

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
ESCOLA POLITÉCNICA**

THIAGO ORTENZI DIAS

**INVESTIMENTO PRIVADO EM COMPANHIAS LISTADAS NO SETOR DE SAÚDE
SUPLEMENTAR BRASILEIRO**

São Paulo

2024

THIAGO ORTENZI DIAS

**INVESTIMENTO PRIVADO EM COMPANHIAS LISTADAS NO SETOR DE SAÚDE
SUPLEMENTAR BRASILEIRO**

Trabalho de Formatura apresentado à Escola Politécnica da
Universidade de São Paulo para obtenção do diploma de Engenheiro de
Produção

Orientador: Professor Luis Fernando Pinto de Abreu

São Paulo

2024

FICHA CATALOGRÁFICA

Dias, Thiago Orteni

**INVESTIMENTO PRIVADO EM COMPANHIAS LISTADAS
NO SETOR DE SAÚDE SUPLEMENTAR BRASILEIRO**

T.O. Dias. – São Paulo, 2023.

145 p.

**Trabalho de Formatura – Escola Politécnica da Universidade de
São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.**

**1. Saúde Suplementar 2. Operadoras de Saúde 3. Grupos
Hospitalares 4. PIPE. Universidade de São Paulo. Escola
Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.**

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar agradeço aos meus pais por sempre terem me oferecido as melhores condições possíveis, nunca negando recursos para a minha educação e me incentivando a sempre buscar o meu melhor.

Agradeço ao meu irmão e à minha irmã pelo apoio incondicional e por demonstrar o verdadeiro significado de família e união.

Agradeço a todos os meus amigos e colegas da Escola Politécnica, mas especialmente ao Arthur Pequeno, Davi Fiuza e Carlos Filho; sem vocês nada disso seria possível.

Agradeço a todos os meus colegas do Poli Finance por todo o companheirismo e ajuda no meu desenvolvimento profissional.

Agradeço ao Professor Luis Fernando Pinto de Abreu por toda a orientação e apoio durante a elaboração deste trabalho.

Agradeço a todos os meus amigos e professores do Colégio Santa Cruz por terem me dado a oportunidade de chegar até aqui.

Agradeço também aos meus colegas da 23S Capital, por toda a parceria e por todos os ensinamentos e conselhos no último ano.

RESUMO

Este trabalho visa fazer um estudo amplo do setor de saúde suplementar, entendendo os principais elos da cadeia de valor, assim como as principais dinâmicas regulatórias e competitivas. Ademais, busca-se dimensionar o tamanho de mercado e sintetizar os dados mais relevantes para o setor. Para isso, além de apoiar-se em artigos e bases de dados, fez-se inúmeras entrevistas com especialistas em saúde suplementar. Em seguida, visa-se selecionar uma empresa listada na bolsa de valores brasileira, que esteja imersa no setor de saúde suplementar, e que possivelmente possa ser um alvo para um investimento em PIPE, do ponto de vista de uma gestora de private equity. A seleção do alvo baseou-se em critérios quantitativos, analisando indicadores financeiros, e em critérios qualitativos, fundamentando-se nas dinâmicas apreendidas ao longo do estudo. Tendo o alvo sido escolhido, fez-se uma modelagem financeira, buscando entender os potenciais retornos que tal investimento pode gerar.

Palavras-chave: Saúde suplementar. Hospitais. Operadoras de Plano de Saúde. Agência Nacional de Saúde Suplementar.

ABSTRACT

This paper aims to conduct a comprehensive study of the supplementary health sector, understanding the main links in the value chain, as well as the key regulatory and competitive dynamics. Furthermore, it seeks to size the market and synthesize the most relevant data for the sector. To this end, in addition to relying on articles and databases, numerous interviews with experts in supplementary health were conducted. Subsequently, the goal is to select a publicly listed company in the Brazilian stock market that is immersed in the supplementary health sector and may potentially be a target for a PIPE investment from the perspective of a private equity manager. The selection of the target was based on quantitative criteria, analyzing financial indicators, and qualitative criteria, based on dynamics learned throughout the study. Once the target was chosen, financial modeling was performed to understand the potential returns that such an investment could generate.

Keywords: Supplementary Health. Hospitals. Health Plan Operators. National Supplementary Health Agency.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Playbook estratégico	25
Figura 2 – Demonstrativo de Resultado de Exercício.....	27
Figura 3 – Balanço Patrimonial	28
Figura 4 – Demonstrativo de Fluxo de Caixa	30
Figura 5 – Fluxo de caixa livre para firma	36
Figura 6 – Fluxo de caixa livre para o acionista	36
Figura 7 – Remuneração dos General Partners	40
Figura 8 – Remuneração dos Limited Partners	40
Figura 9 – Fluxo financeiro saúde suplementar	46
Figura 10 – Gastos com saúde no Brasil, em R\$ bilhões e como% do PIB	47
Figura 11 – Gastos com saúde como % do PIB, 2019	47
Figura 12 – Histórico e projeção da % da população por faixa etária	48
Figura 13 – Pirâmide etária brasileira, separado entre sexo masculino e feminino	49
Figura 14 – Custo médio de hospitalização, em R\$	49
Figura 15 – Média da frequência de exames anuais	50
Figura 16 – Proporção do número de planos corporativos, individuais e por afinidade, 2022 ..	55
Figura 17 – Variação anual de beneficiários em planos de saúde e de empregos formais (2006 – 2019)	55
Figura 18 – Sinistralidade da carteira por tipo de plano, acumulado em 12 meses	56
Figura 19 – Evolução do número de beneficiários e penetração na população	58
Figura 20 – Contraprestações (prêmios) e Eventos (sinistros) per capita, nominais e deflacionados, acumulado 12 meses	59
Figura 21 – Histórico de prêmio, sinistros e sinistralidade totais	59
Figura 22 – Histórico do resultado operacional, resultado financeiro e resultado líquido consolidado do setor de saúde suplementar	60
Figura 23 – Número de operadoras de saúde com beneficiários ativos	61
Figura 24 – Evolução do número de leitos no Brasil, entre públicos e privados	63
Figura 25 – Evolução do número de hospitais por categoria no Brasil	67
Figura 26 – Prazo médio de recebimento dos hospitais, em dias	68
Figura 27 – Glosa hospitalar, como % da receita líquida	68
Figura 28 – Taxa de ocupação média	69
Figura 29 – Prazo de permanência média, em dias	69
Figura 30 – VCMH, reajuste individual permitido pela ANS e IPCA acumulado	76

Figura 31 – Número de ações distribuídas no judiciário referentes à saúde pública e privada, em milhares	79
Figura 32 – Novos processos contra planos de saúde	79
Figura 33 – Ações em primeira e segunda instância contra planos de saúde no TJSP	80
Figura 34 – Decisões em primeira e segunda instância para o beneficiário	81
Figura 35 – Participação de mercado dos grupos hospitalares listados com base em leitos privados	89
Figura 36 – ROIC dos grupos hospitalares listados	89
Figura 37 – Participação de mercado das principais operadoras de planos de saúde	90
Figura 38 – ROE das principais operadoras de planos de saúde	91
Figura 39 – Performance das ações em base 100	98
Figura 40 – Evolução do múltiplo EV/EBITDA LTM	99
Figura 41 – Evolução do número de hospitais operador pela Rede D’Or	100
Figura 42 – Indicadores operacionais segmento de hospitais Rede D’Or	101
Figura 43 – Indicadores operacionais segmento de convênios médicos (Sul América)	102
Figura 44 – Indicadores operacionais segmento de hospitais Dasa	104
Figura 45 – Indicadores operacionais segmento de hospitais Mater Dei	106
Figura 46 – Indicadores operacionais segmento de hospitais Kora Saúde	108
Figura 47 – Indicadores operacionais Hapvida	111
Figura 48 – CAGR receita líquida (2018-2023) x EV/EBITDA LTM das companhias selecionadas	114
Figura 49 – CAGR receita líquida (2023-2025) x EV/EBITDA LTM das companhias selecionadas	114
Figura 50 – Margem EBITDA média x EV/EBITDA LTM das companhias selecionadas	115
Figura 51 – ROIC médio x EV/EBITDA LTM das companhias selecionadas	116
Figura 52 – Análise de participação potencial nos alvos	118
Figura 53 – Projeção da receita líquida, em R\$ milhões	125
Figura 54 – Modelagem da receita bruta	126
Figura 55 – Projeção de leitos totais	127
Figura 56 – Projeção de leitos operacionais e ocupação média	127
Figura 57 – Projeção de ticket médio e número de pacientes	128
Figura 58 – Lucro bruto projetado	129
Figura 59 – Lucro operacional projetado	130
Figura 60 – EBITDA ex-IFRS16 projetado	130

Figura 61 – FCLF para Mater Dei	133
Figura 62 – Valor Justo Mater Dei	134
Figura 63 – Sensibilidade WACC x crescimento terminal (g)	134
Figura 64 – Fluxos para um investidor em Mater Dei	135
Figura 65 – Sensibilidade múltiplo de saída	136

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Principais indicadores financeiros	30
Tabela 2 – Premissas para exercício de remuneração de GPs e LPs	39
Tabela 3 – Número total de beneficiários por estado, em milhares	62
Tabela 4 – Distribuição do número de leitos públicos e privados por estado, e sua relação com o número de habitantes, 2023	64
Tabela 5 – Principais fontes pagadoras dos hospitais, por região, 2022	65
Tabela 6 – Beneficiários por leito privado em relação aos Estados brasileiros, 2023	66
Tabela 7 – Reajuste médio para planos coletivos, conforme o tamanho da carteira	78
Tabela 8 – Representação do reajuste em função da VCMH, para planos coletivos conforme o tamanho da carteira	78
Tabela 9 – Relação de especialistas entrevistados	82
Tabela 10 – Resumo análise das 5 forças competitivas para grupos hospitalares	94
Tabela 11 – Resumo análise das 5 forças competitivas para operadoras de saúde	97
Tabela 12 – Principais Dados Financeiros Rede D’Or, em R\$ milhões	102
Tabela 13 – Distribuição geográfica dos leitos Rede D’Or	103
Tabela 14 – Principais Dados Financeiros Dasa, em R\$ milhões	105
Tabela 15 – Distribuição geográfica dos leitos Dasa	105
Tabela 16 – Principais Dados Financeiros Mater Dei, em R\$ milhões	107
Tabela 17 – Distribuição geográfica dos leitos Mater Dei	107
Tabela 18 – Principais Dados Financeiros Kora Saúde, em R\$ milhões	109
Tabela 19 – Distribuição geográfica dos leitos Kora Saúde	109
Tabela 20 – Principais Dados Financeiros Hapvida, em R\$ milhões	111
Tabela 21 – Distribuição geográfica dos leitos Hapvida	112
Tabela 22 – Dívida Líquida sobre EBITDA	116
Tabela 23 – Atratividade financeira dos alvos	117
Tabela 24 – Posicionamento em produtos substitutos	119
Tabela 25 – Posicionamento em entrada de novos concorrentes	119
Tabela 26 – Posicionamento em poder de barganha com os fornecedores	120
Tabela 27 – Posicionamento em poder de barganha com os compradores	121
Tabela 28 – Posicionamento em rivalidade entre concorrentes	122
Tabela 29 – Colocação final dos alvos	123
Tabela 30 – Sensibilidade para o peso dos critérios	124

Tabela 31 – Resumo da modelagem dos custos e despesas	129
Tabela 32 – Resumo da modelagem do capital de giro	132
Tabela 33 – Preço alvo dos analistas.....	135
Tabela 34 – Fluxos para um investidor em Mater Dei	136

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANAHP: Associação Nacional de Hospitais Privados
ANS: Agência Nacional de Saúde Suplementar
ANVISA: Agência Nacional de Vigilância Sanitária
BACEN: Banco Central do Brasil
BP: Balanço Patrimonial
CAPM: Modelo de Precificação de Ativos de Capital
CAGR: Compound Annual Growth Rate
CNES: Centro Nacional de Estabelecimentos de Saúde
CSLL: Contribuição Social sobre Lucro Líquido
DASA3: Dasa
DFC: Demonstrativo de Fluxo de Caixa
DRE: Demonstrativo de Resultado
EBIT: Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT: Earning Before Taxes
EV: Enterprise Value
FCD: Fluxo de Caixa Descontado
FCLA: Fluxo de Caixa Livre para o Acionista
FCLF: Fluxo de Caixa Livre para a Firma
GNDI: Grupo Notre Dame Intermédica
GP: General Partner
HAPV: Hapvida
IESS: Instituto de Estudos de Saúde Suplementar
IPCA: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPO: Initial Public Offering
IR: Imposto de Renda
IRR: Internal Rate of Return
Ke: Custo de capital dos acionistas
Kd: Custo da dívida
KRSA3: Kora Saúde
LTM: Last Twelve Months

LP: Limited Partner
MATD3: Mater Dei
MOIC: Multiple on Invested Capital
NBO: Non-Binding Offer
NDA: Non-Disclosure Agreement
NTM: Next Twelve Months
PIB: Produto Interno Bruto
PIPE: Private Investments in Public Equities
RDOR3: Rede D'Or
RI: Relacionamento com Investidores
ROE: Return on Equity
ROIC: Return on Invested Capital
SUS: Sistema Único de Saúde
SUSEP: Superintendência de Seguros Privados
TIR: Taxa de Retorno Interna
TMA: Taxa Mínima de Atratividade
VCMH: Variação do Custo Médico Hospitalar
VPL: Valor Presente Líquido
WACC: Weighted Average Cost of Capital

SUMÁRIO

1. Introdução.....	18
1.1. Motivação	18
1.2. Estágio	19
1.3. Objetivos.....	19
1.4. Estrutura do Trabalho	20
2. Revisão da Literatura	21
2.1. Estratégia	21
2.1.1. Forças competitivas.....	22
2.1.2. Barreiras de Entrada.....	24
2.2. Finanças Corporativas.....	26
2.2.1. Demonstrações Financeiras.....	26
2.2.1.1. Demonstrativo de Resultado (DRE).....	26
2.2.1.2. Balanço Patrimonial (BP)	27
2.2.1.3. Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC)	29
2.2.1.4. Principais indicadores financeiros.....	30
2.2.2. Valor Presente Líquido	31
2.2.3. Taxa Mínima de Atratividade	32
2.2.4. Custo de Capital para os Acionistas	33
2.2.5. Taxa Interna de Retorno.....	33
2.2.6. Fluxo de caixa descontado	34
2.2.7. Avaliação por Múltiplos.....	37
2.3. Fundos de investimento	38
2.3.1. Estrutura de um fundo de Private Equity	38
2.3.2. Funcionamento de um fundo de Private Equity	41
2.3.3. PIPE	42
3. Metodologia	43
4. Setor de Saúde	44
4.1. Cadeia de saúde suplementar	44
4.2. Visão Geral da Indústria	46
4.2.1. Gastos com saúde.....	46
4.2.2. Envelhecimento da população.....	48
4.2.3. Sistema Único de Saúde.....	50
4.3. Órgãos reguladores do sistema de saúde	51
4.3.1. Ministério da saúde	51
4.3.2. Agência Nacional de Vigilância Sanitária	51

4.3.3.	Agência Nacional de Saúde Suplementar.....	52
4.4.	Mercado de Planos de saúde	52
4.4.1.	Funcionamento de um plano de saúde.....	52
4.4.2.	Classes de plano de saúde.....	54
4.4.3.	Categorias de convênios médicos.....	56
4.4.4.	Tamanho do mercado	57
4.5.	Mercado de Hospitais.....	62
4.5.1.	Principais características	62
4.5.2.	Índices operacionais	67
4.6.	Principais marcos regulatórios	70
4.6.1.	Estatuto do idoso	70
4.6.2.	Lei dos planos individuais	71
4.6.3.	Reajuste de planos e variação do custo médico hospitalar	74
4.6.4.	Judicialização da saúde suplementar	78
4.7.	Entrevistas com especialistas	82
5.	Análise	88
5.1.	Análise Competitiva.....	88
5.1.1.	As 5 forças competitivas no mercado de hospitais:.....	91
5.1.2.	As 5 forças competitivas no mercado de operadoras de saúde:.....	94
5.2.	Análise de alvos	97
5.2.1.	Rede D’Or	99
5.2.2.	Dasa	103
5.2.3.	Mater Dei.....	105
5.2.4.	Kora Saúde	107
5.2.5.	Hapvida	109
5.2.6.	Escolha do alvo	112
6.	Modelagem financeira do alvo escolhido.....	124
6.1.	Receita.....	124
6.2.	Custos e despesas	128
6.3.	Outros itens	130
6.4.	Avaliação por fluxo de caixa descontado	132
6.5.	Avaliação por TIR.....	135
7.	Conclusão	136
7.1.	Recomendação	136
7.2.	Objetivos alcançados.....	138

1. Introdução

1.1. Motivação

Este trabalho alinha-se com o estágio realizado pelo Autor na 23S Capital, uma gestora de recursos independente focada em investimentos no Brasil, dentro da área de *private equity*. Isso se dá, pois, a gestora possui investimentos relevantes em empresas que fazem parte do sistema de saúde brasileiro, e está constantemente analisando novas empresas do setor, o que vem possibilitando a criação de um extenso conhecimento acerca da indústria.

Durante o período de estágio, diversas oportunidades de investimento, em companhias que se encaixam em diferentes elos da cadeia da saúde suplementar, foram analisadas. Percebeu-se, então, como o sistema de saúde suplementar no Brasil é muito grande e bastante complexo, com a regulação tendo um impacto significativo, e como isso traz opções interessantes de investimento. Por tal motivo, foi necessária uma maior investigação no setor como um todo, visando entender todo o funcionamento do setor de saúde, com o foco no âmbito privado, para assim maximizar a criação de valor para os cotistas do fundo.

Com isso, esse trabalho surge de uma via de mão dupla, na qual visa-se apoiar a 23S Capital nas suas decisões de investimento em saúde, como também de aproveitar o conhecimento de profissionais que estão imersos no setor de saúde há mais de 10 anos. A ideia passa a ser de formular um estudo do setor de saúde suplementar privado, com foco nas dinâmicas entre as operadoras de saúde e os hospitais, os principais agentes do setor, e nos quais a gestora enxerga que estão a maioria das oportunidades, para, assim, consolidar os aprendizados ao longo do estágio e ao longo de pesquisas, ajudando também aqueles que em algum momento queiram se aprofundar no setor.

Ademais, pelo fato de a gestora enxergar valor na possibilidade de fazer PIPEs (*Private Investments in Public Equities*), isto é, fazer um investimento privado em uma empresa listada na bolsa de valores, e por uma questão de disponibilidade de informações financeiras, o trabalho analisará individualmente empresas listadas na B3, a bolsa de valores brasileira, que se encaixem dentro do setor, para identificar um possível alvo para um investimento. A recomendação final não será de investir ou não em uma empresa, mas de buscar indícios de uma possível distorção de valor, que justifique uma análise mais profunda, para posteriormente tomar uma decisão de investimento mais aprofundada.

1.2. Estágio

Este documento foi desenvolvido durante o período de estágio na 23S Capital, uma empresa de gestão de investimentos em *private equity* estabelecida em 2022. O foco da companhia está em identificar e aproveitar as melhores oportunidades de investimento no mercado privado de capitais, especialmente em empresas de médio/grande porte, visando proporcionar retornos superiores à média do mercado aos investidores.

De forma ampla, uma empresa de *private equity* como a 23S Capital tem a função de gerir recursos financeiros de investidores externos por meio de estruturas conhecidas como fundos de investimento. No Brasil, os investidores destes fundos possuem cotas que simbolizam sua participação conjunta nos ativos controlados pelo fundo (ABVCAP, 2018). No universo dos investimentos, os investidores formam o que é conhecido como o passivo do fundo, enquanto as empresas que recebem investimentos são consideradas o ativo. O fundo não se restringe somente a empresas privadas, mas também monitora constantemente empresas listadas em bolsa, por entender que também podem ser fontes de retorno acima da média do mercado.

Nesse sentido, o passivo da 23S Capital foi estrategicamente composto por somente dois *limited partners*, sendo eles: i) um dos principais conglomerados brasileiros ii) um dos principais fundos do governo de Singapura. Isso permite que a gestora amplie sua rede de contatos, tanto nacionalmente quanto internacionalmente, e, por conseguinte, suas oportunidades de negócio, assegurando uma harmonia de interesses entre todas as partes envolvidas. A 23S Capital se empenha em gerar retornos acima da média para seus cotistas, mantendo um time enxuto que busca encontrar os melhores empreendedores nos melhores setores, por meio de uma pesquisa extensa e diligente.

1.3. Objetivos

O principal objetivo deste trabalho é entender o funcionamento do sistema de saúde suplementar do Brasil, com foco na relação entre as operadoras de saúde e os hospitais, sempre acompanhando a regulação propiciada pelas entidades governamentais, que são bastante significativos para o setor. Em seguida, tendo entendido as dinâmicas, visa-se identificar um possível alvo para um investimento em PIPE, ou seja, encontrar alguma ação na bolsa de valores brasileira, que esteja imersa no setor de saúde suplementar, e que possivelmente possa ser atrativa para um investimento. Dada a complexidade ao se fazer um investimento, o Autor não

acredita que seja possível tomar uma decisão por conta própria, ainda mais dada a sua pouca experiência, além da falta de informações precisas para se fazer uma diligência profunda. Sendo assim, a ideia é encontrar indícios de uma potencial distorção de valor, fundamentada nos conhecimentos adquiridos na etapa anterior. Por isso, as questões a serem respondidas por este trabalho são:

Q1: Quais são as principais dinâmicas que envolvem as operadoras de saúde e os grupos hospitalares brasileiros?

Q2: Do ponto de vista de uma gestora de *private equity*, dada a dinâmica do setor, qual é possivelmente a melhor empresa de saúde listada na bolsa brasileira para ser alvo de um PIPE?

1.4. Estrutura do Trabalho

O trabalho desenvolvido foi estruturado em 7 diferentes capítulos, com exceção das referências utilizadas, de forma que buscou-se organizá-lo da maneira mais fluida possível. A ordem é a seguinte:

O capítulo 1 compreende a introdução. Nesta parte, o Autor apresenta o problema, os objetivos e as principais motivações que levaram à escolha do tema. Além disso, é mencionado um pouco de seu estágio, dada a importância para o desenvolvimento do trabalho.

Já no capítulo 2, fez-se toda a revisão da literatura. O principal objetivo desse capítulo é trazer o suporte teórico necessário para compreender todos as análises e métodos utilizados. Dentre as principais áreas exploradas, tem-se: (i) estratégia, para auxiliar na análise competitiva e estratégica das empresas dentro do setor de saúde, sendo fundamental para uma análise que, apesar de mais qualitativa e subjetiva, é de extrema importância para cumprir com os objetivos propostos; (ii) finanças corporativas, cuja função é dar todo o embasamento para uma análise financeira bem elaborada, assim como determinar quantitativamente os possíveis alvos mais atrativos; (iii) funcionamento de fundos de *private equity*, e de todas as motivações nas quais essas gestoras estão baseadas, para que se possa compreender os principais aspectos levados em conta por essas instituições na hora de selecionar uma empresa.

O capítulo 3 aborda a metodologia utilizada no trabalho. Em outras palavras evidencia-se os métodos e estratégias utilizados pelo Autor na busca de responder as perguntas e cumprir com os objetivos estabelecidos no primeiro capítulo.

No capítulo 4 contemplou-se uma descrição do setor de saúde suplementar no Brasil, abordando os principais elos da cadeia, os reguladores e as principais dinâmicas. O objetivo foi de fornecer uma ampla base de dados e de conhecimento, para que, antes de se aprofundar nas

minúcias de cada empresa, haja uma compreensão sólida dos principais números e principais dinâmicas do setor de saúde privada no Brasil. Ressalta-se o tom mais descritivo, apesar de em alguns momentos haver certas análises encobertas de subjetividade, dado que os seguintes capítulos foram reservados especificamente para a análise das principais companhias.

O capítulo 5 abrange toda a análise feita a partir dos dados coletados. Nessa parte do trabalho são exploradas as empresas individualmente, analisando-se as suas particularidades, e, em seguida, comparando-as uma por uma, visando identificar o seu posicionamento competitivo dentro da cadeia da saúde suplementar. Foram feitas análises tanto qualitativas, resguardando-se nos conceitos de estratégia e de modelos de negócios, assim como análises quantitativas, fundamentadas principalmente em dados financeiros e indicadores operacionais. Nesse capítulo, aplica-se um *framework* proprietário para selecionar um possível alvo.

