

**Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro**  
**Departamento de Economia**



Monografia de Final de Curso

**Uma Análise Fundamentalista do Grupo Fleury**

Eduardo Harfouche de Andrade Dias

Matrícula: 1710245

Orientador: Maria Elena Gava Reddo Alves

Coordenador de Monografia: Márcio Garcia

Julho de 2021

**Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro**  
**Departamento de Economia**



Monografia de Final de Curso

**Uma Análise Fundamentalista do Grupo Fleury**

Eduardo Harfouche de Andrade Dias

Matrícula: 1710245

Orientador: Maria Elena Gava Reddo Alves

Coordenador de Monografia: Márcio Garcia

Julho de 2021

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.”

---

EDUARDO HARFOUCHE DE ANDRADE DIAS

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais, Sergio e Samira, meu irmão, Felipe, por sempre me proporcionarem e investirem na minha educação e dar todo o suporte durante toda a caminhada.

À minha namorada, Marianna, e aos meus amigos pela companhia, incentivo e paciência durante toda a graduação.

À minha orientadora, Maria Elena Gava Reddo Alves, pelo auxílio e atenção ao longo do processo da monografia.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>2. A COMPANHIA .....</b>	<b>11</b>
<b>2.1 HISTÓRICO .....</b>	<b>11</b>
<b>2.2 PERFIL CORPORATIVO .....</b>	<b>13</b>
<b>2.3 MARCAS E LOCAIS DE ATUAÇÃO .....</b>	<b>15</b>
<b>2.4 COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA .....</b>	<b>16</b>
<b>2.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....</b>	<b>17</b>
<b>2.5.1 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO .....</b>	<b>17</b>
<b>2.5.2 CONSELHO FISCAL .....</b>	<b>18</b>
<b>2.5.3 DIRETORIA ESTATUTÁRIA E EXECUTIVA .....</b>	<b>19</b>
<b>3. O SETOR DE SAÚDE .....</b>	<b>20</b>
<b>3.1 VISÃO MACRO.....</b>	<b>20</b>
<b>3.2 IMPORTANTES INDICADORES .....</b>	<b>21</b>
<b>3.3 SUBSETORES .....</b>	<b>23</b>
<b>3.3.1 Operadoras / Saúde Suplementar .....</b>	<b>23</b>
<b>3.3.2 MEDICINA DIAGNÓSTICA .....</b>	<b>26</b>
<b>3.3.2.1 Impactos COVID-19 .....</b>	<b>31</b>
<b>3.3.3 MERCADO FARMACÊUTICO .....</b>	<b>33</b>
<b>4. CONCORRENTES .....</b>	<b>35</b>
<b>5. METODOLOGIA .....</b>	<b>37</b>
<b>5.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO .....</b>	<b>37</b>
<b>5.2 FLUXO DE CAIXA PARA O ACIONISTA .....</b>	<b>38</b>
<b>5.3 FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA .....</b>	<b>38</b>
<b>5.4 TAXA DE DESCONTO .....</b>	<b>39</b>
<b>5.5 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO .....</b>	<b>40</b>
<b>6. VALUATION .....</b>	<b>41</b>
<b>6.1 PROJEÇÕES DO CRESCIMENTO REAL DO PIB E IPCA .....</b>	<b>41</b>
<b>6.2 RECEITAS .....</b>	<b>41</b>
<b>6.3 CUSTOS E DESPESAS .....</b>	<b>43</b>
<b>6.4 EBITDA E MARGEM EBITDA .....</b>	<b>44</b>
<b>6.5 DEPRECIAÇÃO .....</b>	<b>45</b>
<b>6.6 CAPEX .....</b>	<b>45</b>
<b>6.7 CAPITAL DE GIRO.....</b>	<b>46</b>
<b>6.8 ALÍQUOTA DE IMPOSTOS .....</b>	<b>46</b>

<b>6.9 TAXA DE DESCONTO .....</b>	<b>46</b>
<b>6.9.1 ESTRUTURA DE CAPITAL.....</b>	<b>47</b>
<b>6.9.2 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO .....</b>	<b>47</b>
<b>6.9.3 CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS .....</b>	<b>48</b>
<b>6.9.4 WACC.....</b>	<b>49</b>
<b>6.10 PERPETUIDADE .....</b>	<b>49</b>
<b>6.11 FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA FIRMA.....</b>	<b>49</b>
<b>6.12 PREÇO DA AÇÃO.....</b>	<b>50</b>
<b>7. CONCLUSÃO .....</b>	<b>51</b>
<b>8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>52</b>

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1: Fusões e aquisições do Grupo Fleury de 2002 até 2012.

Figura 2: Modelo de operações em hospitais.

Figura 3: Modelo de operações em unidades de atendimento.

Figura 4: Dispersão das marcas do Grupo Fleury pelo território brasileiro.

Figura 5: Marcas, áreas de atuação e público-alvo.

Figura 6: Estrutura Societária.

Figura 7: Membros do Conselho Administrativo.

Figura 8: Membros do Conselho Fiscal.

Figura 9: Diretoria Executiva.

Figura 10: Gastos de Saúde como proporção do PIB.

Figura 11: Percentual da participação do governo no gasto final de bens e serviços de saúde em 2018.

Figura 12: Evolução dos beneficiários de saúde suplementar e taxa de desocupação.

Figura 13: Taxa de cobertura e número de beneficiários por região.

Figura 14: Expectativa de vida do brasileiro.

Figura 15: Evolução de operadoras de planos privados de saúde de dezembro/1999 a julho/2020.

Figura 16: Evolução da Receita de Contraprestações ao longo dos anos.

Figura 17: Evolução da Despesa Assistencial ao longo dos anos.

Figura 18: Quantidade e variação de estabelecimentos de saúde – SADT de acordo com a região (Junho 2010 / Junho 2020).

Figura 19: Municípios com a presença de estabelecimentos de SADT - 2010 e 2020.

Figura 20: Receita Bruta Setor Medicina Diagnóstica.

Figura 21: Fontes de Receita.

Figura 22: Distribuição das despesas e custos.

Figura 23: Empregos no Setor de Medicina Diagnóstica, Mercado de Saúde e Mercado de Trabalho.

Figura 24: Taxa de Crescimento de Empregos no Setor de Medicina Diagnóstica, Mercado de Saúde e Mercado de Trabalho.

Figura 25: Variação do número de exames realizados pelas empresas no período de março a junho de 2020 em comparação com o mesmo intervalo no ano de 2019.

Figura 26: Vendas mercado farmacêutico 2015-2019.

Figura 27: Evolução do Faturamento do Varejo Farmacêutico.

Figura 28: Principais Concorrentes.

Figura 29: Premissas macroeconômicas.

Figura 30: Receita Operacional Bruta.

Figura 31: Receita Líquida.

Figura 32: Projeção receita operacional bruta, impostos, cancelamentos e receita líquida.

Figura 33: Projeção dos custos operacionais.

Figura 34: Projeção das despesas gerais e administrativas.

Figura 35: Margem EBITDA ajustado.

Figura 36: Projeção depreciações.

Figura 37: Projeção CAPEX.

Figura 38: Projeção prazo médio capital de giro e variação do capital de giro.

Figura 39: Estrutura de Capital.

Figura 40: Custo de Capital de Terceiros.

Figura 41: WACC.



Figura 42: Fluxo de Caixa Livre para Firma.

Figura 43: Valor da ação do Grupo Fleury.

### **LISTA DE EQUAÇÕES**

Equação 1: Fluxo de Caixa Descontado.

Equação 2: Valor da firma na perpetuidade.

Equação 3: Fórmula WACC.

Equação 4: Fórmula CAPM.

Equação 5: Cálculo do beta.

### **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1: Definição FCFE.

Tabela 2: Definição FCFF.

## 1. INTRODUÇÃO

Segundo Arthur Schopenhauer<sup>1</sup>, “O maior erro que um homem pode cometer é sacrificar a sua saúde a qualquer outra vantagem”. A saúde é vital para qualquer indivíduo e o ano de 2020 colocou esse assunto ainda mais em evidência devido à pandemia do coronavírus.

A expectativa de vida no Brasil ao nascer de acordo com dados do IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) aumentou 30,8 anos de 1940 até 2018 saindo de 45,5 anos para 76,3 anos. Esse aumento da expectativa de vida da população não seria possível sem a melhora do acesso e o desenvolvimento da medicina.

Além disso, uma população mais idosa requer maior atenção aos investimentos direcionados ao segmento da saúde. É, justamente, isso que está acontecendo no Brasil. A parcela acima de 60 anos da população aumentou significativamente nos últimos anos de acordo com dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua realizada pelo IBGE.

Dessa forma, esse trabalho busca relacionar o tema da avaliação de empresas com um assunto relevante no ano em que está sendo redigido, que é a saúde. Essa relação é feita, principalmente, por meio do segmento de atuação da companhia escolhida.

O Grupo Fleury além de ser uma empresa já consolidada no mercado, faz parte do setor da saúde e medicina diagnóstica e, por meio de seus serviços privados, tem como missão, segundo sua página de Relações com Investidores, “prover soluções cada vez mais completas e integradas para a gestão da saúde e o bem-estar das pessoas, com excelência, humanidade e sustentabilidade”, demonstrando o comprometimento da corporação com um tema extremamente relevante nos anos de 2020 e 2021: a saúde.

O presente trabalho além de realizar a análise da trajetória da companhia e determinar o seu valor justo, busca fornecer um maior conhecimento sobre o segmento de atuação da empresa e também dos seus principais concorrentes.

---

<sup>1</sup> Filósofo alemão do século XIX.

## 2. A COMPANHIA

### 2.1 HISTÓRICO

O Grupo Fleury iniciou sua história com o doutor Gastão Fleury da Silveira, no ano de 1926, na cidade de São Paulo, sendo, inicialmente, um laboratório de análises clínicas. Gastão era um médico formado pela Universidade de São Paulo (USP) muito atento aos cuidados específicos de cada cliente e cada funcionário. Ele tinha uma facilidade natural em lidar com as relações humanas. Essa característica mais extrovertida e de fácil convívio com clientes e demais médicos já destacava o laboratório em relação aos demais sinalizando o seu potencial inovador.

Mais tarde, Gastão Fleury convidou outro médico, o doutor Walter Leser para fazer parte do negócio. A sociedade foi acertada, pois ambos os sócios tinham perfis complementares. Enquanto Gastão era voltado mais para as relações públicas, Leser possuía uma visão mais administrativa e estratégica. Ambos acreditavam num modelo de negócio que buscasse investimentos em ciência e inovação constantes atrelados a um tratamento primoroso aos clientes. Esses objetivos fazem parte do DNA da empresa até hoje comprovando que a parceria conseguiu montar um modelo de sucesso cumprindo a missão de deixar o seu legado.

Em 1951, a empresa destacou-se na patologia clínica ao tornar-se a primeira companhia do segmento a ter um especialista em cada área de atuação. A busca pelo pioneirismo digital é uma característica da empresa que a diferencia dos demais *players*<sup>2</sup>. O objetivo em oferecer o melhor serviço e a preocupação com o cliente fizeram com que, na década de 80, a empresa se consagrasse como a primeira na adoção de um sistema informatizado de atendimento aos seus pacientes e na oferta de soluções de medicina integrada.

Além disso, no ano de 1994, a companhia se destacou como a primeira do setor no que se refere a segurança da informação ao implantar um serviço de código de barras em todos os seus exames.

Não foi apenas em território nacional que o Grupo Fleury demonstrou seu poder de inovação. Em 1998, a corporação foi a primeira do mundo a adotar e disponibilizar

---

<sup>2</sup> Competidores.

resultados de exames via internet. Nesse ano também foi criado o Conselho de Administração com o intuito de reforçar a governança corporativa.

Em 1999, a companhia adotou em seus serviços o *check-up* e conquistou o ISO 9001<sup>3</sup> no segmento de medicina diagnóstica. Três anos depois, os exames de imagem também passaram a ser disponibilizados via internet.

No início do século XXI, a empresa realizou uma série de aquisições de outras marcas do segmento mostrando apetite em expandir seu poder de mercado. O quadro abaixo apresenta as empresas adquiridas pela companhia até 2012. Em um intervalo de 10 anos, foram 28 aquisições buscando uma melhor disposição geográfica no território brasileiro, uma melhor complementação do *mix*<sup>4</sup> de serviços oferecidos e o aumento do acesso a novos conhecimentos.



