

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO



**UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA DIAGNÓSTICOS DA
AMÉRICA S.A**

LEONARDO DO CARMO BRAGA

MATRÍCULA: 1810889

**ORIENTADOR: MARCELO NUNO
COORDENADOR: MÁRCIO GARCIA**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO



**UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA DIAGNÓSTICOS DA
AMÉRICA S.A**

LEONARDO DO CARMO BRAGA

MATRÍCULA: 1810889

**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.**

**ORIENTADOR: MARCELO NUNO
COORDENADOR: MÁRCIO GARCIA**

"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"

Agradecimentos

Primeiramente, eu gostaria de agradecer meus pais, Porfirio e Dirce Braga, pois sempre me garantiram uma base familiar muito sólida para eu correr em busca dos meus objetivos. Além disso, sempre buscaram o melhor para mim e me deram total confiança nessa minha trajetória acadêmica.

Outra pessoa que gostaria de agradecer é a minha namorada, Luiza, por todo apoio que me deu durante esses 3 anos de namoro. Com certeza, esses anos seriam bem mais complicados sem o seu carinho e amor.

Também devo meus agradecimentos para as duas instituições, que me ajudaram durante toda minha vida, a Escola Suíço-Brasileira e a PUC-Rio. Ambas foram muito importantes para meu crescimento pessoal e profissional, uma vez que me ofereceram estruturas de ensino maravilhosas, que com certeza facilitaram todos esses anos de estudo. Sem mencionar que pude ter aulas com excelentes professores, que marcaram minha vida eternamente.

Por fim, gostaria de agradecer ao meu orientador Marcelo Nuno, pelos conselhos dados ao longo deste trabalho.

Sumário

1.	Introdução.....	8
2.	A Empresa	9
2.1.	Linha do Tempo.....	9
2.2.	Principais Atividades da Companhia	10
2.3.	Composição Acionária	11
2.4.	Governança Corporativa	11
3.	Visão Geral	13
3.1.	Setor de Saúde	13
3.2.	Vantagens Comparativas da Dasa	14
3.3.	Risco Sistêmico	15
4.	Introdução ao Valuation.....	17
4.1.	Fluxo de Caixa Descontado.....	17
4.2.	Custo Médio Ponderado do Capital (WACC).....	18
4.3.	Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas (FCFE).....	19
4.4.	Método de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM).....	19
4.5.	Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)	20
5.	Valuation da DASA.....	21
5.1.	Receita.....	21
5.2.	Demonstrações Financeiras	24
5.3.	Premissas	27
5.4.	Perpetuidade.....	28
5.5.	Kd, Ke e WACC.....	29
5.6.	Fluxo de Caixa da Firma	31
5.7.	Valor Justo da DASA	32
6.	Conclusão	33
7.	Referências Bibliográficas.....	34

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Composição Acionária.....	11
Tabela 2 – Demonstração do Resultado de Exercício.....	24
Tabela 3 – Balanço Patrimonial.....	26
Tabela 4 – Variação do Capex.....	27
Tabela 5 – Variação do Capital de Giro.....	27
Tabela 6 – Variação da Dívida Líquida.....	27
Tabela 7 – Cálculo do Wacc.....	30
Tabela 8 – Fluxo de Caixa para a Firma.....	31
Tabela 9 – Projeção dos Fluxos de Caixas.....	32
Tabela 10 – Cálculo do Valor Justo.....	32

Lista de Figuras

Figura 1 - Pirâmide Etária 2021.....	14
Figura 2 - Pirâmide Etária 2060.....	14
Figura 3 - (%) Custos do VCMH.....	14
Figura 4 - Receita Líquida Dasa.....	21
Figura 5 - Média de Ocupação dos Leitos.....	22
Figura 6 - Indicadores Operacionais de Hospitais e Oncologia.....	22
Figura 7 - Total de Leitos.....	23
Figura 8 - Usuários Diretos.....	23
Figura 9 – Ticket Médio por Usuário Direto.....	23
Figura 10 – EBITDA Ajustado.....	25

1. Introdução

Atualmente, o mercado financeiro vem em grande ascensão no Brasil. Desde 2019, houve um acréscimo de 43% no número de investidores, chegando a expressiva marca de 3,2 milhões de pessoas com dinheiro investido. Por isso, vem ficando cada vez mais popular debates e estudos acerca das empresas listadas em bolsa.

Logo, o trabalho de um analista de investimentos vem se tornando cada vez mais essencial para a economia brasileira, já que ele ajuda na tomada de decisão do investidor, a fim de garantir retornos financeiros cada vez mais estáveis. Além disso, essas transações ajudam bastante no giro de capital da economia, uma vez que os investidores, ao comprar ações ou títulos públicos, estão ajudando a financiar os projetos futuros das empresas e do governo.

Entretanto, existem muitos percalços para ser bem-sucedido na bolsa de valores. Como o mercado é vulnerável a muitos riscos e volatilidade, ele muda drasticamente a todo momento. Por isso, existe o conceito de preço x valor, uma vez que o montante pago dificilmente será igual ao benefício que o produto trará. Um bom exemplo é o caso da GameStop, em janeiro de 2021. Por meio de uma mobilização em um fórum de internet, motivada a prejudicar diversos fundos de hedge, as ações da GameStop valorizaram mais de 2000%, saindo de 17,37 para uma máxima de 347,51 dólares. Porém, obviamente que essa valorização foi apenas um impulso feito por investidores amadores e não representa o real benefício de se tornar sócio dessa empresa.

Sendo assim, é muito importante os investidores determinarem o valor real de uma empresa, para descobrirem se ela está valorizada ou não pelo mercado e assim tomar a decisão mais correta de investir nela ou não. Um dos métodos mais utilizados para isso é o Valuation, que visa olhar não apenas os resultados numéricos, mas também outros fatores externos, como a conjuntura econômica, que podem impactar a performance da empresa.

Logo, o objetivo deste trabalho é realizar um Valuation, pelo método de Fluxo de Caixa Descontado da empresa Diagnósticos da América S.A, mais conhecida como grupo DASA, comercializada na bolsa de valores brasileira (B3) pelo nome DASA3.

2. A Empresa

2.1. Linha do Tempo

A Diagnósticos da América S.A, mais conhecida como grupo DASA, é a maior rede de saúde integrada do Brasil. Ela também é gigante na área de medicina diagnóstica, sendo a 5ª maior do mundo e a maior da América Latina, contendo 52 marcas diferentes em todo Brasil e mais 2 espalhadas por Uruguai e Argentina. O grupo conta com alguns laboratórios de referência, como o Sérgio Franco e o CDPI, no Rio de Janeiro e o laboratório Lavoisier e o Delboni Auriemo, em São Paulo. Atualmente, ela é responsável por mais de 800 unidades de saúde e 40 mil funcionários.

A empresa começou em 1961 com o nome de Médicos Associados em Patologia Clínica (MAP), fundada por dois médicos professores: Dr. Humberto Delboni Filho e Dr. Raul Dias dos Santos, em São Paulo. No ano de 1985, o MAP mudou de nome, passando a se chamar Delboni Auriemo. Somente nos anos 2000, presidida pelo Dr. Caio Auriemo, a empresa mudou novamente de nome e começou a ser chamada de Diagnósticos da América. Nessa época, a companhia já contava com 59 unidades e logo no ano seguinte começou a expandir suas operações para o Rio de Janeiro, quando adquiriu dois grandes laboratórios, o Lâmina e o Bronstein, que na época era um dos líderes do mercado.

Em 2004, a Dasa se tornou a primeira empresa do ramo de saúde a abrir seu capital para o mercado de ações brasileiro, criando a ação DASA3. Com o dinheiro captado pelo IPO (initial public offering) foram feitas novas aquisições de laboratórios, como o Pasteur, em Brasília (DF) e o Image Memorial, em Salvador (BA), expandindo ainda mais sua influência. Pelos próximos 5 anos, a companhia conseguiu crescer exponencialmente, chegando a mais de 300 unidades e 14 estados brasileiros (contando o Distrito Federal). Além disso adotaram oficialmente o nome Dasa, como já era conhecida.

A estratégia de crescimento acelerado continua a mesma até os dias atuais, mas o ano de 2014 foi bem revolucionário, pois a gestora DNA - criada pela família Bueno, fundadora da Amil - fez uma série de investimentos no grupo e se tornou a controladora majoritária da companhia. Nesse mesmo ano, Pedro de Godoy Bueno se tornou o novo CEO da DASA, iniciando uma nova etapa.

