-pressionam-precos-tendencia-e-de-manutencao-do-ritmo-elevado-em-2025>
- ASSAF NETO, A. (2021). Finanças corporativas e valor (8. ed.). Atlas.
- Assaf Neto, A. (2023). Estrutura e análise de balanços: Um enfoque econômico-financeiro (13. ed.). Atlas.
- ASSAF NETO, A., & Lima, F. G. (2017). Os indicadores financeiros tradicionais explicam a geração de valor no Brasil? Um estudo empírico... Práticas em Contabilidade e Gestão, 1(1).
- BARROS, M. E. F. (2024). Impacto da pandemia de Covid-19 nos indicadores financeiros de organizações hospitalares conveniadas e/ou contratadas do SUS [Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade de Brasília].
- COMISSÃO de Valores Mobiliários (CVM) & B3. (n.d.). Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) das Empresas.
- COMITÊ de Pronunciamentos Contábeis. (2011). CPC 26 (R1): Apresentação das demonstrações contábeis. Conselho Federal de Contabilidade. https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/regulados/normascontabeis/cpc/CPC_26_R1_rev_12.pdf
- CRESWELL, J. W., & Creswell, J. D. (2021). Projeto de pesquisa: Métodos qualitativo, quantitativo e misto (S. M. M. da Rosa, Trad.; D. da Silva, Rev. Téc.; 5. ed.). Penso.
- DASA. (2022). Somos Dasa: Uma nova era no cuidado com a saúde. Recuperado em 12 de novembro de 2025, de <https://dasa.com.br/somos-dasa/>
- DUQUIA, R. P., & Bastos, J. L. D. (2006). Medidas de tendência central: Onde a maior parte dos indivíduos se encontra? Scientia Medica, 16(4), 190-194.
- GOULART, S. Q. C., Oliveira, E. R., Santos, G. C., Paranaíba, A. C., & Ferreira Neto, B. J. (2023). COVID-19: Como a pandemia afetou o desempenho econômico-financeiro das empresas

do setor de saúde listadas na B3? Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão, 21, e81813. <https://doi.org/10.19094/contextus.2023.81813>

GRUPO Fleury. (2024). Quem somos. Recuperado em 12 de novembro de 2025, de <https://ri.fleury.com.br/quem-somos>

HAPVIDA. (2025). Sobre o grupo. Recuperado em 12 de novembro de 2025, de <https://www2.hapvida.com.br/institucional/sobre-o-grupo>

IUDÍCIBUS, S. de. (2017). Análise de balanços (11. ed.). Atlas.

Lima Duarte, C. E. (2020). Impacto da pandemia de COVID sobre as ações do setor da saúde: Um estudo de eventos [Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade Federal do Ceará]. https://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/60410/1/2020_tcc_celduarte.pdf

MACEDO, C. K. M. (2021). Análise econômico-financeira de um grupo de empresas do setor de saúde listadas na B3 com base nos resultados antes e durante a pandemia da COVID-19 (Trabalho de Conclusão de Curso – Bacharelado em Ciências Contábeis). Universidade de Caxias do Sul.

MATIAS-Pereira, J. (2019). Manual de metodologia da pesquisa científica (4. ed.). Atlas.

MATTOS, L. V., Carvalho, E. M. C. L., Barbosa, D. V. S., & Bahia, L. (2022). Financeirização, acumulação e mudanças patrimoniais em empresas e grupos econômicos do setor saúde no Brasil. Cadernos de Saúde Pública, 38(Supl 2), e00175820. <https://doi.org/10.1590/0102-311X00175820>

MINAMI, B. (2024). Texto para Discussão nº 104 – 2024: Análise econômico-financeira dos planos de assistência médica no Brasil (2018-2024): Impactos da pandemia e perspectivas de recuperação. IEES - Instituto de Estudos de Saúde Suplementar.

OLIVEIRA, I. de. (2024, janeiro 25). Só 1 entre 10 ações de saúde sobe em 2024 na Bolsa. Setor tem recuperação? Estadão E-Investidor. <https://einvestidor.estadao.com.br/mercado/so-1-acao-saude-sobe-bolsa-recuperacao/>

PADOVEZE, C. L. (2020). Mitos e lendas em finanças: A "maldição" do EBITDA. Almedina Brasil.

PATON-SIMPSON, G. (2011). SOFA Statistics (Versão 1.5.4) [Software de Análise Estatística]. <https://www.sofastatistics.com/home.php>

REDE D'Or São Luiz. (2025). Quem somos. Recuperado em 12 de novembro de 2025, de <https://www.rededorsaoluiz.com.br/o-grupo/quem-somos>

REINA, D. R. M., Carvalho, N., Reina, D., & Lemes, S. (2022). Adoção das IFRS no Brasil: Uma análise da comparabilidade dos relatórios financeiros e da acurácia das estimativas de consenso dos analistas. Revista Contabilidade Vista & Revista, 33(1), 41-65. <https://doi.org/10.19094/contextus.2023.81813>

ROSS, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F., & Lamb, R. (2015). Administração financeira: Versão brasileira de corporate finance (10. ed.). AMGH.

ROSS, S. A., Westerfield, R., & Jordan, B. D. (2022). Fundamentos de administração financeira (13. ed.). Bookman.

SCARPEL, R. A., & Milioni, A. Z. (2001). Aplicação de modelagem econométrica à análise financeira de empresas. Revista de Administração, 36(2), 80-88. <https://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/v36n2p80a88.pdf>

SOBRAL, F., & Peci, A. (2008). Administração: Teoria e prática no contexto brasileiro. Pearson Prentice Hall.