Figura 1: Fusões e aquisições do Grupo Fleury de 2002 até 2012.

Fonte: Site de Relações com Investidores (RI) da companhia.

O ano de 2009 representou um marco para o grupo, pois foi quando a empresa realizou sua abertura de capital na Bolsa de Valores já se inserindo no segmento do Novo Mercado (segmento que engloba as companhias com os maiores níveis de governança corporativa).

<sup>3</sup> Modelo de gestão de qualidade.

<sup>4</sup> Oferta, diversificação.

De 2016 até 2020 os investimentos em inovação e tecnologia continuaram sendo prioridade para a empresa. Alguns destaques foram o acordo com a Quest Diagnostics<sup>5</sup> ao incorporar o método de espectrometria de massas nos exames, o lançamento do portal de genômica e o Campana Até Você (primeiro laboratório 100% digital do Brasil).

Em 2020, ano marcado pela pandemia do COVID-19, o Grupo Fleury realizou o lançamento do Saúde ID. Essa novidade consiste numa empresa de tecnologia baseada na ciência de dados e na inteligência artificial. O fato de já ser há muitos anos uma empresa conhecida pelo seu pioneirismo digital ajudou a companhia a inovar mesmo em um ano de crise global.

Atualmente, a entidade possui 243 unidades de atendimento distribuídas em 8 estados brasileiros, não atuando apenas na Região Norte do país, dispõe de mais de 2 mil médicos e ainda disponibiliza serviços para cerca de 600 laboratórios brasileiros.

## **2.2 PERFIL CORPORATIVO**

A empresa apresenta uma operação baseada em três linhas de negócios. São elas: operações em hospitais, operações *Lab to Lab*<sup>6</sup> e unidades de atendimento.

No modelo das operações em hospitais, o paciente faz o exame dentro do hospital em que o Grupo Fleury possui operação e, em seguida, a seguradora do plano de saúde do cliente em questão restitui o valor das avaliações ao Grupo Fleury. Essa linha de negócios representa 15% das receitas da empresa. A corporação possui atividades em 30 hospitais e centros médicos com destaque para o Hospital Sírio-Libanês. A figura 2 abaixo resume o modelo descrito anteriormente.

---

<sup>5</sup> Laboratório clínico americano.

<sup>6</sup> Exames de análises clínicas especializados para outras empresas do setor de saúde, como laboratórios, clínicas e hospitais.



Figura 2: Modelo de operações em hospitais.

Fonte: Site de Relações com Investidores da companhia.

O segundo modelo de operação é o *Lab to Lab* que funciona da seguinte maneira: laboratórios podem vir a solicitar o serviço do Grupo Fleury que então decide se irá prestá-los ou não. Dessa forma, a empresa presta um serviço terceirizado. Esse tipo de modelo não possui impacto significativo na receita da companhia representando apenas 2% dela.

A terceira e última linha de negócio é a das unidades de atendimento que é caracterizada por ser a principal fonte de receita do grupo (83%). Naturalmente, os pacientes possuem planos de saúde que realizam a cobertura dos gastos em algumas unidades de atendimento que pertencem ao Grupo Fleury. Sendo assim, a seguradora do plano restitui a companhia o valor referente aos exames feitos pelo paciente nessas unidades. A figura 3 a seguir ilustra esse modelo de operação.

### Modelo das Unidades de Atendimento



Figura 3: Modelo de operações em unidades de atendimento.

Fonte: Site de Relações com Investidores da companhia.

### 2.3 MARCAS E LOCAIS DE ATUAÇÃO

Apesar de já ter incorporado 30 empresas desde o início do processo de fusões e aquisições em 2002, o Grupo Fleury conta, atualmente, com 13 marcas operadas pela companhia.

A estratégia por trás do processo de aquisições de novas companhias é guiada por dois pilares: regionalização e segmentação.

O primeiro se distancia um pouco do caráter tradicional de crescimento das empresas de laboratórios, que costumam focar e ganhar força em uma única região. O Grupo Fleury se afastou dessa forma de negócio ao ir incorporando marcas fora de São Paulo (seu local raiz de atuação).

Em 2020, a empresa já está presente no Maranhão, Rio Grande do Norte, Pernambuco, Bahia, Rio de Janeiro, São Paulo, Paraná, Rio Grande do Sul e no Distrito Federal.

A figura 4 mostra a dispersão das marcas no território brasileiro. O segundo pilar, focado na segmentação, busca oferecer um serviço de qualidade também para um público que não seja exclusivamente *premium*<sup>7</sup>. Um exemplo foi o lançamento, em 2011, da marca a+, primeira marca brasileira de medicina diagnóstica direcionada para o mercado intermediário-premium. A figura 5 informa as marcas, suas respectivas áreas de atuação e seu público-alvo.

---

<sup>7</sup> Algo de qualidade maior ou superior.



Figura 4: Dispersão das marcas do Grupo Fleury pelo território brasileiro.

Fonte: Site de Relações com Investidores da companhia.



Figura 5: Marcas, áreas de atuação e público-alvo.

Fonte: Site de Relações com Investidores da companhia.

## 2.4 COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA

Até março de 2009, a corporação era controlada exclusivamente pelo grupo de médicos fundadores, no entanto, em abril, a Bradesco Seguros tornou-se sócia da empresa com participação de quase 20%. Com o IPO<sup>8</sup> (*Initial Public Offering*) da companhia em dezembro do mesmo ano, 30% do capital foi vendido ao mercado.

<sup>8</sup> Em português, oferta pública de ações de uma empresa.



Outra mudança relevante no quadro societário da companhia ocorreu em 2015, quando um dos maiores fundos de *private equity*<sup>9</sup> globais, o Advent International<sup>10</sup> comprou uma participação de 13% da empresa.

Em 2017, o fundo vendeu sua participação na bolsa tornando o Grupo Fleury uma corporação de capital pulverizado, ou seja, com a maior parte das ações distribuídas no mercado.

Apesar disso, o grupo de médicos fundadores continuou detendo uma parcela significativa da empresa. A figura abaixo revela a estrutura societária atual do Grupo Fleury com a Bradesco Seguros detendo 22,1% da empresa, o grupo dos médicos fundadores 20,2% e demais acionistas 57,7% das ações.

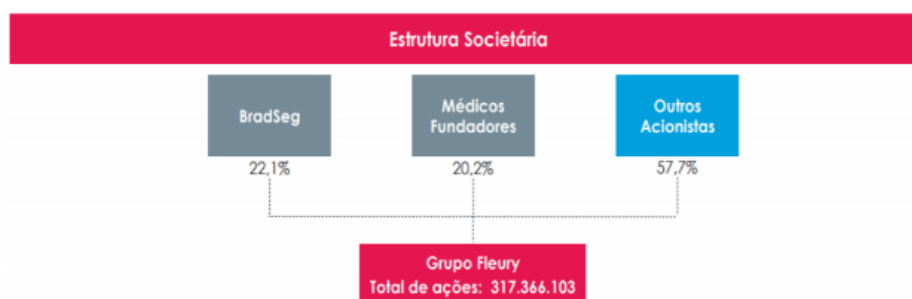


Figura 6: Estrutura Societária.

Fonte: Site de Relações com Investidores da companhia.

## 2.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA

### 2.5.1 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O Conselho de Administração do Grupo Fleury possui 10 membros efetivos, podendo ser composto por, no mínimo 7, e, no máximo, 11. O mandato tem duração de dois anos, mas a reeleição é permitida.

Além dos membros efetivos, o Conselho também engloba suplentes. Atualmente, são 3 suplentes, porém esse número pode chegar até, no máximo, 8. Por tradição, o presidente do Conselho nunca foi um executivo da empresa. As principais funções do Conselho de Administração da companhia envolvem o supervisionamento da gestão dos

<sup>9</sup> Modalidade de investimento onde uma gestora adquire parte de uma empresa em crescimento, com objetivo de tornar-se sócia e alavancar a companhia, preparando-a para seu ingresso na bolsa de valores.

<sup>10</sup> Empresa americana com foco em aquisições internacionais.

diretores e a orientação dos negócios de uma forma geral. A figura 7 abaixo apresenta os membros do Conselho de uma forma mais detalhada.

<b>Membros do Conselho de Administração</b>	<b>Cargo</b>
Marcio Pinheiro Mendes	Presidente
Fernando Lopes Alberto	Vice-Presidente
Rui Monteiro de Barros Maciel	Conselheiro
Andrea da Motta Chamma	Conselheiro
Luiz Carlos Trabuco Cappi	Conselheiro
Samuel Monteiro dos Santos Junior	Conselheiro
Fernando de Barros Barreto	Conselheiro
Cristina Anne Betts	Conselheiro
André Marcelo da Silva Prado	Conselheiro
Ivan Luiz Gontijo Junior	Suplente
Octavio de Lazari Junior	Suplente
Manoel Antonio Peres	Suplente

Figura 7: Membros do Conselho Administrativo.

Fonte: Site de Relações com Investidores da companhia

### 2.5.2 CONSELHO FISCAL

O Conselho Fiscal funciona de forma independente ao Conselho de Administração, é formado por 6 membros, sendo 3 efetivos e 3 suplentes. Dentre suas maiores responsabilidades estão a revisão dos resultados financeiros, fiscalização das tarefas da administração e divulgação de pareceres para os acionistas. A figura 8 a seguir ilustra quem são os participantes desse Conselho.

<b>Membros do Conselho Fiscal</b>	<b>Cargo</b>
José Maria Chapina Alcazar	Membro Efetivo
Sergio Moreno	Membro Efetivo
Luciana Doria Wilson	Membro Efetivo
Adriana Ruiz Alcazar	Membro Suplente
Paulo Sérgio Rodrigues	Membro Suplente
Ana Carolina Ribeiro Strobel	Membro Suplente

Figura 8: Membros do Conselho Fiscal.

Fonte: Site de Relações com Investidores da companhia.

### 2.5.3 DIRETORIA ESTATUTÁRIA E EXECUTIVA

Os membros da diretoria são os verdadeiros responsáveis pela implantação dos negócios da corporação. Segundo o Estatuto Social da empresa, o número de diretores pode variar de 3 até 10 membros, que podem ser destituídos pelo Conselho de Administração em qualquer momento. O mandato é de 2 anos sendo permitido o processo de reeleição.

A *CEO*<sup>11</sup> (*Chief Executive Officer*) da companhia é a Sra. Jeane Tsutsui. Ela iniciou sua história na empresa em 2001 como médica cardiologista, antes mesmo do IPO. Em 2007, realizou a migração da área médica para área executiva da empresa. Ao longo de sua trajetória, ocupou cargos de gerente e diretora nas áreas de P&D (Pesquisa e Desenvolvimento) e gestão de conhecimento.

De 2012 a 2018 foi a Diretora Executiva Médica da empresa e de 2018 até abril de 2021 assumiu o posto de Diretora Executiva de Negócios até trocar de cargo e consagrar-se *CEO*. A figura 9 apresenta informações sobre a Diretoria Executiva da companhia.

Diretores	Cargo
Jeane Tsutsui	Presidente
Claudio Almeida Prado	Diretor Executivo de Suporte a Operações
Edgar Gil Rizzatti	Diretor Executivo Médico, Técnico e de Processos
Fernando Augusto Rodrigues Leão Filho	Diretor Executivo de Finanças e Relações com Investidores
José Roberto Araújo	Diretor Executivo Comercial e Negócios B2B

Figura 9: Diretoria Executiva.

Fonte: Site de Relações com Investidores da companhia.

<sup>11</sup> Diretor Executivo.

### 3. O SETOR DE SAÚDE

#### 3.1 VISÃO MACRO

Nessa seção serão expostos alguns dados para o melhor entendimento da origem dos recursos da saúde como um todo, isto é, uma visão macro.

De acordo as informações mais recentes do *World Health Organization*<sup>12</sup> (WHO), IBGE e ABRAMED (Associação Brasileira de Medicina Diagnóstica), em 2018 os gastos com saúde atingiram 9,1% do PIB (Produto Interno Bruto) o que correspondeu a R\$ 637,4 bilhões.

Desse percentual, 3,9% das despesas foram do Governo (R\$ 273,2 bilhões) e 5,2% (R\$ 364,2 bilhões) foram de famílias e instituições sem fins lucrativos. Isso mostra que apesar do Brasil possuir um Sistema Único de Saúde (SUS) universal e gratuito, a estrutura dos gastos com saúde sofre significativa influência do setor privado.