A fim de ter mais flexibilidade de capital para futuras aquisições, ele realizou um OPA (oferta pública de aquisição), que deixou apenas 1% das ações sendo comercializadas. Durante esses anos, diversos laboratórios de excelência entraram no grupo, como o Laboratório Gaspar, no Maranhão. Entretanto, os maiores passos da gestão de Pedro Bueno são as fusões, que visam criar um sistema de saúde integrado para a consolidação do grupo DASA.

Primeiramente, ele fundiu sua rede com a holding de hospitais Ímpar, na tentativa de alinhar os times da medicina diagnóstica e hospitalar. Depois, ele também unificou a GSC, uma integradora de saúde, que visa gerir e organizar todos os serviços necessários para o paciente, tornando o processo mais eficiente, com foco na prevenção de doenças para evitar cirurgias e internações.

Finalmente, no ano de 2021, a companhia resolveu abrir novamente suas ações fazendo um novo IPO, que captou 3,3 bilhões de reais. Além disso, foi lançado o sistema NAV, um aplicativo de celular, que permite o usuário agendar exames, criar um histórico de saúde e até mesmo marcar consultas online.

Vale destacar também que a companhia foi muito participativa no combate a pandemia da Covid-19, tendo realizado 27% do total de exames da saúde pública em 2020. Além disso, foi quem mais identificou a variante B1 do coronavírus no Brasil.

2.2.Principais Atividades da Companhia

A companhia começou com foco na medicina diagnóstica, porém depois das várias fusões feitas nos últimos anos, ela deixou de ser apenas a Diagnósticos das Américas S.A para ser o grupo DASA, tendo como responsabilidade diversas atividades do ramo de saúde, se tornando uma integradora de saúde.

Atualmente, a empresa se compromete a prestar serviços médicos, presenciais ou à distância, e ambulatoriais. Além disso, prestam serviços auxiliares de apoio diagnóstico e dão assistência hospitalar. Por fim, dão assistência médica e paramédica domiciliar, para gerir a saúde do paciente. Todos os serviços são destinados a pacientes particulares e empresas associadas.

2.3.Composição Acionária

A Dasa está listada no Novo Mercado da B3, portanto só pode ofertar ações ordinárias na bolsa, dando para seus acionistas direito ao voto. Atualmente, a empresa possui 547.963.188 ações ordinárias (ON) e um capital social de R\$15.992.978.974,39. Mesmo após o IPO de abril de 2021, cerca de 75% das ações pertencem a grupos controladores, onde 44,38% são da Cromossomo Participações S.A. e 29,53% do Fundo de Investimento em Participações Genoma. Além disso, existem 3 pessoas físicas que dividem um pouco mais de 12% das ações, são elas: Dulce Pugliese de Godoy Bueno, Camilla de Godoy Bueno e o CEO Pedro de Godoy Bueno, todos da mesma família. Por último, 12,49% estão em circulação no mercado e apenas 0,02% são de posse da Tesouraria.

Nome	%ON	%PN	%Total
Cromossomo Participações III S.A.	44,38	0,00	44,38
Camilla de Godoy Bueno Grossi	3,42	0,00	3,42
Dulce Pugliese de Godoy Bueno	6,58	0,00	6,58
Pedro de Godoy Bueno	3,59	0,00	3,59
Fundo de Investimento em Participações Genoma III - Multiestratégia	29,53	0,00	29,53
Outros	12,49	0,00	12,49
Ações Tesouraria	0,02	0,00	0,02
Total	100,00	0,00	100,00

Informação recebida em 23/11/2021.
(*)Posição dos acionistas com mais de 5% das ações de cada espécie.

(Tabela 1: Composição Acionária, Ibovespa 2021))

2.4.Governança Corporativa

Como dito anteriormente, a Dasa compõe o Novo Mercado da B3, onde as empresas geralmente se comprometem a algumas regras adicionais às exigidas por lei. Por isso, a governança corporativa nesse segmento tende a garantir mais direitos aos acionistas e ser mais transparente, uma vez que existe uma maior divulgação das políticas adotadas.

Atualmente, a companhia possui 3 (três) órgãos que compõem sua estrutura administrativa: o Conselho de Administração, a Diretoria e o Comitê de Auditoria.

O primeiro pode ser composto por no mínimo 3 (três) conselheiros e no máximo 9 (nove), que são eleitos na Assembleia Geral dos Acionistas. Os mandatos são de 2 (dois) anos - exigência do segmento - com permissão de reeleição, mas eles podem ser destituídos a qualquer momento pelos acionistas. Além disso, dependendo do que for acordado na Assembleia, pode ser nomeado um Presidente ou 2 (dois) Copresidentes e

um Vice-Presidente. A cada 3 (três) meses, há uma reunião ordinária dos membros, ademais possíveis sessões extraordinárias, convocadas pelos representantes. O conselho possui diversas atribuições, como aprovar o orçamento anual da companhia, podendo fazer ajustes se julgar necessário e estabelecer a política geral de salários, entre outros.

Já a Diretoria, eleita pelo conselho de administração, é constituída de 5 (cinco) até 25 (vinte-cinco) membros. Os únicos cargos permanentes são o de Diretor Presidente, Diretor Financeiro e o de Relações com Investidores, enquanto os demais diretores são designados para outras funções que julgarem importantes. Os mandatos são de até 3 (três) anos e eles são os responsáveis por gerir os negócios da companhia e devem apresentar um relatório trimestral dos resultados econômicos e de patrimônio para o conselho de administração.

Por último, tem o Comitê de Auditoria, que é vinculado ao Conselho de Administração. Seu propósito é avaliar e opinar/recomendar diversos pontos da companhia, como a contratação ou não dos serviços de auditoria interna ou a correção das políticas internas.

Atualmente, o grupo Dasa possui 18 diretores, 6 conselheiros e 3 auditores. Destaque para o Diretor Presidente Pedro de Godoy Bueno, CEO da empresa desde 2014. Além dele, o conselho conta com 2 (dois) Presidentes: Dra. Dulce Pugliese de Godoy Bueno (cofundadora da Amil) e Dr. Romeu Côrtes Domingues e um Vice-Presidente, o engenheiro Oscar de Paula Bernardes Neto.

3. Visão Geral

3.1. Setor de Saúde

O ano de 2020 foi bem turbulento para o Brasil e o mundo por causa da crise da Covid-19. Com isso, o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro recuou em 4,1% nesse ano. Entretanto, como a crise é fruto de uma pandemia mundial, a preocupação dos brasileiros com saúde aumentou, o que também aumentou a demanda pelo mercado de saúde suplementar, resultando em mais de 500 mil novos beneficiários. Atualmente, o setor passa por um momento de consolidação no mercado, logo há muita esperança de grandes investimentos.

Para 2021, a expectativa é que o PIB cresça 5,2% e mais 2% em 2022, indicando uma recuperação da economia, que alavanca as expectativas para o crescimento do setor de saúde, dado sua correlação com o nível de renda da população. Além disso, pesquisas de padrões de consumo mostram que ter acesso a saúde privada é o terceiro desejo do brasileiro de classe média, perdendo apenas para moradia e educação. Apesar dessa elevada demanda por serviços de saúde privada, apenas 23% da população utiliza-os, ficando bem abaixo de países desenvolvidos, como os Estados Unidos (68%) e Canadá (66%). Isso mostra que o mercado tem bastante potencial de crescimento, já que ainda há bastante espaço de penetração.

Outro fator que aumenta a demanda por serviços privados é a ineficiência do setor público, problema que ficou escancarado pela pandemia. O IBGE (Instituto Brasileiro de Estatística), realizou um estudo em 2020, para contribuir com o planejamento das ações contra a Covid-19 e constatou que faltam médicos – são 167,6 a cada 100.000 habitantes - e faltam leitos – apenas 12,7 a cada 100.000 habitantes.