No capítulo 6, fez-se toda a modelagem financeira do alvo escolhido, visando criar uma opinião de se há ou não uma potencial oportunidade de criação de valor via um investimento. Apesar das análises terem sido conduzidas em um modelo financeiro no Excel, nessa parte são evidenciados os principais resultados das projeções de resultado para a empresa, assim como os potenciais retornos calculados.

No último capítulo, encontram-se todas as conclusões tiradas das análises e descrições dos capítulos anteriores. Discute-se possíveis respostas para as perguntas colocadas no primeiro capítulo, buscando também entender se o objetivo inicial do trabalho foi atingido. Por último, o Autor relata os principais aprendizados no desenvolvimento do trabalho, assim como a importância do trabalho na sua formação como politécnico.

2. Revisão da Literatura

Para uma análise adequada do setor de saúde suplementar, além de conhecer profundamente o segmento, é necessário ter uma base sólida de conceitos que envolvem tanto o âmbito estratégico e competitivo das companhias, assim como de métricas contábeis e dos principais métodos utilizados para determinar o valor justo de uma certa empresa. Além disso, por tratar-se de uma análise do ponto de vista de uma gestora de *private equity*, também é necessário entender o verdadeiro funcionamento desse tipo de firma, tanto na sua remuneração quanto seleção de investimentos.

2.1. Estratégia

Na análise de investimento de empresas, é fundamental entender o que guia as visões de longo prazo de cada companhia, e, portanto, qual a estratégia para entregar retornos acima da média do mercado. Apesar de não existir um consenso na literatura do que significa a palavra estratégia, o autor Henry Mintzberg (1988) define estratégia corporativa como um padrão de decisões que determina e revela os objetivos de uma organização, além de produzir as principais políticas e planos para atingir esses objetivos. De acordo com Mintzberg, a estratégia corporativa não é apenas um plano formal, mas também um padrão consistente no fluxo de decisões da organização. Ele enfatiza a importância das dimensões tanto deliberadas quanto emergentes das estratégias, reconhecendo que as estratégias reais de uma empresa podem diferir das que foram inicialmente planejadas.

Já o autor Bruce Henderson (1989), aborda a estratégia como um meio de se posicionar de forma a garantir uma vantagem competitiva sustentável. Para ele, a estratégia envolve o reconhecimento das forças competitivas que definem a indústria e a identificação de uma posição única que uma empresa pode ocupar dentro desse espaço. O crucial passa a ser alinhar as forças da empresa com as oportunidades de mercado, garantindo a perpetuação de vantagens competitivas. De forma análoga, Porter (1980) define estratégia como a escolha de atividades que garantam a manutenção de uma vantagem competitiva sustentável. Segundo ele, estratégia envolve escolher uma posição única e valiosa, e tomar as decisões de forma a manter essa posição que distingue uma empresa de seus competidores.

2.1.1. Forças competitivas

Sobre a ótica de estratégia de Porter (1980), percebe-se, então, a importância de entender a dinâmica competitiva entre participantes de um mesmo mercado, ou de mercados adjacentes, como é o caso entre hospitais e operadoras de planos saúde, e de identificar formas de classificar os diferentes níveis de competição existentes. Assim, o autor elabora uma teoria de que existem cinco principais forças competitivas que guiam a competição como um todo. Segundo ele, empresas que conseguem defender e posicionar-se da melhor maneira dentro dessas cinco forças, tendem a ter uma clara vantagem competitiva, e, portanto, entregar retornos sobre o capital investido acima da média. Além disso, outro ponto relevante, é que essas forças se aplicam na defesa não somente contra os participantes e incumbentes já existentes, mas contra qualquer potencial entrante na indústria.

A primeira força diz respeito à ameaça de produtos substitutos. Um produto substituto pode ser desde um produto que tenha a mesma funcionalidade, mas que cumpre sua função de

forma mais eficaz, como também um produto que se encontra em uma diferente categoria, mas que, à medida que vai ganhando novas funcionalidades, pode acabar substituindo o produto original. Um exemplo citado por Porter em um de seus livros, é o de bebidas como refrigerantes, sucos e água engarrafada. Caso o preço de um aumente, parece válido dizer que ele pode ser facilmente substituído por algum dos outros dois produtos. Como um exemplo mais contemporâneo, tem-se o de tablets e notebooks. Por mais que antigamente se enquadrassem em diferentes categorias, não competindo diretamente, atualmente, com o aumento da capacidade de processamento e o ganho de funcionalidades, tablets estão passando a concorrer contra notebooks em uma mesma categoria.

A segunda força aborda a ameaça de entrada de novos concorrentes, que analisa a probabilidade de empresas que antes não existiam ou atuavam em outros mercados, passarem a concorrer diretamente pelo mesmo cliente. Novos entrantes podem trazer tecnologias novas, aumentando a competitividade entre os produtos, o que traz os preços para baixo e costuma reduzir a rentabilidade do negócio como um todo. Um exemplo é o retratado pelo artigo da Harvard Business School (2020) “Nubank: Democratizing Financial Services”, no qual há a entrada de um novo participante, o Nubank, que, ao trazer um modelo de negócio baseado em tecnologia e na experiência do usuário, acaba roubando inúmeros clientes dos grandes bancos, forçando-os a renunciar a inúmeras taxas e altos spreads bancários, o que reduz a rentabilidade.

A terceira força refere-se ao poder de barganha dos fornecedores, que julga quanto os compradores da matéria-prima conseguem de fato negociar com seus fornecedores. Empresas que dependem muito de poucos fornecedores, em certos momentos encontram-se fragilizadas em negociações com seus provedores, pois eles sabem a dependência que a empresa tem de seus insumos, e, por isso, sentem-se mais confortáveis em aumentar preços. Em seu livro, Porter cita o exemplo de fornecedores de tântalo, um recurso bastante específico e que é controlado por poucos fornecedores, sendo usado na fabricação de eletrônicos. De forma geral, quando os fornecedores são poucos e vendem para muitos compradores; ou quando o insumo é muito específico, é comum que os fornecedores tenham um forte poder de barganha.

A quarta força trata do poder de barganha dos compradores. Quanto maior for o poder de barganha dos clientes, maior é a sua força para pressionar os vendedores a aumentarem a qualidade ou baixarem o preço de seu produto. Quando são poucos os compradores, ou quando os produtos de diferentes vendedores são bastante semelhantes, é comum que haja um maior poder de barganha nas mãos dos clientes. O livro trata do mercado automobilístico, no qual, salvo as marcas extremamente *premium*, como a Ferrari, os automóveis acabam diferenciando-

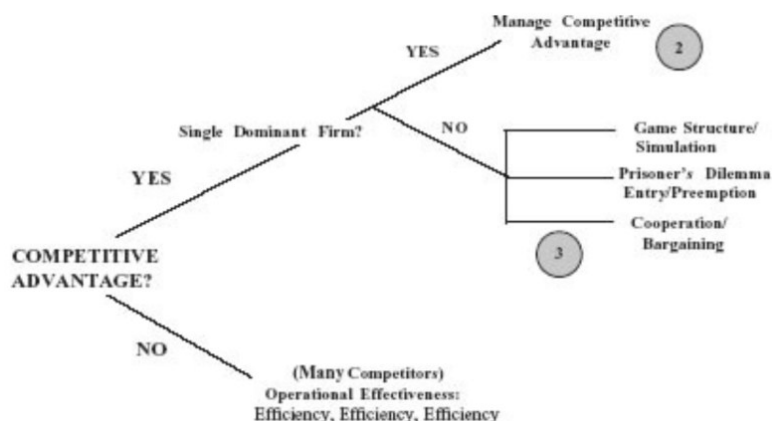
se pouco entre si, fazendo com que o preço seja uma variável de grande relevância; o que baixa os preços dos automóveis e diminui a rentabilidade das montadoras.

A quinta e última força de acordo com o autor é a rivalidade entre concorrentes. Quando os produtos têm pouca diferenciação, quando o mercado cresce pouco e quando existem muitos concorrentes, é comum que essa força seja bastante forte. Porter cita a indústria de aço como um setor com alta rivalidade entre os concorrentes, caracterizada por várias empresas de grande porte operando em um mercado de crescimento lento. A capacidade excessiva e a demanda estagnada levam a uma competição acirrada em preço, o que, por sua vez, reduz as margens de lucro e intensifica a rivalidade entre as empresas. Citando-se um exemplo contemporâneo, tem-se a guerra das maquininhas (BRAZIL JOURNAL, 2018), no qual, apesar de estarem em um mercado crescente, pelo fato do produto das adquirentes ter pouca diferenciação, elas se encontram em uma árdua batalha de preços, impactando negativamente a rentabilidade de todas as credenciadoras do setor.

2.1.2. Barreiras de Entrada

Os autores Bruce Greenwald e Judd Kahn, no livro *Competition Demystified* (2005), definem barreiras de entrada como elementos fundamentais na estrutura de um determinado mercado, que restringem a capacidade de novas empresas entrarem e competirem efetivamente, protegendo os incumbentes à medida que rivais não conseguem replicá-las. Sendo assim, barreiras de entrada são definidas como obstáculos que protegem as empresas incumbentes de perderem participação de mercado e rentabilidade com a entrada de novos entrantes. Com base nisso, os autores sugerem um *playbook*, ilustrado na Figura 1, do que uma empresa deve ter como estratégia, dependendo da presença ou não de barreiras de entrada, e dependendo da sua posição como incumbente ou entrante.

Figura 1 – *Playbook* estratégico



Fonte: Competition Demystified (2005)

Além disso, os autores também defendem que há dois principais sinais da existência de barreiras de entrada. O primeiro deles é o tamanho da participação de mercado dos principais integrantes do mercado. Mercados pouco fragmentados, nos quais os principais participantes, por volta de 5, possuem mais de 50% do mercado, por um período extenso, provavelmente possuem alguma barreira de entrada significativa. O segundo sinal, é a entrega de retornos sobre capital altos por um tempo extenso. Ou seja, em um mercado no qual os principais participantes têm entregado retornos sobre o capital investido bem acima do custo de capital, por anos, é bastante provável que haja a existência de alguma barreira de entrada (GREENWALD; KAHN, 2005).

Por último, influenciados pelas cinco forças de Michael Porter (1980), os autores afirmam que existem somente três, e não cinco, barreiras de entrada, capazes de possibilitar que um incumbente mantenha sua participação de mercado ao mesmo tempo que de um alto retorno sobre o capital investido, sendo elas:

Oferta: vantagens que permitem ao incumbente produzir bens e serviços de forma mais eficiente que os competidores. Isso pode surgir, por exemplo, de alguma tecnologia proprietária que os rivais não conseguem replicar. Outro exemplo, seria o de empresas que têm acesso a recursos naturais escassos, por terem ganho algum leilão governamental, ou seja, acabam, por lei e escassez, sendo os únicos capazes de ofertar aquele determinado bem.

Demanda: vantagens que ajudam a cativar o cliente, de forma que os rivais passam a ter muita dificuldade em roubar participação dos incumbentes. Essa vantagem costuma surgir por três motivos diferentes: (i) altos custos de troca, por exemplo, uma empresa trocar seu software de ERP, tendo que ensinar milhares de funcionários a usar um novo sistema; (ii) formação de hábitos, como consumidores que têm o hábito de sempre tomar Coca-Cola em vez de Pepsi;

(iii) altos custos de pesquisa, isto é, uma alta dificuldade em achar alguma companhia que forneça um serviço semelhante, dada a especificidade da tarefa.

Economia de Escala: vantagens que se referem à diminuição do custo unitário de produção à medida que o volume de vendas aumenta. Essa barreira costuma ocorrer principalmente em modelos de negócio que contam com altos custos fixos, que são mais passíveis de serem diluídos com o aumento nas vendas. Empresas de *Software-as-a-Service*, por exemplo, costumam beneficiar-se dessa vantagem, pois depois de garantirem o desenvolvimento do produto, com bastante investimento em pesquisa e desenvolvimento, que é um custo fixo, cada cliente adicional terá um custo marginal muito baixo para a empresa, melhorando as margens de rentabilidade da empresa exponencialmente.

2.2. Finanças Corporativas

2.2.1. Demonstrações Financeiras

2.2.1.1. Demonstrativo de Resultado (DRE)

O Demonstrativo de Resultado do Exercício (DRE) fornece um resumo financeiro dos resultados operacionais e não operacionais de uma empresa em um determinado período. O DRE é estruturado para apresentar as receitas, custos, despesas, e, finalmente, o lucro ou prejuízo gerado pela empresa no período.

O Demonstrativo de Resultado opera no regime de competência, isto é, regime no qual as receitas e os respectivos custos só são reconhecidos quando o serviço que gerou essa receita é entregue ou efetuado. Sendo assim, é diferente do regime caixa, no qual tanto as receitas quanto os custos e despesas associados são reconhecidos somente quando há entrada e saída de caixa.

O DRE começa com a receita bruta das vendas e serviços, que consiste nos valores recebidos pela entrega de um bem ou serviço. Em seguida, subtrai-se as devoluções de vendas, abatimentos e impostos sobre vendas. A partir receita líquida, são deduzidos os custos dos produtos vendidos ou serviços prestados, que são os gastos diretamente ligados à entrega do produto, resultando no lucro bruto. Seguem-se as despesas operacionais, isto é, os gastos indiretamente relacionados com a operação, como despesas administrativas, despesas de vendas e outras despesas operacionais, como definido por Marion (2012). Com isso, chega-se no resultado operacional ou EBIT, que é o lucro antes das despesas financeiras, sendo um

importante indicador da eficiência operacional da empresa. Marion (2012) também destaca a importância de separar os resultados operacionais dos resultados não operacionais para melhor compreender as fontes de rendimento da empresa. Apesar de não ser uma métrica contábil, algo muito utilizado na indústria é o EBITDA, que consiste no resultado operacional, somada à depreciação e amortização. Tal métrica acaba sendo utilizada por permitir uma interpretação do resultado operacional caixa que a empresa gera, isto é, um certo indicativo do caixa que as atividades operacionais geram, sem considerar despesas e receitas financeiras, por exemplo, que costumam não fazer parte da operação.

A partir do resultado operacional, inclui-se itens não operacionais como receitas e despesas financeiras, que são importantes para entender como as atividades de financiamento e investimento afetam o resultado da empresa. Empresas com maior caixa acumulado, costumam ter maiores receitas financeiras, enquanto as mais endividadas, uma maior despesa financeira. Assim, tem-se o resultado antes do IR e CSLL ou EBT, que mostra o lucro da empresa antes dos tributos sobre o lucro. Após a dedução desses dois impostos, chega-se ao lucro líquido do exercício, que representa o resultado da empresa no período (MARION, 2012).

Figura 2 – Demonstrativo de Resultado de Exercício

Demonstrativo de Resultado de Exercício
(=) Receita Bruta
(-) Perdas e Devoluções
(-) PIS, COFINS e ISS
(=) Receita Líquida
(-) CMV (Custo de mercadoria vendida)
(=) Lucro Bruto
(-) Despesas com vendas, gerais e administrativas
(=) Lucro Operacional
(+/-) Resultado Financeiro
(+) Receitas Financeiras
(-) Despesas Financeiras
(=) Lucro antes de IR e CSLL
(-) Imposto de Renda
(-) Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
(=) Lucro Líquido

Fonte: Elaboração própria

2.2.1.2. Balanço Patrimonial (BP)

De acordo com Marion (2012), o Balanço Patrimonial representa a posição patrimonial e financeira de uma empresa em um determinado momento, normalmente no final do exercício fiscal. Ele é estruturado em dois grandes grupos: ativos e passivos, que, respectivamente, representam os recursos controlados pela empresa e as suas obrigações financeiras. Os ativos são ordenados conforme a liquidez, começando pelos ativos mais líquidos (disponibilidades) até os menos líquidos (ativos não circulantes). Os passivos são organizados de acordo com o prazo de exigibilidade, dos mais urgentes para os de longo prazo (MARION, 2012).

A seção dos ativos do BP, geralmente à direita, detalha os bens e direitos que a empresa possui. Estes são divididos em ativos circulantes e não circulantes, de acordo com sua liquidez. Os ativos são as aplicações dos recursos feita pela empresa. Já do lado esquerdo, tem-se o passivo, também dividido em circulante e não circulante, de acordo com a liquidez, e o patrimônio líquido. Ao contrário dos ativos que são a aplicação do dinheiro, o passivo e o patrimônio líquido podem ser caracterizados como a fonte/origem do dinheiro que foi aplicado. Ademais, os passivos costumam ser obrigações com terceiros, enquanto o patrimônio líquido o montante de capital correspondente aos sócios da companhia.

Pelo BP seguir a dinâmica de que tudo que está representando pelo lado do ativo ter tido sua origem pela emissão de algum passivo ou algum componente do patrimônio líquido, ele segue sempre a seguinte fórmula:

$$i) \quad \textit{Ativo} = \textit{Passivo} + \textit{Patrim\~{o}nio L\~{i}quido}$$

Figura 3 – Balanço Patrimonial

Balanço Patrimonial	
Ativo	Passivo Circulante
Ativo Circulante	Passivo Circulante
Caixa e Equivalentes	Fornecedores
Contas a Receber	Salários a Pagar
Estoques	Leasing
Impostos a Recuperar	Empréstimos e Financiamentos
Ativo Não Circulante	Passivo não Circulanete
Investimentos	Empréstimos e Financiamentos
Intangível	
Imobilizado	Patrimônio Líquido
	Capital Social
	Lucros/Prejuízos Acumulados

Fonte: Elaboração própria

2.2.1.3. Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC)

O Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC), de acordo com Marion (2008), detalha como os recursos financeiros entraram e saíram da empresa durante um determinado período. Diferentemente do DRE, que opera em regime de competência, o DFC opera em regime caixa, representando, portanto, os recursos que entram e saem do caixa, independentemente de quando o serviço ou mercadoria tenha sido entregue.

O fluxo de caixa via o método indireto, método utilizado neste trabalho, é elaborado via um ajuste no lucro líquido resultante do DRE, a partir do BP. Ademais, divide-se o fluxo de caixa em três seções principais, sendo elas: fluxo de caixa das atividades operacionais, de investimento e de financiamento.

No fluxo de caixa operacional, parte-se do lucro líquido contábil. Em seguida, soma-se os custos e despesas com depreciação e amortização, por serem um custo e despesa não caixa. Depois, por meio das contas do BP e do cálculo do capital de giro, são feitos os ajustes para chegar a quanto de caixa foi gerado via as atividades operacionais da companhia.

Já no fluxo de caixa de investimentos, serão primeiro somadas as vendas de ativos considerados como investimentos. Depois, subtrai-se principalmente as saídas de caixa via capex de manutenção, ou seja, do montante investido para manter a atual produtividade do imobilizado e intangível da companhia, para, em seguida, subtrair-se o capex de expansão. Qualquer venda de ativo, como algum terreno ou fábrica, também deve ser computado no fluxo de caixa de investimentos.

Por último, no fluxo de caixa de financiamento, serão computadas todas as entradas e saídas de caixa referentes ao financiamento da companhia. Sendo assim, somam-se todos os empréstimos contraídos, subtrai-se as dívidas quitadas, e soma-se qualquer aumento de capital feito pelos sócios da companhia. (MARION, 2008).

Figura 4 – Demonstrativo de Fluxo de Caixa

Demonstrativo de Fluxo de Caixa
(=) Lucro (Prejuízo) Líquido
(+) Depreciação e Amortização
(+/-) Variação do Capital de Giro
(+/-) Contas a Receber
(+/-) Estoques
(+/-) Impostos a Recuperar
(+/-) Fornecedores
(+/-) Salários a Pagar
(+/-) Leasing
(=) Fluxo de Caixa Operacional (A)
(-) Capex de Expansão
(-) Capex de Manutenção
(-) Venda de ativos
(=) Fluxo de Caixa de Investimento (B)
(+) Empréstimos e Financiamentos Contraídos
(-) Empréstimos e Financiamentos Quitados
(-) Aumento de Capital Social
(=) Fluxo de Caixa de Financiamento (C)
(=) Fluxo de Caixa = (A) + (B) + (C)

Fonte: Elaboração própria

2.2.1.4. Principais indicadores financeiros

Como principais indicadores financeiros analisados no trabalho, seguiu-se os principais termos usados tanto por Marion (2012) quanto por Damodaran (2012), com o seu resumo na Tabela 1.

Tabela 1 – Principais indicadores financeiros

Métrica	Fórmula	O que indica
Margem Bruta	$\frac{\textit{Lucro Bruto}}{\textit{Receita Líquida}}$	Lucro bruto que a empresa gera, a partir de cada unidade de receita
Margem EBITDA	$\frac{\textit{EBITDA}}{\textit{Receita Líquida}}$	EBITDA que a empresa gera, a partir de cada unidade de receita
Margem Líquida	$\frac{\textit{Lucro Líquido}}{\textit{Receita Líquida}}$	Lucro líquido gerado, a partir de cada unidade de receita

Conversão de Caixa	$\frac{\text{Fluxo de caixa operacional}}{\text{EBITDA}}$	Porcentagem do EBITDA que é efetivamente convertida em caixa operacional
ROE	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Retorno gerado por cada unidade investida pelos acionistas
ROIC	$\frac{\text{EBIT} * (1 - \text{imposto})}{\text{Dívida Líquida} + \text{Patrimônio Líquido}}$	Retorno gerado por cada unidade investida pelos acionistas e credores
Dívida Líquida / EBITDA	$\frac{\text{Dívida Bruta} - \text{Caixa e equivalentes}}{\text{EBITDA}}$	Tamanho da dívida líquida em relação ao EBITDA

Fonte: Elaboração própria

2.2.2. Valor Presente Líquido

O Valor Presente Líquido, é um conceito importante da engenharia econômica, usado para avaliar e comparar diferentes investimentos, com diferentes fluxos de caixa em diferentes períodos. De maneira sucinta, o VPL é calculado descontando todos os fluxos da caixa futuros gerados por um investimento para o valor presente, isto é, para o momento atual, partindo de uma taxa de desconto, que no geral costuma refletir o custo de capital da empresa ou investidor, ou somente a taxa de retorno exigida pelo responsável da decisão de investimento.

A ideia principal do VPL é a do valor do dinheiro no tempo, ou seja, o conceito de que um real vale mais agora do que um real no futuro, dado o potencial de ganho através de algum investimento. Ilustrando-se o conceito, tem-se o seguinte exemplo: R\$100 hoje, podendo ser investidos em algum título do tesouro, com números ilustrativos, pode vir a valer R\$110 em um ano; isto é, tem-se a possibilidade de lucrar R\$10 hoje, enquanto se os R\$100 fossem recebidos somente em um ano, essa possibilidade de ganho incremental, seria inexistente.

Em termos práticos, o VPL de um projeto é o valor atual das entradas e saídas de caixa, ajustados pelo seu valor no tempo (REBELATTO, 2004). Ademais, tem-se as noções de que, caso o VPL de um projeto seja positivo, ele fornecerá um retorno acima da taxa de desconto; se for negativo, um retorno abaixo da taxa de desconto; se for zero, o investimento será indiferente. No caso de dois projetos semelhantes com VPL positivo, costuma-se optar pelo VPL de maior valor, uma vez que isso indica um retorno maior sobre a taxa de desconto.

Sendo assim, a fórmula usada é a seguinte:

$$ii) \quad VPL = \sum_{j=1}^n \frac{FC_j}{(1+i)^j} - FC_0$$

Sendo:

n: período de desconto;

i: taxa de desconto;

j: período j

FC₀: valor do fluxo de caixa no momento inicial;

FC_j: valor do fluxo de caixa no momento no período j

2.2.3. Taxa Mínima de Atratividade

Tendo em vista o valor do dinheiro no tempo, e a importância de descontar os fluxos de caixa para fazer o ajuste temporal, é imprescindível ter clareza sobre a qual taxa deve-se descontar esses fluxos. Com isso, faz-se sentido pensar na ideia de uma Taxa Mínima de Atratividade, que representa o retorno mínimo que o investimento deve trazer, para que seja justificável do ponto de vista financeiro do investidor.

Os autores Brealey, Myers e Allen (2016) definem o conceito de custo de capital a partir da afirmação de que nenhuma empresa tem capital ilimitado. Sendo assim, elas necessitam fazer ponderações sobre quais projetos vão lhe trazer os retornos mais atrativos ajustados pelo risco e pelo seu custo de oportunidade. Portanto, o custo de capital é justamente a TMA da empresa, ou seja, o retorno mínimo que ela deve exigir, para que o investimento faça sentido econômico.