A Figura 10 a seguir comprova essa tendência ao ilustrar o percentual dos gastos desde 2000.

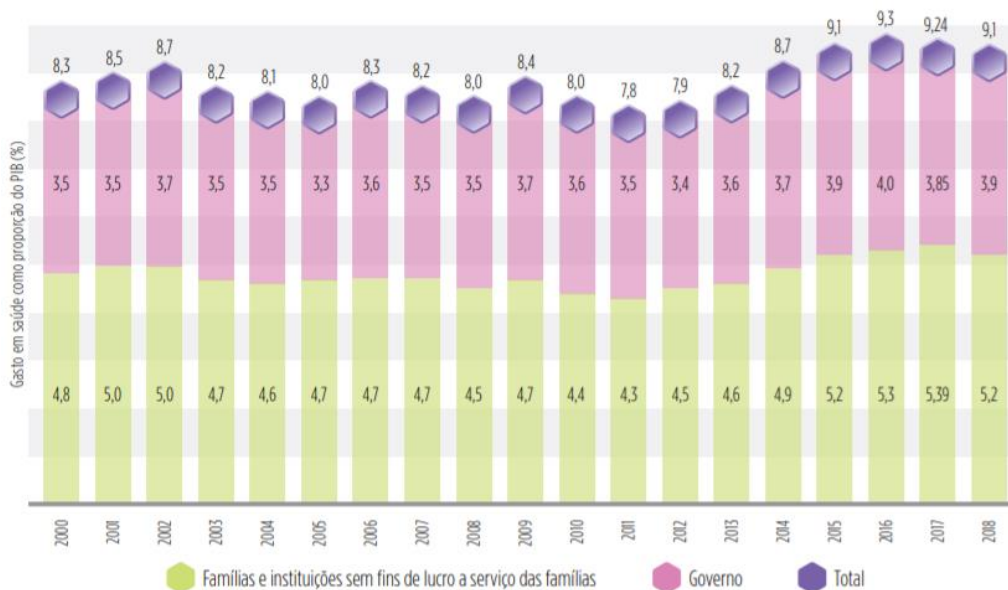


Figura 10: Gastos de Saúde como proporção do PIB.

Fonte: WHO, IBGE e ABRAMED

<sup>12</sup> Em português, Organização Mundial de Saúde, agência especializada em saúde, fundada em 1948 subordinada à ONU – Organização das Nações Unidas.

Além disso, ao comparar a participação do Governo Brasileiro no gasto final de bens e serviços de saúde em 2018 com a média dos países da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) e países europeus, o Brasil fica bem abaixo com 43% enquanto países com um sistema de saúde semelhante como Espanha e Reino Unido possuem participação de, 70,5% e 77,1%, respectivamente.

A figura 11 traz um comparativo desse dado com o de demais países.

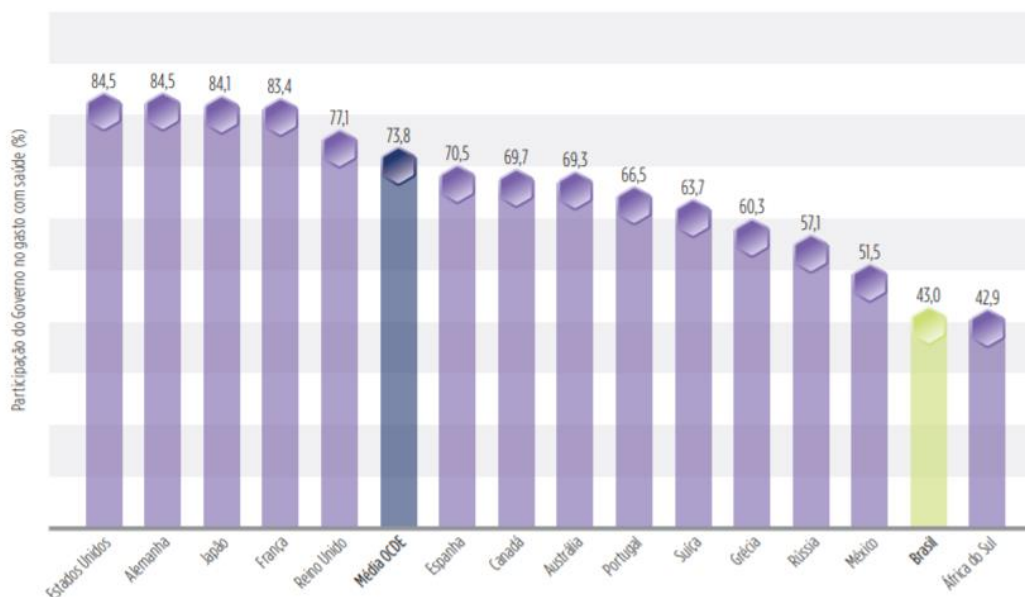


Figura 11: Percentual da participação do governo no gasto final de bens e serviços de saúde em 2018.

Fonte: WHO, IBGE e ABRAMED

### 3.2 IMPORTANTES INDICADORES

Alguns indicadores da economia e da população são fundamentais para o crescimento do setor como um todo. A taxa de desemprego, por exemplo, é correlacionada com o número de beneficiários de planos de saúde suplementar. Isso ocorre, principalmente, devido a maior parte dos planos serem corporativos e oferecidos pelas empresas para seus funcionários.

Sendo assim, quanto menor a taxa de desemprego, maior é a tendência no aumento dos beneficiários dos planos de saúde.

A relação pode ser observada na figura 12 abaixo.

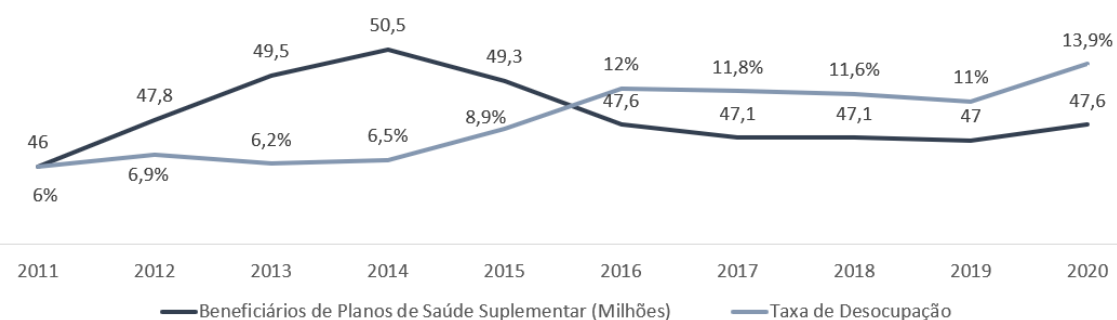


Figura 12: Evolução dos beneficiários de saúde suplementar e taxa de desocupação.

Fonte: PNAD - IBGE

Outra análise interessante que auxilia no processo de entendimento do setor é observar a distribuição geográfica dos beneficiários dos planos de saúde suplementar e a taxa de cobertura correspondente a cada região.

A região com o maior número de beneficiados e a maior taxa de cobertura é a região Sudeste, com cerca de 29 milhões de beneficiários e uma taxa de cobertura de 35,1%. Já a região com menor número de beneficiários e menor taxa de cobertura é a região Norte, com cerca de 1,7 milhões de beneficiários e 10,4% de cobertura. A figura 13 a seguir consolida essas informações.

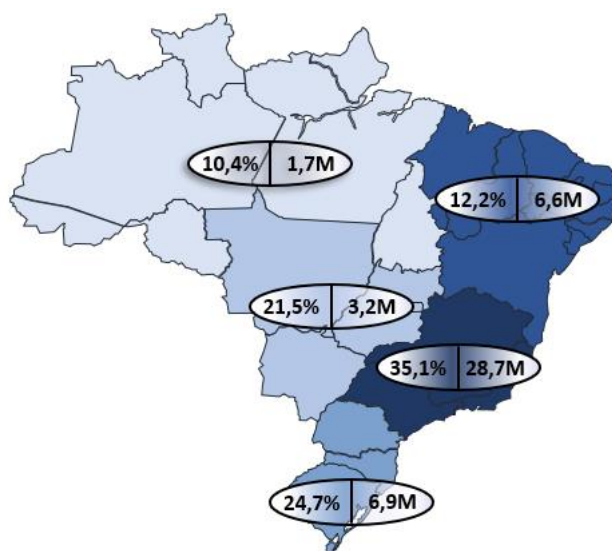


Figura 13: Taxa de cobertura e número de beneficiários por região.

Fonte: ANS (Agência Nacional de Saúde Suplementar)

O crescimento da população acima de 65 anos vem crescendo significativamente nas últimas décadas e, de acordo com dados de 2018 do IBGE, a expectativa de vida do brasileiro deve chegar a 81 anos em 2060 (Figura 14).

Isso é um relevante indicador para o setor, pois um dos impactos do envelhecimento na saúde é o aumento das doenças crônicas não transmissíveis como diabetes, obesidade, hipertensão e excesso de peso.

Segundo dados do Ministério da Saúde, 25,1% dos idosos tem diabetes, 18,7% obesidade, 57,1% hipertensão e 66,8% excesso de peso.

Esses fatos acarretam num aumento da necessidade de realização de exames que auxiliam no diagnóstico dessas doenças o que é positivo para o setor.

Além disso, o perfil da medicina e dos pacientes vem mudando, tornando-se mais preventivo e menos reativo o que impulsiona a demanda pelos serviços de saúde.

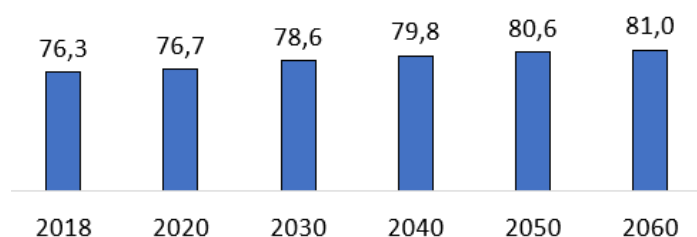


Figura 14: Expectativa de vida do brasileiro.

Fonte: IBGE

### 3.3 SUBSETORES

O setor de saúde na Bolsa de Valores é marcado por ser bem pulverizado e apresentar vários subsetores.

O Fleury pertence ao subsetor da medicina diagnóstica, mas também existem outros segmentos principais como o de operadoras e o das redes de farmácia e distribuidoras de medicamentos.

#### 3.3.1 Operadoras / Saúde Suplementar

Esse segmento é marcado pela oferta de planos e seguros privados de saúde, servindo como um complemento aos serviços prestados pelo sistema público brasileiro.

A incorporação do marco regulatório (Lei 9656/98) do segmento foi fundamental para a consolidação do mercado já que contribuiu para a diminuição do número de operadoras.

De acordo com a ANS, em julho de 2020, o número total de operadoras de planos médico-hospitalares era de 717 e o de operadoras exclusivamente odontológicas era de 269.

A figura 15 ilustra o impacto do marco com a redução do número de operadoras de saúde desde 1999. Essa redução é uma característica natural do setor, pois ele tende a ser mais concentrado regionalmente já que exige a presença de economias de escala e escopo.

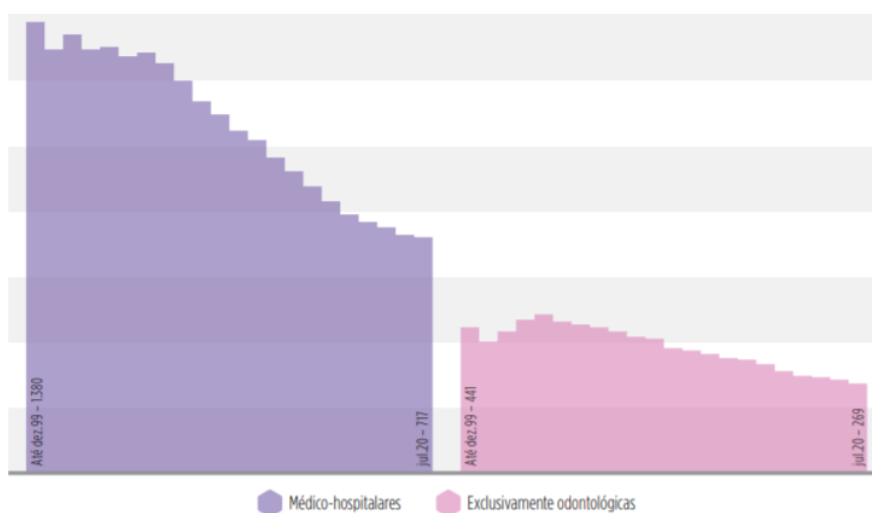


Figura 15: Evolução de operadoras de planos privados de saúde de dezembro/1999 a julho/2020.