Além disso devemos olhar também a pirâmide etária brasileira. Segundo o IBGE os maiores de 60 anos representarão 15% da população total em 2060 (eram apenas 3,5% em 2000), aumentando muito sua proporção na população em relação aos próximos 40 anos. Já a expectativa de vida do brasileiro aumentou muito nas últimas duas décadas e mesmo com a redução do índice em 2020, a expectativa de vida ao nascer é de 74,96 anos. Já o índice de sobrevivência de um brasileiro de 60 anos é de 22,3 anos. A tendência é que esse aumento da população idosa, também aumente os gastos com a saúde privada.

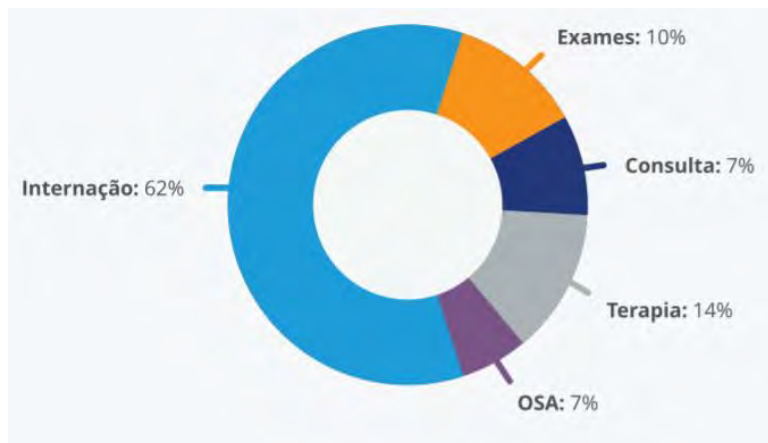


(Figura 1, Pirâmide Etária 2021, IBGE 2021)



(Figura 2: Pirâmide Etária 2060, IBGE 2021)

Por último, ainda existem outras ineficiências que podem ser exploradas no setor. Para a Dasa, o sistema de saúde atual se preocupa apenas com a medicina reativa, ou seja, só cuida quando o paciente possui alguma patologia, não considerando a saúde de longo prazo. Para a companhia, muitos tratamentos poderiam ser evitados e/ou suavizados com o uso da medicina preventiva. Com isso, poderia reduzir bastante o VCMH (custos médicos-hospitalares), uma vez que em 2020, o maior responsável por esses custos (62%) são as internações de pacientes.



(Figura 3: (%) Custos do VCMH, IESS Data 2021)

3.2.Vantagens Comparativas da Dasa

Como uma das grandes empresas do setor de saúde no Brasil, a Dasa possui diversas vantagens comparativas com seus concorrentes.

Primeiramente, ela conta com uma vasta infraestrutura em todo o país, já que possui unidades de atendimento em 14 estados brasileiros. Segundo a ABRAMED, a Dasa

é líder de mercado em atendimento ambulatorial em número de exames médicos, realizando aproximadamente 270 milhões por ano, mais do que todos os exames médicos de seus principais concorrentes somados. Ela possui o segundo maior número de leitos no Brasil, atrás somente da Rede D'Or (3,2 mil e 8,9 mil leitos hospitalares, respectivamente). Entretanto, a Dasa possui uma melhor diversificação de seus clientes, pois mais de 50% de sua receita é representada por cinco diferentes serviços de saúde.

Outro diferencial é o forte investimento feito em tecnologia nos últimos anos. Ela criou duas iniciativas: a Dasainova e a Dasa Analytics. A primeira é uma inteligência artificial, que utiliza diversos algoritmos visando acelerar o resultado de diversos exames, como a ressonância magnética, aumentando sua eficiência. Já o segundo é um banco de dados que busca diversas soluções para a empresa. A Dasa Analytics possui diversos algoritmos, que ajudam desde a otimizar o agendamento de exames até a previsão da necessidade de internações.

Além dessas iniciativas, a empresa lançou a plataforma NAV, que facilita a interação médico-paciente. Nela, o paciente pode agendar exames e consultas online, enquanto o médico tem acesso aos resultados desses testes, resumos clínicos e históricos médicos dos pacientes para facilitar o acompanhamento. A plataforma já possui mais de 240 mil usuários e 6 mil médicos cadastrados. Portanto, o grande objetivo da Dasa é criar um ecossistema completo e integrado por meio da introdução de novos serviços tecnológicos, como essa plataforma digital. Isso deve trazer um aumento do envolvimento do usuário e, conseqüentemente, um aumento das receitas por usuário.

3.3.Risco Sistêmico

Primeiramente, é coerente assumir que aspectos macroeconômicos tendem a impactar menos o setor de saúde, pois é considerado um bem essencial para as pessoas. Sendo assim, mesmo com uma renda per capita menor, elas continuariam necessitando dos serviços médicos e hospitalares. Entretanto, como mais de 60% dos planos de saúde privados são relacionados a empresas, a contração do PIB e da renda podem impedir o crescimento do mercado.

Como o objetivo final da Dasa é criar uma plataforma digital totalmente integrada, para alinhar todas as partes da indústria de saúde, isso resultaria em uma grande mudança em todo o setor de saúde. Logo, qualquer inovação disruptiva carrega junto grandes riscos de execução.

Além disso, a empresa é bastante ativa no mercado de fusões, o que ajuda a marca a se consolidar no mercado, porém isso pode trazer uma competição feroz, aumentando significativamente os preços de ativos em potencial. Isso pode atrapalhar o crescimento da empresa no futuro.

Um outro risco que vale atenção é a incerteza da nova reforma tributária. A princípio, a única mudança será no IVA federal, que deve ser fixado em 12% da receita bruta, enquanto atualmente o setor recolhe apenas 3,65% a partir do imposto cumulativo. Essa nova reforma pode encarecer mais os custos hospitalares, encarecendo também os serviços de saúde privados, diminuindo o acesso dos brasileiros. Logo, a nova reforma pode trazer consequências negativas para o setor de saúde privado do Brasil.

4. Introdução ao Valuation

No mercado financeiro existe um consenso da diferença entre preço e valor, pois o montante pago por um produto dificilmente será igual ao benefício que ele trará. Sendo assim, é muito importante os investidores determinarem o valor real de uma empresa, para poderem tomar a decisão de investir nela ou não. Um dos métodos mais utilizados é o Valuation, que visa olhar não apenas os resultados numéricos, mas também outros fatores externos, que podem impactar a performance da empresa.

Um dos pontos mais importantes e diferenciais do processo é a análise qualitativa, que busca mapear todo o ambiente de uma empresa, querendo entender como as inúmeras variáveis externas podem impactar positiva ou negativamente os negócios. Nessa fase, os analistas estudam a situação da economia nacional e mundial, além de fazerem uma análise setorial, a fim de identificar se o mercado está propício ou não para determinada empresa.

O outro pilar do valuation é a análise quantitativa, onde o foco é nos assuntos internos da empresa. Nesse momento, o analista olha os resultados financeiros dos últimos anos da companhia, para conhecer a força de seus fundamentos e conseguir fazer projeções do futuro.

Vale destacar que nas duas análises, os analistas elaboram premissas próprias com base em suas crenças, portanto é recorrente existir dois valuations de um ativo que dão valores reais diferentes e nenhum está errado. Isso aumenta a relevância do desenvolvimento do relatório, pois é ele que irá mostrar as qualidades e deficiências da empresa que levaram à estimativa do valor intrínseco.

O Valuation possui 3 (três) métodos principais para ser calculado: Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), Método dos Múltiplos e pelo Valor Patrimonial. Cada um possui suas vantagens e desvantagens. Nesse trabalho será feito um Valuation pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado.

4.1. Fluxo de Caixa Descontado

O método de Fluxo de Caixa Descontado procura calcular o valor justo de uma empresa, através da projeção de seu fluxo de caixa. Para isso, é feito um somatório dos fluxos de caixa de um certo período menos uma taxa de desconto, a fim de trazer os resultados ao valor presente. Essa taxa de desconto pode variar de acordo com as

premissas estabelecidas previamente. Caso uma empresa esteja mais exposta ao risco, sua taxa será maior.

Para realizar esse cálculo será utilizada a fórmula do professor Aswath Damodaran, expressa a seguir:

$$VPL = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+WACC)^t}$$

Onde:

n = período de vida do ativo.

FC_t = fluxo de caixa no período t.

WACC = custo médio ponderado de capital.

Como pode ser visto, para realizar o cálculo será necessário determinar a projeção do fluxo de caixa e a taxa de desconto (WACC). Para a projeção existem dois métodos diferentes, o Fluxo de Caixa para os Acionistas (FCFE) e para a Firma (FCFF).