Com isso, Ross, Westerfield e Jaffe (2000) definiram o conceito de Custo Médio Ponderado de Capital, ou *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Nele, os autores ponderam que uma empresa que financia sua operação tanto com terceiros quanto com seus acionistas, deve ter um custo de capital ponderado de acordo com as TMAs dos credores e dos acionistas. Sendo assim, eles baseiam-se na seguinte fórmula:

$$iii) \quad WACC = \frac{Equity}{(Equity+Dívida)} * Ke + \frac{Dívida}{(Equity+Dívida)} * Kd * (1 - T)$$

Sendo:

Equity: capital dos acionistas;

Dívida: capital de terceiros;

Ke: custo de capital dos acionistas;

Kd: custo de capital de terceiros;

T: Alíquota de imposto

2.2.4. Custo de Capital para os Acionistas

O custo de capital para os acionistas, ou *cost of equity*, é uma variável de extrema importância no cálculo do valor justo de uma empresa, existindo inúmeras metodologias para determiná-lo. Uma das mais utilizadas é o Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM), que fornece uma estimativa concreta do retorno esperado por investidores ajustados pelo risco da empresa (DAMODARAN, 2012).

A fórmula usada é a seguinte:

$$iv) \quad Ke = Rf + \beta_{lev} \times (Rm - Rf)$$

Sendo:

Ke: custo de capital dos acionistas;

Rf: taxa de retorno livre de risco, que representa o retorno esperado de um investimento livre de risco, como títulos do governo;

β_{lev} : coeficiente beta alavancado do ativo, que mede a sensibilidade do retorno do ativo em relação ao retorno do mercado, ajustado pela alavancagem respectiva;

Rm: retorno esperado do mercado como um todo.

Para chegar no *β_{lev}* , usa-se a seguinte fórmula:

$$v) \quad \beta_{lev} = \beta_{unlev} * (1 + (1 - T) * \frac{Debt}{Equity})$$

Sendo:

β_{unlev} : coeficiente beta alavancado do ativo, que mede a sensibilidade do retorno do ativo em relação ao retorno do mercado, sem nenhum ajuste para alavancagem;

T: Alíquota de imposto

Equity: capital dos acionistas;

Dívida: capital de terceiros.

2.2.5. Taxa Interna de Retorno

Outro conceito fundamental que na avaliação de oportunidades de investimento é a Taxa de Retorno Interna (TIR) ou *Internal Rate of Return* (IRR). A IRR representa a taxa de desconto que iguala o VPL de todos os fluxos de caixa futuros do investimento a zero. Ou seja, é a taxa de retorno esperada por um determinado investimento, de acordo com seus fluxos de caixa, e no caso de as projeções estarem corretas (ROSS, WESTERFIELD, JAFFE, 2013). Assim, um projeto é geralmente considerado atrativo se sua IRR exceder o custo de capital exigido pelos investidores. De forma análoga, se a IRR é menor do que o custo de capital, o investimento provavelmente não será considerado financeiramente atrativo para a companhia ou para o investidor. Percebe-se também como a IRR vai ser uma resultante do investimento, isto é, vai ser o retorno gerado dados os fluxos de caixa; enquanto a TMA é uma variável imposta desde o início, não correlacionada com a performance do investimento.

A fórmula para a obtenção da IRR é a seguinte:

$$vi) \quad FCO = \sum_{j=1}^n \frac{FC_j}{(1+IRR)^j}$$

2.2.6. Fluxo de caixa descontado

O Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é uma técnica de avaliação de investimentos ou *valuation* utilizada para estimar o valor presente de um determinado ativo. Segundo Damodaran (2012), nesse método, parte-se do princípio de que o valor atual de uma empresa é a soma de todos os seus fluxos de caixa ajustados no tempo, ou seja, é o VPL dos fluxos de caixa da empresa. Para isso, é necessário ter um amplo conhecimento da companhia, para poder embasar todas as projeções de fluxo de caixa, assim como identificar uma taxa de desconto adequada para o ativo em questão.

Existem duas ópticas, exploradas subsequentemente, para fazer o *valuation* de um determinado ativo via um DCF. O primeiro deles é o Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCLF) na qual analisa-se o fluxo de caixa do ponto de vista de todos os *stakeholders*, ou seja, tanto dos credores quanto dos acionistas, chegando-se, portanto, no valor do *Enterprise Value* (EV). O segundo deles é o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCLA), na qual analisa-se os fluxos de caixa somente do ponto de vista dos acionistas, com a soma resultando no *Equity Value*. Por mais que sejam visões diferentes, o valor da companhia deve ser o mesmo tanto do ponto de vista do FCLA como do FCLF (Damodaran, 2012). Sendo assim, tem-se duas fórmulas essenciais:

$$\text{vii)} \quad \textit{Enterprise value} = \textit{Equity Value} + \textit{Dívida Bruta} - \textit{Caixa}$$

$$\text{viii)} \quad \textit{FCLA} = \textit{FCLF} - (\textit{Resultado financeiro} * (1 - \textit{taxa de imposto})) + \\ \textit{Dívidas Contraídas} - \textit{Dívidas Pagas}$$

Ademais, reconhecendo que não é possível projetar com um alto grau de assertividade o fluxo de caixa das companhias depois de muitos anos, e que uma determinada empresa não vai simplesmente deixar de existir, tem-se o conceito da perpetuidade. A perpetuidade é uma aproximação da soma dos fluxos de caixa da companhia no longo prazo, isto é, a soma de todos os fluxos de caixa depois do período em que se projetou ano a ano a geração de caixa da companhia. Tal conceito é válido tanto para o FCLF quanto para o FCLA, com a diferença sendo a taxa de desconto aplicada. Enquanto no FCLF usa-se o WACC, no FCLA usa-se o K_e . A fórmula para o cálculo da perpetuidade é a seguinte:

$$\text{ix)} \quad \textit{Valor terminal} = \frac{(1+g)*\textit{Fluxo de caixa}_n}{(TD-g)}$$

Sendo:

g: o crescimento terminal estimado

TD: taxa de desconto usada para o valor da perpetuidade

n: ano para o qual a perpetuidade é trazida para valor presente

2.2.6.1. FCLF

O FCLF representa o fluxo de caixa que a empresa gera após contabilizar todas as despesas operacionais, impostos e investimentos necessários para manter e expandir seus ativos atuais, mas antes de qualquer resultado financeiro e pagamento ou contração de dívidas. Assim, percebe-se como trata-se do fluxo de caixa disponível tanto para os credores quanto para os acionistas da empresa (DAMODARAN, 2012).

O FCLF costuma ser escolhido, em vez do FCLA, quando: (i) Estrutura de capital complexa ou varável, ou seja, quando a proporção entre dívida e *equity* da empresa variam muito; (ii) situações de aquisição ou fusão, quando o objetivo é avaliar a empresa como uma única entidade operacional; (iii) acesso limitado às informações para estimar o custo da dívida e os seus pagamentos (DAMODARAN, 2012).

Para ilustrar o FCFF, tem-se a figura abaixo:

Figura 5 – Fluxo de caixa livre para firma

Fluxo de caixa livre para firma
(=) Lucro Operacional
(-) Lucro Operacional x Alíquota de Imposto
(+) Depreciação e Amortização
(+/-) Variação no Capital de Giro
(-) Capex
(=) Fluxo de caixa livre para firma

Fonte: Elaboração própria

Pelo entendimento de que a estrutura de capital das empresas analisadas varia bastante, por terem passado por IPOs e movimentos de expansão recentes, como será retratado, está foi a metodologia de fluxo de caixa descontado utilizada nas suas respectivas avaliações.

2.2.6.2. FCLA

O FCLA representa o fluxo de caixa que a empresa gera após contabilizar todas as despesas operacionais, impostos e investimentos necessários para manter e expandir seus ativos atuais, além de um eventual resultado financeiro e pagamento e contração de dívida. Assim, percebe-se como trata-se do fluxo de caixa disponível somente para os acionistas da empresa, uma vez que os credores já terão recebido todo o fluxo de caixa que lhes é devido (DAMODARAN, 2012).

O FCLA costuma ser escolhido, em vez do FCLF, quando: (i) Estrutura de capital estável e previsível, ou seja, quando a proporção entre dívida e *equity* da empresa não varia muito; (ii) avaliação do patrimônio líquido e compra e venda de ações, uma vez que o investidor estará tornando-se mais um acionista da corporação (DAMODARAN, 2012).

Para ilustrar o FCLA, tem-se a figura abaixo:

Figura 6 – Fluxo de caixa livre para o acionista

Fluxo de caixa livre para o acionista
(=) Lucro Líquido
(+) Depreciação e Amortização
(+/-) Variação no Capital de Giro
(-) Capex
(+) Empréstimos e Financiamentos Contraídos
(-) Empréstimos e Financiamentos Quitados
(=) Fluxo de caixa livre para o acionista

Fonte: Elaboração própria

2.2.7. Avaliação por Múltiplos

Uma outra forma de se fazer um *valuation*, para chegar ao valor justo de um ativo, é por uma avaliação de múltiplos. Esses múltiplos visam demonstrar o quanto está se pagando por uma determinada métrica da companhia avaliada (DAMODARAN, 2012). Esses múltiplos podem tanto olhar para o passado, geralmente com a sigla LTM (*Last Twelve Month*), ou olhando para o futuro de acordo com determinadas projeções, sob a sigla NTM (*Next Twelve Month*).

Pela experiência do Autor, existem três principais múltiplos que os executivos e investidores acabam olhando, e que servem para analisar empresas independentemente do setor:

$$\begin{aligned} \text{x)} \quad \text{EV/ Receita} &= \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Receita Líquida}} \\ \text{xi)} \quad \text{EV/ EBITDA} &= \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} \\ \text{xii)} \quad \text{P/E} &= \frac{\text{Preço por ação}}{\text{Lucro Líquido por ação}} \end{aligned}$$

Além disso, é comum que em haja múltiplos específicos para determinadas indústrias, visando avaliar uma série de ativos. No setor de saúde suplementar, ao avaliar-se hospitais, é comum olhar para o seguinte múltiplo:

$$\text{xiii)} \quad \text{EV/ Leito} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Número total de leitos}}$$

Segundo Damodaran (2012), existem três diferentes análises relacionadas a múltiplos na hora de avaliar o valor de uma empresa:

A primeira delas refere-se aos múltiplos de transações precedentes. Nessa metodologia, estudam-se transações passadas, que sejam semelhantes ao ativo analisado, e pressupõe-se que esses ativos devam ser negociados a múltiplos semelhantes. Para exemplificar, supõe-se um setor no qual há um histórico de mais de 100 transações, cuja mediana é de 5x EV/EBITDA. Com base nessa metodologia, considerando que o ativo avaliado se encontra no mesmo setor, é válido dizer que ele deve valer algo próximo de 5x EV/EBITDA. O problema desse método é que ele requer uma ampla amostra de transações comparáveis, e parte da premissa de que as transações passadas foram avaliadas a um múltiplo coerente.

O segundo método diz respeito ao múltiplo histórico que a empresa negocia. Essa metodologia só faz sentido para empresas listadas, cujos preços variam diariamente e com uma vasta quantidade de números divulgados. Exemplificando, se uma empresa nos últimos anos negociou em bolsa ao redor de 5x EV/EBITDA, caso não haja nenhuma mudança estrutural na companhia e na taxa de desconto, o método defende de que ela deveria continuar negociando a esse múltiplo. Percebe-se como essa metodologia também se baseia na premissa de que nos períodos anteriores a companhia estava sendo avaliada de maneira coerente.

O último método baseia-se em uma análise de empresas comparáveis. Neste caso, monta-se uma lista com empresas listadas em bolsa, cujos múltiplos são atualizados diariamente, e parte-se do pressuposto de que empresas parecidas devem negociar a múltiplos semelhantes. Apesar do ativo analisado não precisar ser listado, é essencial que as empresas comparáveis sejam listadas. A dificuldade deste método está em encontrar um número suficiente de empresas que possam ser ditas comparáveis. Adicionalmente, assim como nos dois últimos métodos, é comum que haja justificativas razoáveis para se pagar um prêmio ou um desconto em relação às transações precedentes, múltiplos históricos e empresas comparáveis; geralmente ligados às expectativas de crescimento e de rentabilidade da empresa Damodaran (2012).

2.3. Fundos de investimento

2.3.1. Estrutura de um fundo de private equity

Fundos de *private equity* possuem certas características importantes de se ter em mente, dado o contexto do trabalho, no qual visa-se escolher uma empresa de saúde listada em bolsa, para ser alvo de um PIPE.

O fundo geralmente é composto por (i) *Limited Partners*, que são os investidores/sócios financeiros do fundo, em outras palavras, cotistas do fundo, geralmente responsáveis pelo aporte financeiro, (ii) *General Partners*, que são os profissionais de investimentos responsáveis pelas decisões do fundo e que são sócios da gestora que administra o fundo. É importante ressaltar que é bastante comum os GPs também comprometerem parte de seu patrimônio no fundo, como uma forma de alinhamento de interesses. (MINARDI, 2008).

Quanto à duração, apesar de variável, geralmente esses fundos têm duração de 10 anos divididos em dois momentos: (i) 5 anos para o período de investimento, ou seja, os GPs têm 5 anos para chamar o capital e fazer os aportes nas investidas; (ii) 5 anos para desinvestimento,

isto é, passados os 5 anos iniciais, os cotistas concordam em permitir 5 anos para que o fundo possa se desfazer de suas posições e realizar o retorno esperado. Na indústria, é comum que no momento de captação, sejam pré-estabelecidas as possibilidades de extensão do fundo, com o aval dos LPs e dos GPs (ABVCAP, 2023).

Fundos de *private equity*, costumam ser remunerados pelos seus LPs com base em duas taxas. A primeira delas é a chamada taxa de administração, que é geralmente cobrada como um percentual do capital comprometido no fundo, durante seu período de investimento e desinvestimento. Em ordem de grandeza, essas taxas giram em torno de 2% ao ano (ABVCAP, 2023). A segunda taxa, de onde espera-se que venham os principais ganhos, é a taxa de performance. Essa taxa de performance é aplicada sobre o montante do capital investido que supera o *hurdle rate*, ou seja, ela será aplicada sobre o retorno que supera a taxa mínima de retorno esperada pelos cotistas do fundo. Ainda, em alguns casos, é comum que haja uma cláusula de *catch-up*, que consiste em um mecanismo que garante que, após atingir a TMA, o GP seja remunerado até que chegue à proporção pré-estabelecida da taxa de performance, atuando como uma espécie de proteção para os profissionais de investimento. Geralmente as taxas de performance costumam ser ao redor de 20% (ABVCAP, 2023).

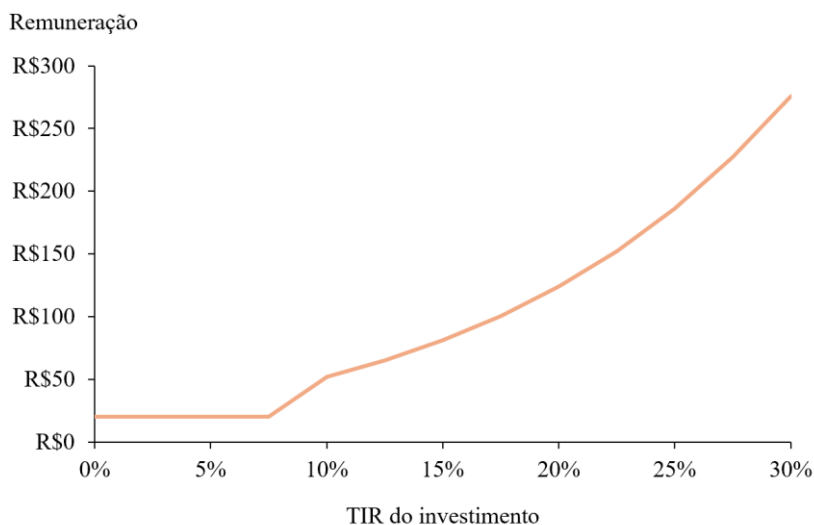
Abaixo um exemplo de remuneração tanto para os LPs, como para os GPs, contabilizando o mecanismo de *catch-up*.

Tabela 2 – Premissas para exercício de remuneração de GPs e LPs

Premissas		
Taxa de performance		20%
Taxa de administração		2%
<i>Hurdle rate</i>		8%
Capital Comprometido	R\$	100

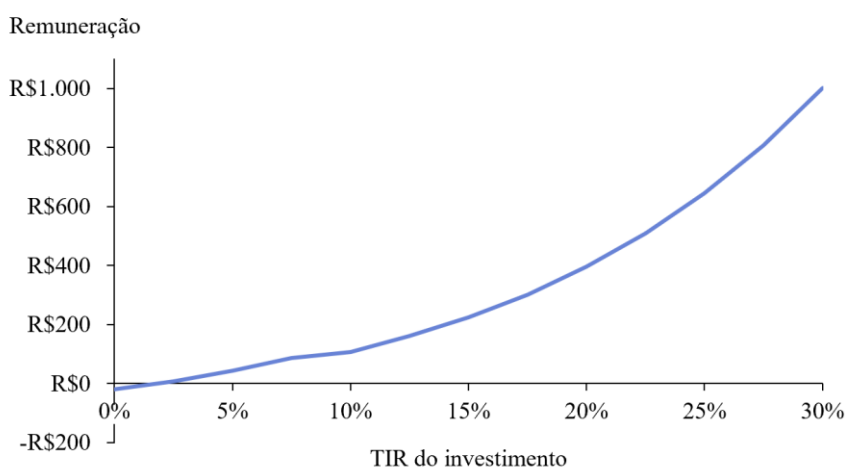
Fonte: Elaboração própria

Figura 7 – Remuneração dos *General Partners*



Fonte: Elaboração própria

Figura 8 – Remuneração dos *Limited Partners*



Fonte: Elaboração própria

Segundo Gompers (2015), os fundos ao aprovar um investimento têm e expectativa de atingir um retorno de 2,85 vezes o capital investido, correspondendo a uma TIR de 23% em 5 anos. Portanto, considerando as variações ajustadas pelo risco de cada investimento, é possível fazer uma generalização de que fundos de *private equity* visam subscrever retornos brutos entre 20% e 25% em 5 anos, ou, de outra forma, triplicar o capital investido nesse período.

2.3.2. Funcionamento de um fundo de private equity

Entendida a estrutura de um fundo de *private equity*, é importante entender como ele funciona operacionalmente, no dia-dia, e como é o processo de investimento elaborado pelos profissionais de investimento. No geral, existem 5 principais etapas: (i) *Sourcing*; (ii) Análise de oportunidades; (iii) *Non-Binding Offer* (IV) *Due Dilligence* (V) *Value Creation*; (VI) Desinvestimento. Como o Autor trabalha em um fundo de *private equity*, sua experiência foi usada para fundamentar as explicações.

Na primeira etapa, a de *sourcing*, existe um processo bilateral, no qual empresas buscam possíveis sócios financeiros, enquanto os profissionais de investimento buscam empresas que queiram algum aporte de capital. Sendo assim, oportunidades chegam por inúmeras vias, sendo as principais: relacionamentos dos profissionais do fundo, assessores financeiros e *cold calls*.

Uma vez avistada uma oportunidade que parece interessante, no qual há o interesse inicial tanto dos investidores de investirem na empresa, quanto da empresa de receber um novo sócio e um aporte de capital, inicia-se uma etapa de análise preliminar da oportunidade. É comum que a empresa exija a assinatura de um documento de *Non-Disclosure Agreement* (NDA), para compartilhar informações com os possíveis investidores. Nessa etapa, os profissionais do fundo analisam as informações fornecidas, estudando tanto o setor como a empresa, assim como a conclusão de um *valuation* inicial.

Depois que as análises preliminares são concluídas, caso ainda haja o interesse de seguir em frente, a gestora oferece um *term-sheet* com uma NBO, evidenciando os principais termos da transação, como tamanho do aporte, *valuation* e outras exigências. Nessa etapa, ocorrem as principais negociações quanto ao preço e às exigências que a companhia considera razoáveis.

Assim que a NBO é aceita, inicia-se a etapa de *due-dilligence*, na qual haverá um aprofundamento de todas as análises preliminares, com a companhia fornecendo informações ainda mais sensíveis. É comum que os fundos exijam acordos de exclusividade para garantir que seus esforços e recursos não serão em vão, no caso de algum outro possível competidor entrar na disputa da transação. É comum que sejam feitas diligências legais, para checar quão legítimas e livre de processos jurídicos está a operação da empresa; diligência tecnológica, para entender a confiabilidade e potencial das tecnologias oferecidas e usadas pela empresa; diligência comercial, para entender a visão dos consumidores em relação aos produtos e serviços oferecidos; diligência cultural para checar quão saudável é o ambiente de trabalho, dentre outras.

Finalizada a diligência, o acordo de investimento é assinado, e o fundo, após tornar-se sócio da empresa, inicia a etapa de *value creation*, na qual tenta alavancar a empresa investida, com base em suas experiências prévias, análises e ecossistema de investidas e investidores. Por meio dessa etapa, os fundos visam maximizar o valor aos seus investidores, ao tornarem possíveis ações que sem o aporte financeiro, ou sem o conhecimento dos profissionais de investimento, a companhia não conseguiria tomar.

Por último, próximo da expiração do fundo, os investidores começam a buscar intensivamente opções de desinvestimento para sua participação na empresa. Dentre essas opções, existem três mais comuns: (i) IPO, isto é, listar a empresa na bolsa e desinvestir via uma oferta secundária; (ii) vender para um estratégico, isto é, alguma outra empresa que enxergue sinergias ou tenha algum outro interesse na empresa investida; (iii) venda para um financeiro, isto é, venda da participação para algum outro fundo que tenha interesse em tornar-se sócio da empresa investida. Mesmo antes de investir, é fundamental que os profissionais de investimento já tenham alternativas de desinvestimento mapeadas, pois, caso contrário, podem não conseguir realizar os lucros esperados e frustrar seus LPs.

2.3.3. PIPE

O Investimento Privado em Capital Público (PIPE) é uma modalidade financeira na qual investidores privados compram valores mobiliários de empresas de capital aberto em um ambiente privado, ao invés de através de uma oferta pública na bolsa de valores, como é feito convencionalmente por investidores de *Public Equities* (PINEDO; TANENBAUM, 2006). Geralmente envolve a venda de ações ordinárias, debêntures conversíveis ou ações preferenciais a um preço inferior ao valor de mercado atual, apesar de nada impedir um prêmio.

As transações PIPE representam uma forma alternativa de financiamento para as empresas públicas, permitindo-lhes levantar capital de forma mais rápida e com menos burocracia regulatória do que as ofertas públicas tradicionais, ou seja, em vez de ter que contratar bancos assessores, e fazer todo o procedimento burocrático de um *follow-on*, pode-se fazer uma transação privada com uma maior agilidade. Ademais, representam também uma alternativa para os investidores de mercado privado, que passam a poder acessar empresas de bolsa, mas com condições diferenciadas de quando se compra uma ação diretamente na bolsa ou através de um *follow-on*.

Ressalta-se que os principais participantes nas transações PIPE são frequentemente investidores privados certificados, como fundos de *private equity*, fundos de *hedge* e outros investidores institucionais.

3. Metodologia

Visando responder as duas questões alvo do trabalho, estabeleceu-se uma metodologia baseada em quatro principais pilares que juntos se complementam e tornam possível uma resposta bem fundamentada. O passo número um foi de coletar os dados e entender a visão geral do setor de saúde. Com base em relatórios e artigos, primeiro diferenciou-se o meio privado do meio público, entendendo as responsabilidades de cada lado, e os principais números, tais como gasto total, principais *stakeholders*, e as expectativas para o setor de saúde. Dado que o trabalho visa identificar um alvo para um investimento, foi fundamental distinguir as entidades privadas, com fins lucrativos, das demais, além de entender as potenciais alavancas de crescimento e necessidades e expectativas dos clientes finais. Ademais, uma vez descoberto que o setor é bastante regulado, buscou-se entender a fundo os principais órgãos reguladores, suas funções, seus meios de ação e os principais requerimentos exigidos dos participantes no segmento da saúde suplementar.

Depois de, por meio de artigos, notícias, bases de dado e relatórios, ter clara a situação da saúde no Brasil, com seus principais números, distribuições e tendências, buscou-se uma abordagem mais prática por meio de entrevistas com pessoas com experiência no setor. Avaliou-se que existe um conhecimento muito rico, e muito difícil de ser obtido via pesquisas na internet, que vêm com anos de experiência na indústria; podendo ser passado por meio de conversas. Com isso, foram feitas conversas com pessoas que estão inseridas em diferentes elos da cadeia, para se ter uma visão completa do setor, entendendo aspectos que muitas vezes não são escritos.