Fonte: ANS e ABRAMED

No ano de 2020, a receita de contraprestações, que é a principal fonte de renda para as empresas do ramo, pois corresponde ao pagamento das mensalidades dos planos individuais e coletivos apresentou queda de 22,3% quando comparada com 2019, atingindo R\$ 165,9 bilhões contra R\$ 213,5 bilhões. Trata-se da única queda de receita nos últimos 10 anos.

Apesar do crescimento em termos absolutos de 2011 até 2019, na análise ano contra ano, esse crescimento apresenta uma tendência de queda a partir de 2015, saindo



de 13,2% para 8,1% em 2019. A figura 16 indica a evolução da receita de contraprestações ao longo dos anos.

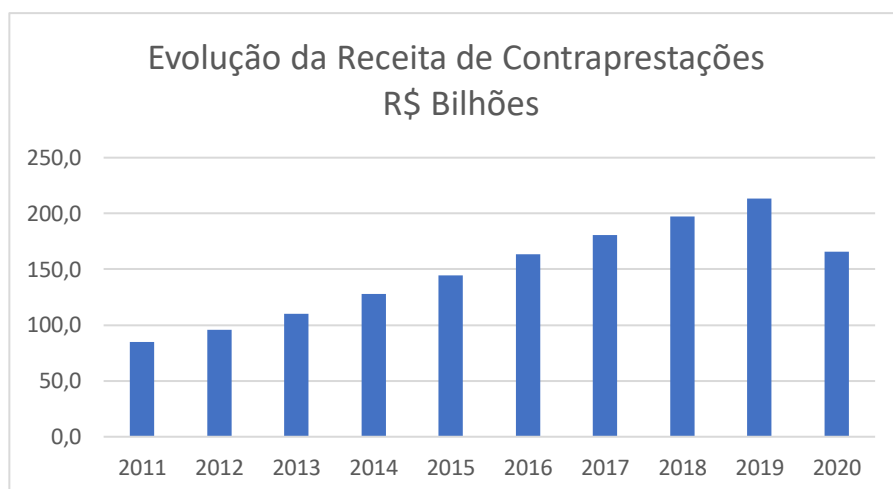


Figura 16: Evolução da Receita de Contraprestações ao longo dos anos.

Fonte: ANS

No entanto, as despesas também caíram. Em 2020, a despesa assistencial, principal despesa do setor atingiu R\$ 120,2 bilhões contra R\$ 174,5 bilhões em 2019. Isso representa uma queda de 31,1%, o que acaba tornando menos dolorosa a queda observada na receita de 22,3%.

A figura 17 mostra a evolução da despesa assistencial nos últimos 10 anos que vinha numa crescente até chegar o ano da pandemia.

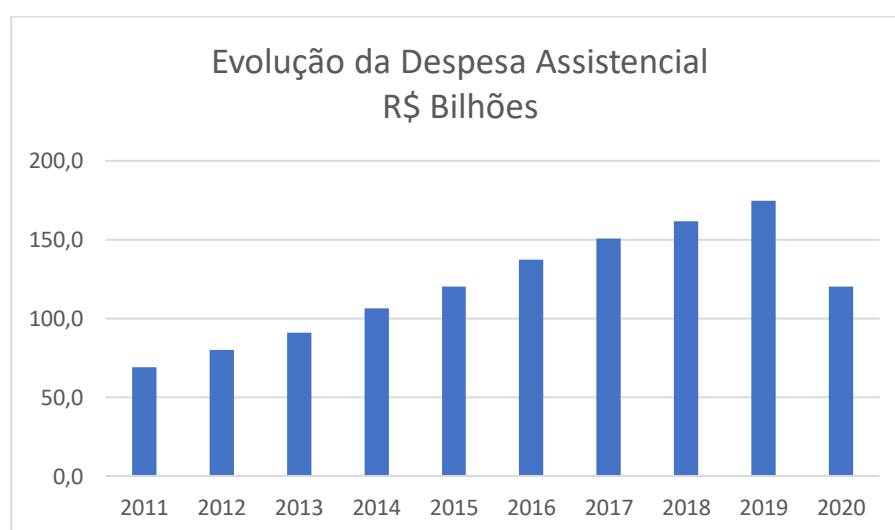


Figura 17: Evolução da Despesa Assistencial ao longo dos anos.

Fonte: ANS

### **3.3.2 MEDICINA DIAGNÓSTICA**

Como esse é o segmento de atuação do Grupo Fleury sua análise será mais detalhada do que a dos demais subsetores.

O segmento da medicina diagnóstica é o responsável por realizar exames laboratoriais e de imagem que auxiliam o diagnóstico dos pacientes.

De acordo com a ABRAMED, os dados provenientes de exames de imagem são responsáveis por mais de 70% das decisões médicas o que ressalta a dependência de todo o setor da saúde a essa metodologia.

Os serviços oferecidos por esse subsetor envolvem uma coleção de especialidades médicas com distintas áreas de atuação como medicina nuclear, patologia clínica, genética médica, diagnósticos por imagem e radiologia. Eles ajudam os médicos no processo de indicação, realização e interpretação de exames para tratamentos, prognósticos, prevenções, diagnósticos, definições e acompanhamento dos tratamentos de doenças.

Existe uma busca pela evolução e inovação intensa no segmento com o intuito de, cada vez mais, melhorar a precisão dos diagnósticos. Para isso, há um investimento constante em pesquisa e desenvolvimento, nas soluções de diagnóstico molecular, transformação digital e automação de serviços.

Uma das principais características do segmento é a constante aquisição por parte das maiores empresas das pequenas marcas regionais e de companhias com estruturas familiares.

O que explica esse processo do setor é o fato dele ser intensivo em mão de obra e as economias de escala desempenharem um papel essencial na sustentabilidade e manutenção das atividades de imagem e laboratoriais.

No setor, o nome técnico para se referir as áreas dos estabelecimentos de saúde que realizam os exames laboratoriais e de imagem é Serviço de Apoio à Diagnose e Terapia (SADT).

Segundo a ABRAMED, em 2010 o número dessas unidades SADT em todo território nacional era de 16.305, saltando, em junho de 2020 para 24.760. Isso representa um crescimento nominal de 8.455 unidades em 10 anos e percentual de 51,9% indicando o quanto o setor cresceu nesse período. Esses números incluem todas as unidades que atuam em hospitais, clínicas e laboratórios.

Percebe-se que a Região Sudeste, com 10.457 unidades em 2020 possui o maior número de SADT, quase 10 vezes a mais que a Região Norte que possui a menor quantidade do país com apenas 1.209 unidades. Apesar disso, o Norte do país apresentou maior crescimento percentual com 63,4% seguido pelo Sul com 61,8%.

A figura 18 permite também analisar as unidades SADT por região do Brasil.

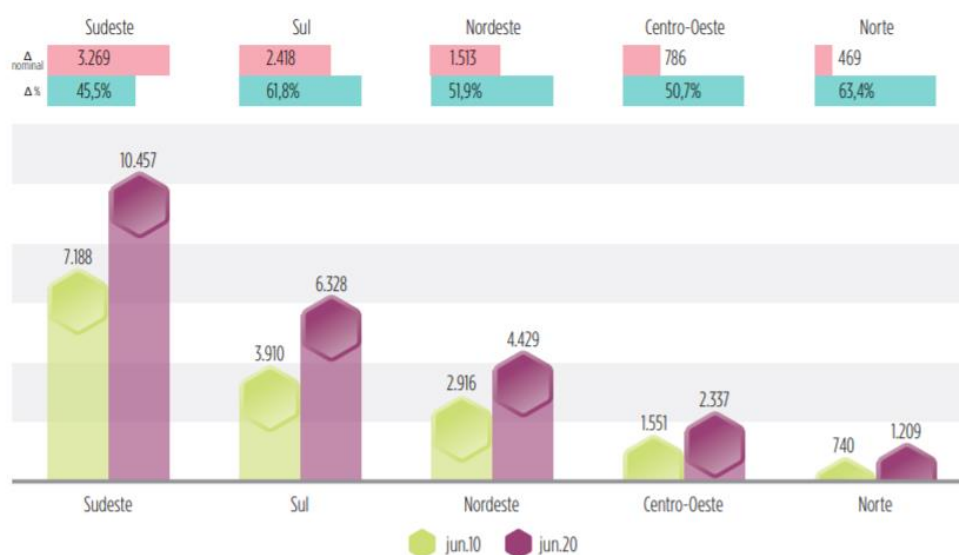


Figura 18: Quantidade e variação de estabelecimentos de saúde – SADT de acordo com a região (Junho 2010 / Junho 2020).

Fonte: ABRAMED e Ministério da Saúde

O setor nos últimos 10 anos também se expandiu para o interior do país buscando aproveitar mercados ainda pouco explorados e com potencial de desenvolvimento. Essa estratégia pode ser observada nos mapas da figura 19.

O mapa da esquerda corresponde ao ano de 2010 e o da direita ao de 2020, as áreas mais escuras indicam os municípios com a presença das unidades SADT enquanto as mais claras indicam a ausência. Em 2010, mais da metade dos municípios brasileiros

(54,1%) não possuíam sequer uma unidade de SADT. Em 2020 esse percentual passou para 37,8%.

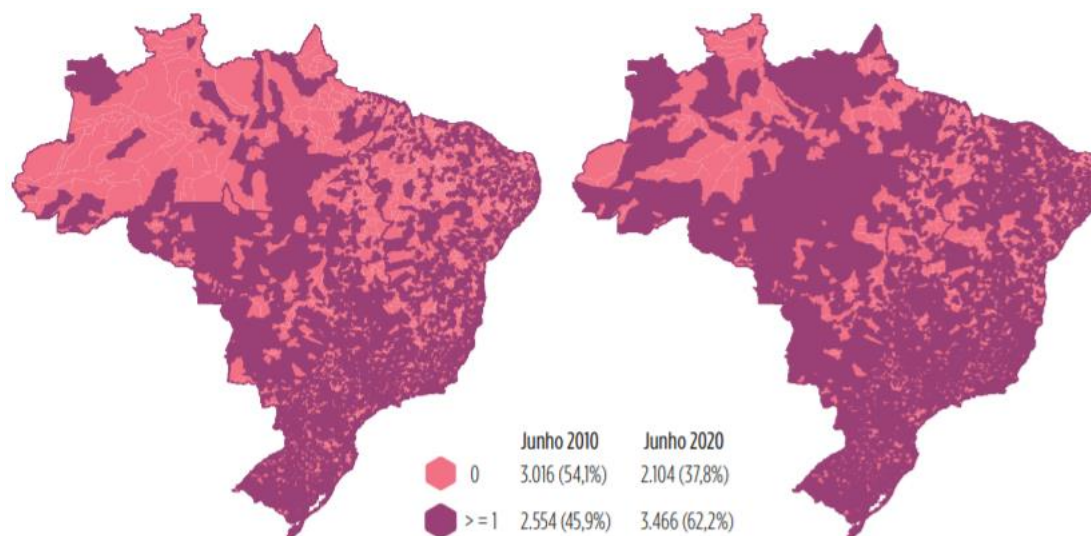


Figura 19: Municípios com a presença de estabelecimentos de SADT - 2010 e 2020.

Fonte: Ministério da Saúde

A receita bruta do setor como um todo de 2017 até 2019 se manteve na faixa de R\$ 35 bilhões e R\$ 36 bilhões como indicado na tabela abaixo.

	Medicina Diagnóstica		
R\$ Bilhões	2017	2018	2019
Receita Bruta	35,4	35,5	36

Figura 20: Receita Bruta Setor Medicina Diagnóstica.

Fonte: ABRAMED

Ao analisar a receita bruta do ponto de vista do segmento diagnóstico, em 2019, 65,9% dela adveio das análises clínicas enquanto 34,1% do diagnóstico por imagem. Partindo para um *breakdown*<sup>13</sup> mais aprofundado sobre a origem da receita, observa-se que a principal fonte de receitas das empresas do setor vem por meio dos planos de saúde (operadoras e seguradoras de saúde) que em 2019 representaram 80,9% do total.