O primeiro calcula a capacidade de gerar caixa levando em consideração apenas os recursos aplicados pelos acionistas. Enquanto, o segundo leva em consideração todos os recursos captados, ou seja, o capital próprio e o de terceiros, e com isso projeta o caixa futuro da empresa.

4.2. Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)

Primeiramente, WACC é uma sigla para “weighted average cost of capital”, ou seja, o custo médio ponderado do capital. Ele é o responsável de trazer os valores das projeções do fluxo de caixa para o valor presente. Para isso, ele leva em consideração ambos os capitais (próprio e de terceiros) e atribui pesos diferentes para eles.

Esses pesos - k_e e k_d - também representam o percentual que cada capital impactou na geração do caixa. Logo, eles são muito importantes para controlar o endividamento, uma vez que um k_d elevado significa que a empresa está muito comprometida ao pagamento dos credores, podendo ser um problema no futuro.

A fórmula que será usada para o cálculo do WACC é:

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

Onde:

k_e = custo do capital próprio

k_d = custo da dívida do capital de terceiros

E = valor de mercado da empresa

D = valor de mercado da dívida

$\frac{E}{E+D}$ = Fração do capital próprio em relação ao capital total

$\frac{D}{E+D}$ = Fração do capital de terceiros em relação ao capital total

t = alíquota efetiva de tributação

4.3. Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas (FCFE)

Como já dito anteriormente, o Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas só leva em consideração o caixa gerado pelos recursos feitos pelos acionistas, excluindo o capital de terceiros. Logo, ele é calculado a partir do lucro líquido, pois já contabiliza o pagamento das responsabilidades da empresa.

Outro ponto importante é a taxa de desconto, que será apenas o custo de capital próprio (k_e), pois a conta não leva em consideração o capital de terceiros, logo k_d não é relevante nesse momento. Geralmente o índice é definido pela exposição de risco da empresa, quanto maior o risco, o k_e tende a ser maior, pois a expectativa de retorno esperada pelos acionistas também é maior.

$$\text{Valor do Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+k_e)^t}$$

Onde:

n = período de vida do ativo.

FCF_t = fluxo de caixa esperado do acionista no período t.

k_e = custo do capital próprio

4.4. Método de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)

Para estimar a taxas de desconto do acionista (k_e) irei utilizar o CAPM, que em inglês significa *Capital Asset Pricing Model*, proposto por Willian Sharpe e John Lintner. O modelo tem como objetivo descobrir a relação do risco de um determinado ativo financeiro e o risco de mercado, e como isso afeta o retorno esperado dos acionistas. O modelo é expresso pela fórmula:

$$E(R_i) = k_e = R_f + \beta_i * [E(R_m) - R_f]$$

Onde:

$E(R_i)$ = retorno esperado para o ativo i

k_e = custo do capital próprio

R_f = retorno do ativo livre de risco

β_i = sensibilidade da ação em relação ao risco de mercado

$E(R_m)$ = retorno esperado do mercado

$E(R_m) - R_f$ = prêmio de risco de mercado

O modelo não leva em consideração nenhum risco diversificável, uma vez que ele considera que os mercados são eficientes e os investidores são avessos ao risco, logo só tomam risco em troca de um retorno adicional. Ademais, os investidores são racionais, então tendem a construir seu portfólio de modo a diversificar ao máximo seu risco. Portanto, o único risco relevante é o sistemático, uma vez que ele afeta o mercado como um todo, sendo impossível ignorá-lo.

Além disso, o modelo inclui um β_i , que mede a relação do risco do ativo financeiro com o risco de mercado. O índice gira em torno de 1. Caso ele seja igual a 1, o risco do ativo é igual ao de mercado. Se for maior que 1, o risco do ativo é maior que o de mercado e conseqüentemente se for menor que 1, o risco é menor. Por último, a taxa livre de risco (R_f) é em geral a taxa de juros de longo prazo.

4.5. Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)

Por fim, o Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF), que leva em consideração todos os recursos captados, ou seja, o capital próprio e o de terceiros. Portanto, o fluxo de caixa projetado será distribuído também para os credores, ao invés do FCFE que projeta apenas o caixa distribuído para os acionistas.

A taxa de desconto também será diferente, enquanto utilizamos k_e no FCFE, pois o custo de capital de terceiros (k_d) não é relevante, no FCFF utilizaremos o WACC. Isso ocorre justamente porque o modelo também é afetado pelo capital de terceiros, logo o k_d é relevante.

$$\text{Valor da Firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

Onde:

n = período de vida do ativo.

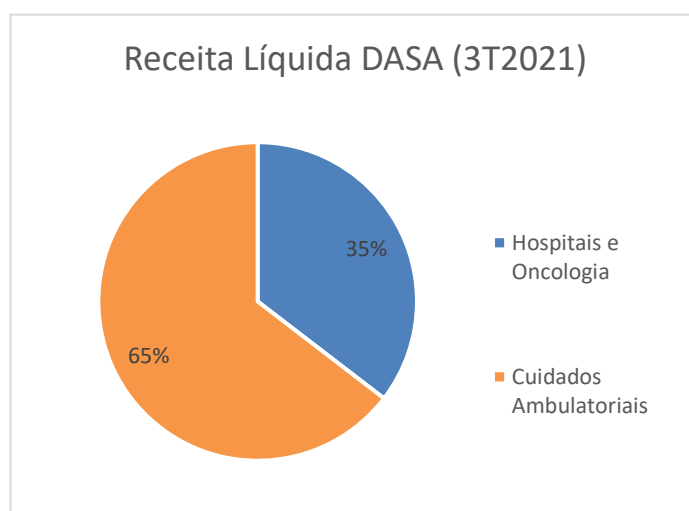
FCF_t = fluxo de caixa esperado da firma no período t.

WACC = custo médio ponderado de capital.

5. Valuation da DASA

5.1.Receita

A Dasa possui duas grandes fontes de receitas no seu portfólio, a unidade de Hospitais e Oncologia, que presta tratamentos hospitalares diários e oncológicos, e a unidade de Cuidados Ambulatoriais, Diagnósticos e Coordenação de Cuidados, onde há todo o segmento de diagnósticos, como exames laboratoriais e de imagem. A unidade de Hospitais e Oncologia já possui 2,7 bilhões de receita nos 9 meses de 2021, enquanto a unidade de Cuidados Ambulatoriais possui 4,9 bilhões de receita, representando 35 e 65% respectivamente da receita líquida total.

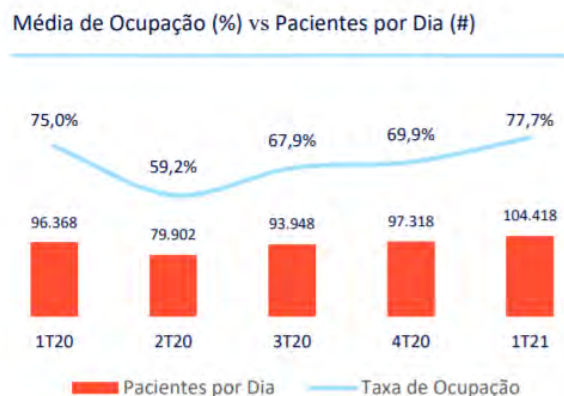


(Figura 4: Receita Líquida Dasa, Elaborado pelo Autor)

Entretanto, o ano de 2020 foi turbulento para a Dasa, por causa da pandemia da Covid-19. Nesse período, as margens da empresa diminuíram consideravelmente, já que os custos tiveram um crescimento maior que a receita.

A unidade de Hospitais e Oncologia sofreu uma grande diminuição na taxa de ocupação de leitos, chegando a menos de 60% de ocupação no 2º tri de 2020, quando o Brasil começou a entrar no estado de pandemia. Por causa da implementação do isolamento social, muitos pacientes deixaram de ir aos hospitais, caso não apresentassem sintomas graves. Logo, houve uma diminuição dos procedimentos eletivos (procedimentos marcados previamente) e um aumento nos procedimentos de urgência e emergência. Os procedimentos eletivos possuem uma rentabilidade maior e menos tempo de permanência

do paciente no hospital, melhorando a rotatividade.