Em seguida, somando os dados teóricos obtidos por meio das pesquisas, com os aprendizados práticos das entrevistas, aplicou-se os escopos desenvolvidos por Michael Porter, e por Bruce Greenwald e Judd Kahn, para tentar quantificar as principais forças competitivas no setor, e iniciar o trabalho de afinilamento para a escolha de um alvo. Apesar de ser um julgamento qualitativo, no qual não há um número certo ou errado, os fatos descobertos na descrição do setor foram usados de forma a fundamentar melhor as respostas, e chegar em classificações passíveis de serem defendidas. Tal aplicação foi feita tanto para os grupos

hospitalares quanto para as operadoras de planos de saúde, por serem os principais segmentos alvos do estudo, e por apresentarem diferenças significativas nos seus modelos de negócio.

Depois, tendo em vista que o objetivo é a seleção de uma empresa para um PIPE, e que, portanto, deve ser uma empresa listada em bolsa, filtrou-se as empresas com ações listadas na B3 e que estão imersas no setor de saúde suplementar brasileiro. Assim, para cada uma, estudou-se o seu histórico, buscando compreender a estratégia por detrás, e o impacto tanto no crescimento quanto na rentabilidade de cada uma dessas companhias. Tendo mapeado o histórico, a disposição geográfica, a estratégia da empresa e a sua performance financeira, somado com as descobertas das etapas anteriores, comparou-se as empresas tanto de forma qualitativa, baseando-se na análise de força competitiva, como também de forma quantitativa, com foco no crescimento e na rentabilidade de cada uma, assim como o enquadramento das companhias para um investidor de *private equity*. Com isso, estabelecendo pesos para cada um dos critérios abordados, chegou-se, em um primeiro momento, no alvo escolhido.

Dessa forma, com o alvo definido, utilizando as metodologias de fluxo de caixa descontado e de múltiplos, somados às projeções de mercado, estimou-se o perfil de retorno sobre o capital investido do potencial alvo. No caso desse retorno não ser superior ao retorno exigido por um fundo de *private equity*, o segundo alvo estabelecido no ranking anterior será escolhido, e terá o seu perfil de retorno medido. Caso ele também não seja suficiente, o procedimento será repetido sucessivamente, até que se encontre uma empresa com uma expectativa de retorno interessante; e, no caso de não ser possível, a recomendação provavelmente será de que o setor de saúde suplementar atualmente não é um segmento atrativo para a realização de um PIPE.

4. Setor de Saúde

4.1. Cadeia de saúde suplementar

A cadeia de saúde no Brasil é bastante complexa e envolve inúmeras entidades com formas distintas de atuação. No entanto, no recorte que este trabalho faz, isto é, com o foco na cadeia da saúde suplementar, existem duas principais entidades que concentram a maior parte do trâmite financeiro e de pacientes ou beneficiários, sendo elas:

1. Operadoras de planos de saúde:

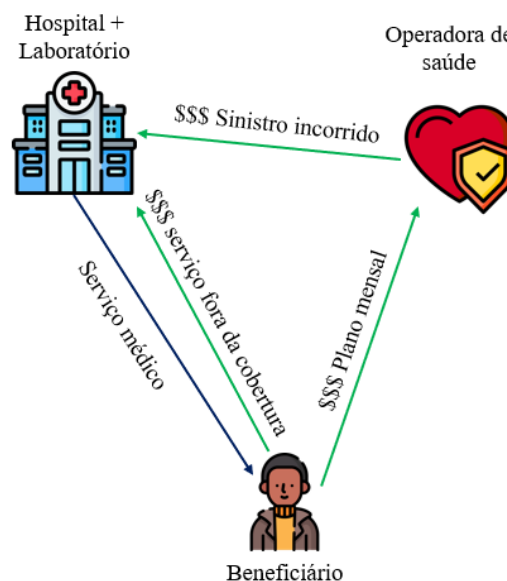
As operadoras de saúde são entidades que oferecem planos de saúde para indivíduos ou grupos, cobrindo uma variedade de serviços médicos e hospitalares. De certa forma, elas atuam como intermediárias entre os consumidores e os prestadores de serviços de saúde, financiando ou reembolsando os custos de tratamentos médicos conforme os termos estabelecidos nas apólices. Resumidamente, os beneficiários, pagam um valor mensal para que a seguradora cubra ou reembolse custos relacionados à prestação de serviços de saúde. Os planos oferecidos pelas seguradoras podem variar significativamente em termos de cobertura, prêmios, franquias e coparticipações, como será explorado nos itens posteriores. Além disso, cada plano garantirá acesso a uma rede de atendimento específica, garantindo desde consultas básicas até procedimentos complexos, dependendo da cobertura contratada.

2. Hospitais:

Hospitais, instituições amplamente conhecidas pela população, oferecem serviços de diagnóstico, tratamento, internação e emergência. Eles variam em tamanho, especialização e capacidade, proporcionando desde cuidados primários até serviços médicos altamente especializados. Existem tanto hospitais públicos quanto privados, ou seja, que são coordenados por instituições privadas e que costumam ter fins lucrativos. Por mais que possam ser inacessíveis para boa parte da população, os privados desempenham um papel crucial no atendimento à saúde, complementando os serviços disponíveis no sistema público, ajudando a migrar um determinado fluxo que antes seria endereçado por um hospital público. Hospitais privados visam atrair tanto consumidores pessoa-física, como credenciar planos de saúde, para que, indiretamente, aumente o fluxo de pessoas.

Sendo assim, considerando somente a saúde suplementar, como será explorado mais a frente, costuma-se ter o fluxo financeiro representado na Figura 9.

Figura 9 – Fluxo financeiro saúde suplementar



Fonte: Elaboração própria

4.2. Visão Geral da Indústria

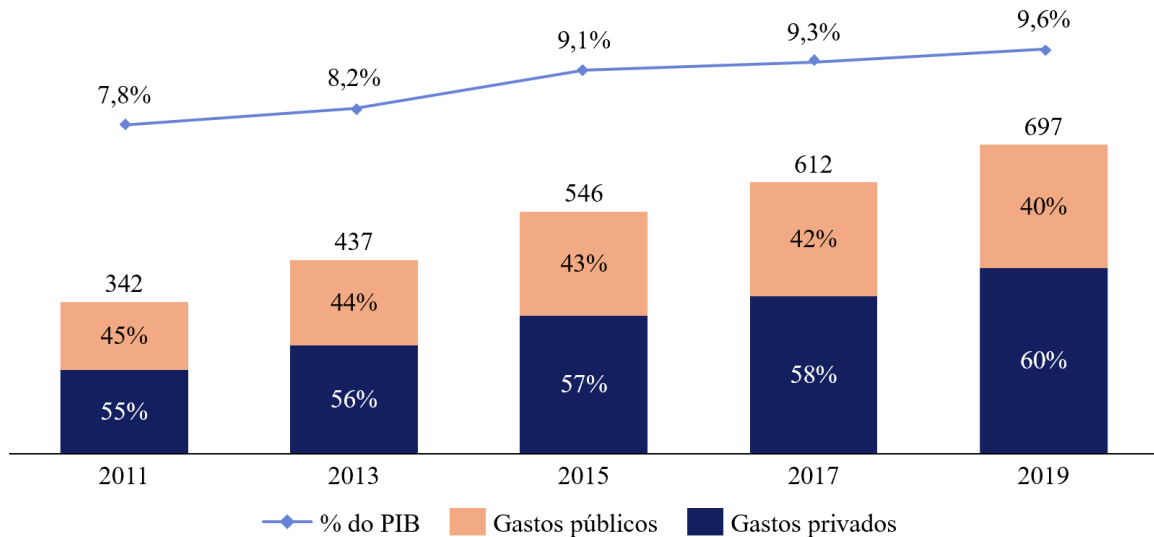
O Brasil oferece, por meio do Sistema Único de Saúde (SUS), um sistema de saúde universal, ou seja, há o acesso integral, universal e gratuito à saúde para toda a população brasileira, independente da renda, condição social ou emprego; com o sistema público de saúde sendo um direito garantido pela constituição (BRASIL, 1988). Tal direito, como será abordado no decorrer do trabalho, cria uma série de particularidades que acabam por impactar o acesso à saúde dos brasileiros, e das empresas que compõem o sistema privado de saúde.

Com uma população de aproximadamente 203 milhões de habitantes, o mercado de saúde no Brasil é extremamente relevante, tanto para o lado público quanto para o privado. Em 2019, os gastos com saúde privada corresponderam por 5,8% do PIB e os gastos com saúde pública 3,8% (ANS, 2020). Ou seja, somente o setor de saúde, correspondeu por 9,6% do PIB, o equivalente a R\$ 697 bilhões de reais em um único ano. Com o surgimento de novas tecnologias e o envelhecimento da população, como será explorado, os gastos no setor devem se tornar ainda mais relevante, evidenciando a importância de se compreender as principais dinâmicas da indústria.

4.2.1. Gastos com saúde

O mercado de saúde no geral é extremamente relevante e não apresenta indícios de desaceleração. Como vê-se na Figura 10, entre 2011-2019, o mercado cresceu com uma taxa de crescimento anualizado de 9,3%, com o setor privado sendo responsável por 60% dos R\$697 bilhões gastos em 2019.

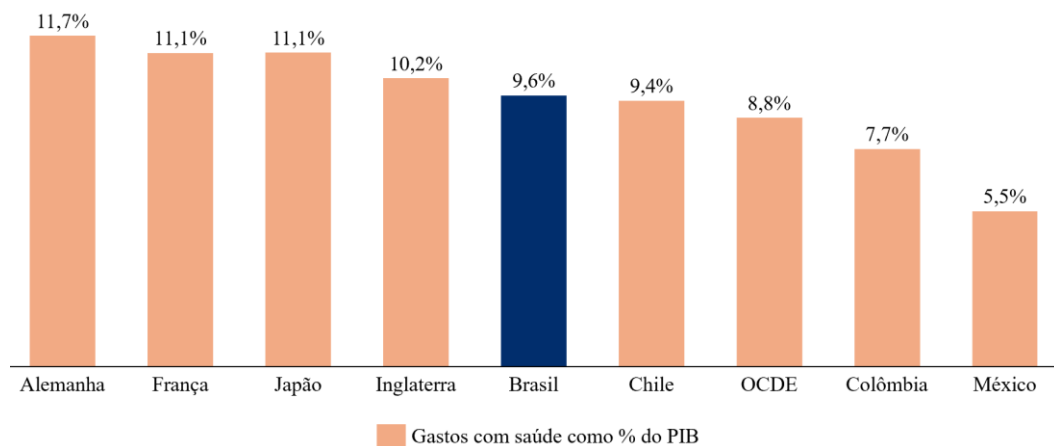
Figura 10 – Gastos com saúde no Brasil, em R\$ bilhões e como % do PIB



Fonte: IBGE; Elaboração própria

Quando comparado globalmente, percebe-se que os gastos com saúde no Brasil, como retratado na Figura 11, equiparam-se com os níveis gastos em países desenvolvidos.

Figura 11 – Gastos com saúde como % do PIB, 2019



Fonte: IBGE, OECD e OMS; Elaboração própria

No entanto, o que chama a atenção é o desequilíbrio entre o gasto público e o privado. Enquanto por volta de 40% do gasto é direcionado ao sistema público, uma pesquisa do IBGE aponta que 71% dos brasileiros têm o SUS como seu principal provedor de saúde. Na mesma linha, de acordo com dados da ANS, somente 25% da população têm acesso aos planos de saúde, reforçando o fato de que por mais que a maior parte dos gastos sejam para o setor privado, apenas um quarto da população acaba colhendo os benefícios.

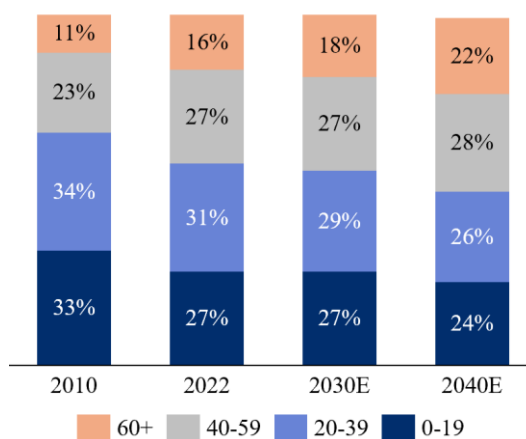
Com isso, o sistema de saúde público acaba ficando sobrecarregado, evidenciado pela insatisfação da população brasileira com o sistema atual. De acordo com pesquisa da Datafolha (2013), 93% dos entrevistados consideram os serviços públicos e privados de saúde no Brasil são péssimos, ruins ou regulares e 87% consideram que os serviços prestados pelo SUS são péssimos, ruins ou regulares. Não obstante, outra pesquisa do Datafolha (2021), ter um plano de saúde é o terceiro bem mais desejado do brasileiro, logo depois dos itens educação e casa própria. Adicionalmente, 94% da população que não tem um seguro de saúde, admite que gostaria de ter um, Datafolha (2023).

Esses fatos deixam nítido como: i) o sistema de saúde público está sobrecarregado; ii) como o brasileiro tem um forte desejo de fazer parte do sistema privado, mas acaba tendo dificuldades em acessá-lo.

4.2.2. Envelhecimento da população

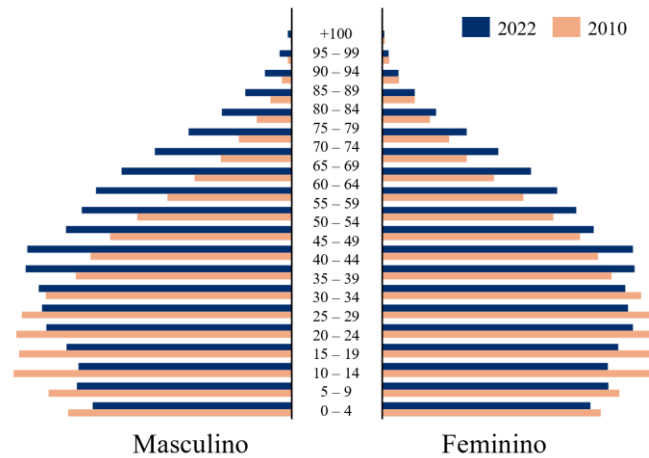
Outro ponto relevante e que deve agravar a situação do sistema de saúde brasileiro é o envelhecimento da população, como vê-se na Figura 12 e na Figura 13:

Figura 12 – Histórico e projeção da % da população por faixa etária



Fonte: IBGE; Elaboração própria

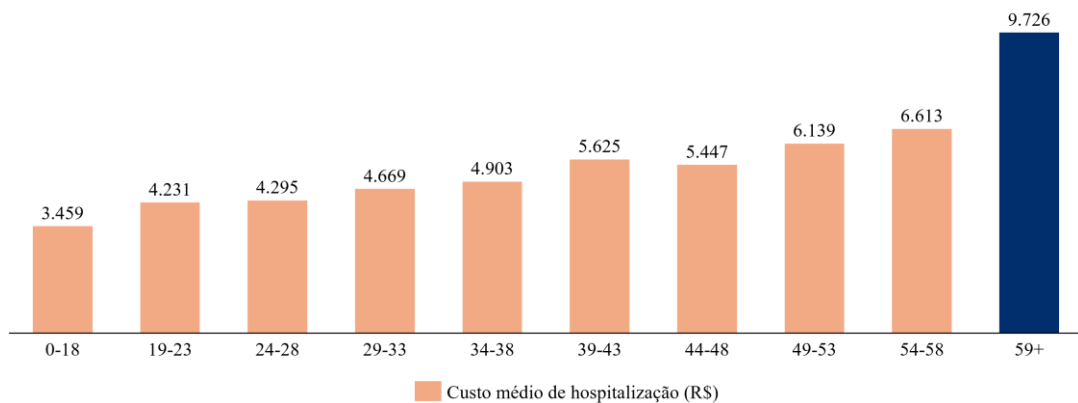
Figura 13 – Pirâmide etária brasileira, separado entre sexo masculino e feminino



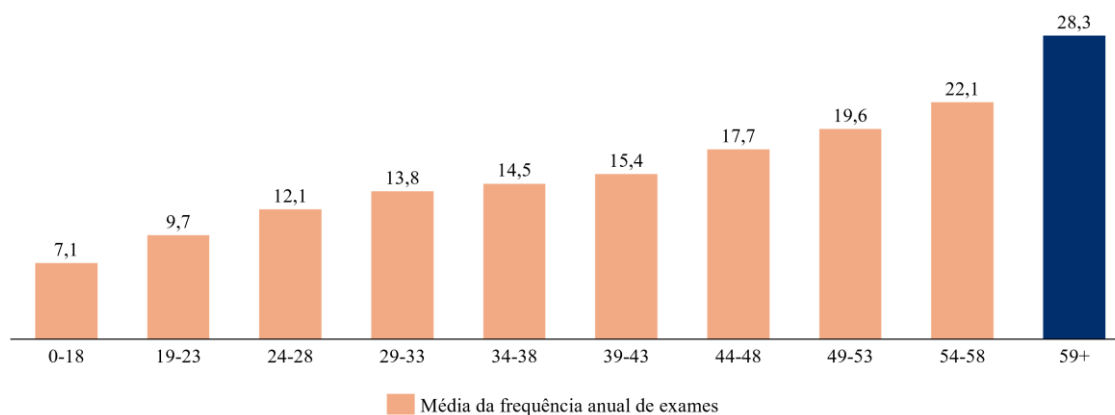
Fonte: IBGE; Elaboração própria

É nítida a tendência de envelhecimento da população, com a base da pirâmide etária começando a se inverter. Além de toda a perda de produtividade pela qual o país deve passar, dado que a proporção de aposentados aumentará, os gastos que pessoas mais velhas requerem com saúde é significativamente mais alto, como percebe-se na Figura 14 e Figura 15. Isso deve sobrecarregar mais ainda o sistema de saúde público, aumentando a importância de um sistema privado que aguarde essa demanda crescente. Com isso, torna-se mais importante ainda identificar os modelos de negócio que devem resistir e se sobressair ao longo dessa tendência de envelhecimento e de sobrecarga do sistema público.

Figura 14 – Custo médio de hospitalização, em R\$



Fonte: ANS; Elaboração própria

Figura 15 – Média da frequência de exames anuais

Fonte: ANS; Elaboração própria

4.2.3. Sistema Único de Saúde

O Sistema Único de Saúde (SUS) é o sistema público de saúde do Brasil, estabelecido pela Constituição Federal de 1988 (BRASIL, 1988). Ele foi criado com o objetivo de garantir acesso universal, integral e gratuito à saúde para toda a população brasileira, independentemente de sua condição social ou financeira. O SUS baseia-se nos seguintes princípios fundamentais:

1. Universalidade, que garante saúde como um direito de todos os cidadãos brasileiros e estrangeiros que residam no país, sem qualquer tipo de discriminação ou cobrança (BRASIL, 1988).
2. A integralidade, que oferece todo tipo de atendimento: preventivo, curativo, reabilitador e paliativo, abrangendo desde ações básicas de saúde até serviços de alta complexidade (BRASIL, 1990).
3. A equidade, que busca reduzir desigualdades, garantindo que cada pessoa receba atenção conforme suas necessidades, sem privilégios ou preconceitos (BRASIL, 1990).
4. A descentralização, que se refere à gestão do sistema, que é compartilhada entre a União, os estados, o Distrito Federal e os municípios, promovendo ações integradas e descentralizadas (BRASIL, 1990).

Assim sendo, pode-se dizer que o SUS serve para promover a saúde preventiva, oferecer tratamentos médicos, realizar campanhas de vacinação, fornecer serviços de emergência, e monitorar problemas de saúde pública, entre outras funções. Além disso, ele está sob supervisão

direta no Ministério da Saúde, que visa alinhar as ações do SUS com as estratégias do Governo para melhorar o sistema de saúde brasileiro. (MINISTÉRIO DA SAÚDE, 2024).

4.3. Órgãos reguladores do sistema de saúde

4.3.1. Ministério da saúde

O Ministério da Saúde é a principal entidade governamental no Brasil responsável por estabelecer e executar políticas públicas de saúde. Sua missão é promover a saúde e o bem-estar da população brasileira, garantindo acesso universal e igualitário aos serviços de saúde. O Ministério é encarregado de coordenar o SUS, como já enunciado. Ele também é responsável por formular diretrizes, normas e padrões para melhorar a qualidade do atendimento de saúde no país. Adicionalmente, o Ministério da Saúde financia programas e iniciativas de saúde em todo o território nacional, supervisiona a distribuição de recursos para as diversas regiões e realiza campanhas de conscientização pública sobre questões de saúde.

O órgão trabalha em colaboração com estados e municípios para assegurar a implementação efetiva das políticas de saúde, além de realizar pesquisas e coletar dados para orientar suas ações. O Ministério da Saúde também regula produtos e serviços que afetam a saúde pública, incluindo medicamentos, alimentos e dispositivos médicos. A atual ministra da Saúde, que foi escolhida pelo presidente Lula, Nísia Trindade, é a responsável por coordenar o Ministério da Saúde. (MINISTÉRIO DA SAÚDE, 2024).

4.3.2. Agência Nacional de Vigilância Sanitária

A ANVISA é uma agência reguladora autônoma, vinculada ao Ministério da Saúde, criada para proteger a saúde da população brasileira através do controle sanitário de produtos e serviços, incluindo alimentos, medicamentos, cosméticos, produtos médicos e ambientes, como hospitais e clínicas. Ela atua na regulamentação, inspeção e aprovação de produtos e serviços, garantindo que atendam aos padrões de segurança e eficácia estabelecidos. Ademais, também é responsável por estabelecer regulamentos técnicos e padrões de qualidade, promovendo boas práticas de fabricação e monitoramento de produtos após sua entrada no mercado.

Com isso, é nítido como a agência desempenha um papel crucial na resposta a emergências de saúde, como surtos de doenças e pandemias, coordenando ações e

regulamentações para prevenir e controlar riscos à saúde pública. A ANVISA trabalha em estreita colaboração com organizações internacionais de saúde para alinhar suas práticas e padrões aos melhores procedimentos globais. O atual diretor-presidente da ANVISA, Antônio Barra Torres, lidera a organização, guiando suas políticas e decisões regulatórias. (ANVISA, 2024).

4.3.3. Agência Nacional de Saúde Suplementar

A ANS, a entidade com maior impacto nos elos focos deste trabalho, é a agência reguladora dedicada à supervisão e regulação do setor de saúde suplementar no Brasil, especialmente no que diz respeito às operadoras de planos de saúde. Sua principal função é garantir a qualidade e a acessibilidade dos serviços de saúde oferecidos no setor privado, protegendo os interesses dos consumidores e assegurando a sustentabilidade financeira do setor. Para isso, ela estabelece normas e regulamentos para as operadoras de planos de saúde, incluindo padrões para cobertura, reajustes anuais, atendimento ao cliente e transparência financeira.

Além de regular os planos de saúde, uma parte importante do trabalho da ANS diz respeito ao monitoramento do desempenho das operadoras, aplicando sanções quando necessário e promovendo a mediação de conflitos entre consumidores e prestadores de serviços. Dada a dinâmica existente no setor de planos de saúde, nos quais as operadoras recebem o dinheiro das apólices, para somente no futuro terem que desembolsar dinheiro por um sinistro significativo, é muito importante que haja essa transparência.

O atual diretor-presidente da ANS, Paulo Roberto Vanderlei Rebello Filho, é responsável por liderar a agência e implementar suas políticas e diretrizes. (ANS, 2024)

4.4. Mercado de Planos de saúde

4.4.1. Funcionamento de um plano de saúde

Um plano de saúde é um serviço de assistência médica privada, fornecido por operadoras de planos de saúde, que permite o acesso a certos serviços relacionados à saúde. O beneficiário, ou seja, quem contrata o plano, paga um prêmio mensal, para ter acesso a uma rede credenciada. Por meio dessa rede credenciada, quando houver algum motivo justificável,

o beneficiário incorre a um sinistro, tendo acesso ao serviço médico por um desconto ou inteiramente coberto pela seguradora.

Assim, para o beneficiário, o plano de saúde costuma valer a pena pois o protege, por exemplo, no caso de sofrer um acidente e ter que passar por um procedimento médico muito custoso. Por mais que a legislação trabalhista não estabeleça nenhuma obrigação referente ao oferecimento de planos de saúde (BRASIL, 1998), existem casos de acordos entre sindicatos e convenções para tornar obrigatório o oferecimento de planos de saúde para trabalhadores CLT. Mesmo assim, no geral, eles são oferecidos como benefícios ao empregado, visando a sua atração e retenção.