Em segundo lugar estão os pagamentos realizados pela esfera privada de forma direta com 13,2% e, por último, encontra-se a fonte pública com recursos advindos do

<sup>13</sup> Repartição dos elementos que a compõe.

SUS e outras entidades representando 5,9%. A figura 21 a seguir informa esses dados desde 2017.

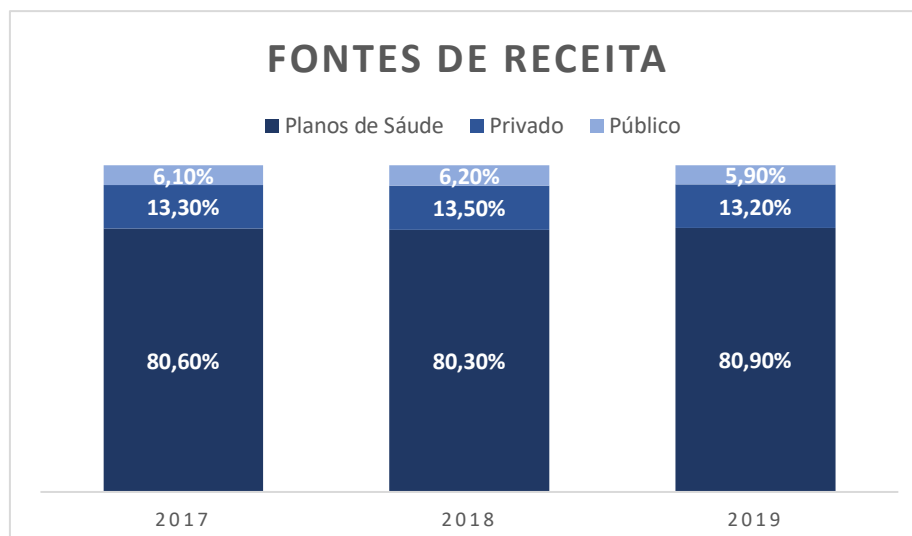


Figura 21: Fontes de Receita.

Fonte: ABRAMED

No ano de 2019, dos R\$ 36 bilhões da receita bruta do setor, 8,2% foram utilizados para investimentos em bens de capital (CAPEX) enquanto em 2018 o percentual da receita utilizado foi de 12,1%.

Apesar da redução, houve expansão e reformas nas unidades de atendimento; tais aprimoramentos corresponderam a quase 35% dos investimentos totais, número 15 p.p. acima do de 2018.

A aquisição de máquinas e equipamentos para realização dos exames continuaram com destinação de recursos elevadas entre as empresas do setor (35%), praticamente o mesmo percentual quando comparado com o de 2018 (37%).

Em relação às despesas, nenhuma conta ultrapassa 35% do total. No entanto, os custos com pessoal e materiais são os principais consumidores dos recursos das empresas. O primeiro oscila na faixa de 30% do total das despesas e o segundo corresponde a 15%.

Apesar da diminuição ao longo dos anos, o percentual gasto com materiais continua ocupando o posto de segunda maior despesa do setor. As principais contas das despesas podem ser observadas na figura 22 abaixo. As barras amarelas, vermelhas e verdes correspondem, respectivamente, aos anos de 2019, 2018 e 2017.

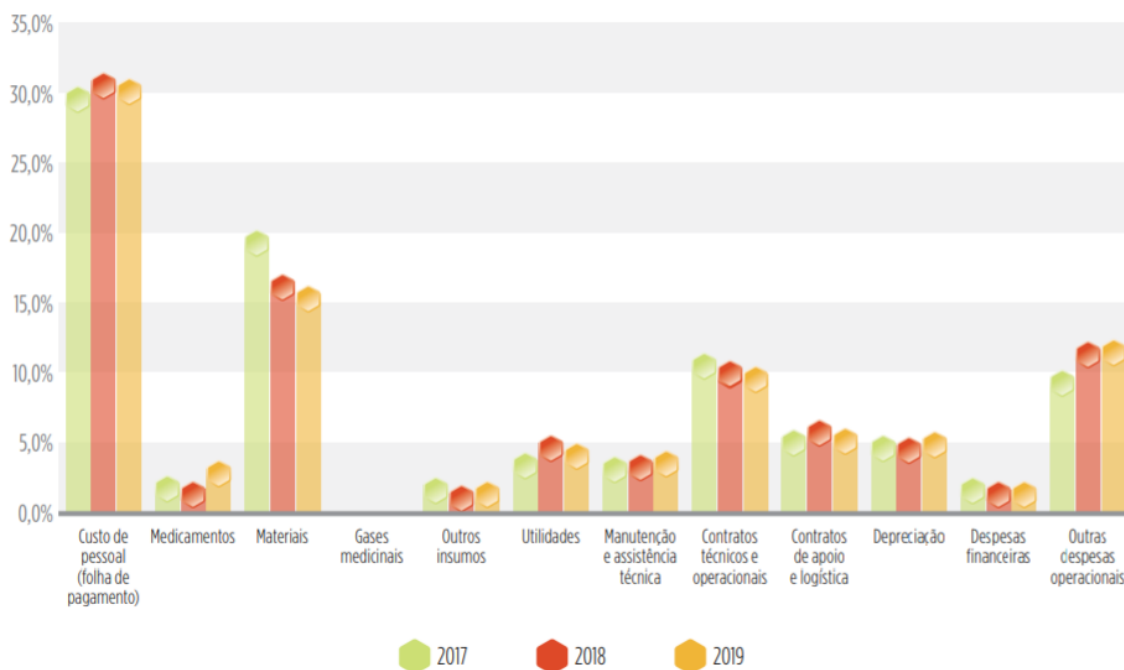


Figura 22: Distribuição das despesas e custos.

Fonte: ABRAMED

O setor de medicina diagnóstica não representa apenas importante papel na saúde física e mental dos brasileiros, mas também na econômica.

No ano de 2019, segundo estudo elaborado pela ABRAMED, o setor foi responsável pela geração de 264,2 mil postos de trabalho. Desde 2015, a geração de empregos por parte desse setor cresce a uma taxa média de 3,4% ao ano enquanto a taxa média de todo o setor de saúde é de 3,1% e a taxa média de todos os empregos da economia retraiu 0,1%.

Sendo assim, o setor de atuação do Grupo Fleury cresce gerando novos postos de emprego numa taxa maior até que o setor de saúde de uma forma geral e que a própria economia. Isso ressalta a característica da mão de obra intensiva do segmento apesar de contar e precisar de investimentos constantes em novas tecnologias.

A figura 23 detalha os estoques de trabalho desde 2015 até 2019 e a 24 apresenta a taxa de crescimento dessas três categorias mencionadas ao longo dos anos em questão.

Empregos no Setor de Medicina Diagnóstica, Mercado de Saúde e Mercado de Trabalho					
Segmentos	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Total de Atividades de Serviços de Medicina Diagnóstica</b>	231.171	236.189	244.402	257.941	264.239
<b>Total Mercado de Saúde</b>	2.028.038	2.066.002	2.121.573	2.202.459	2.291.487
<b>Total Mercado de Trabalho</b>	39.202.505	37.875.947	37.863.983	38.410.428	39.054.507

Figura 23: Empregos no Setor de Medicina Diagnóstica, Mercado de Saúde e Mercado de Trabalho.

Fonte: ABRAMED e CAGED (Cadastro Geral de Empregados e Desempregados)

Taxa de Crescimento Ano Contra Ano					
Segmentos	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Total de Atividades de Serviços de Medicina Diagnóstica</b>	2,2%	3,5%	5,5%	2,4%	3,4%
<b>Total Mercado de Saúde</b>	1,9%	2,7%	3,8%	4,0%	3,1%
<b>Total Mercado de Trabalho</b>	-3,4%	0,0%	1,4%	1,7%	-0,1%

Figura 24: Taxa de Crescimento de Empregos no Setor de Medicina Diagnóstica, Mercado de Saúde e Mercado de Trabalho.

Fonte: ABRAMED e CAGED

### 3.3.2.1 Impactos COVID-19

A pandemia do COVID-19 mudou o rumo econômico global. No Brasil, não poderia ser diferente e o PIB (Produto Interno Bruto) reduziu em 4,1% em 2020.

O setor de medicina diagnóstica, assim como vários setores da economia brasileira sofreram com as medidas regulatórias impostas desde o início da pandemia. Dificuldades na oferta de equipamentos e insumos sobretudo na logística afetaram negativamente os exames clínicos e por imagem. A consequência disso foi a redução da oferta desses exames o que levou empresas a aumentarem suas buscas por linhas de crédito.

O isolamento social e as medidas de restrição provocaram queda nas receitas das companhias e o setor de medicina diagnóstica teve redução de 60% a 80% de suas atividades segundo cálculo elaborado pela ABRAMED.

Os exames de imagem foram os mais afetados em função da decisão de suspensão das consultas ambulatoriais e os exames laboratoriais também tiveram quedas no período de março a agosto de 2020.

A figura a seguir mostra a variação do número de exames realizados pelas empresas nesse período frente aos realizados no mesmo intervalo em 2019. Percebe-se que a menor queda foi de 23,8% e a maior de 49,2%.

Exames	Varição Média
HBsAG	-34,7%
Sorologia para Hepatite C	-28,4%
Sorologia para HIV	-34,6%
Teste treponêmico para Sífilis	-34,6%
VDRL	-23,8%
Hemoglobina Glicada	-32,5%
PSA Total	-39,5%
Sangue Oculto	-47,8%
Colesterol Total e Frações	-43,2%
Papanicolau	-49,2%
Mamografia	-46,4%
Hemograma	-29,8%

Figura 25: Variação do número de exames realizados pelas empresas no período de março a junho de 2020 em comparação com o mesmo intervalo no ano de 2019.

Fonte: ABRAMED

Apesar de ter sido extremamente prejudicado com a queda no número de realização de exames, o setor representou um papel fundamental no combate ao coronavírus.

Desde a confirmação do primeiro caso no Brasil, os laboratórios privados concentraram esforços para produzirem testagens em massa. Mesmo com todas as dificuldades das testagens (reagentes são importados), interrupções dos fluxos de aeronaves, eles conseguiram tornar mais acessível e eficiente os métodos de testagem para a sociedade brasileira e ainda estabeleceram parcerias com o SUS.

Além disso, aumentaram a testagem domiciliar e ofereceram as coletas no modo *drive-thru*<sup>14</sup> com objetivo de diminuir a aglomeração nas unidades de atendimento.

---

<sup>14</sup> Dentro de veículo



### 3.3.3 MERCADO FARMACÊUTICO

Esse segmento do setor da saúde é constituído pelas farmácias e pelas distribuidoras de medicamentos. As farmácias são consideradas um serviço essencial; logo, permaneceram funcionando e faturando ao longo do ano de 2020. Os cidadãos precisam continuar se medicando, ainda mais em tempos de Covid-19. Isso é uma grande vantagem do subsetor frente aos demais da economia.

Em 2019, o mercado farmacêutico chegou a R\$ 102,8 bilhões em vendas. Esse valor é formado, sobretudo, pelas vendas no varejo farmacêutico (diretamente ao consumidor final) correspondendo a 67,2% das vendas totais. Os 32,8% restantes dizem respeito ao mercado institucional, isto é, hospitais, clínicas e governos.

Apesar de representarem um percentual inferior ao das vendas no varejo como indica a figura 26, as vendas ao mercado institucional cresceram 57,5% de 2015 até 2019 enquanto as do varejo 53,0%.



Figura 26: Vendas mercado farmacêutico 2015-2019.

Fonte: Interfarma<sup>15</sup>

Segundo dados da ABRAFARMA (Associação Brasileira de Redes de Farmácia e Drogarias), o faturamento do varejo farmacêutico em 2020 correspondeu a R\$ 56,9

<sup>15</sup> Associação da Indústria Farmacêutica e Pesquisa. Entidade sem fins lucrativos que representa empresas e pesquisadores nacionais.

bilhões, crescimento de 8,6% em relação a 2019. A figura 27 consolida essas informações desde 2017.

R\$ Bilhões	2017	2018	2019	2020
Faturamento	43,8	47,4	52,4	56,9
Crescimento	-	8,2%	10,5%	8,6%

Figura 27: Evolução do Faturamento do Varejo Farmacêutico.

Fonte: ABRAFARMA

Dessa forma, o mercado farmacêutico brasileiro cresceu em um ano prejudicial para a economia como um todo e continua mostrando seu potencial de crescimento.