(Figura 5: Média de Ocupação dos Leitos, Release de Resultados Dasa 3T21)

Todavia, no ano de 2021, a Dasa vem tendo uma grande recuperação, mesmo não chegando na faixa de 80% do ano de 2019. A taxa de ocupação já possui média de 76%. Porém, o mais importante é a eficiência que está sendo feita a rotatividade de pacientes. Atualmente, mesmo com a faixa de ocupação menor que o ideal, a média de pacientes atendidos por dia é de 131.817, o que possibilitou um aumento de market share, mesmo em fase de recuperação.

Além disso, o investimento no número de leitos, que não ocorreu durante a pandemia, voltou. Em 9 (nove) meses de 2021, a Dasa aumentou em 29% o número de leitos e 25% o número de leitos ativos. Isso ocorreu graças à aquisição dos hospitais de Águas Claras, Niterói e Inova, que ainda não estão no seu potencial máximo, logo esses números tendem a aumentar.

A unidade de Hospitais e Oncologia já possui 2,7 bilhões de receita nos 9 meses de 2021.

Resumo dos indicadores operacionais - Hospitais e Oncologia

	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	2T21	3T21
Receita Bruta (R\$ milhões)	724	608	771	875	850	1.039	1.089
Total de leitos (média mensal)	1.640	1.816	1.816	1.816	1.910	2.174	2.360
Leitos ativos	1.416	1.483	1.503	1.514	1.531	1.815	1.878
Dias / trimestre	91	91	92	92	90	91	92
Pacientes dia	96.368	79.909	93.948	97.318	105.932	127.114	131.817
Taxa de ocupação	74,8%	59,2%	67,9%	69,9%	76,9%	77,0%	76,3%
Ticket médio bruto / paciente dia	7.517	7.606	8.204	8.992	8.027	8.174	8.265

Nota: A receita do 3T21 e métricas operacionais incluem um mês do Grupo Leforte.

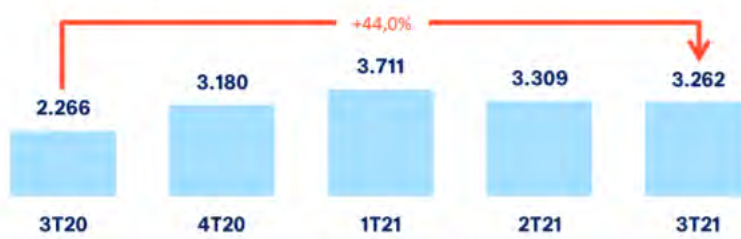
(Figura 6: Indicadores Operacionais de Hospitais e Oncologia, Release de Resultados Dasa 3T21)



(Figura 7: Total de Leitos, Release de Resultados Dasa 3T21)

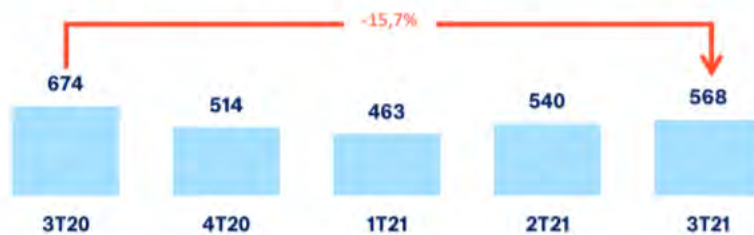
Já a Unidade de Cuidados Ambulatoriais, Diagnósticos e Coordenação de Cuidados também teve uma grande recuperação no ano de 2021, mesmo tendo uma redução nas receitas provenientes dos testes de coronavírus, que chegou a representar 14% do total da receita do segmento. A receita total aumentou em 55,3%. Isso ocorreu por conta do aumento de 44% dos usuários diretos, totalizando 3,26 milhões de pessoas. Além da recuperação do ticket médio, ou seja, quanto os clientes gastam em média pelos serviços prestados. Logo, no ano de 2021, a Dasa atendeu mais usuários e recebeu mais por cada serviço prestado, tornando a empresa bem mais eficiente.

Cuidados Ambulatoriais, Diagnósticos e Coordenação de Cuidados: Usuários Diretos ('000)



(Figura 8: Usuários Diretos, Release de Resultados Dasa 3T21)

Cuidados Ambulatoriais, Diagnósticos e Coordenação de Cuidados: Ticket Médio Bruto/ Usuário Direto (R\$)



(Figura 9: Ticket Médio por Usuário Direto, Release de Resultados Dasa 3T21)

5.2. Demonstrações Financeiras

Abaixo, temos a DRE (Demonstração de Resultado do Exercício) da Dasa para os seus últimos 5 anos:

DRE (Reais Mil)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	3.040.775	3.399.308	3.933.451	4.364.585	7.039.331	9.681.929
Cresc. Da Receita		11,79%	15,71%	10,96%	61,28%	37,54%
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	(1.847.044)	(2.011.269)	(2.276.876)	(2.362.526)	(4.518.037)	(5.793.228)
%Receita	-60,74%	-59,17%	-57,88%	-54,13%	-64,18%	-59,84%
Lucro Bruto	1.193.731	1.388.039	1.656.575	2.002.059	2.521.294	3.888.701
ΔYoY (%)		16,28%	19,35%	20,86%	25,94%	54,23%
Margem Bruta	39,26%	40,83%	42,12%	45,87%	35,82%	40,16%
ΔYoY (%)		1,58%	1,28%	3,76%	-10,05%	4,35%
Despesas	(664.589)	(824.663)	(1.051.084)	(1.148.130)	(1.589.158)	(2.894.510)
Despesas Gerais e Administrativas	(653.919)	(823.096)	(1.046.067)	(1.147.786)	(1.634.545)	(2.931.869)
Despesas/Receitas Operacionais	(10.670)	(1.567)	1.950	(344)	45.387	37.359
Equivalência Patrimonial	-	-	(6.967)	-	-	-
EBITDA	529.142	563.376	605.491	853.929	932.136	994.191
ΔYoY (%)		6,47%	7,48%	41,03%	9,16%	6,66%
Margem EBITDA	17,40%	16,57%	15,39%	19,56%	13,24%	10,27%
ΔYoY (%)		-0,83%	-1,18%	4,17%	-6,32%	-2,97%
Depreciação e Amortização	(229.157)	(227.311)	(259.804)	(455.651)	(765.586)	(834.538)
EBIT	299.985	336.065	345.687	398.278	166.550	159.654
ΔYoY (%)		12,03%	2,86%	15,21%	-58,18%	-4,14%
Resultado Financeiro	(104.597)	(155.537)	(151.656)	(259.659)	(385.992)	(364.095)
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	195.388	180.528	194.031	138.619	(219.442)	(204.441)
ΔYoY (%)		-7,61%	7,48%	-28,56%	-58,31%	193,16%
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	(100.183)	(46.070)	(8.725)	(8.396)	71.703	141.724
Alíquota	-51,27%	-25,52%	-4,50%	-6,06%	-32,68%	-69,32%
Lucro Líquido do Período	95.205	134.458	185.306	130.223	(147.739)	(62.718)
ΔYoY (%)		41,23%	37,82%	-29,73%	-213,45%	-57,55%
Margem Líquida	3,13%	3,96%	4,71%	2,98%	-2,10%	-0,65%
ΔYoY (%)		0,82%	0,76%	-1,73%	-5,08%	1,45%

(Tabela 2: Demonstração do Resultado de Exercício, Elaborado pelo Autor)

A Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) é um relatório contábil muito útil para analisar os resultados da empresa durante um período de tempo, que geralmente dura um ano, começando no dia 1 de janeiro e terminando no dia 31 de dezembro. Nele possuímos diversas informações importantes para entender se as operações da empresa estão tendo um resultado positivo (lucro) ou não (prejuízo).

Com isso, podemos analisar diversos pontos cruciais para entender o funcionamento da companhia. Primeiramente, é importante olharmos para a receita de 2020. Ela teve um crescimento de 61% em relação a 2019, porém como já dito anteriormente, a pandemia da Covid-19 aumentou os custos dos serviços vendidos exponencialmente, uma vez que foi necessária uma maior mão de obra e mais insumos (como remédios, álcool em gel e máscaras), mesmo com uma queda na demanda. Isso trouxe uma maior pressão para as margens da empresa, visto que todas diminuíram. A margem bruta caiu 10 p.p, a margem Ebitda caiu 6 p.p e a margem líquida caiu 5 p.p.