Já para a operadora, o modelo de negócios passa a fazer sentido, quando ela consegue manter um nível de sinistralidade abaixo de 100%, ou seja, quando os prêmios que ela recebe são maiores do que os sinistros incorridos, e que ainda a permita cobrir todos os custos administrativos. Além disso, as operadoras geralmente contam com uma rede credenciada de hospitais e laboratórios, que estão inclusos no plano de cada beneficiário. Quanto mais abrangente a rede credenciada, mais opções o beneficiário tem, e mais caro será o plano. No caso de o beneficiário optar por um serviço fora da rede credenciada, é comum que a operadora não seja obrigada a reembolsar os custos.

Com isso, do lado do beneficiário, ao contratar um plano é importante levar em conta os seguintes aspectos:

- Cobertura do plano: os serviços e procedimentos cobertos pelo plano, como exames, cirurgias, consultas médicas e atendimento de emergência.
- Rede credenciada: hospitais, laboratórios e clínicas que aceitam o plano de saúde como forma de pagamento.
- Carência: intervalo entre a assinatura do contrato e o início da vigência de certos serviços.
- Acordos de coparticipação e planos contributários: divisão entre as despesas incorridas entre o beneficiário e a operadora, buscando alinhar os interesses de ambos.
- Franquia: valor estabelecido que o segurado precisa pagar antes que a operadora comece a pagar as despesas.
- Política de reajuste: por mais que não seja pré-fixado, é importante entender como é a política de reajuste anual do plano, e de reajuste por faixa etária.

4.4.2. Classes de plano de saúde

Por mais que tenham o mesmo objetivo, e para o beneficiário o serviço seja muito semelhante, no Brasil, existem três principais classes de planos, cujas variações estão principalmente: (i) na entidade que contrata o plano; (ii) regras estabelecidas pela ANS.

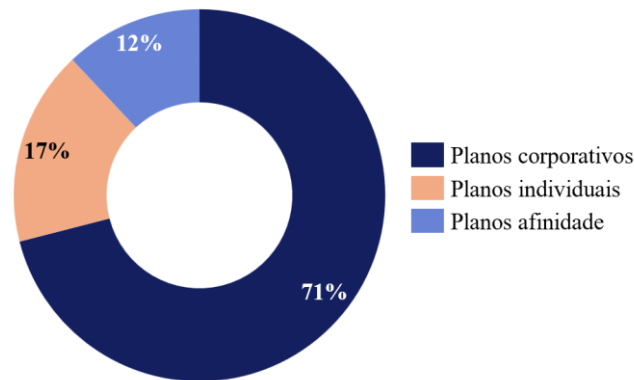
Planos Corporativos: como o nome diz, são contratados por uma empresa para cobrir a saúde de seus funcionários. Por mais que não seja obrigatório por lei, é uma forma de benefício que as empresas oferecem aos seus colaboradores. Sua principal vantagem é que, dada a escala de contratação, as empresas conseguem preços mais baixos do que se cada empregado negociasse individualmente. De acordo com a Lei Nº 9.656, para ter acesso a um plano de saúde corporativo, o empregado deve comprovar o vínculo obrigatório, via uma carteira assinada, contrato de trabalho ou vínculo estatutário, no momento da contratação do plano e a cada 12 meses da renovação do contrato.

Planos Individuais: são os planos de saúde contratados diretamente pelo indivíduo. Sendo assim, a pessoa não precisa estar vinculada a nenhuma empresa ou ter um CNPJ; é suficiente ter apenas um CPF. Por contarem com uma escala menor no momento da contratação, é comum que os planos individuais sejam mais caros que os corporativos e por adesão. Ademais, como será explorado em itens subsequentes, como forma de proteger esses indivíduos, em uma clara desvantagem comercial contra as operadoras de saúde, a ANS é bem ativa e impõe uma série de restrições ao que as operadoras podem exigir dos seus beneficiários.

Planos por Adesão ou Afinidade: são planos de saúde oferecidos por associações ou entidades de classe a seus membros. Eles funcionam como uma tentativa de aumentar o poder de barganha na negociação contra as seguradoras, ao aumentar a escala de contratação, juntando profissionais liberais e autônomos que não têm acesso a planos de saúde empresariais. Por isso, eles comumente são mais baratos do que planos individuais. No entanto, apesar de serem análogos aos planos corporativos, é importante ressaltar que neste caso, quem paga a mensalidade do plano é o próprio beneficiário, e não o sindicato ou associação.

No Brasil, como vê-se na Figura 16, mais de 70% dos planos de saúde são corporativos. Sendo assim, é possível de se afirmar que as empresas são as principais financiadoras do sistema de saúde suplementar brasileiro.

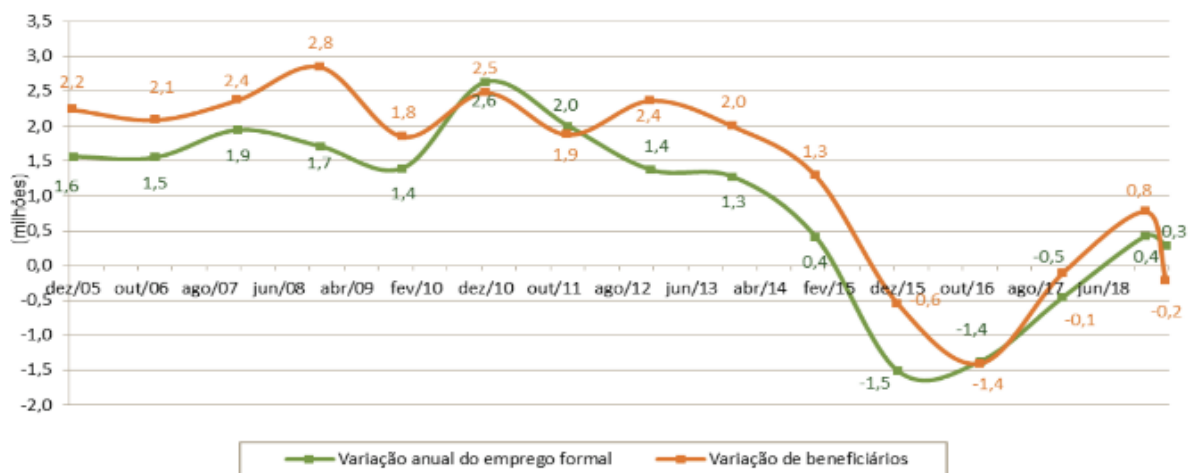
Figura 16 – Proporção do número de planos corporativos, individuais e por afinidade, 2022



Fonte: ANS e IBGE; Elaboração própria

Por tal motivo, surge uma dinâmica no setor de ser extremamente correlacionado com o mercado de trabalho. Como vê-se na Figura 17, é nítido que quando há uma diminuição no número de empregos, o número de adições de planos de saúde torna-se negativo, e quando há a criação de empregos, as adições de planos de saúde saltam novamente.

Figura 17 – Variação anual de beneficiários em planos de saúde e de empregos formais (2006 – 2019)



Fonte: ANS (2019)

Por último, também é válido evidenciar como os diferentes tipos de plano traduzem-se em diferentes padrões de sinistralidade. As carteiras individuais, por estarem sendo comercializadas atualmente a preços bem altos, com as operadoras tendo que compensar suas carteiras individuais que se tornam deficitárias ao longo do tempo, como explicado

posteriormente, em um primeiro momento aparentam ter sinistralidades menores. A Figura 18 dispõe a evolução nos últimos 4 anos.

Figura 18 – Sinistralidade da carteira por tipo de plano, acumulado em 12 meses



Fonte: ANS (2023)

4.4.3. Categorias de convênios médicos

Por mais que o objetivo dos convênios seja sempre o mesmo, isto é, de oferecer aos seus beneficiários acesso a serviços médicos, por um preço e qualidade superior de que quando feito diretamente com o prestador de serviço, existem diferentes categorias de convênios. A diferença está principalmente na forma como essas entidades se organizam e na forma como seu serviço é prestado. Segundo definição da ANS (2024), tem-se as categorias descritas a seguir.

As seguradoras, provavelmente a categoria mais conhecida, são entidades privadas com fins lucrativos, que, cobram um prêmio mensal de seus beneficiários em troca de uma apólice contratada. Essas seguradoras possuem credenciamento com uma ampla rede de prestadores de serviços médicos, que ficam responsáveis por atender os beneficiários. Dessa forma, as seguradoras acabam tendo um perfil mais financeiro, na qual recebem o dinheiro do beneficiário e o repassam para os prestadores de serviço, sem contar com qualquer rede física de atendimento ao paciente.

Outro tipo existente são as cooperativas médicas, que consistem em organizações formadas por um grupo de médicos que se junta para prestar serviços de saúde. A maior cooperativa do Brasil, em termos financeiro e de beneficiários, de acordo com a ANS (2024) é a Unimed. Essas organizações têm fins lucrativos, sendo que o lucro é distribuído entre seus

associados, que são funcionários não CLT, e que, portanto, não possuem salário, não são obrigados a cumprir carga horária, e são isentos de qualquer obrigação imposta por esse regime.

Uma terceira categoria são as filantrópicas. Como o próprio nome define, são organizações sem fins lucrativos, que visa fornecer serviços médicos gratuitos ou a preço de custo. Podem ser tanto fundações, que recebem doações e repassam esse valor à comunidade alvo, como instituições que prestam serviços de forma gratuita.

A quarta categoria existente é a da autogestão. Nela, a própria entidade, que geralmente consiste em uma grande empresa ou uma organização governamental, fica responsável por administrar o plano de saúde de seus próprios funcionários. Ou seja, essas organizações operam sem um intermediário (e.g. Sul América), usando o seu próprio balanço para cobrir com os sinistros incorridos pelos seus funcionários. Essas empresas então criam suas próprias estruturas e fazem seus próprios acordos com os funcionários para a gestão de sua saúde.

A Medicina de Grupo é a quinta categoria explorada pela ANS. Ela é um tipo específico de operadora de saúde, na qual os serviços médicos são oferecidos principalmente por meio de uma rede própria ou contratada de médicos e afins. Diferentemente de uma seguradora convencional, a medicina de grupo atua como se fosse uma seguradora combinada com hospitais e laboratórios próprios. Por mais que as apólices emitidas por uma empresa de Medicina de Grupo possa dar acesso a serviços fora da rede própria, é esperado que a maioria dos procedimentos sejam realizado por meio de seus próprios profissionais e por meio da sua própria infraestrutura médica.

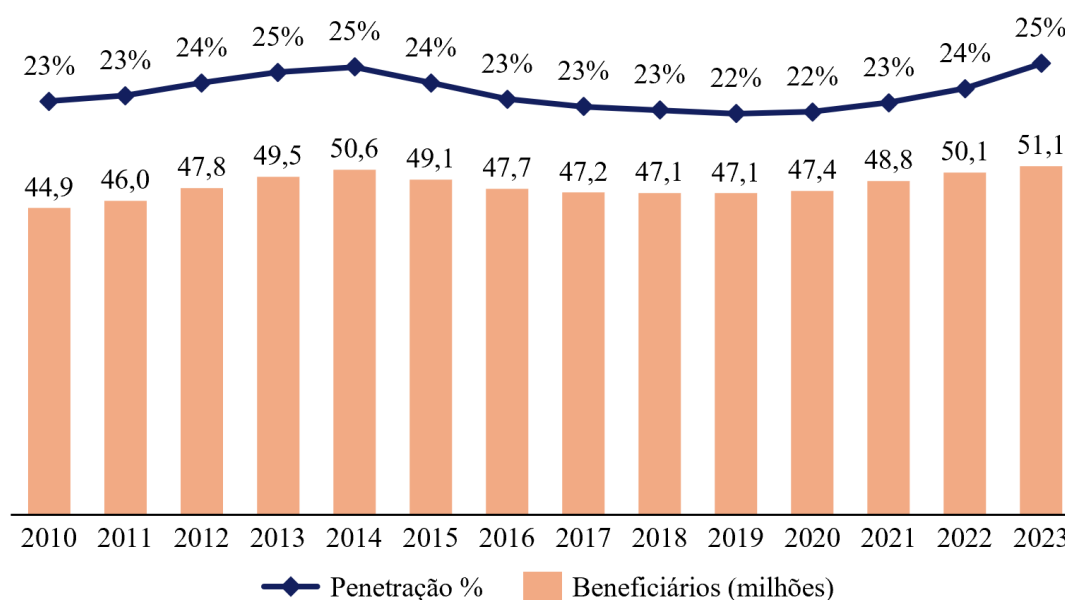
A última categoria existente e a de internacionais. De maneira simples, consiste em companhias com operação fora do Brasil que ficam responsáveis pelos custos com saúde de seus beneficiários quando eles estão viajando no exterior. Por exemplo, caso um cidadão e residente espanhol estiver no Brasil e utilizar algum serviço médico particular, no cenário em que ele é beneficiário de um plano de saúde de alguma empresa espanhola, a partir do momento em que houver o repasse dessa organização internacional para o prestador de serviço brasileiro, essa fonte pagadora será considerada dentro da categoria de internacionais.

Neste trabalho, para fins de simplificação, usou-se o termo operadoras de saúde para referir-se a todas as categorias de convênio médico ao mesmo tempo, entendendo que para as análises feitas, não era necessária qualquer diferenciação. Quando se julgou válida a diferenciação, o Autor deixa claro a distinção entre as diferentes categorias.

4.4.4. Tamanho do mercado

Somando todos os planos de saúde corporativos, individuais e por afinidade, o Brasil encerrou o ano de 2023 com 51,1 milhões de beneficiários, o equivalente a aproximadamente 25% da população Brasileira (ANS, 2024). Um ponto que chama atenção, é o fato de que a penetração dos planos de saúde na população pouco variou entre 2010 e 2023. Em 13 anos, houve uma adição líquida de beneficiários de 6,2 milhões de beneficiários, e um ganho incremental de penetração de 2%, apesar de, como já evidenciado, a maior parte da população desejar ter acesso a um plano de saúde privado, tendo em vista a insatisfação com o SUS. A Figura 19 ilustra a evolução no número de beneficiários presentes no setor privado de saúde suplementar.

Figura 19 – Evolução do número de beneficiários e penetração na população



Fonte: ANS e IBGE; Elaboração própria

Seguindo, além de saber o número total de beneficiários, para ter-se uma noção do tamanho do mercado em termos financeiros, é preciso analisar a evolução das mensalidades médias pagas pelos beneficiários às operadoras. A Figura 20 evidencia o comportamento das contraprestações pagas pelos beneficiários nos últimos quatro anos.

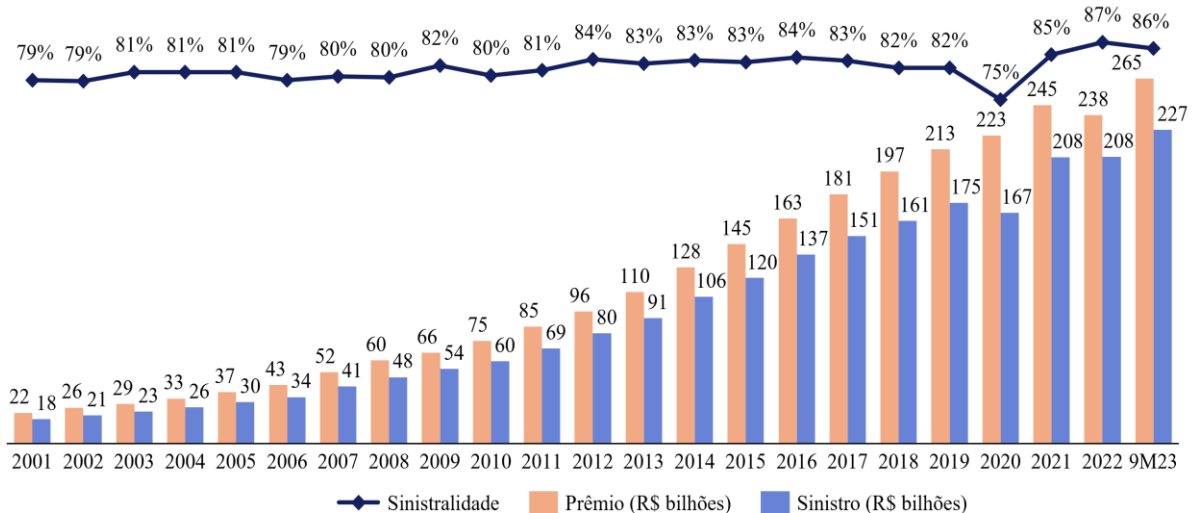
Figura 20 – Contraprestações (prêmios) e Eventos (sinistros) per capita, nominais e deflacionados, acumulado 12 meses



Fonte: ANS (2023)

Olhando os dados contidos na Figura 21, percebe-se como, desde 2019, trata-se de um mercado com faturamento superior a R\$200 bilhões. Ademais, comprando a inflação acumulada (IPCA), entre dezembro de 2001 e dezembro de 2022, que foi de 259,5% (IBGE, 2024), o crescimento acumulado dos prêmios foi de 964,3% e o dos sinistros de 1075,5%, evidenciando que houve um crescimento real do setor, mesmo que o número de beneficiários não tenha aumentado significativamente. Por último, nota-se como a sinistralidade, salvo o ano de 2020, que foi impactado pela Pandemia do COVID-19, teve um aumento de mais de 6 pontos percentuais, com os sinistros crescendo a uma taxa anual média de 12,5%, contra um CAGR de 11,9% por parte dos prêmios pagos.

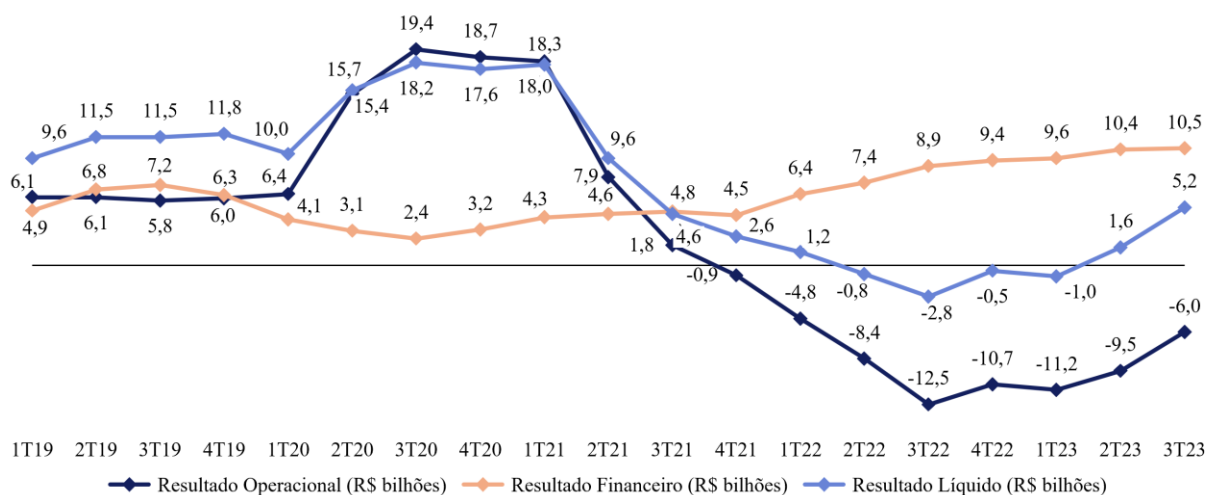
Figura 21 – Histórico de prêmio, sinistros e sinistralidade totais



Fonte: ANS; Elaboração própria

O aumento da sinistralidade, representa um risco para o setor, uma vez que o resultado operacional, que é a diferença entre as receitas e despesas da operação de saúde, cujos maiores componentes são os prêmios recebidos e os sinistros pagos, tem diminuído. Com uma diminuição da margem operacional, é mais provável que as operadoras de saúde tenham um prejuízo líquido, em vez de um lucro líquido, o que é prejudicial para a rentabilidade das próprias empresas, e, dependendo do caso, pode tratar-se de um risco para as operações. Como vê-se na Figura 22, nos últimos anos, ao considerar-se o resultado operacional como um todo, as operadoras de saúde têm tido uma margem negativa, o que causa uma preocupação quanto à sustentabilidade dos seus modelos de negócio. Nota-se que o que tem ajudado o resultado líquido das operadoras, isto é, o resultado operacional, somado com o resultado financeiro, e com ajustes de participação e impostos, é o próprio resultado financeiro. Além disso, um dos principais responsáveis por um forte resultado financeiro, é a alta da taxa Selic; ou seja, caso os juros voltem a cair, o resultado financeiro das seguras também deve cair, impactando diretamente o resultado líquido dessas empresas.

Figura 22 – Histórico do resultado operacional, resultado financeiro e resultado líquido consolidado do setor de saúde suplementar

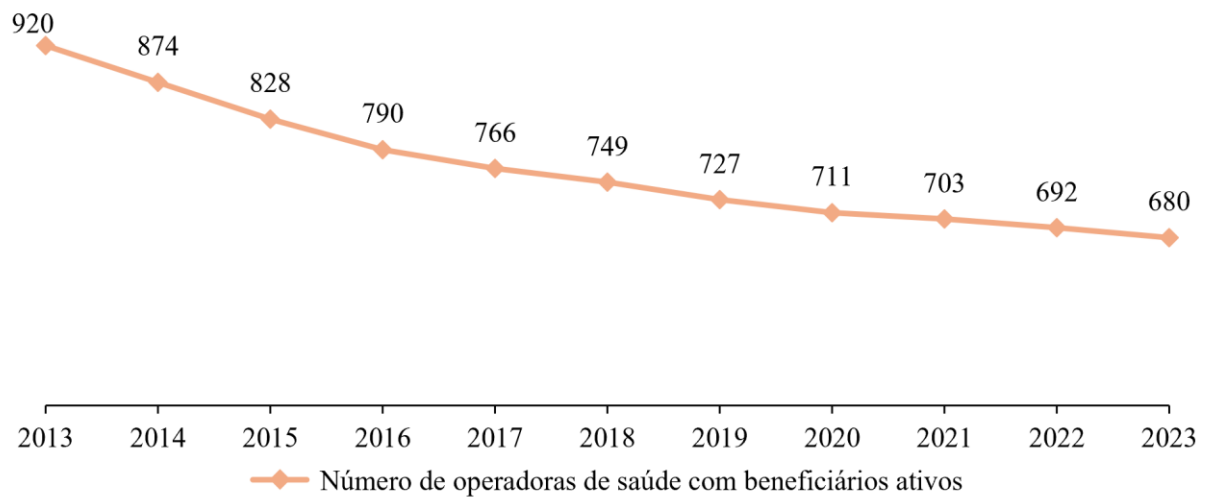


Fonte: ANS; Elaboração própria

Caso não haja uma melhora operacional das empresas, é provável que a situação do setor se deteriore como um todo. Ademais, ressalta-se como os dados observados nas figuras anteriores são dados consolidados do setor como um todo. Isso significa que, se ao todo, por exemplo, o setor teve um prejuízo de R\$10, com base em uma receita de R\$100, é esperado de

que algumas empresas tenham operado com uma margem líquida positiva, mas também, que muitas tenham operado com margem líquida ainda mais negativa. Isso quer dizer que, se os dados consolidados do setor não são positivos, existem empresas que estão em situações ainda mais negativa. A Figura 23, evidencia a tendência que o setor tem passado, principalmente dado ao aumento da sinistralidade, e do movimento de consolidação que tem ocorrido, com as operadoras que têm a melhor performance operacional e financeira, comprando a carteira de beneficiários daquelas que se encontram em situação de insolvência ou de alto estresse operacional e financeiro.

Figura 23 – Número de operadoras de saúde com beneficiários ativos



Fonte: ANS; Elaboração própria

Por último, como uma consequência, principalmente, do PIB per capita, número de empregos, e população total (IBGE, 2024), tem-se como estados mais relevantes para o setor de saúde suplementar no Brasil, São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro. A Tabela 3 evidencia o número de beneficiários em planos corporativos, individuais e por afinidade em cada um dos 26 Estados brasileiros, desde 2014.