Os serviços de assistência à saúde nas farmácias vêm representando um novo modelo de negócios para esse ramo. Detecção de riscos e encaminhamento oportuno, prevenção e imunização, avaliações de saúde, acompanhamentos, orientação e tratamento para autocuidado são alguns dos serviços oferecidos pelas farmácias que podem ser cada vez mais explorados para gerar um aumento ainda maior no faturamento nos próximos anos.

#### 4. CONCORRENTES

Os maiores concorrentes do Grupo Fleury são a Dasa, Sabin, o Grupo Alliar e o Hermes Pardini. Essas empresas, juntos com o Fleury, constituem o grupo dos maiores *players* do segmento de medicina diagnóstica brasileiro. Com exceção do Grupo Alliar, todas as companhias foram fundadas no século passado, o que ressalta a dificuldade que novos competidores encontram ao tentar ingressar e se consolidar nesse mercado.

O Grupo Dasa criado em 1966 é o principal concorrente do Fleury. Possui em torno de 900 unidades de atendimento e mais de 40 marcas de laboratórios distribuídas por todo o Brasil. Em 2020, faturou R\$ 1,8 bilhões e apresentou uma média, ao longo dos últimos anos, de 5 milhões de pacientes atendidos por ano. Sua influência ainda vai além das fronteiras brasileiras atuando na Argentina (Buenos Aires) e Uruguai (Montevideú).

A Sabin foi fundada em 1984 e assim como o Grupo Dasa atua em todas as regiões do Brasil. Possui 296 unidades de atendimento e 8 marcas de laboratórios. Apesar do número reduzido de marcas próprias, em 2019, conseguiu alcançar o marco de mais de 5 milhões de clientes atendidos no ano.

O Grupo Alliar, fundado em 2011 por meio da fusão de quatro empresas no segmento diagnóstico, também atua em todas as regiões brasileiras. Na pandemia, a empresa tornou-se referência ao ser a pioneira na estratégia *drive thru* para testes de Covid-19. Possui 119 unidades de atendimento e apresenta uma média de 2 milhões de pacientes atendidos por ano. Além disso, é dona de 14 marcas de laboratórios.

O Grupo Pardini (Hermes Pardini), criado em 1959, está presente em todas as regiões do país e possui unidades próprias em Minas Gerais, Goiás, São Paulo e Rio de Janeiro. O grupo é destaque por ter sido o primeiro a produzir um canal de produção laboratorial de forma automatizada.

Em 2019, atingiu a marca de quase 100 milhões de exames processados atendendo 1,6 milhão de pacientes no ano. Possui 123 unidades de atendimento e 12 marcas próprias. A figura 28 abaixo consolida as informações dos principais concorrentes do Grupo Fleury citados acima.



Figura 28: Principais Concorrentes.

Fonte: Sites de Relação com Investidores das empresas.

## 5. METODOLOGIA

A metodologia usada para calcular o valor justo da ação do Grupo Fleury foi a do fluxo de caixa descontado. Todo investimento é balizado nos resultados futuros que pode gerar e esse método consiste, justamente, na realização de uma projeção dos resultados futuros de uma empresa.

### 5.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Uma das formas de se calcular o valor de uma companhia é alcançada por meio de uma estimativa dos fluxos de caixa<sup>16</sup> que serão gerados por ela no futuro. Para isso, é necessário partir de algumas hipóteses que serão mais bem detalhadas no próximo capítulo. No entanto, a hipótese de que a firma irá operar para sempre é essencial para assim trazer os fluxos de caixa a valor presente por meio de uma taxa de desconto. A equação 1 a seguir detalha esse processo.

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCt}{(1+r)^t}$$

Equação 1: Fluxo de Caixa Descontado.

Nessa equação,

FCt corresponde ao fluxo do período t,

r é a taxa de desconto e

n é a vida do ativo, isto é, número de períodos em que a empresa estará em operação.

Como uma das hipóteses tratadas nesse trabalho é que a firma irá operar para sempre no futuro, é preciso calcular um valor para sua perpetuidade englobando todos os fluxos de caixa a partir do último ano projetado. Assim, a empresa crescerá a uma taxa constante para sempre quando atingir sua maturidade. A perpetuidade é calculada por meio da equação 2.

---

<sup>16</sup> Instrumento de gestão financeira que projeta para períodos futuros as entradas e saídas de recursos financeiros da companhia.

$$\text{Valor da firma na perpetuidade} = FC_{n-1} \times \frac{1 + g_n}{r - g_n}$$

Equação 2: Valor da firma na perpetuidade.

Nessa equação,

$FC_{n-1}$  corresponde ao último fluxo projetado que virá a ser o fluxo da firma na sua maturidade e

$g_n$  corresponde a taxa de crescimento na perpetuidade.

## 5.2 FLUXO DE CAIXA PARA O ACIONISTA

O Fluxo de Caixa para o Acionista também é conhecido, em inglês, por *Free Cash Flow to Equity (FCFE)*. Essa metodologia é utilizada para identificar a parcela do fluxo de caixa da companhia que vai para seus sócios/acionistas. Na prática, esse método também é famoso por representar o valor dos dividendos que serão distribuídos para os investidores. Ele é calculado da seguinte maneira:

(+) Lucro Líquido
(+) Despesa de depreciação
(-) Investimentos físicos
(-) Variação na necessidade de capital de giro
(+) Itens sem efeito de caixa na DRE
(+) Emissão de novas dívidas
(-) Pagamento do principal da dívida
(+) Variação do capital social
= FCFE

Tabela 1: Definição FCFE.

## 5.3 FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA

O Fluxo de Caixa Livre para a Firma é a metodologia escolhida no presente trabalho para realizar o *valuation* do Grupo Fleury. Em inglês é conhecido por *Free Cash Flow to Firm (FCFF)* e possui o papel de informar qual é o caixa direcionado ao pagamento das dívidas, dos credores e dos acionistas. Ele é calculado da seguinte forma:

(+) EBIT (1-t)
(-) Investimentos físicos
(+) Depreciação
(-) Variação na necessidade de capital de giro
(+) Itens sem efeito de caixa na DRE
(-) Partes estatutárias
= FCFF

Tabela 2: Definição FCFF.

Na tabela 2, EBIT corresponde, em inglês, a *Earnings Before Interest and Taxes*, ou seja, lucro antes dos juros e impostos e t corresponde a alíquota de imposto.

#### 5.4 TAXA DE DESCONTO

A taxa de desconto possui um papel fundamental na hora de se analisar uma empresa. Em finanças, só se comparam dois valores se ambos estiverem representados no mesmo período de tempo e a função da taxa de desconto é, justamente, trazer os fluxos de caixa para o valor presente.

A taxa de desconto escolhida para ser utilizada nessa monografia é a WACC (Weighted Average Cost of Capital), custo médio ponderado de capital, em português. Ela leva em consideração ambas as maneiras de uma empresa se financiar, seja por capital próprio (pelos acionistas ao emitir ações) ou por capital de terceiros (via emissão de dívida). A fórmula WACC está representada abaixo pela equação 3.

$$WACC = Ke * \left( \frac{E}{E + D} \right) + Kd * \left( \frac{D}{E + D} \right) * (1 - t)$$

Equação 3: Fórmula WACC.

Na fórmula,

Ke é o custo de capital próprio,

Kd corresponde ao custo da dívida,

E é o total do *equity*, ou seja, o valor de mercado da companhia,

D é o total de dívida, isto é, o valor de mercado da dívida e

t corresponde a alíquota de impostos.

## 5.5 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Para calcular o custo de capital próprio será utilizado o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) Modelo de Precificação de Ativos de Capital, em português. Esse modelo reflete a relação risco e retorno esperada de um investimento. A equação 4 detalha a fórmula do CAPM.

$$E(R_i) = Ke = Rf + \beta_i * (E(R_m) - Rf)$$

Equação 4: Fórmula CAPM.

Na equação,

$Ke$  corresponde ao custo de capital próprio,

$Rf$  é a taxa livre de risco,

$\beta_i$  É o beta e corresponde a sensibilidade da ação aos movimentos do mercado e

$E(R_m)$  corresponde ao retorno esperado do mercado, logo  $(E(R_m) - Rf)$  é o prêmio de risco exigido pelo investidor para abrir mão do investimento em um ativo livre de risco e investir em um com um maior risco.



## 6. VALUATION

### 6.1 PROJEÇÕES DO CRESCIMENTO REAL DO PIB E IPCA

Duas importantes premissas macroeconômicas utilizadas no modelo são o crescimento real do PIB (Produto Interno Bruto) e o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo). Para a projeção dessas variáveis foram utilizados os dados do sistema de expectativas do Banco Central com a data base de 31/12/2020, mesma data base do modelo.

A figura 29 a seguir consolida o valor dessas variáveis. A partir de 2024 os indicadores são considerados constantes por ser o último ano de dados disponíveis pelo Banco Central, a análise da empresa vai até o ano de 2026.

Macroeconomia	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PIB - Crescimento Real	3,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Inflação - IPCA	3,3%	3,5%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%

Figura 29: Premissas macroeconômicas.

Fonte: Sistema de Expectativas do Banco Central.

### 6.2 RECEITAS

O Grupo Fleury possui duas principais fontes de receita, as unidades de atendimento e o B2B (*Business to Business*)<sup>17</sup>. A soma dessas duas receitas constitui a receita operacional bruta.

As unidades de atendimento podem ser subdivididas em marcas regionais, marca a+ São Paulo, marcas Rio de Janeiro e a marca Fleury, que juntas são responsáveis pela maior parte da receita operacional bruta da empresa.

O B2B, por sua vez, pode ser dividido em operações hospitalares, laboratórios de referência e pesquisa clínica e medicina preventiva.

A figura 30 abaixo resume as principais entradas que fazem parte da receita da companhia. Ao analisá-la percebe-se que mesmo em um ano de grande crise nacional e mundial devido a pandemia do coronavírus, a receita operacional bruta da empresa foi a maior dos últimos quatro anos.

<sup>17</sup> De empresa para empresa, em português. Negócios que oferecem serviços para outras empresas, nesse caso laboratórios e hospitais.

<b>Receitas ( R\$ mil)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>2.586.514</b>	<b>2.879.614</b>	<b>3.142.126</b>	<b>3.207.191</b>
<b>Unidades de Atendimento (UAs)</b>	<b>2.167.524</b>	<b>2.420.841</b>	<b>2.647.953</b>	<b>2.638.696</b>
Marcas Regionais	197.799	277.547	285.053	362.808
Marca a+ São Paulo	265.686	344.019	417.008	420.468
Marcas Rio de Janeiro	420.808	480.932	548.328	510.808
Marca Fleury	1.283.230	1.318.343	1.397.563	1.344.612
<b>B2B</b>	<b>418.990</b>	<b>458.773</b>	<b>494.173</b>	<b>568.495</b>
Operações Hospitalares	381.376	419.127	446.888	503.483
Lab. de Referência e Pesquisa Clínica	31.292	34.301	40.158	58.566
Medicina Preventiva (MP)	6.322	5.345	7.128	6.447

Figura 30: Receita Operacional Bruta.

Fonte: Site de Relações com Investidores da Empresa.

Para chegar ao valor da receita líquida, é necessário subtrair da receita bruta as deduções de vendas que correspondem a quanto a empresa pagou de impostos e os cancelamentos. A figura 31 a seguir ilustra a receita líquida da companhia.

<b>Receitas ( R\$ mil)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>2.586.514</b>	<b>2.879.614</b>	<b>3.142.126</b>	<b>3.207.191</b>
Impostos	159.067	177.822	193.809	199.879
Cancelamentos	44.435	37.348	43.210	35.697
<b>Receita Líquida</b>	<b>2.383.012</b>	<b>2.664.444</b>	<b>2.905.107</b>	<b>2.971.616</b>

Figura 31: Receita Líquida.

Fonte: Site de Relações com Investidores da Empresa.

Ao realizar o cálculo de crescimento ano a ano da receita operacional bruta da empresa e subtrair o valor do crescimento real do PIB e da inflação para cada ano concluiu-se que ela cresce acima desses indicadores, segundo sua série histórica de resultados.

Sendo assim, a receita bruta foi projetada conforme crescimento histórico da empresa acima da inflação e do PIB e sua média de crescimento ano a ano desde 2013 (3,68%).