Como resultado, a Dasa acabou tendo um prejuízo de 147 milhões no período.

Entretanto, o ano de 2021 vem sendo bem positivo para a companhia, mostrando que ela foi bem resiliente durante a pandemia. Primeiramente, a receita deve aumentar cerca de 37%, chegando próximo dos 10 bilhões de reais. O mais importante foi a gestão dos custos, que representaram um percentual menor da receita, comparado ao ano de 2020. Isso se deve pelo maior número de usuários obtidos e uma maior eficiência na utilização da infraestrutura.

Outro ponto interessante foi a redução percentual das despesas administrativas. Mesmo tendo feito grandes investimentos e aquisições durante o ano, o percentual em relação a receita líquida caiu de 12,9% em 2020 para 12,5% em 2021, mostrando que a gestão está conseguindo preparar a companhia para um crescimento futuro sem se endividar tanto.

Em relação a margem EBITDA vemos uma queda de quase 3 p.p., porém ao analisarmos o EBITDA ajustado vemos que o ano também foi bem produtivo para a parte operacional da empresa. De acordo com os números divulgados para o 3T2021, ao somar as opções de ações e as despesas não recorrentes, a margem do EBITDA ajustado subiu 11 p.p. em relação ao 3T2020. Esse resultado é bem surpreendente, pois como já mencionado, foram feitas aquisições recentes nas duas unidades de negócio, e historicamente isso causa um efeito diluidor nas margens de curto prazo da companhia, pois elas não operam com a mesma eficiência dos ativos já existentes.

EBITDA Ajustado Acumulado do Lucro Líquido (R\$mm)

R\$ mm	3T20	3T21	Varição	2T21	Varição	9M20	9M21	Varição
Lucro líquido do período	50,1	75,8	51,3%	-115,0	N.A.	-171,8	-50,2	-70,8%
(+) Imposto de Renda e Contribuição Social	25,8	69,8	170,5%	-122,5	N.A.	-36,1	-113,4	N.A.
(+) Financeiras Líquidas	94,4	116,8	23,7%	50,5	131,1%	314,0	291,3	-7,2%
(+) Depreciações e Amortizações	171,1	244,6	43,0%	211,9	15,4%	536,0	667,6	24,6%
EBITDA (R\$ MM)	341,3	507,0	48,5%	24,9	N.A.	642,1	795,4	23,9%
Margem EBITDA (%)	16,5%	18,3%	1,9p.p.	1,0%	17,4p.p.	13,3%	10,3%	-3,1p.p.
(+) <i>Stock Options</i>	2,1	8,5	N.A.	482,8	-98,2%	-117,6	642,4	N.A.
(+) Não Recorrentes	30,0	28,3	-5,9%	83,5	-66,2%	-41,9	196,4	N.A.
EBITDA Ajustado	369,8	543,7	47,0%	591,3	-8,0%	520,5	1.634,2	N.A.
Margem EBITDA Ajustado (%)	17,4%	20,0%	2,6p.p.	22,7%	-2,7p.p.	10,2%	21,2%	11,0p.p.

(Figura 10: EBITDA Ajustado, Release de Resultados Dasa 3T21)

Por fim, na minha projeção a empresa continuou tendo um prejuízo líquido de quase 63 milhões, mas é importante ressaltar que eu fui bem conservador na minha

análise, portanto, é bem provável que o prejuízo seja menor, podendo ter até mesmo algum lucro já em 2021. Logo, o importante é notar que a empresa demonstra diversos sinais de recuperação e nos próximos anos já tende a voltar a ter lucros líquidos novamente e que esse período de prejuízos foi um dos muitos impactos da pandemia do coronavírus, que afetou não só o Brasil como o mundo inteiro.

Outro relatório contábil muito importante de ser analisado é o Balanço Patrimonial, que mostra a situação financeira da empresa. Ao analisar os ativos e passivos, podemos extrair informações valiosas, como o CAPEX, o capital de giro e a dívida líquida, que serão fundamentais para o valuation.

Balanço Patrimonial (Reais Mil)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ativo Total	5.164.005	6.246.487	7.223.593	8.839.181	13.343.496	18.386.215
Ativo Circulante	1.531.793	1.576.451	2.293.631	2.273.109	4.210.871	5.673.837
Caixa e Equivalentes de Caixa	287.894	511.665	544.769	567.809	753.607	861.586
Aplicações Financeiras	370.619	80.964	536.392	309.831	760.816	1.349.952
Clientes	549.682	660.399	780.309	983.793	1.743.233	2.660.505
Estoques	83.693	85.403	85.090	104.638	357.800	379.577
Tributos a Recuperar	202.454	202.191	266.088	226.450	260.035	284.484
Despesas Antecipadas	6.272	6.711	7.758	7.178	12.178	39.912
Outros	31.179	29.118	73.225	73.410	323.202	97.821
Ativo Não Circulante	3.632.212	4.670.036	4.929.962	6.566.072	9.132.625	12.712.378
Aplicações Financeiras Avaliadas ao Custo Amortizado	74.018	73.050	43.818	41.494	38.505	28.850
Contas a Receber	1.502	3.001	8.435	7.159	2.653	4.853
Tributos Diferidos	8.289	145.928	169.095	224.385	448.790	770.026
Despesas Antecipadas	1.528	1.036	609	184	607	547
Outros Ativos Não Circulantes	93.794	91.195	90.606	93.945	174.517	214.136
Investimentos	532	6.198	3.980	5.570	4.332	1.040
Imobilizado	816.054	955.306	1.009.045	2.171.138	3.993.888	4.685.291
Intangível	2.636.495	3.394.322	3.604.374	4.022.197	4.469.333	7.007.635
Passivo + PL	5.164.005	6.246.487	7.223.593	8.839.181	13.343.496	18.386.215
Passivo Circulante	951.824	1.493.379	1.409.245	1.560.807	3.013.112	4.856.655
Fornecedores	277.670	310.015	360.817	393.503	893.175	984.984
Obrigações Sociais e Trabalhistas	173.272	175.312	232.469	225.916	495.668	749.838
Obrigações Fiscais	32.594	42.485	65.533	137.148	204.543	147.992
Empréstimos e Financiamentos	376.473	671.929	447.500	221.154	345.914	1.611.076
Outras Obrigações	91.815	293.638	302.926	583.086	1.073.812	1.362.765
Passivo Não Circulante	1.351.137	1.433.160	2.492.931	4.014.992	6.793.856	6.077.285
Empréstimos e Financiamentos	971.829	1.120.439	2.095.776	2.603.641	4.992.909	3.772.446
Provisões Fiscais Previdenciárias Trabalhistas e Cíveis	75.134	133.534	122.051	140.580	201.418	553.919
Tributos Diferidos	201.236	8.273	9.529	8.972	8.502	29.715
Outras Obrigações	102.938	170.914	265.575	1.261.799	1.591.027	1.721.205
Patrimônio Líquido	2.861.044	3.319.948	3.321.417	3.263.382	3.536.528	7.452.275
Capital Social Realizado	2.234.135	2.235.369	2.235.369	2.326.423	12.326.706	15.936.018
Reservas de Capital	53.766	438.553	430.348	430.348	431.487	853.725
Reservas de Lucros	572.133	661.541	670.920	618.246	330.247	270.809
Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	0	0	-9.474.060	-9.641.890
Ajustes Acumulados de Conversão	0	0	0	-102.789	-78.149	0
Participação dos Acionistas Não Controladores	1.010	-15.515	-15.220	-8.846	297	33.613

(Tabela 3: Balanço Patrimonial, Elaborado pelo Autor)

Primeiramente, vamos calcular o CAPEX, em inglês “*Capital Expenditure*”, que é o investimento de capital que a empresa fez em ativos imobilizados e intangíveis no período. Para calcular o CAPEX foi utilizado a fórmula:

$$\text{CAPEX} = (\text{Imobilizado} + \text{Intangível})_t + \text{Depreciação} - (\text{Imobilizado} + \text{Intangível})_{t-1}$$

(R\$Mil)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CAPEX	142.353	669.768	3.987	1.124.265	1.504.300	2.395.168
ΔCAPEX	0	527.415	(665.781)	1.120.278	380.035	890.868

(Tabela 4: Variação do CAPEX, Elaborado pelo Autor)