Tabela 3 – Número total de beneficiários por Estado, em milhares

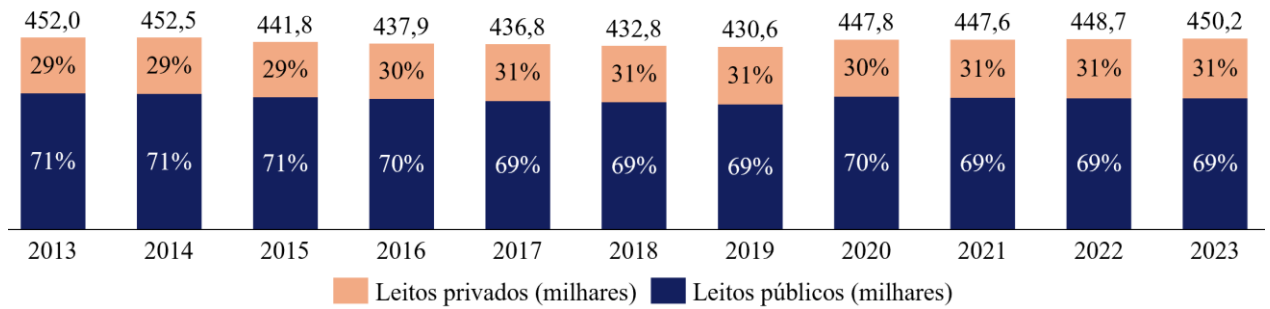
Estado	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	% do total 2023
SP	18.733	18.109	17.438	17.167	17.138	17.112	17.130	17.673	18.051	18.225	35,7%
MG	5.467	5.203	5.053	5.043	5.009	5.058	5.202	5.403	5.541	5.698	11,2%
RJ	6.122	5.831	5.543	5.389	5.327	5.331	5.341	5.392	5.535	5.684	11,1%
PR	2.865	2.853	2.828	2.848	2.847	2.854	2.868	2.955	3.053	3.100	6,1%
RS	2.717	2.651	2.657	2.626	2.556	2.525	2.500	2.537	2.579	2.619	5,1%
BA	1.680	1.652	1.601	1.595	1.598	1.579	1.541	1.594	1.662	1.698	3,3%
SC	1.520	1.513	1.489	1.504	1.506	1.471	1.494	1.575	1.634	1.670	3,3%
PE	1.495	1.388	1.368	1.336	1.347	1.344	1.354	1.373	1.391	1.421	2,8%
GO	1.093	1.111	1.107	1.126	1.156	1.195	1.254	1.266	1.335	1.370	2,7%
CE	1.265	1.261	1.251	1.285	1.284	1.263	1.259	1.302	1.339	1.358	2,7%
ES	1.163	1.110	1.085	1.089	1.100	1.114	1.145	1.191	1.239	1.287	2,5%
DF	921	906	890	863	898	895	922	924	934	949	1,9%
PA	894	857	825	799	791	791	825	847	850	873	1,7%
MT	551	563	554	562	578	575	589	621	653	672	1,3%
MS	601	633	647	587	596	589	601	614	639	662	1,3%
RN	527	530	505	504	510	506	533	579	598	613	1,2%
AM	574	524	524	530	512	518	540	566	575	596	1,2%
MA	490	488	461	460	468	476	451	476	502	523	1,0%
PB	415	420	414	410	414	410	419	439	451	469	0,9%
PI	287	294	301	311	342	325	346	364	386	406	0,8%
AL	398	402	398	379	377	370	370	375	387	391	0,8%
SE	318	322	314	313	320	318	313	322	331	335	0,7%
RO	188	175	165	159	154	147	154	153	155	155	0,3%
TO	101	101	105	106	109	106	112	115	121	125	0,2%
AP	74	73	71	71	71	66	64	63	62	62	0,1%
AC	46	44	44	43	42	43	44	43	43	44	0,1%
Não declarado	23	21	27	29	42	45	47	45	47	44	0,1%
RR	34	30	30	29	29	29	30	31	32	31	0,1%
Total	50.561	49.066	47.694	47.164	47.121	47.054	47.448	48.837	50.124	51.081	100%

Fonte: ANS; Elaboração própria

4.5. Mercado de Hospitais

4.5.1. Principais características

Além das operadoras de planos de saúde, outro ramo de extrema importância na saúde suplementar é o de hospitais. Como os serviços de saúde costumam ser realizados nos hospitais, é de se esperar que, dado que a maioria da população tem o SUS como seu prestador de serviços, a maior parte do mercado esteja nas mãos de entidades públicas. Assim, diferentemente do mercado de operadoras de saúde, no qual a grande maioria consiste em entidades privada, parte importante do mercado de hospitais concentra-se em órgãos governamentais. A Figura 24 demonstra como aproximadamente 69% dos leitos do país pertencem ao poder público.

Figura 24 – Evolução do número de leitos no Brasil, entre públicos e privados

Fonte: CNES Tabnet; Elaboração própria

Ademais, outro fator importante de ser notado é como a % de leitos privados em relação ao número de leitos totais varia bastante entre os estados brasileiros. O Estado com maior participação de leitos privados é o de São Paulo, com 42,5%, enquanto o com menor participação é o do Acre, com 9,3%. Outro ponto interessante, é que a disponibilidade de leitos por mil habitantes também varia bastante. O Estado com maior disponibilidade de leitos é Rondônia, com 3 leitos por 1000 habitantes, enquanto o com menor disponibilidade é o Estado de Sergipe, com 1,6 leitos por 1000 habitantes. Os dados estão dispostos na Tabela 4.

Tabela 4 – Distribuição do número de leitos públicos e privados por estado, e sua relação com o número de habitantes, 2023

Estado	Leitos Públicos	Leitos Privados	Privados % do total	Leitos por 1.000 habitantes
SP	54.254	40.142	42,5%	2,1
RJ	21.337	15.183	41,6%	1,8
MG	28.722	13.913	32,6%	2,7
RS	19.971	9.504	32,2%	2,7
PR	18.199	8.020	30,6%	2,3
GO	11.973	6.588	35,5%	2,6
BA	24.281	6.482	21,1%	2,2
PE	16.607	6.392	27,8%	2,5
CE	15.192	4.334	22,2%	2,2
SC	11.464	4.516	28,3%	2,1
PA	10.938	3.549	24,5%	1,8
DF	4.595	3.236	41,3%	2,8
ES	5.812	2.903	33,3%	2,3
PB	7.387	2.182	22,8%	2,4
MA	13.184	2.015	13,3%	2,2
MS	3.952	1.891	32,4%	2,1
MT	5.972	1.758	22,7%	2,1
RN	6.188	1.440	18,9%	2,3
PI	6.220	1.374	18,1%	2,3
AL	5.381	1.209	18,3%	2,1
RO	3.675	1.078	22,7%	3,0
SE	2.396	836	25,9%	1,5
AM	5.364	914	14,6%	1,6
TO	2.564	644	20,1%	2,1
AC	1.409	145	9,3%	1,9
AP	1.289	178	12,1%	2,0
RR	1.280	135	9,5%	2,2
Total	309.606	140.561	31,2%	2,2

Fonte: CNES Tabnet e IBGE; Elaboração própria

Seguindo, o mercado privado de hospitais é extremamente relacionado com o mercado de planos de saúde. Isso se dá pelo fato de que os convênios médicos são a principal fonte pagadora dos hospitais. Dessa forma, em locais nos quais há uma baixa penetração de beneficiários de planos de saúde, é improvável que existam muitos hospitais privados, uma vez que a monetização de seus leitos será mais desafiadora. Do mesmo jeito, as operadoras de planos de saúde só têm interesse em expandir para áreas nas quais existem hospitais que possam ser credenciados. Caso não haja hospitais disponíveis, apesar de pagar pelo plano, o beneficiário terá dificuldades em acessar os serviços médicos, e, portanto, ficará insatisfeito

com o serviço prestado pela operadora. Sendo assim, percebe-se como os hospitais e operadoras precisam existir mutuamente, pois, de certa forma, um acaba dependendo do outro. A Tabela 5 demonstra a distribuição de receita bruta dos hospitais, por fonte pagadora.

Tabela 5 – Principais fontes pagadoras dos hospitais, por região, 2022

Fontes pagadoras	Sul	Sudeste	Norte e Centro-Oeste	Nordeste	Brasil
Convênios	77,6%	89,8%	92,8%	77,3%	84,5%
Cooperativa médica	65,8%	20,0%	31,2%	27,7%	34,5%
Autogestão	17,4%	25,9%	36,1%	43,0%	25,5%
Seguradoras	7,8%	28,9%	25,7%	19,1%	22,3%
Medicina de grupo	5,1%	24,8%	5,9%	10,2%	16,2%
Filantropia	4,0%	0,4%	0,1%	0,0%	1,3%
Internacionais	0,0%	0,1%	1,0%	0,0%	0,2%
SUS	8,5%	4,0%	0,3%	16,6%	7,3%
Particular	5,0%	4,3%	4,2%	4,0%	4,5%
Demais fontes pagadoras	9,0%	2,0%	3,0%	2,1%	3,8%

Fonte: SINHA e ANAHP; Elaboração própria

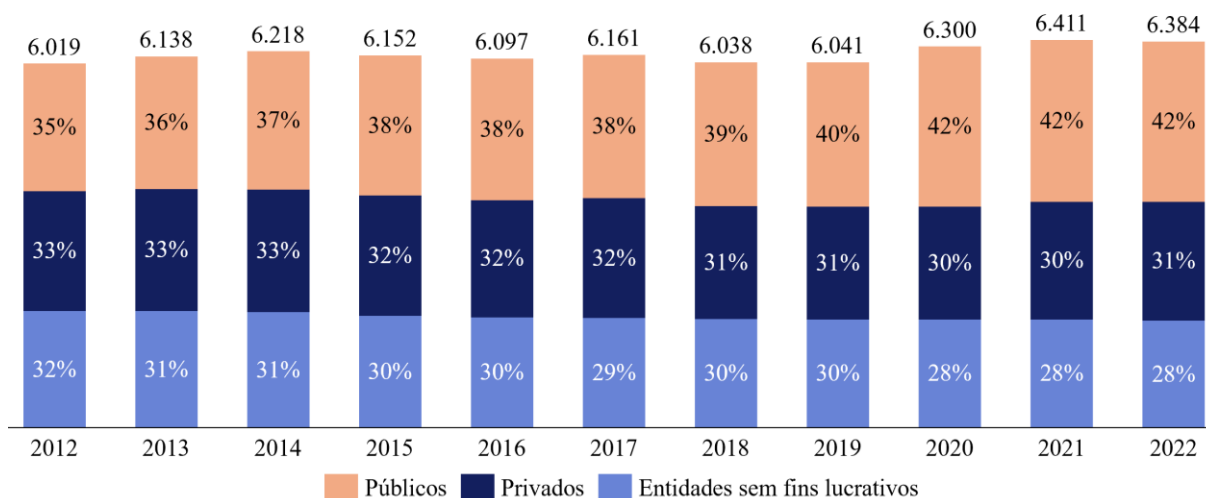
Por tal motivo, é importante também analisar o número de leitos privados por beneficiários de planos de saúde. Dada essa relação mútua entre os dois, é possível dizer que as regiões nas quais há um número grande de beneficiários por leito privado, são possivelmente melhores alvos para a expansão de hospitais, uma vez que já haverá uma base instalada de potenciais clientes para o novo hospital. Da mesma maneira, as regiões em que o número de beneficiários por leito é baixo, tendem a ser alvos das seguradoras para tentar expandir sua base de clientes, caso a penetração de beneficiários por habitantes daquela região ainda seja baixa. Com base na Tabela 6, percebe-se como possivelmente os Estados do Amazonas, São Paulo e Espírito Santo, poderiam ser bons alvos para a instalação de novos leitos hospitalares.

Tabela 6 – Beneficiários por leito privado em relação aos Estados brasileiros, 2023

Estado	Beneficiários	Leitos privados	Beneficiários por leito privado
AM	595.150	914	651
SP	18.178.099	40.142	453
ES	1.275.010	2.903	439
RN	611.214	1.440	424
MG	5.699.425	13.913	410
SE	333.801	836	399
PR	3.098.162	8.020	386
MT	672.865	1.758	383
RJ	5.633.305	15.183	371
SC	1.670.037	4.516	370
MS	667.845	1.891	353
AP	61.284	178	344
AL	388.913	1.209	322
CE	1.352.897	4.334	312
AC	43.881	145	303
PI	400.448	1.374	291
DF	941.987	3.236	291
RS	2.625.327	9.504	276
BA	1.697.949	6.482	262
MA	516.584	2.015	256
PA	872.728	3.549	246
RR	31.127	135	231
PE	1.415.916	6.392	222
PB	466.108	2.182	214
GO	1.369.652	6.588	208
TO	124.774	644	194
RO	155.257	1.078	144
Total	50.899.745	140.561	8.755

Fonte: CNES e ANS; Elaboração própria

Por último, destaca-se que tratando-se de hospitais, existem três tipos de organização, sendo elas: (i) hospitais administrados por órgãos governamentais, isto é, hospitais públicos; (ii) hospitais administrados por órgãos privados com fins lucrativos; (iii) hospitais administrados por órgãos sem-fins lucrativos. Na Figura 25, tem-se a evolução do número de hospitais entre cada uma das classes mencionadas.

Figura 25 – Evolução do número de hospitais por categoria no Brasil

Fonte: ANAHP; Elaboração própria

4.5.2. Índices operacionais

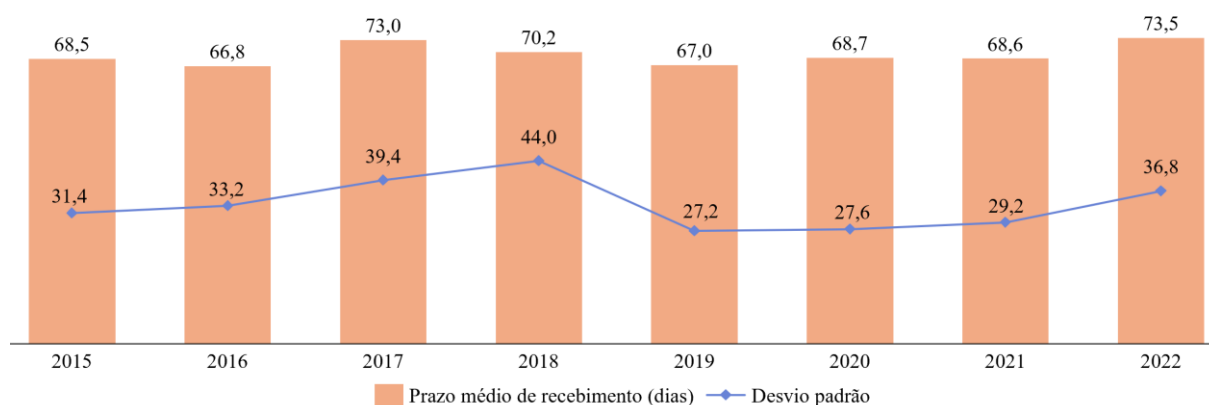
Uma vez claro o tamanho de mercado dos hospitais, e as distinções entre as partes públicas e privadas, passa a ser válido analisar certos indicadores operacionais, que acabam refletindo-se nos dados financeiros de tais companhias. No primeiro grupo estão dados que ligam a relação entre os hospitais e as fontes pagadoras, e para qual lado tem tendido as negociações. No segundo grupo de indicadores operacionais, visa-se analisar a demanda por leitos, que por consequência acaba traduzindo-se na receita anual dessas entidades.

Para julgar quão saudável está a relação com as fontes pagadores, é comum que se analisem dois principais indicadores. O primeiro deles é o prazo médio de recebimento. Esse indicador evidencia quanto tempo depois de exercer o serviço o hospital acaba recebendo o dinheiro. Como é de se esperar, quanto menor for esse tempo, melhor para o hospital e pior para a fonte pagadora. Quanto maior for a influência do hospital nas negociações, menor costuma ser esse prazo. Como vê-se na Figura 26, os hospitais recebem, na média, 70 dias depois de exercer o serviço, variando dentro de um intervalo de 66 a 74 dias para o recebimento. Assim, percebe-se como logo de início essas empresas precisam criar mecanismos de gerenciamento de capital de giro para que possam cumprir com suas obrigações, como por exemplo o salário mensal de seus funcionários, mesmo só recebendo depois de mais de 2 meses.

Além disso, um outro indicador válido de se acompanhar é a glosa hospitalar como percentual da receita líquida dos hospitais. A glosa hospitalar nada mais é do que um não pagamento por parte da fonte pagadora, geralmente uma operadora de planos de saúde, de

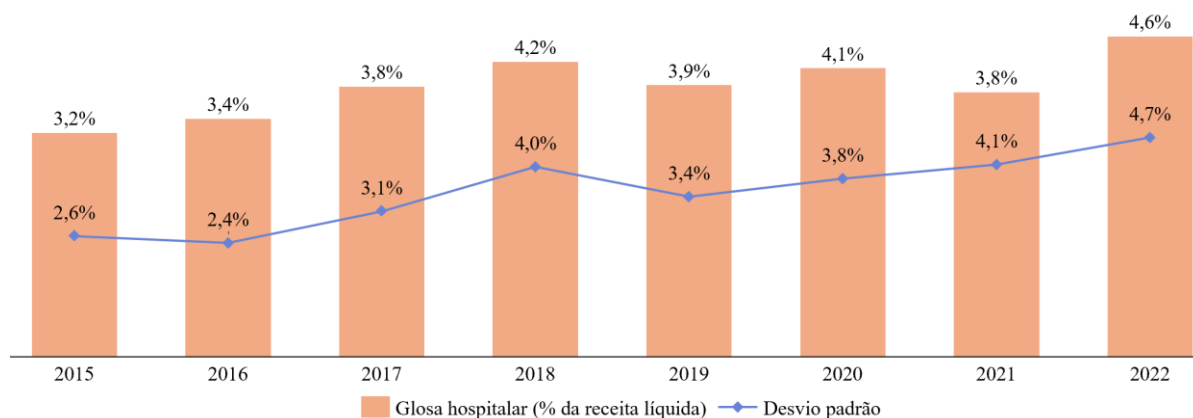
algum item que compõe a conta hospitalar do paciente atendido, devido a um desencontro e dificuldade de se chegar em um acordo, seja por motivos administrativos ou técnicos. Quando a operadora não concorda com alguma conta hospitalar, segundo a ANS (2024), ela pode optar por notificar o hospital que não concorda com o valor cobrado, iniciando uma negociação entre as partes. No caso de as duas partes não chegarem a um acordo, o prestador de serviço, no caso o hospital, costuma acionar algum meio legal para exigir o pagamento, ou pedir ajuda para ANS para mediar o conflito. Mesmo que o hospital consiga chegar a um acordo, na prática, ele acaba sendo prejudicado à medida que o seu prazo de recebimento também aumenta. A Figura 27 demonstra a evolução da média da glosa hospitalar como % da receita líquida dos hospitais.

Figura 26 – Prazo médio de recebimento dos hospitais, em dias



Fonte: SINHA e AHNAP; Elaboração própria

Figura 27 – Glosa hospitalar, como % da receita líquida



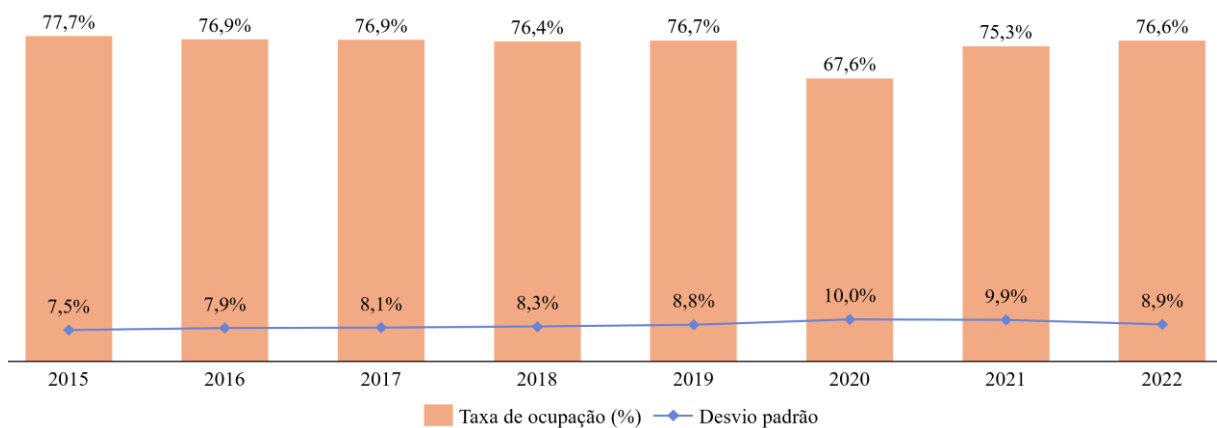
Fonte: SINHA e AHNAP; Elaboração própria

Já em relação aos indicadores relacionados à demanda, tem-se primeiro a taxa de ocupação. Esse índice visa medir percentualmente o tempo total em que determinado leito

esteve ocupado e, portanto, gerando receita para hospital, em relação à disponibilidade total dos leitos operacionais de cada um dos hospitais. Portanto, na teoria, quanto maior a taxa de ocupação melhor para o hospital, uma vez que estará tendo um maior aproveitamento do seu ativo. A Figura 28 detalha a evolução desse indicador nos últimos anos. Destaca-se a queda significativa de ocupação durante o ano de 2020, momento mais agudo da crise do COVID-19, na qual muitos pacientes evitaram procedimentos hospitalares, de forma a evitar uma contaminação e respeitar as orientações governamentais (AHNAP, 2020).

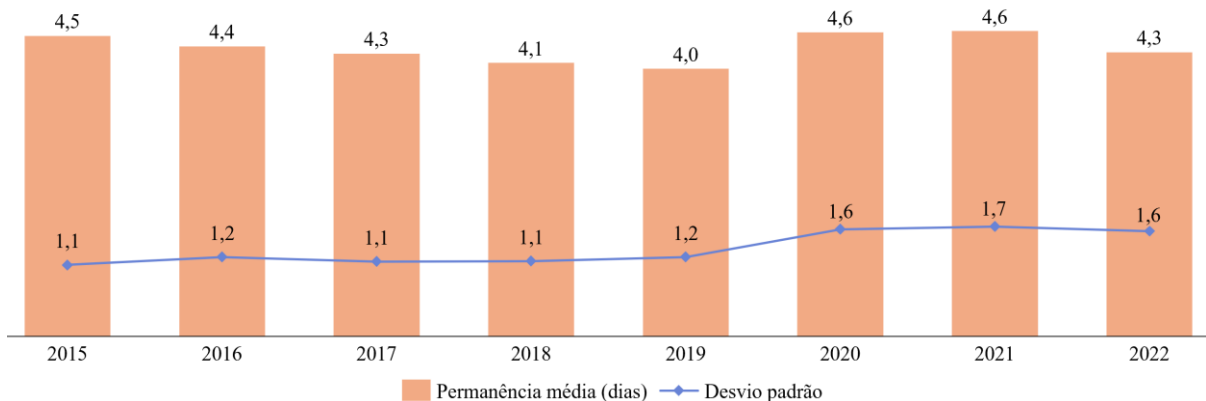
Por último, também se tem o prazo de permanência média dos pacientes nos leitos. Esse indicador mede o tempo médio, em dias, que um paciente usa um leito do momento em que foi dada a entrada até a sua saída. Sendo assim, quanto maior for o prazo de permanência média, maior deve ser a taxa de ocupação, uma vez que o leito está sendo utilizado ininterruptamente por esse paciente. A Figura 29 evidencia a evolução no prazo médio de permanência.

Figura 28 – Taxa de ocupação média



Fonte: SINHA e AHNAP; Elaboração própria

Figura 29 – Prazo de permanência média, em dias



Fonte: SINHA e AHNAP; Elaboração própria

4.6. Principais marcos regulatórios

4.6.1. Estatuto do idoso

A Lei nº 10.741, de 2003, conhecida como Estatuto do Idoso estabelece uma série de direitos e proteções para cidadãos idosos, visando assegurar sua dignidade e bem-estar (BRASIL, 2003). Esse marco legal destaca, entre outros direitos, a garantia de atenção integral à saúde pelo Sistema Único de Saúde, abrangendo ações de prevenção, promoção, proteção e recuperação da saúde, especialmente voltadas às enfermidades que afetam predominantemente os idosos.

No contexto das operadoras de saúde, dentre as diversas salvaguardas estabelecidas por este marco, destaca-se à medida que impede o reajuste de planos de saúde por mudança de faixa etária para pessoas a partir dos 60 anos. Conforme o Estatuto, proíbe-se qualquer diferenciação tarifária que discrimine o idoso, evitando aumentos exclusivamente por avanço de idade após os sessenta anos (BRASIL, 2003). Essa disposição foi reforçada por interpretações judiciais, com destaque para a decisão do STJ, que ratificou a ilegalidade de reajustes baseados unicamente na faixa etária dos consumidores idosos, sem levar em conta a data de início do contrato. Esse entendimento jurídico visa à proteção econômica e social do idoso, considerando o aumento da expectativa de vida e os desafios financeiros frequentemente enfrentados por essa população (IDEÇ, 2011).