A projeção dos valores pagos pela empresa em impostos foi feita com base na receita operacional bruta de cada ano multiplicada pela média do percentual da receita bruta pago em impostos desde 2013 (6,23%).

Para replicar os cancelamentos, uma redução é observada nos últimos anos então não foi adotado o critério da média histórica, a premissa foi a variação observada em 2020 de 1,1%. As projeções podem ser observadas na tabela a seguir.

	<- Histórico				Projetado ->					
Receitas ( R\$ mil)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>2.586.514</b>	<b>2.879.614</b>	<b>3.142.126</b>	<b>3.207.191</b>	<b>3.540.698</b>	<b>3.883.392</b>	<b>4.249.546</b>	<b>4.648.099</b>	<b>5.084.031</b>	<b>5.560.848</b>
<b>Unidades de Atendimento (UAs)</b>	<b>2.167.524</b>	<b>2.420.841</b>	<b>2.647.953</b>	<b>2.638.696</b>	<b>2.913.087</b>	<b>3.195.036</b>	<b>3.496.287</b>	<b>3.824.194</b>	<b>4.182.854</b>	<b>4.575.152</b>
Marcas Regionais	197.799	277.547	285.053	362.808	400.535	439.302	480.722	525.808	575.122	629.061
Marca a+ São Paulo	265.686	344.019	417.008	420.468	464.192	509.119	557.123	609.374	666.525	729.037
Marcas Rio de Janeiro	420.808	480.932	548.328	510.808	563.926	618.507	676.824	740.301	809.732	885.675
Marca Fleury	1.283.230	1.318.343	1.397.563	1.344.612	1.484.434	1.628.108	1.781.618	1.948.711	2.131.475	2.331.380
<b>B2B</b>	<b>418.990</b>	<b>458.773</b>	<b>494.173</b>	<b>568.495</b>	<b>627.611</b>	<b>688.356</b>	<b>753.259</b>	<b>823.905</b>	<b>901.177</b>	<b>985.696</b>
Operações Hospitalares	381.376	419.127	446.888	503.483	555.838	609.636	667.117	729.684	798.119	872.973
Lab. de Referência e Pesquisa Clínica	31.292	34.301	40.158	58.566	64.656	70.913	77.600	84.878	92.838	101.545
Medicina Preventiva (MP)	6.322	5.345	7.128	6.447	7.117	7.806	8.542	9.343	10.220	11.178
Impostos	159.067	177.822	193.809	199.879	221.236	242.649	265.528	290.431	317.669	347.463
Cancelamentos	44.435	37.348	43.210	35.697	48.691	53.403	58.438	63.919	69.914	76.471
<b>Receita Líquida</b>	<b>2.383.012</b>	<b>2.664.444</b>	<b>2.905.107</b>	<b>2.971.616</b>	<b>3.270.771</b>	<b>3.587.340</b>	<b>3.925.580</b>	<b>4.293.749</b>	<b>4.696.448</b>	<b>5.136.914</b>

Figura 32: Projeção receita operacional bruta, impostos, cancelamentos e receita líquida.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir das informações da empresa.

### 6.3 CUSTOS E DESPESAS

A figura abaixo retrata a projeção dos custos realizada por meio das mesmas premissas da receita operacional bruta e o consequente resultado bruto que corresponde à subtração da receita líquida com os custos operacionais.

Ao calcular uma média histórica de 2013 até 2020 percebe-se que o percentual dos custos na receita bruta é de 60,5%. Quando o mesmo cálculo é feito para os anos projetados, esse valor diminui para 58,2%.

	<- Histórico				Projetado ->					
Custos operacionais	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Pessoal e Serviços Médicos (novo)	843.894	926.327	1.013.204	987.498	1.090.186	1.195.702	1.308.441	1.431.156	1.565.380	1.712.192
Aluguéis, Serviços com Ocupação e Utilidades (novo)	460.699	525.804	426.287	446.327	492.739	540.430	591.386	646.850	707.517	773.873
Material Direto e Intermediação de Exames (novo)	233.572	257.668	310.469	426.860	471.249	516.859	565.593	618.638	676.658	740.120
Gastos Gerais (novo)	8.602	7.372	6.873	4.841	5.344	5.861	6.414	7.016	7.674	8.393
<b>Custos</b>	<b>1.546.767</b>	<b>1.717.171</b>	<b>1.756.834</b>	<b>1.865.527</b>	<b>2.059.518</b>	<b>2.258.853</b>	<b>2.471.833</b>	<b>2.703.660</b>	<b>2.957.228</b>	<b>3.234.578</b>
% variação	11,8%	11,0%	2,3%	6,2%	10,4%	9,7%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
%ROB	59,8%	59,6%	55,9%	58,2%	58,2%	58,2%	58,2%	58,2%	58,2%	58,2%
<b>Resultado bruto</b>	<b>836.245</b>	<b>947.272</b>	<b>1.148.274</b>	<b>1.106.089</b>	<b>1.221.299</b>	<b>1.339.505</b>	<b>1.465.803</b>	<b>1.603.277</b>	<b>1.753.644</b>	<b>1.918.113</b>
% variação	17,3%	13,3%	21,2%	-3,7%	10,4%	9,7%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
%ROB	32,3%	32,9%	36,5%	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%

Figura 33: Projeção dos custos operacionais.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir das informações da empresa.

A projeção das despesas gerais e administrativas foi realizada conforme crescimento de acordo com o PIB e inflação e pode ser observada na figura 34. Nota-se

uma redução do percentual das despesas em relação a receita operacional bruta nos anos projetados. Isso pode ser explicado pelo fato de que os verdadeiros custos essenciais para o Fleury são os médicos, manutenção de máquinas e equipamentos, por exemplo, e um aumento de faturamento não significa, necessariamente, um aumento de despesas.

Despesas gerais e administrativas	<- Histórico   Projetado ->									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
SG&A	213.952	245.073	259.805	258.850	276.245	292.820	309.657	327.307	345.964	365.684
Outras receitas (despesas) operacionais, líquidas	4.868	8.015	7.839	1.136	1.212	1.285	1.359	1.436	1.518	1.604
Reversão de (provisão para) riscos tributários, trabalhistas e cíveis	1.266	2.568	346	8.640	9.221	9.774	10.336	10.925	11.548	12.206
Equivalência patrimonial	933	901	333	326	348	368	390	412	435	460
<b>Despesas</b>	<b>216.622</b>	<b>254.755</b>	<b>267.632</b>	<b>268.952</b>	<b>287.025</b>	<b>304.247</b>	<b>321.741</b>	<b>340.080</b>	<b>359.465</b>	<b>379.954</b>
% Variação	-5,3%	17,6%	5,1%	0,5%	6,7%	6,0%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
% ROL	9,1%	9,6%	9,2%	9,1%	8,7%	8,5%	8,2%	7,9%	7,6%	7,4%
% ROB	8,4%	8,8%	8,5%	8,4%	8,1%	7,8%	7,6%	7,3%	7,1%	6,8%

Figura 34: Projeção das despesas gerais e administrativas.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir das informações da empresa.

## 6.4 EBITDA E MARGEM EBITDA

O EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, em inglês) constitui o lucro da empresa antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações. Com esse indicador, é possível realizar uma análise das atividades operacionais da empresa. Para calculá-lo basta subtrair do resultado operacional antes do resultado financeiro as despesas de depreciação e amortização.

A margem EBITDA é encontrada por meio da divisão do EBITDA pela receita operacional líquida. Esse parâmetro é utilizado para informar uma sensibilidade do quanto as atividades operacionais da companhia estão gerando de lucro, isto é, mede a eficiência na capacidade de geração de caixa.

O gráfico a seguir indica a trajetória histórica da margem EBITDA e sua projeção. Sua jornada de crescimento está associada, principalmente, a redução dos cancelamentos ao longo do tempo.

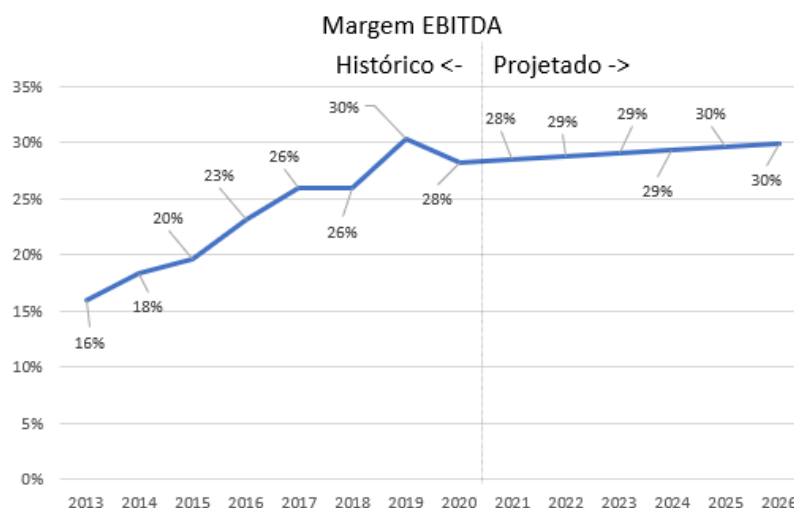


Figura 35: Margem EBITDA ajustado.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir das informações da empresa.

## 6.5 DEPRECIACÃO

A premissa utilizada para replicar as depreciações foi multiplicar a receita operacional bruta de cada ano por 7,2% que corresponde a média histórica desde 2013 do percentual das depreciações sobre a receita bruta.

		Projetado ->					
		2021	2022	2023	2024	2025	2026
Depreciação		254.812	279.475	305.826	334.508	365.881	400.196
% Variação	Hist. (13-20)	-28,9%	9,7%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
%ROB	7,20%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%

Figura 36: Projeção depreciações.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir das informações da empresa.

## 6.6 CAPEX

O CAPEX (*Capital Expenditure*, em inglês) corresponde ao investimento em bens de capitais ou despesas de capitais. Sua finalidade é manter ou expandir o escopo operacional da companhia. Para a projeção, foi adotado como CAPEX o valor de 50% das depreciações de cada ano projetado. Esse percentual de 50% se justifica pelo fato de a depreciação ser um parâmetro contábil. Um equipamento, após 5 anos, embora economicamente não tenha vida útil, ainda pode ser utilizado.

CAPEX	Projetado ->					
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Investimento capex total	127.406	139.737	152.913	167.254	182.940	200.098
% Variação	0,0%	9,7%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
% ROL	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
% ROB	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%

Figura 37: Projeção CAPEX.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir das informações da empresa.

## 6.7 CAPITAL DE GIRO

O capital de giro bruto engloba todo o ativo circulante, que corresponde aos bens e direitos da empresa realizáveis em até 12 meses. O prazo médio do capital de giro do Fleury foi projetado de acordo com a média dos prazos realizados nos últimos três anos. O capital de giro líquido é calculado de acordo com a subtração do ativo circulante com o passivo circulante e a variação é encontrada pela subtração do ano correspondente pelo ano anterior. Abaixo está representada a projeção dos prazos médios e também a variação da necessidade de capital de giro.

	Média	<- Histórico			Projetado ->					
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Prazos médios</b>										
ATIVO - Dias de Receita Operacional Bruta	82	77	77	92	82	82	82	82	82	82
PASSIVO - Dias de Custo, Despesas e Impostos	63	59	58	72	63	63	63	63	63	63
<b>Ativo circulante</b>		<b>612.538</b>	<b>669.270</b>	<b>823.131</b>	<b>805.351</b>	<b>880.851</b>	<b>961.242</b>	<b>1.048.497</b>	<b>1.146.833</b>	<b>1.254.391</b>
<b>Passivo circulante</b>		<b>379.881</b>	<b>385.818</b>	<b>491.063</b>	<b>498.662</b>	<b>544.190</b>	<b>592.565</b>	<b>644.993</b>	<b>704.046</b>	<b>768.556</b>
<b>Capital circulante líquido</b>		<b>232.656</b>	<b>283.453</b>	<b>332.068</b>	<b>306.689</b>	<b>336.661</b>	<b>368.677</b>	<b>403.505</b>	<b>442.787</b>	<b>485.835</b>
%ROB		8,1%	9,0%	10,4%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
<b>Variação de capital de giro</b>		<b>-41.490</b>	<b>50.797</b>	<b>48.615</b>	<b>-25.379</b>	<b>29.973</b>	<b>32.016</b>	<b>34.827</b>	<b>39.282</b>	<b>43.048</b>

Figura 38: Projeção prazo médio capital de giro e variação do capital de giro.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir das informações da empresa.