O próximo é o Capital de Giro da empresa, que é muito importante para a sustentabilidade da empresa, uma vez que ele é o montante necessário para manter o funcionamento da empresa no período analisado. Para obter o capital de giro da empresa, basta fazer Ativo Circulante – Passivo Circulante. Com isso, foi obtido esses valores:

(R\$Mil)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Capital de Giro	579.969	83.072	884.386	712.302	1.197.759	817.182
ΔCG	0	-496.897	801.314	-172.084	485.457	-380.577

(Tabela 5: Variação do Capital de Giro, Elaborado pelo Autor)

Por último, é importante calcular a dívida líquida da empresa, que é a soma das dívidas de curto e longo prazo da empresa. Nesse caso, é a soma da linha “Empréstimos e Financiamentos”, presente tanto no Passivo Circulante, como no Passivo Não Circulante. Foram obtidos esses valores:

(R\$Mil)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Dívida	1.348.302	1.792.368	2.543.276	2.824.795	5.338.823	5.383.522
ΔDívida	98.746	444.066	750.908	281.519	2.514.028	44.699

(Tabela 6: Variação da Dívida Líquida, Elaborado pelo Autor)

5.3.Premissas

Depois de analisar diversos pontos e comportamentos da empresa, foram estabelecidas algumas premissas para fazer projeções da DRE para os próximos 5 anos. Primeiramente, a empresa ainda se mostra muito agressiva no mercado, como mostra a fala do CEO, Pedro Bueno de Godoy, em setembro de 2021: “O sólido crescimento da receita da Dasa no terceiro trimestre foi impulsionado pela execução continuada de nossa estratégia, com crescimento robusto de nossas duas unidades de negócios, (...). Além disso, a unidade de Diagnósticos da Dasa continua mantendo o seu ritmo de crescimento

por meio de um serviço de excelência. Nossos investimentos em tecnologia e experiência em geral estão repercutindo em nosso desempenho, também refletidos na aceleração de nossa plataforma digital”.

Entretanto, foi preferido adotar uma medida mais conservadora para as projeções. Como a Dasa possui muito espaço no mercado, já sendo a maior rede integrada de saúde do Brasil, foi considerado que o foco seria melhorar a eficiência dos ativos existentes da companhia, que ainda não chegaram no seu potencial máximo. Por isso, foi feita uma média do crescimento da receita nos últimos 5 anos.

Já para o COGS (Cost of goods sold, custo dos bens e/ou serviços vendidos) foi calculado a porcentagem média em relação a receita líquida, o que elevou a margem bruta em quase 1% no ano de 2026. Esse leve aumento na margem é esperado, visto que a época de pandemia a pressionou muito, levando a uma queda de 10 p.p. de 2019 para 2020. Logo, a expectativa é que ela volte aos níveis já obtidos.

Para os outros aspectos também foram feitas médias históricas dos últimos 5 anos. Com isso, foram obtidos dados bem conservadores, tendo em vista que o ano de 2020 pode ser considerado um outlier que levou as médias para baixo. Mesmo assim, foram resultados animadores, já que a margem líquida aumenta consideravelmente ao longo desses 5 anos, fechando em 4,07%, quase batendo a margem histórica de 2018 que chegou a 4,71% da receita líquida. Isso mesmo tendo pouca melhora na margem EBITDA, que ficou em 2026 com 11,33%, ainda bem longe das margens pré-pandemia, que chegaram a quase 20% da receita líquida.

5.4.Perpetuidade

Um dos princípios da contabilidade é o da continuidade, ou seja, assume-se que uma empresa continuará operando no futuro, eternamente. Logo, diferentemente de um ativo de renda fixa, que possui um prazo pré-estabelecido, os ativos de renda variável na teoria continuarão existindo indefinidamente. Sendo assim, é necessário assumir uma taxa de perpetuidade para a empresa, pois acredita-se que no futuro, ao já estar estabelecida no mercado, a companhia cresça em um ritmo constante eternamente.

Portanto, depois de projetar as receitas e os fluxos de caixa da Dasa para os próximos 5 anos, os fluxos de caixa dos anos seguintes serão projetados com a taxa de perpetuidade. Para definir essa taxa foi levado em consideração a projeção do crescimento do PIB de 2024, que é de 2,25% e a projeção de inflação para o fim de 2023, de 3,2%. Como a Dasa já é a maior rede integrada de saúde no Brasil e ainda está investindo muito

em aquisições para aumentar essa rede, ela tem um potencial de crescimento maior que seus concorrentes. Sendo assim, foi assumida uma taxa de perpetuidade de 6,5%. Vale destacar, que esses dados foram obtidos pelo Relatório da Focus de novembro de 2021.

5.5.Kd, Ke e WACC

Antes de calcular o Fluxo de Caixa para a Firma é necessário calcular o WACC, “weighted average cost of capital”, ou seja, o custo médio ponderado do capital. Como já explicado anteriormente, ele é o responsável de trazer os valores das projeções do fluxo de caixa para o valor presente. A fórmula do WACC é:

$$\text{WACC} = K_e * \left(\frac{E}{E+D}\right) + K_d * \left(\frac{D}{E+D}\right) * (1-t)$$

Logo, ele leva em consideração ambos os capitais (próprio e de terceiros) e atribui pesos diferentes para eles. Esses pesos - k_e e k_d - também representam o percentual que cada capital impactou na geração do caixa. Logo, eles são muito importantes para controlar o endividamento, uma vez que um k_d elevado significa que a empresa está muito comprometida ao pagamento dos credores, podendo ser um problema no futuro.

Para estimar a taxa de desconto do acionista (k_e) irei utilizar o CAPM, que em inglês significa *Capital Asset Pricing Model*. O modelo tem como objetivo descobrir a relação do risco de um determinado ativo financeiro e o risco de mercado, e como isso afeta o retorno esperado dos acionistas. O modelo é expresso pela fórmula:

$$k_e = R_f + \beta_i * [E(R_m) - R_f]$$

Onde:

$E(R_i)$ = retorno esperado para o ativo i

k_e = custo do capital próprio

R_f = retorno do ativo livre de risco

β_i = sensibilidade da ação em relação ao risco de mercado

$E(R_m)$ = retorno esperado do mercado

$E(R_m) - R_f$ = prêmio de risco de mercado

O modelo não leva em consideração nenhum risco diversificável, uma vez que ele considera que os mercados são eficientes e os investidores são avessos ao risco, logo só

tomam risco em troca de um retorno adicional. Portanto, o único risco relevante é o sistemático, uma vez que ele afeta o mercado como um todo, sendo impossível ignorá-lo.

Além disso, o modelo inclui um β_i , que mede a relação do risco do ativo financeiro com o risco de mercado. O índice gira em torno de 1. Caso ele seja igual a 1, o risco do ativo é igual ao de mercado. Se for maior que 1, o risco do ativo é maior que o de mercado e consequentemente se for menor que 1, o risco é menor. De acordo com a plataforma Reuters, o β da Dasa é 0,56. Por último, a taxa livre de risco é uma taxa de juros de longo prazo. De acordo com o Relatório Focus de novembro de 2021, a taxa Selic projetada para 2024 é de 7%.

Com isso, o resultado do K_e é de 11,48.

Portanto, falta encontrar o K_d , que é o custo de capital de terceiros. Para isso, será utilizada a fórmula:

$$K_d = \frac{(Despesa\ Financeira - JCP)}{Dívida\ Bruta}$$

JCP = Juros sobre capital próprio.

Com isso, o K_d é igual a 8,12%.

Logo, o WACC ficou dessa maneira:

WACC	
Ke	11,48%
Kd	8,12%
Alíquota	31,56%
D	5.383.522
E	7.452.275
WACC	9,00%

(Tabela 7: Cálculo do Wacc, Elaborado pelo Autor)

5.6. Fluxo de Caixa da Firma

O Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF) leva em consideração todos os recursos captados, ou seja, o capital próprio (K_e) e o de terceiros (K_d). Portanto, a taxa de desconto que será utilizada para trazer o valor para valor presente é o WACC. Para fazer o FCFF será levado em consideração a seguinte tabela:

Fluxo de Caixa para a Firma	
EBIT	
Alíquota de IR (t)	
NOPAT	= EBIT*(1-t)
Depreciação	(+)
CAPEX	(-)
Δ CG	(-)
FCFF	=

(Tabela 8: Fluxo de Caixa para a Firma, Elaborado pelo Autor)

Depois de obter os resultados das projeções dos fluxos de caixa para a firma, temos que botá-los em valor presente e somá-los para obter o valor justo da empresa. Será usado a seguinte fórmula:

$$\text{Valor da Firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

Onde:

n = período de vida do ativo.