Exemplificando o impacto do reajuste com base na faixa etária, medida em termos práticos, suponha-se um indivíduo que, aos 59 anos, pagava uma mensalidade de R\$ 500 em seu plano de saúde. Antes da vigência do Estatuto do Idoso, ao alcançar 60 anos, esse indivíduo poderia se deparar com um aumento significativo em sua mensalidade, por exemplo, para R\$ 800, somente devido à mudança de faixa etária. No entanto, com a aplicação do Estatuto, esse tipo de ajuste baseado unicamente na idade torna-se proibido, adicionando uma maior proteção ao idoso, mas criando mais uma variável para o controle das operadoras de planos de saúde.

Contudo, é importante notar que o reajuste anual determinado pela ANS ainda pode ser aplicado a pessoas com idade superior a 60 anos. Este reajuste não é considerado discriminatório, pois se aplica igualmente a todos os beneficiários do plano, independentemente da idade, como explicado posteriormente. Reiterando, destaca-se que, enquanto o Estatuto do Idoso proíbe o reajuste baseado exclusivamente na mudança de faixa etária para idosos acima de 60 anos, ele não impede que esses indivíduos sejam submetidos ao reajuste anual comum a todos os usuários.

Com isso, percebe-se como as operadoras passam a ter uma complicação na sua operação uma vez que não podem mais reajustar a mensalidade do plano de saúde, à medida que o beneficiário ultrapassa a idade de 59 anos. As operadoras de saúde argumentam que o sinistro de pessoas acima de 59 anos tende a aumentar conforme os anos, e por isso são prejudicadas quando esse reajuste por idade é proibido, prejudicando a rentabilidade do plano como um todo.

Essas empresas então têm que escolher entre (i) vender um plano mais caro, enquanto o beneficiário não ultrapassa a idade limite de 59 anos, para que esse preço incremental possa manter o plano rentável por mais tempo e evitar que se torne deficitário; (ii) manter uma carteira de beneficiários idosos que com o tempo provavelmente se tornará deficitária; (iii) aumentar o reajuste nos planos de indivíduos com idade inferior a 59 anos, para compensar o prejuízo da carteira de idosos. Como será abordado nos itens subsequentes, a Lei nº 9.656/98, proíbe, na maioria dos casos, que a operadora de saúde rompa o contrato com o beneficiário, ou seja, não há a opção de simplesmente cancelar um plano que ficou deficitário, pela impossibilidade de um reajuste.

4.6.2. Lei dos planos individuais

Em 1998, com o entendimento de que planos de saúde devem enquadrar-se em uma categoria superior ao de seguros convencionais, que são regulados pela SUSEP, foi colocado em prática o marco regulatório do setor de planos de saúde, via a Lei nº 9.656/1998, trazendo inúmeras garantias para os usuários da saúde suplementar, que antes só eram previstos quando expressamente registrados no contrato de cada apólice. Como a ANS cita em “Lei dos Planos de Saúde completa 25 anos”, ANS (2023), as principais regras e condutas trazidas pela lei são:

Segmentação do plano: instituiu o plano-referência de assistência à saúde, segmentação mais completa - que contempla cobertura assistencial médico-ambulatorial e hospitalar, partos e tratamentos para todas as doenças listadas na Classificação Estatística Internacional de Doenças e Problemas Relacionados com a Saúde da Organização Mundial de Saúde (CID-10) – e exceções de cobertura; e introduziu o conceito de planos segmentados, trazendo mais flexibilidade de escolha ao consumidor, com as coberturas previstas em cada segmentação.

Internação: assegurou internação hospitalar pelo tempo que for preciso para recuperação do paciente, não podendo haver limite de dias. Antes da lei, os planos de saúde podiam estabelecer prazos máximos de internação e prazos de carência

alongados e frequentemente excluía cobertura de algumas doenças importantes, como o câncer.

Coberturas: estabeleceu que as coberturas dos planos serão objeto de regulamentação pela ANS, por meio da definição de um rol de coberturas obrigatórias, revisado periodicamente, através do qual não se permite restringir a cobertura a determinadas doenças e busca-se compatibilizar a necessária atualização tecnológica dos procedimentos em saúde com a sustentabilidade do setor.

Urgência e emergência: estabeleceu os conceitos de urgência e emergência e firmou a obrigatoriedade de cobertura de tais atendimentos, após cumpridos os prazos de carência.

Carência: os prazos de carência foram padronizados e limitados a períodos efetivamente necessários para coibir o risco na utilização do plano.

Reembolso: assegurou a possibilidade de reembolso das despesas efetuadas pelo beneficiário quando não for possível a utilização dos serviços próprios, contratados, credenciados ou referenciados pelas operadoras.

Seleção de risco: estabeleceu que as operadoras são proibidas de negar clientes por conta de alguma deficiência, doença pré-existente ou idade.

Aposentados e demitidos: assegurou o direito de manutenção do plano aos aposentados e em caso de demissão, rescisão ou exoneração de contrato de trabalho sem justa causa.

Reajuste: fixou regras mais claras para os reajustes por faixa etária, buscando proteger os direitos dos consumidores.

Rescisão: proibiu a suspensão ou a rescisão unilateral do contrato em planos individuais ou familiares, salvo por fraude ou não-pagamento da mensalidade por período superior a 60 dias, consecutivos ou não, nos últimos 12 meses de vigência, e desde que o consumidor seja comprovadamente notificado até o 50º dia de inadimplência.

Funcionamento das operadoras: estabeleceu requisitos para que as operadoras obtenham Autorização de funcionamento e os instrumentos à disposição da ANS passíveis de serem adotados em caso de anormalidades que coloquem em risco a continuidade ou a qualidade do atendimento à saúde dos beneficiários, isto é, direção fiscal ou técnica, alienação da carteira e liquidação extrajudicial.

Garantias financeiras: definiu garantias para equilíbrio econômico-financeiro das operadoras, contribuindo para sanear gradativamente o mercado, promovendo uma gestão mais profissional e prudente dos recursos e, portanto, tornando o setor mais solvente.

Condutas infrativas: estabeleceu penalidades a que as operadoras estão sujeitas caso descumpram os contratos e regulamentos do setor, assim como a possibilidade de as operadoras firmarem Termo de Compromisso de Ajuste de Conduta com o objetivo de cessar e corrigir eventuais irregularidades, inclusive

indenizando os prejuízos delas decorrentes. Trouxe também o instituto do Termo de Compromisso, que prevê a possibilidade de celebração de acordo com as operadoras para implementação de práticas vantajosas aos consumidores.

Ressarcimento ao SUS: instituiu a obrigatoriedade de ressarcimento, pelas operadoras, pelos serviços previstos nos contratos prestados a seus consumidores em instituições públicas ou privadas, conveniadas ou contratadas, integrantes do Sistema Único de Saúde (SUS).

Rede de prestadores: estipulou as condições para substituição e redimensionamento da rede de prestadores de serviços de saúde e obrigações e direitos gerais dos consumidores quanto ao atendimento; e determinou que as condições de prestação de serviços de atenção à saúde devem ser reguladas por contrato escrito, estipulado entre a operadora do plano e o prestador de serviço.

Informações: determinou os dispositivos que devem constar nos contratos, regulamentos ou condições gerais dos planos e estabelece as informações obrigatórias que as operadoras devem fornecer periodicamente à ANS sobre suas atividades e consumidores.

Assim, percebe-se os inúmeros benefícios que a lei trouxe, a uma primeira vista, para os beneficiários. No entanto, é importante ressaltar que o marco legal dos planos também teve impactos bastante negativos para as operadoras de saúde, tendo como uma de suas principais consequências, a baixa tração e disponibilidade de planos individuais. Por estarem sujeitos a cumprirem com tantos requisitos, como o ROL das coberturas, ao mesmo tempo em que tem os seus reajustes e cancelamentos limitados, os provedores de planos individuais acabaram sendo colocados em uma situação bastante delicada.

José Seripieri, fundador da Qualicorp, uma administradora de planos de saúde, aprofunda essa análise em seu artigo “O perde-perde da saúde suplementar”, publicado em 2023. Segundo ele, essa lei impossibilita o desenvolvimento dos planos individuais no país, e colocam em risco a solvência das operadoras de saúde, principalmente as pequenas e médias, por três principais fatores.

O primeiro deles, é que, pelo fato de não conseguirem reajustar os preços para beneficiários acima de 59 anos, e serem proibidas de cancelar os planos unilateralmente, as operadoras vêm parando de vender planos individuais. Ao fazer isso, as carteiras de planos individuais já existentes tornam-se extremamente deficitárias, pois elas passam a ser subtarifadas, dado que não há a possibilidade de fazer um reajuste condizente com a realidade do setor, e a carteira de cliente envelhece, sem que haja novos beneficiários, que por sua vez têm sinistros menores. Ou seja, só restaram beneficiários com idade avançada, que, como visto,

possuem uma sinistralidade maior, e que pagam um preço abaixo do necessário para cobrir com os custos, com o adicional de que as operadoras não podem cancelar esses planos.

O segundo ponto é de que, desde 1998, os reajustes que a ANS concede a essas carteiras têm destoado muito da realidade, e, segundo ele, se nada for feito, a situação só deve se agravar. A obrigação de incorporação de novos procedimentos tecnológicos bastante onerosos; a inclusão de medicamentos a custos bastante altos sem o protocolo correto; e a nova lei do rol de procedimentos médicos, que expande muito o nível de cobertura de um plano para níveis imprevisíveis, devem continuar fazendo com que a inflação médica seja muito superior ao reajuste permitido, afetando a rentabilidade e atratividade dos planos individuais.

Por último, Seripieri defende que o setor de saúde tem 4 pilares, sendo eles os planos de saúde, os prestadores médicos, o consumidor e a indústria farmacêutica, com o Estado atuando ora como regulador (ANS) ora como prestador de serviço (SUS). O problema é que com marco dos planos individuais, apenas um desses pilares, as operadoras, acabam sendo reguladas, criando um desequilíbrio nas relações de negociação. Como exemplo simples e ilustrativo, hospitais podem cobrar preços altos por uma série de procedimentos, garantindo sua lucratividade, sabendo que as operadoras de saúde, obrigadas por lei, terão que cobrir todos os custos de um determinado procedimento; ou seja, os outros 3 pilares, ao serem menos regulados, podem usar a regulação para tirar uma vantagem não necessariamente justa contra as operadoras de saúde.

Com isso, mesmo que se possa entrar em uma discussão de quão eficaz e justo é o marco regulatório dos planos individuais, percebe-se a situação complexa em que as operadoras de saúde se encontram. Logo, ao buscar um possível alvo para um investimento, é importante levar em conta quão sujeito uma determinada companhia está a tal regulação, e como ela consegue se defender e se alavancar nesse potencial desequilíbrio.

4.6.3. Reajuste de planos e variação do custo médico hospitalar

Como visto nos itens anteriores, os planos de saúde estão sujeitos a inúmeras normas regulatórias, e constantemente deparam-se com a exigência de cobertura por parte da ANS, ao mesmo tempo em que há uma impossibilidade de reajustar as mensalidades cobradas. Por tal motivo, é fundamental entender qual é a verdadeira dinâmica de reajuste de preços.

De forma geral, existem dois tipos de reajustes que as operadoras de saúde podem exercer nos planos que são comercializados. O primeiro deles é o reajuste anual, que é calculado com base na oscilação dos custos médicos e da inflação no geral. Inclui-se nisso o reajuste por

sinistralidade, que reajusta o plano caso a despesa anual com um determinado beneficiário ultrapasse um determinado percentual de receita do mesmo período (GLOBO, 2023). Em seguida, tem-se o reajuste por faixa etária, que ocorre de acordo com a variação de idade do consumidor. A ANS estipula dez faixas, sendo elas: até 18 anos; de 19 a 23 anos; de 24 a 28 anos; de 29 a 33 anos; de 34 a 38 anos; de 39 a 43 anos; de 44 a 48 anos; de 49 a 53 anos; de 54 a 58 anos; e 59 anos ou mais. Assim, cada vez que o beneficiário muda de faixa, é aplicada um reajuste além do anual. O ponto de atenção, que coincide com o estatuto do idoso, é de que a diferença de valor entre a mensalidade da primeira faixa etária (até 18 anos) e da última faixa etária (acima de 59 anos) não pode passar de 500% para um mesmo plano de saúde.

Anualmente a ANS divulga o reajuste limite para os planos de saúde individuais e familiares, que pode ser aplicado no mês de aniversário (1 ano pós o fechamento do contrato ou último reajuste). Para o cálculo do reajuste, 80% correspondem à variação dos gastos com despesas assistenciais, subtraídos fatores de ganho de eficiência das operadoras e variação da faixa etária, e 20% correspondem ao IPCA sem levar em conta o item plano de saúde (ANS, 2024). A fórmula é a seguinte:

$$\text{xiv) } \textit{Reajuste} = (80\% * (VDA - FGE - VFE)) + (20 * \textit{IPCA Expurgado})$$

Sendo:

VDA: Variação das Despesas Assistenciais

FGE: Fator de Ganhos de Eficiência

VFE: Variação da Receita por Faixa Etária

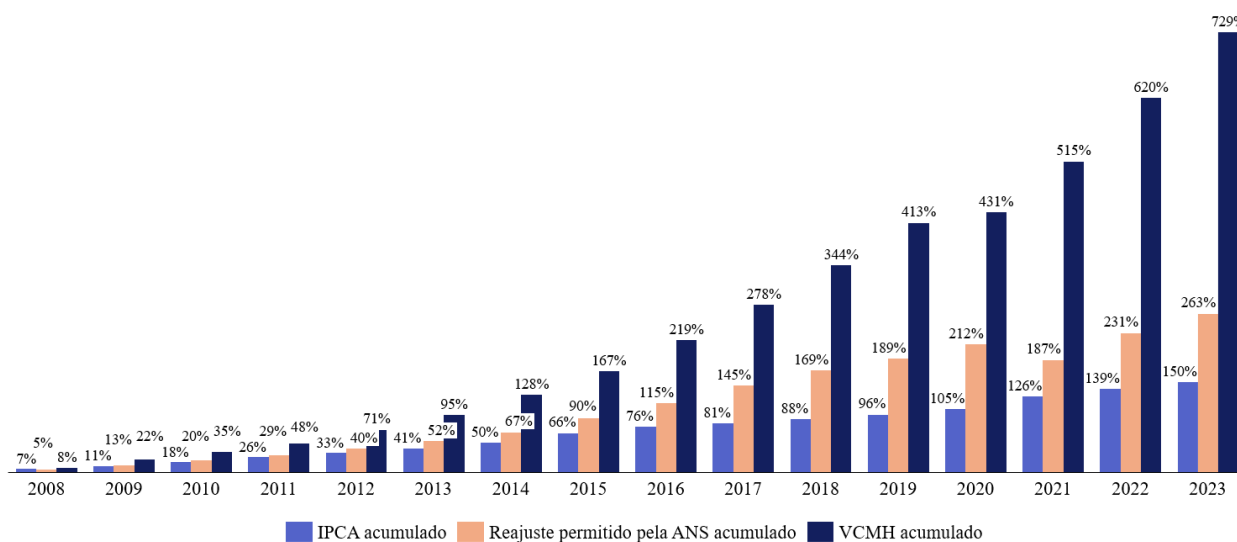
Após o cálculo da VDA dos planos individuais de cada operadora, calcula-se uma VDA única para o mercado, que nada mais é que a média ponderada pelo da VDA de cada operadora pelo seu respectivo número de beneficiários. Assim, tratando-se VDA, a ANS afirma que é um reflexo da variação nos preços dos serviços de saúde, variação na quantidade dos serviços e de saúde, e variação nos tipos de serviços de saúde.

Uma outra métrica importante é a Variação dos Custos Médicos Hospitalares (VCMH), medida pelo Instituto de Estudos de Saúde Suplementar (IESS), que visa atribuir uma visão geral de qual foi a variação real para os custos da saúde suplementar. As operadoras argumentam que a VCMH, também conhecida como inflação médica, é o real indicador da variação dos custos médicos incorridos a elas mesmas. Além de incluir as despesas assistenciais diretas, como o VDA o faz, outros custos relacionados à prestação de serviços de saúde, como

gastos administrativos associados ao tratamento, investimentos em infraestrutura, entre outros, também são incluídos.

Contudo, como vê-se na Figura 30, o reajuste máximo permitido pela ANS, acaba ficando bastante abaixo do VCMH incorrido, criando um problema para as operadoras de saúde, sendo esse um dos principais desafios para a rentabilidade dessas empresas. Dessa forma, conforme uma carteira de planos vai envelhecendo, tendo seu reajuste limitado a um valor abaixo da VCMH, é provável que tal carteira se torne deficitária, a não ser que a operadora consiga controlar seus custos de forma mais eficaz.

Figura 30 – VCMH, reajuste individual permitido pela ANS e IPCA acumulado



Fonte: ANS e IESS; Elaboração própria

Tratando-se de planos coletivos, isto é, corporativos e por afinidade, não existe um limite específico para o reajuste, sendo esse um dos principais motivos pelo qual há mais planos coletivos do que individuais. No entanto, segundo a Cartilha Reajuste (ANS, 2024), assim como nos individuais, a diferença entre a mensalidade cobrada para pessoas da décima faixa etária (superior a 59 anos) não pode ser maior do que 500% da primeira faixa etária (até 18 anos). Além disso, o aumento tem que ser gradual, com a ANS determinando que o aumento da primeira até a sétima faixa, seja igual ao aumento total da sétima à décima. Ademais, outra exigência imposta é de que o reajuste para empresas com menos de 30 vidas deve ser o mesmo para cada beneficiário, e de que as operadoras têm que fazer o mesmo reajuste para todas as suas empresas-cliente que englobem separadamente menos de 30 vidas; contanto que estejam na mesma categoria de plano. Tal exigência tem como racional limitar a exposição das empresas

e beneficiários a riscos de calda, pois, por exemplo, se não houvesse essa regra, caso um beneficiário tivesse uma doença rara e muito séria, incorrendo um alto sinistro para a carteira, o reajuste no ano seguinte seria massivo, prejudicando toda a companhia-cliente. Já contratos com pelo menos 30 pessoas, podem ter o reajuste revisto e negociado, caso a caso com cada beneficiário.

Segundo os Entrevistados, explorados em um dos itens subsequentes, o que guia o reajuste de planos coletivos, é a sinistralidade do período anterior; enquanto nos individuais as operadoras sempre reajustam o máximo permitido. Por último, outro fator importante, é de que após o término do contrato, as operadoras podem optar por não renovar unilateralmente, isto é, contra a vontade do beneficiário, algo que não é possível nos planos individuais.

Por mais que não haja um teto para o reajuste, a ANS cobra transparência das operadoras na hora de divulgar os reajustes. Sendo assim, para garantir uma maior previsibilidade dos reajustes, muitas operadoras ao fechar o contrato com alguma empresa estabelecem um limite técnico de sinistralidade. Esse limite nada mais é do que a sinistralidade máxima que tal carteira de beneficiários pode incorrer, sem que haja um reajuste adicional por causa da sinistralidade; tal limite tende a variar entre 70% e 75%. Sendo assim, no caso de uma empresa cliente com limite técnico de 70% e com sinistralidade no período de 80%, considerando uma VCMH de 15%, o reajuste seria dado pela seguinte equação:

$$\text{xv) } \textit{Reajuste} = \left(\left(1 + \frac{80\% - 70\%}{70\%} \right) * (1 + 15\%) \right) - 1$$

Com isso em mente, tem-se os dados da Tabela 7 e Tabela 8, que representam, respectivamente, o reajuste médio anual ponderado e quantas vezes a VCMH o reajuste médio representou, para planos coletivos, de acordo com o tamanho da carteira de beneficiários. Percebe-se que muito raramente as operadoras conseguem repassar a VCMH sem perder clientes, o que potencialmente indica que para muitas delas as carteiras estão ficando menos rentáveis à medida que os custos aumentam em uma proporção maior do que as receitas. Além disso, nota-se como as operadoras foram mais agressivas em 2020 e 2021, época no qual o custo de capital estava baixo nos seus reajustes; priorizando, assim, o ganho de beneficiários em vez de preservação da sinistralidade. Provavelmente, esse foi um dos principais motivos pela deterioração da rentabilidade das operadoras nos anos subsequentes, que, para recuperar o que foi perdido, tiveram que aumentar expressivamente os reajustes em 2022 e 2023.

Tabela 7 – Reajuste médio para planos coletivos, conforme o tamanho da carteira

Número de Vidas	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
< 30	16,56%	16,69%	14,93%	13,21%	11,01%	8,79%	13,64%	17,87%
30 - 250	14,97%	13,55%	11,65%	10,16%	7,61%	6,93%	11,25%	13,52%
250 - 999	13,94%	12,66%	10,73%	8,86%	6,23%	5,95%	10,15%	12,30%
1000-4999	14,16%	12,42%	10,57%	8,50%	6,01%	5,62%	10,20%	12,50%
> 5000	17,10%	13,57%	10,59%	8,38%	6,12%	4,96%	10,00%	12,00%
Total	15,48%	13,83%	11,71%	9,88%	7,50%	6,54%	11,23%	14,11%

Fonte: ANS; Elaboração própria

Tabela 8 – Representação do reajuste em função da VCMH, para planos coletivos conforme o tamanho da carteira

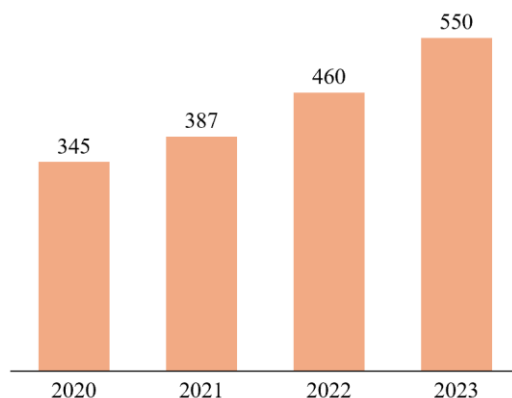
Número de Vidas	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
< 30	0,8x	1,0x	0,9x	0,9x	-5,8x	0,4x	0,9x	1,2x
30 - 250	0,7x	0,8x	0,7x	0,7x	-4,0x	0,3x	0,8x	0,9x
250 - 999	0,7x	0,8x	0,6x	0,6x	-3,3x	0,2x	0,7x	0,8x
1000-4999	0,7x	0,8x	0,6x	0,6x	-3,2x	0,2x	0,7x	0,8x
> 5000	0,8x	0,8x	0,6x	0,6x	-3,2x	0,2x	0,7x	0,8x
Total	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	-3,9x	0,3x	0,8x	0,9x

Fonte: ANS; Elaboração própria

4.6.4. Judicialização da saúde suplementar

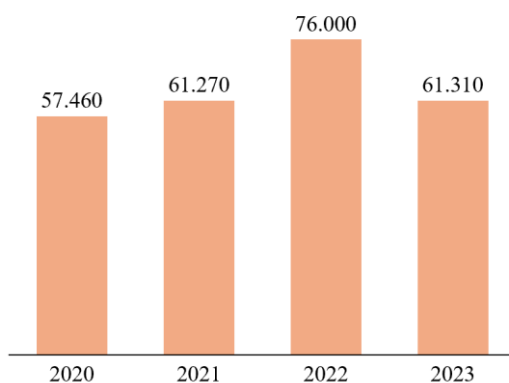
A judicialização também é um tema bastante latente no que diz respeito ao setor de saúde suplementar. Ela refere-se ao crescente número de casos em que usuários de planos de saúde ou do SUS recorrem ao sistema judiciário para resolver conflitos ou garantir direitos relacionados à cobertura e aos serviços de saúde. Tais conflitos surgem geralmente quando há um desentendimento sobre o limite da cobertura de certos procedimentos e medicamentos, envolvendo disputas de se o sistema público de saúde ou o convênio médico devem ou não cobrir tal procedimento que está fora do ROL da ANS, ou discussões acerca dos reajustes de planos. A Figura 31 representa o número ações distribuídas no judiciário referentes à saúde pública e privada, e a Figura 32 o número de novos processos contra planos de saúde. Percebe-se como, principalmente no que diz respeito ao número de ações ligadas à saúde, o número tem crescido constantemente, o que indica alguma fricção crescente entre todos os participantes.