## 6.8 ALÍQUOTA DE IMPOSTOS

Para o cálculo dos impostos foi adotado uma alíquota de 34% com base nas regras do lucro real. Ela determina uma alíquota de 15% para o imposto de renda mais 10% sobre a parcela do lucro que exceder duzentos e quarenta mil reais anuais. Além disso, há o imposto de contribuição social que corresponde a 9%.

## 6.9 TAXA DE DESCONTO

Para encontrarmos a taxa WACC explicada no capítulo 5.4 fez-se necessário adotar algumas premissas detalhadas a seguir.

### 6.9.1 ESTRUTURA DE CAPITAL

A estrutura de capital do Fleury é formada por 33% de capital de terceiros e 67% de capital próprio. Os detalhes do cálculo estão demonstrados na figura 39.

<b>Endividamento total (R\$ mil)</b>	<b>1.903.721</b>
Caixa e equivalentes (R\$ mil)	1.041.804
Dívida líquida (R\$ mil)	861.916
Equity	1.750.850
D/(D+E)	32,99%
E/(D+E)	67,01%

Figura 39: Estrutura de Capital.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir das informações da empresa.

### 6.9.2 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

O Custo de Capital Próprio ( $K_e$ ) explicado no capítulo 5.5 é uma importante variável que faz parte do cálculo do WACC.

A taxa livre de risco ( $R_f$ ) utilizada para determinar o  $K_e$  corresponde a média aritmética das taxas oferecidas pelo governo dos Estados Unidos (*Treasury Bond*<sup>18</sup> de 30 anos de duração) nos últimos 24 meses.

O beta desalavancado utilizado foi de 0,69<sup>19</sup> que é o recomendado por Damodaran<sup>20</sup> para o setor de serviços médicos. No entanto, para o cálculo do  $K_e$  ainda é necessário encontrar o beta. Para isso, deve-se utilizar a fórmula abaixo.

$$Beta\ Desalavancado = \frac{beta}{1 + (1 - tax) * \left(\frac{D}{E}\right)}$$

Equação 5: Cálculo do beta.

Fonte: Damodaran.

<sup>18</sup> Título do tesouro, em português.

<sup>19</sup> Encontrado na página da Universidade de Nova York no seguinte link que possui o beta para todos os setores da economia:

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

<sup>20</sup> Aswath Damodaran é uma referência mundial no assunto de avaliação de empresas e possui diversos livros publicados.

Na equação,

Tax = imposto (34%),

D= Dívida líquida e,

E= Equity, isto é, capital próprio.

Após o cálculo, encontrou-se um beta de 0,91.

O prêmio de risco ( $E(R_m) - R_f$ ) adotado foi de 5,5% disponível no “Duff & Phelps 2018 Handbook”<sup>21</sup>

Foi adotado também no cálculo do Ke o Risco País (EMBI+BR<sup>22</sup>) de 2,86% obtido através da média aritmética do EMBI+BR dos últimos 24 meses. Ademais, trazer a diferença inflacionária do dólar para o real também foi necessário.

Por fim, chegou-se a um valor de Ke de 11,82%.

### 6.9.3 CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

O custo de capital de terceiros ou custo da dívida (Kd) foi calculado conforme a figura 40 a seguir. A coluna “Kd ponderado” corresponde a multiplicação da taxa anual com a ponderação em relação a dívida. Ao somar toda a última coluna chegou-se ao Kd de 4,91%. No entanto, é preciso utilizar o Kd líquido de impostos que é encontrado por meio da multiplicação dos 4,91% por  $(1 - 34\%)$  chegando ao valor de 3,24% de Kd.

Empréstimos e financiamentos	Saldo (R\$ mil)	Indexador	Prêmio debênture	Taxa anual	Ponderação	Kd ponderado
Finep Prometheus 1 e 2	155.444	4,0%	0,0%	4,0%	6,2%	0,2%
Finep 2	10.752	4,0%	0,0%	4,0%	0,4%	0,0%
BNDES Finame	4.876	3,5%	0,0%	3,5%	0,2%	0,0%
Cédula de crédito bancário	150.000	4,3%	0,0%	4,3%	5,9%	0,3%
Notas promissórias	400.000	2,9%	0,0%	2,9%	15,9%	0,5%
2ª Emissão - Série Única (2018)	166.667	6,4%	0,9%	7,3%	6,6%	0,5%
2ª Emissão - Série Única (2019)	166.667	4,5%	0,9%	5,4%	6,6%	0,4%
2ª Emissão - Série Única (2020)	166.667	2,0%	0,9%	2,9%	6,6%	0,2%
3ª Emissão - Série Única (2021)	150.000	3,0%	0,5%	3,5%	5,9%	0,2%
3ª Emissão - Série Única (2022)	150.000	4,5%	0,5%	5,0%	5,9%	0,3%
4ª Emissão - Primeira Série (2021)	250.000	3,0%	0,4%	3,4%	9,9%	0,3%
4ª Emissão - Segunda Série (2023)	250.000	6,0%	0,6%	6,6%	9,9%	0,7%
5ª Emissão - Primeira Série (2024)	200.000	6,0%	0,9%	6,9%	7,9%	0,5%
5ª Emissão - Segunda Série (2025)	100.000	6,0%	1,2%	7,2%	4,0%	0,3%
5ª Emissão - Terceira Série (2026)	100.000	6,0%	1,2%	7,2%	4,0%	0,3%
5ª Emissão - Quarta Série (2027)	100.000	6,0%	1,2%	7,2%	4,0%	0,3%
<b>Dívida</b>	<b>2.521.072</b>					

<sup>21</sup> Consultoria de *valuation* mundialmente conhecida.

<sup>22</sup> Emerging markets bond index. Em português, índice de títulos de países emergentes.



Figura 40: Custo de Capital de Terceiros.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir das informações da empresa.

### 6.9.4 WACC

A taxa WACC encontrada ao aplicar a fórmula do capítulo 5.4 com base nas premissas explicadas anteriormente foi de 9%. A figura 41 resume os principais parâmetros para o cálculo.

Indicadores WACC	
D/D+E	32,99%
E/D+E	67,01%
Ke	11,82%
Kd	3,24%
<b>WACC</b>	<b>8,99%</b>

Figura 41: WACC.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir das informações da empresa

### 6.10 PERPETUIDADE

Para o cálculo do *valuation* também é necessário realizar a perpetuidade, pois o Fleury não encerrará suas atividades em 2026, por exemplo. A perpetuidade informará o quanto que a companhia gerará de fluxo de caixa a partir de 2026.

O crescimento de 3,2% foi adotado para o cálculo da perpetuidade. Ele corresponde ao valor projetado da inflação em 2026.

### 6.11 FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA FIRMA

O Fluxo de Caixa Livre para Firma está detalhado na figura 42 abaixo. Sua projeção foi realizada a partir de todas as premissas explicadas nos capítulos anteriores.

Fluxo de caixa	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>EBIT</b>	<b>679.462</b>	<b>755.783</b>	<b>838.237</b>	<b>928.688</b>	<b>1.028.298</b>	<b>1.137.963</b>
Depreciação e amortização	254.812	279.475	305.826	334.508	365.881	400.196
( - ) CAPEX	-127.406	-139.737	-152.913	-167.254	-182.940	-200.098
( - ) IRPJ / CSLL	-230.993	-256.942	-284.976	-315.730	-349.597	-386.883
(+/-) Variação de capital de giro	25.379	-29.973	-32.016	-34.827	-39.282	-43.048
<b>= Fluxo de caixa livre</b>	<b>601.254</b>	<b>608.606</b>	<b>674.157</b>	<b>745.385</b>	<b>822.359</b>	<b>908.129</b>
Valor presente do Fluxo de Caixa	551.652	512.332	520.695	528.215	534.686	541.742
Valor Presente da Perpetuidade						9.653.479

Figura 42: Fluxo de Caixa Livre para Firma.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir das informações da empresa.

## 6.12 PREÇO DA AÇÃO

Por meio da soma do valor presente do fluxo de caixa com o da perpetuidade obtém-se o *enterprise value*<sup>23</sup>. No entanto, para chegar ao *equity value*<sup>24</sup>, é necessário somar ao *enterprise value* o ativo não operacional e subtrair o passivo não operacional. Após dividir o resultado de R\$ 10.688.278 mil pelo número total de ações chega-se ao preço por ação do Grupo Fleury de R\$ 33,68.

R\$ mil	
<b>Valor Presente do Fluxo de Caixa</b>	3.189.322
<b>Valor presente da perpetuidade</b>	9.653.479
<b>Enterprise value (Operação)</b>	<b>12.842.801</b>
( + ) Ativo não operacional	1.175.835
( - ) Passivo não operacional	3.330.358
<b>Equity value (Mercado)</b>	<b>10.688.278</b>
Número de ações	317.366.103
<b>Valor da Ação (R\$/ação)</b>	<b>33,68</b>

Figura 43: Valor da ação do Grupo Fleury.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir das informações da empresa.

<sup>23</sup> Valor da firma, em português, sob a ótica das operações.

<sup>24</sup> Valor justo da firma, em português.

## 7. CONCLUSÃO

A finalidade do presente trabalho foi encontrar o valor justo da ação do Grupo Fleury, empresa listada na Bolsa de Valores desde 2009. Ao longo da análise foram detalhados dados do histórico da companhia, do seu setor de atuação e de seus concorrentes. O resultado de R\$ 33,68 (trinta e três reais e sessenta e oito centavos) por ação foi alcançado por meio de uma análise fundamentalista pelo método do fluxo de caixa descontado.

As ações do Fleury encerraram o dia 25/06/2021 negociadas a R\$ 26,06 (vinte e seis reais e seis centavos). Logo, elas apresentam um potencial de *upside*<sup>25</sup> de 29%. Sendo assim, a compra da ação da empresa é uma boa opção dado o valor justo encontrado no capítulo anterior.

Esta monografia possui finalidade meramente acadêmica e as opiniões aqui presentes são exclusivas do autor.

---

<sup>25</sup> Valorização, em português.

## 8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACIONISTA. Disponível em: <<https://acionista.com.br/risco-brasil/>> Acesso em 01/05/2021

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR. Disponível em: <<http://www.ans.gov.br/>> Acesso em 04/03/21

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE MEDICINA DIAGNÓSTICA. Disponível em: <<http://abramed.org.br/>> Acesso em 04/03/21

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>> Acesso em: 04/12/20

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**. 3ª edição. Nova Jersey: John Wiley & Sons, 2000.

DAMODARAN, A. **Valuation: Como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. São Paulo: LTC, 2012.

GRUPO ALLIAR RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Disponível em: <[http://ri.alliar.com/default\\_pt.asp?idioma=0&conta=28#](http://ri.alliar.com/default_pt.asp?idioma=0&conta=28#)> Acesso em: 15/04/21

GRUPO DASA RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Disponível em: <<https://dasa3.com.br/>> Acesso em: 15/04/21

GRUPO FLEURY RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Disponível em: <<http://ri.fleury.com.br/>> Acesso em: 07/12/20

GRUPO HERMES PARDINI RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Disponível em: <<https://ri.hermespardini.com.br/>> Acesso em: 15/04/21

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Crescimento do número de idosos. Disponível em: <<https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/20980-numero-de-idosos-cresce-18-em-5-anos-e-ultrapassa-30-milhoes-em-2017>> Acesso em: 10/10/2020

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Expectativa de vida ao nascer no Brasil. Disponível em: <<https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala->

[de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/26104-em-2018-expectativa-de-vida-  
era-de-76-3-anos](#)> Acesso em: 10/10/2020

MINISTÉRIO DA SAÚDE. Disponível em: <<https://www.gov.br/saude/pt-br>> Acesso em: 04/03/21

NEW YORK UNIVERSITY. Disponível em: <[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)> Acesso em 01/05/2021.

SABIN. Disponível em: <<https://www.sabin.com.br>> Acesso em 15/04/21

STATISTA. Disponível em: <<https://www.statista.com/>> Acesso em 01/05/2021

WORLD HEALTH ORGANIZATION. Disponível em: <<https://www.who.int/>> Acesso em: 04/03/21

YAHOO FINANCE. Disponível em: <<https://finance.yahoo.com/quote/%5ETEX/history?ltr=1>> Acesso em 01/05/2021