FCF_t = fluxo de caixa esperado da firma no período t.

WACC = custo médio ponderado de capital = 9%

5.7. Valor Justo da DASA

Tendo todos os resultados do fluxo de caixa em valor presente e considerando uma perpetuidade de 6,5%, temos os seguintes resultados para o valor intrínseco da DASA:

(R\$Mil)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
FCFF	433.518	- 219.758	447.426	585.240	774.040	1.031.748
Valor Presente do FCFF	433.518,10	- 201.618,71	376.611,69	451.952,81	548.414,26	670.664,26
Valor Presente da Perpetuidade						26.861.076,75

(Tabela 9: Projeção dos Fluxos de Caixas, Elaborado pelo Autor)

Soma do Fluxos	29.140.619.158,08
Caixa e Equivalentes de Caixa (2021)	861.586
Valor do Equity	29.141.480.744,08
Número de Ações	547.963.188
Valor Justo da Ação	53,18
Valor Atual	33,94
Upside	56,7%

(Tabela 10: Cálculo do Valor Justo, Elaborado pelo Autor)

6. Conclusão

Neste trabalho foi feito um estudo sobre a empresa Dasa, a maior rede de saúde integrada do Brasil. O objetivo do trabalho foi de encontrar um valor justa para as ações da empresa, por meio do método de Fluxo de Caixa Descontado, que é um dos métodos de valuation mais utilizado nos dias de hoje.

Durante o trabalho, foram feitas diversas análises, tanto qualitativas como quantitativas. Primeiro, foi relatado a história da empresa, para conhecê-la a fundo, descobrindo quais são seus objetivos sociais, como ela é estruturada e como ela se posiciona e opera no mercado.

Além disso, também houve uma análise sobre aspectos macroeconômicos, a fim de entender o contexto que a empresa está inserida e quais riscos podem ser associados a ela. Por isso, foram trazidos aspectos importantes, como a visão do setor de saúde no ano de 2021, impacto da pandemia do coronavírus e vantagens comparativas da Dasa com as outras concorrentes no mercado.

Como um valuation não possui um resultado correto, ele pode variar dependendo de quem o projeta. Logo, essas informações são de extrema importância para a realização de um valuation pelo menos realista, uma vez que é essencial que as premissas adotadas sejam pelo menos justificadas, para que o estudo não seja totalmente inconsistente com as dinâmicas do mercado e da empresa.

Por fim, foi realizado toda a análise contábil da companhia, que é um dos pilares do método do Fluxo de Caixa Descontado. Com ela, foi possível fazer projeções das receitas e fluxos de caixa futuros, que são vitais para o cálculo do valor justo da empresa.

Tendo um entendimento profundo da economia brasileira, de como a companhia se comporta e como está a situação financeira da empresa, foi possível fazer os cálculos necessários para encontrar o valor intrínseco da Dasa.

O resultado obtido foi de 53,18 reais por ação, um número significativamente maior do que os 33,94 reais comercializado atualmente (dia 28/11/2021). Com isso, foi constatado um upside de 56,7% no valor atual da ação, sendo assim, seria recomendado a compra da ação. Entretanto, é importante destacar que este trabalho é apenas um exercício com fins acadêmicos e não representa nenhuma indicação de compra, ficando a cargo do investidor decidir sobre a compra ou venda da ação. Além disso, mudanças nos resultados divulgados e/ou projeções macroeconômicas alteram completamente o preço alvo obtido.

7. Referências Bibliográficas

- [1] DAMODARAN, A.; **Avaliação de empresas**. 2ª edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- [2] DAMODARAN, A.; **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, 2ª edição. Editora John Wiley & Sons, 2002.
- [3] **Capital Social das Empresas**; B3, 2021; Disponível em: < http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/capital-social-das-empresas > Acesso em 28/07/2021.
- [4] **Formulário de Referência 2021**; Diagnósticos da América S.A, 22/06/2021; Disponível em: < <https://dasa3.com.br/formulario-de-referencia> > Acesso em: 30/06/2021.
- [5] **Relatório de Sustentabilidade 2020**; Diagnósticos da América S.A, 30/12//2020; Disponível em: <<https://bkt-sa-east-1-cms-2-assets-prd.s3.sa-east-1.amazonaws.com/prd/sites/8/2021/06/08182014/Relat%C3%B3rio-Sustentabilidade-vers%C3%A3o-completa-PORTUGUES.pdf>> Acesso em: 30/06/2021.
- [6] **Demonstrações Financeiras Padronizadas**; Diagnósticos da América S.A, 31/12/2020; Disponível em: < <https://dasa3.com.br/kit-investidor> > Acesso em: 30/06/2021.
- [7] **História da Dasa**. Image Memorial Diagnóstico por Imagem; Disponível em:< <https://www.imagememorial.com.br/quem-somos/artigo/historia-dasa> > Acesso em: 30/06/2021.
- [8] **Família Bueno funde Dasa e Ímpar criando gigante da saúde**. Brazil Journal; Disponível em: <<https://braziljournal.com/breaking-familia-bueno-funde-dasa-e-impar-criando-gigante-da-saude>> Acesso em: 29/06/2021.
- [9] **IBGE divulga distribuição de UTIs, respiradores, médicos e enfermeiros**. Agência IBGE de notícias. Disponível em: <<https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/27614-ibge-divulga-distribuicao-de-utis-respiradores-medicos-e-enfermeiros>> Acesso em: 17/09/2021.
- [10] **22º VCMH/IESS. Iess**; < <https://www.iess.org.br/vcmh/22o-vcmhiess> > Acesso em: 17/09/2021.
- [11] **Iess Data** <<https://iessdata.iess.org.br/home>> Acesso em: 17/09/2021.
- [12] **Qual impacto da reforma tributária para o setor de saúde?** Nexxto; Disponível em: <<https://nexxto.com/qual-impacto-da-reforma-tributaria-para-o-setor-de-saude/>> Acesso em: 20/09/2021.
- [13] **Cenário Macro**; Banco Bocom BBM; 09/09/2021; Disponível em: < https://www.bocombbm.com.br/bbm-content/uploads/2021/09/cenario-macro_set21.pdf > Acesso em: 20/09/2021
- [14] **Release de Resultados 3T21**; Diagnósticos da América S.A., 11/11/2021; Disponível em: < <https://bkt-sa-east-1-cms-2-assets-prd.s3.sa-east1.amazonaws.com/prd/sites/8/2021/>

11/19181206/DASA_ER_3T21-11_10_21_VERS%C3%83O-FINAL-PORT_4.pdf >
Acesso em: 27/11/2021

- [15] **Apresentação de Resultados 3T21**; Diagnósticos da América S.A., 11/11/2021; Disponível em: < https://bkt-sa-east-1-cms-2-assets-prd.s3.sa-east-1.amazonaws.com/prd/sites/8/2021/11/12080940/Apresenta%C3%A7%C3%A3o-3Q21-21_11_11_PT_3.pdf > Acesso em: 28/11/2021
- [16] **Relatório Focus**; Banco Central do Brasil, 26/11/2021, Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus> > Acesso em: 28/11/2021
- [17] **Relatório de Inflação**; Banco Central do Brasil, 30/09/2021, Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/apresrelinf> > Acesso em: 28/11/2021
- [18] **Diagnosticos da America SA**; Reuters; 29/11/2021, Disponível em: < <https://www.reuters.com/companies/DASA3.SA/financials> > Acesso em: 29/11/2021
- [19] **Bolha das Ações da GameStop**; CNN Brasil, 28/01/2021, Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/business/tudo-o-que-voce-precisa-saber-sobra-a-disparada-da-1600-da-gamestop-na-bolsa/> > Acesso em: 29/11/2021
- [20] **Número de investidores na bolsa cresce 43%**; Exame.invest; 11/08/2021, Disponível em: < <https://invest.exame.com/me/numero-de-investidores-na-bolsa-cresce-43-e-se-aproxima-dos-4-milhoes> > Acesso em: 29/11/2021