Figura 31 – Número de ações distribuídas no judiciário referentes à saúde pública e privada, em milhares



Fonte: Conselho Nacional de Justiça; Elaboração própria

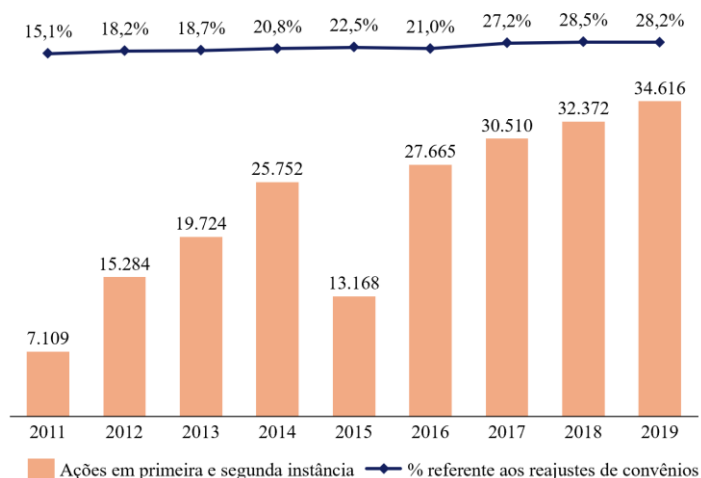
Figura 32 – Novos processos contra planos de saúde



Fonte: Estatísticas processuais de Direito à saúde; Elaboração própria

Para se ter uma visão maior sobre a evolução do número de casos, analisou-se o número de ações contra planos de saúde sendo julgadas em primeira e segunda instância no TJSP, o principal tribunal no que tange à saúde suplementar, retratados na Figura 33.

Figura 33 – Ações em primeira e segunda instância contra planos de saúde no TJSP



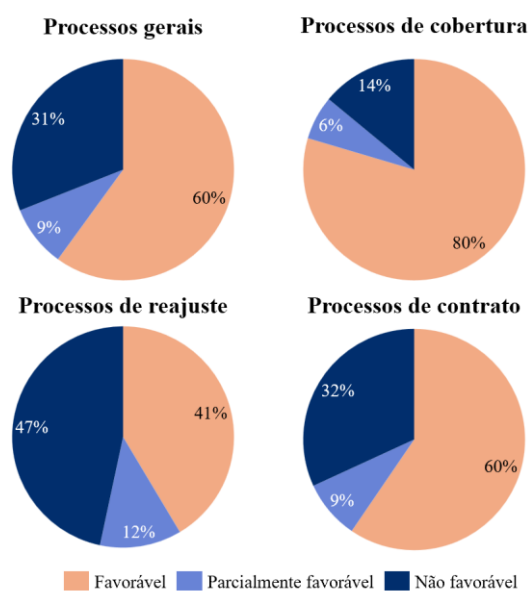
Fonte: FMUSP; Elaboração própria

O crescimento no número de ações do sistema de saúde geral, assim como o número de processos contra planos de saúde, já chama atenção por si só, crescendo a taxas superiores ao número de novos beneficiários por ano. Como defendido por Gustavo Ribeiro, presidente da Associação Brasileira de Planos de Saúde, em uma entrevista em abril de 2024 para o quadro do Brazil Journal “*Roundtable* a saúde nos tribunais: acesso x sustentabilidade financeira”, tal crescimento já indica nitidamente a existência de falhas no sistema de saúde brasileiro, uma vez que os conflitos entre as partes deveriam diminuir e não aumentar; o que ainda tem causado uma sobrecarga no judiciário brasileiro.

Ribeiro ainda defende que não é possível generalizar que somente os planos de saúde estão errados e os beneficiários certos, e vice-versa. No entanto, ele chama atenção para o fato de que além das operadoras já serem submetidas a uma rígida e pesada carga regulatória, ainda passam a ter que lidar com o fato de que os contratos das apólices têm perdido seu valor legal. O exemplo dado é o de beneficiários que contratam um plano com uma determinada carência, mas incorrem um sinistro antes de tal período. A operadora, baseando-se no contrato, recusa-se a fazer o reembolso, e ignorando o que foi acordado no contrato, o beneficiário leva tal ação ao judiciário, incorrendo despesas jurídicas extras para as seguradoras, como também possivelmente incorrendo em um sinistro que não estava provisionado pela operadora. Como visto na Figura 33, algo entre 15-30% das ações sendo julgadas referem-se aos beneficiários se opondo ao reajuste oferecido pela operadora; o restante consta principalmente de questões de cobertura de serviços, o que, na prática, se a decisão for favorável para o beneficiário, irá incorrer em custos extras para a operadora que não foram inicialmente considerados.

O relatório “A judicialização da saúde suplementar, 2023”, publicado pela FGV estudou processos julgados em primeira e segunda instância entre 2018 e 2021. O principal objetivo foi entender o tema de judicialização e se a decisão foi favorável, parcialmente favorável, ou desfavorável para o beneficiário contra a operadora. Percebeu-se que existem três principais temas para a judicialização: 1) reajuste; 2) negativa de cobertura; 3) contrato, que diz respeito a manutenção ou não do contrato. Os resultados, demonstrados na Figura 34, evidenciam como as decisões têm sempre tendido a serem favoráveis aos beneficiários, principalmente no que se diz respeito à cobertura.

Figura 34 – Decisões em primeira e segunda instância para o beneficiário



Fonte: FGV; Elaboração própria

Sendo assim, com o crescimento do número de processos referentes à saúde suplementar, e com a maioria das decisões tendendo em prol dos beneficiários contra os planos de saúde, é provável que a situação financeira das operadoras continue se agravando. Por mais que a saúde seja um bem de extrema importância, é importante tomar cuidado para que as operadoras consigam se manter financeiramente viáveis, pois, caso contrário, elas deixarão de existir e o prejuízo será generalizado. Somente em 2023, as operadoras gastaram R\$ 5 bilhões com tratamentos e disputas contratuais depois que beneficiários ganharam ações na Justiça (ABPS). Para cobrir tais custos, as operadoras têm que incorrer em maiores reajustes nos planos coletivos, causando um maior estresse no sistema como um todo e criando uma espiral negativa

que tem sido prejudicial a todos, aumentando os custos da saúde privada e agravando a situação financeira das operadoras.

4.7. Entrevistas com especialistas

Como na indústria de *private equity* muitas vezes é necessário tomar decisões complexas, em um curto espaço de tempo, e que exigem um amplo conhecimento de um determinado setor e empresa, uma técnica bastante utilizada é a de entrevistas com pessoas imersas naquele determinado segmento da economia. No geral, os entrevistados possuem ampla experiência na área, tendo adquirido conhecimentos que não são possíveis de serem adquiridos via simples pesquisas. Por isso, com o intuito de aumentar o entendimento do setor de saúde, buscou-se entrevistar uma série de executivos e empregados, para se ter uma visão interna do setor. Por fins de confidencialidade, e para deixar os entrevistados mais confortáveis, seus respectivos nomes foram anonimizados.

Tabela 9 – Relação de especialistas entrevistados

Entrevistado	Cargo do Entrevistado	Empresa	Setor da Empresa	# funcionários
Entrevistado 1	Diretor Presidente	Empresa 1	Grupo hospitalar	+30.000
Entrevistado 2	Gerente medicina nuclear	Empresa 2	Laboratórios	+20.000
Entrevistado 3	Gerente de operações	Empresa 3	Distribuidor de materiais médicos	+6.000
Entrevistado 4	Gerente de vendas	Empresa 4	Operadora de saúde	+5.000
Entrevistado 5	Ex-membro do conselho	Empresa 5	Administradora de planos de saúde	+1.900
Entrevistado 6	Médico	Empresa 6	Grupo hospitalar	+1.700
Entrevistado 7	Gerente de operações	Empresa 7	Operadora de saúde	+4.000
Entrevistado 8	Ex-Diretor Executivo	Empresa 8	Operadora verticalizada	+60.000
Entrevistado 9	Ex-Diretor Hospitais	Empresa 9	Conglomerado de saúde	+30.000
Entrevistado 10	Ex-Diretor Planos de saúde	Empresa 9	Conglomerado de saúde	+30.000
Entrevistado 11	Investidor em <i>healthtechs</i>	Empresa 10	Fundo de Venture Capital	+10
Entrevistado 12	Advogada especializada em saúde suplementar	Empresa 11	Escritório de advocacia	+1.500

Fonte: Elaboração própria

Em relação ao Entrevistado 1, o principal aprendizado foi de que a negociação dos hospitais com as operadoras é sempre muito regional, e está diariamente sendo disputada. É preciso estar acompanhando as negociações integralmente, e qualquer sinal de fraqueza pode ser fatal. O exemplo citado foi o de que, com o aumento da taxa de juros e o esforço dos grupos hospitalares de adquirir novos hospitais, muito dessas empresas acabaram ficando endividadas, no limite dos *covenant*, que regulam a alavancagem (geralmente medida como a razão entre a dívida líquida atual e o EBITDA dos últimos 12 meses). As operadoras de saúde, então, têm buscado se alavancar nesse fato, pois, caso o hospital decida descredenciar alguma delas, por qualquer que seja o motivo, o EBITDA de curto prazo será afetado e pode fazer com que o limite do *covenant* seja excedido, comprometendo a solvência do grupo hospitalar. Com isso, momentaneamente, contra os grupos mais endividados, as operadoras de saúde acabam tendo uma eventual vantagem negocial. Ele chamou a atenção para o fato de que nada impede que um mesmo exame tenha preços diferentes em diferentes hospitais, e o mesmo hospital ofereça diferentes preços por um mesmo exame, dependendo de quem for a fonte pagadora. Sendo assim, a negociação é tão intensa, que funcionários de ambas as partes, do hospital e da operadora de saúde, costumam negociar o valor de cada exame, dos inúmeros existentes, um por um.

Já o Entrevistado 2, que cuida do departamento de medicina nuclear de um grupo de laboratórios, explorou principalmente a questão da dependência dos hospitais e laboratórios em relação a alguns fornecedores específicos. No caso da medicina nuclear, dois principais insumos são geralmente necessários: *cold kits*, que são proteínas de afinidade, e o radioisótopo, uma molécula radioativa que é usada no exame diagnóstico ou na terapia em questão. No Brasil, por exemplo, existem somente dois fornecedores do radiofármaco FDG-¹⁸F, ambos com fins lucrativos. Dada essa dinâmica de baixa competição, o Entrevistado mencionou que essas duas empresas conseguem vender a mercadoria por um preço 5 vezes superior ao preço que o fármaco era comercializado quando o monopólio era estatal, auferindo uma margem de lucro bastante atrativa. Percebe-se assim, como no setor, dependendo do insumo, por mais que os grupos hospitalares e laboratoriais possam ter escala, o fornecedor pode ter um grande poder de negociação dependendo da sua especificidade.

O Entrevistado 3, por sua vez, fez justamente a contrapartida do que foi dito pelo Entrevistado 2. O gerente de operações da Empresa 3, uma companhia que faz a distribuição de materiais médicos, como luvas, máscaras, seringas, dentro outros, pontuou como a comoditização do produto, isto é, a baixa diferenciação e baixa especificidade, acaba sendo uma

fragilidade para essas empresas. Segundo ele, grupos hospitalares e laboratoriais com uma maior escala, acabam tendo um grande poder de barganha contra esses fornecedores. Por tratar-se de um mercado fragmentado e com baixa diferenciação, os hospitais têm uma ampla base de distribuidores dos quais podem escolher comprar, lançando processos competitivos que costumam auferir preços mais vantajosos. Por tal motivo, a principal tese dos distribuidores, é de fazer um movimento de consolidação para aumentar o poder de negociação com os produtores dos insumos, conseguindo melhores preços de compra, e não melhores preços de venda. Dado a dependência dessas empresas em poucos grupos hospitalares, ele entende que dificilmente esse atrito será solucionado, e, portanto, os distribuidores devem buscar outros caminhos para o aumento de margem.

Mudando o foco, o Entrevistado 4 abordou aspectos relacionados à venda de planos de saúde. Seu principal ponto foi a de que entre as maiores operadoras de saúde, para uma mesma região e faixa de preço, a cobertura de exames (dada a existência do ROL) e de rede credenciada pouco varia, salvo algumas exceções. Com isso, o principal diferencial e fator decisório, de longe, em suas palavras, é o prêmio cobrado. Uma vez fixado um contrato anual, pelas condições de cancelamento e pela dinâmica anual de reajuste, dificilmente um cliente cancela o plano ao longo de sua duração. No entanto, no período de renovação o custo de troca é baixíssimo, com os beneficiários sendo pouco resistentes à mudança para outro operador; sendo o preço ofertado fundamental para renovar com o beneficiário. A única ressalva que existe, é de que, segundo ele, existe uma certa apreensão de alguns beneficiários para contratar um plano de uma operadora com pouco renome, com medo de não ter seus direitos garantidos. Tratando-se de planos coletivos, segundo ele, os reajustes são sempre com base na sinistralidade do ano anterior e negociados caso a caso, beneficiário por beneficiário, com o administrador do plano ou departamento de recursos humanos. Por último, também foi abordado a dificuldade de se trabalhar no modelo de *fee for service*, no qual o hospital cobra da operadora pelo serviço executado. Nesse modelo há um grande desalinhamento de interesses, pois, quanto mais exames o hospital pedir ao paciente, mais ele vai lucrar, e como quem paga pelo procedimento é a operadora, e não o paciente, o beneficiário não costuma hesitar ao fazer um exame potencialmente desnecessário. Com isso, as operadoras acabam ficando expostas a práticas, de certa forma, fraudulentas, e, em troca, aumentam a glosa hospitalar.

O Entrevistado 5, ex-membro do conselho de administração de uma administradora de planos de saúde, reforçou a ideia de que o preço é o fator determinante na escolha do plano. Segundo ele, pelo fato de o serviço de saúde pública não atender o nível de qualidade desejado pela população, e pela saúde suplementar privada ser bastante cara proporcionalmente à renda

das famílias brasileiras, as operadoras têm pouco espaço para aumentar preços, ao mesmo tempo em que as famílias também acabam sendo bastante sensíveis ao preço, por já comumente estar no limite do orçamento. É justamente por esse motivo que as próprias administradoras de planos de saúde existem, para reunir um grupo de possíveis beneficiários, e, ao juntá-los em um único grupo, aumentar o poder de negociação contra as operadoras; optando quase sempre pelo plano mais barato.

O médico que corresponde pelo Entrevistado 6, confirmou o desalinhamento de interesse existente no setor. Segundo ele, muitas vezes, a indicação do hospital para o próprio médico é receitar um exame ou um medicamento, mesmo que potencialmente não seja necessário. O argumento é de que saúde é um direito universal, e de que não se deve poupar recursos com o paciente, além de ajudar a proteger tanto o médico quanto o hospital de possíveis passivos no caso de complicações de saúde que o paciente venha a ter. No entanto, o que está disfarçado neste argumento, é de que, usualmente, quanto mais exames e mais medicamentos forem receitados, maior será a própria receita do hospital. Na mesma linha, quando o paciente não é o responsável pela fatura final, dificilmente ele vai ser contra a realização do exame; no caso de medicamentos é mais comum alguma discussão sobre a verdadeira necessidade, nas palavras do Entrevistado 6. Com isso, as operadoras acabam sendo prejudicadas, pois são forçadas a cumprir com sua obrigação contratual, cobrindo sinistros possivelmente desnecessários.

O Entrevistado 7, gerente de operações de uma operadora de saúde estabeleceu dois principais pontos. O primeiro consistiu em reforçar a ideia de que a comercialização de planos individuais está cada vez mais insustentável, com as carteiras tornando-se constantemente deficitárias conforme vão envelhecendo. Para cobrir esse déficit, as operadoras precisam acelerar a venda de planos individuais, o que os força a aceitar prêmios mais baixos. Assim, segundo ele, percebe-se como existe uma espécie de pedalada, na qual vendem-se planos individuais mais novos para pagar os mais antigos; o que resolve o problema de curto prazo, mas vai aumentando a gravidade do longo prazo, com o acúmulo de carteiras que estão cada vez mais deficitárias e que exigem a venda de ainda mais planos. A prova disso, segundo o Entrevistado 7, é o número de operadoras de saúde que vem caindo, muito estimulado pela falência de seguradoras que se tornaram insolventes. O seu segundo ponto foi o de reforçar o desalinhamento de interesse no setor, criando grandes dificuldades para as operadoras controlarem seus níveis de sinistralidade. Na situação de alavancagem em que muitos hospitais se encontram, segundo ele, essas entidades têm explorado ainda mais o modelo de *fee for service*, aumentando sua receita, e impactando negativamente o resultado dos convênios

médicos. Para se proteger, as operadoras têm (i) buscado renegociar e ameaçar o descredenciamento de determinados grupos; (ii) apostado em estratégias de verticalização, mantendo os serviços médicos dentro do seu próprio ecossistema; (iii) investido em equipes de monitoramento de carteiras, para identificar beneficiários que estejam com uma sinistralidade mais alta do que é o necessário.

O Entrevistado 8 reforçou o desalinhamento de interesses do setor, e a vantagem das operadoras verticalizadas, isto é, aquelas que oferecem serviços aos beneficiários por meio de hospitais e clínicas próprias, no controle da sinistralidade. Segundo ele, não se trata necessariamente de grupos hospitalares tentando se sobressair contra as operadoras, mas de quem é beneficiado com o corte de custo. Por não pagarem a conta final, os hospitais não são proativos na busca por redução de custos, e o mesmo se aplica ao beneficiário no caso de uma apólice sem coparticipação; tornando mais difícil o controle de sinistros. Por isso, o modelo verticalizado, de acordo com o Entrevistado 8, faz total sentido, uma vez que a companhia verticalizada passa a estar alinhada tanto no sentido de oferecer um bom serviço ao paciente, para que possa mantê-lo como cliente do seu hospital, como também de controlar os custos incorridos para a operadora. Além do mais, ele citou a vantagem na rapidez com que certos procedimentos são aprovados, no caso de algumas cirurgias específicas, por exemplo, dado que tanto a operadora quanto o hospital operam sobre um mesmo sistema. Por último, com esse modelo verticalizado, dado o maior controle de custo, essas operadoras verticalizadas conseguem oferecer planos de saúde com tíquetes médios menores, sendo mais acessíveis, ao mesmo tempo em que mantém uma sinistralidade baixa.

Em relação ao Entrevistado 9, ex-diretor de hospitais de um grande conglomerado de saúde, que embute hospitais, planos de saúde e clínicas assistenciais, seu principal ponto foi da importância de estar ativamente negociando com as fontes pagadoras, e de saber alavancar-se no poder regional de cada ativo para as negociações. Além disso, defendeu que por mais que profissionais do setor indiquem um potencial desalinhamento de interesse, no caso disso se concretizar, as operadoras de saúde poderiam simplesmente descredenciar o hospital; e que isso, inclusive, é um dos grandes focos da Empresa 9. Adicionalmente, mencionou que quando o hospital é o único disponível na região, geralmente é possível ter grande vantagem comercial com as operadoras.

O Entrevistado 10 era um ex-diretor, também da Empresa 9, mas focado no oferecimento de planos de saúde, não necessariamente verticalizados. Sua principal ressalva é da importância de monitorar constantemente a carteira de beneficiários, para certificar-se de que não está havendo fraudes e sinistros incorridos injustamente. Segundo ele, o mercado de

convênios médicos no Brasil ainda é marcado por muitas fraudes, com beneficiários, hospitais e pseudo-hospitais, empresas fantasmas que se passam por hospitais, incorrendo sinistros às operadoras que na realidade não aconteceram. Além disso, mencionou a dificuldade pelo qual o setor inteiro tem passado em controlar os sinistros, principalmente o de planos individuais, com inúmeras carteiras estando deficitárias. Ademais, mencionou como o modelo verticalizado faz sentido do ponto de vista das operadoras, mas que costuma trazer uma falta de flexibilidade para o beneficiário, que fica restrito a uma rede de operadoras próprias. Por isso, segundo ele, para beneficiários com maior poder aquisitivo, o plano verticalizado muitas vezes não é atrativo.

O Entrevistado 11 abordou sua experiência como investidor em *startups* focadas no setor de saúde. Segundo ele, o principal diferencial versus outros segmentos, é de que, por se estar lidando com a saúde e vida de pessoas, algo bastante sério e regulado, a lógica que inúmeras *startups* bem-sucedidas usam, de quebrar as regras e se mover rápido, não se concretiza no segmento. Por isso, o crescimento dessas empresas tende a ser mais lento por questões de licenças regulatórias, adoção da população que costuma ser mais desconfiada, e, principalmente no caso de operadoras, limitações do capital necessário para expandir as operações. Mesmo assim, dada a situação delicada que o setor de saúde suplementar no Brasil se encontra, com um desejo forte da população de ter acesso aos serviços privados, ao mesmo tempo em que os preços são expressivos e inúmeras empresas estão com complicações financeiras, inúmeros empreendedores têm se arriscado a buscar soluções inovadoras que combatam essas dores, tendo em vista o tamanho e potencial do setor como um todo.

Por último, a Entrevistada 12, uma sócia de um renomado escritório de advocacia, especializada na área de saúde suplementar, deixou claro como as operadoras de saúde têm sido prejudicadas pela extensa judicialização do setor. Segundo ela, os juízes do STJ já têm tomado decisões mais pró-operadoras, compreendendo a situação delicada em que elas se encontram. No entanto, o desafio na primeira instância continua, com a maioria das decisões sendo pró-beneficiário. Por isso, inúmeras ações visando a educação desses juízes de primeira instância têm sido tomadas. Outro ponto importante mencionado, é de que em 2022 o ROL da ANS voltou a ser exemplificativo, em vez de taxativo, o que abre mais espaço para que beneficiários cobrem a cobertura, por parte da operadora, de procedimentos extremamente caros e que não estão previstos no ROL. No geral, segundo a Entrevistada 12, trata-se de uma pauta bastante impopular, por estar lidando-se com a saúde de seres humanos; mesmo assim, ações são necessárias para que o setor não siga o caminho da insustentabilidade.

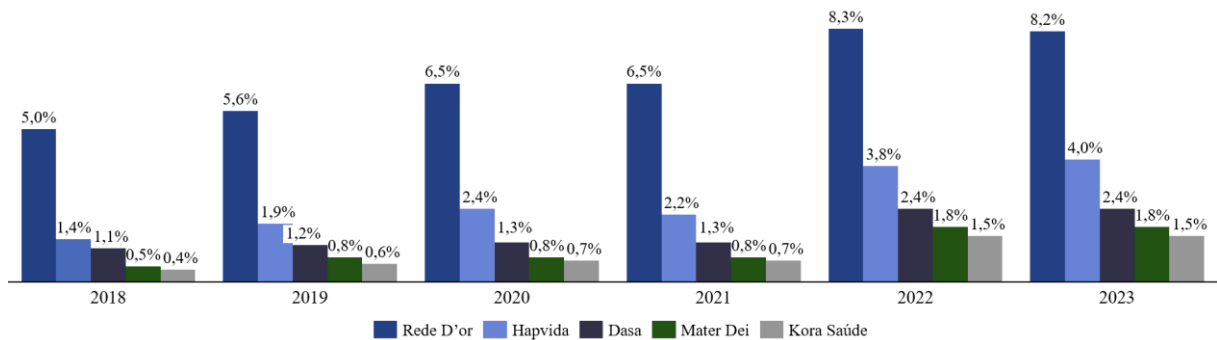
5. Análise

5.1. Análise Competitiva

Seguindo a teoria de Bruce Greenwald e Judd Kahn, de que mercados nos quais os competidores conseguem manter participação de mercado constante ou crescente, com retornos acima do capital investido, são protegidos por barreiras de entrada, buscou-se entender se o mercado de hospitais e operadoras de saúde está ou não protegido por barreiras de entrada. Em seguida, as 5 forças de Michael Porter foram aplicadas para os dois setores em questão, buscando encontrar os principais pontos de fragilidade das companhias analisadas.

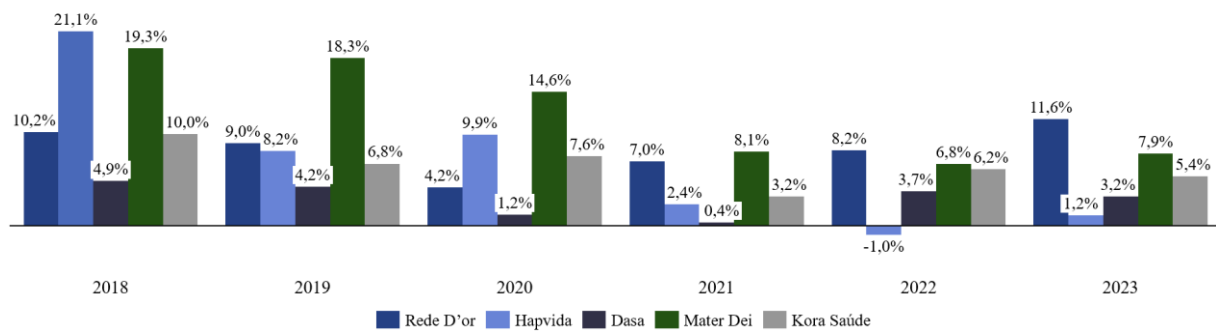
Do ponto de vista do segmento de hospitais, é perceptível como a participação de mercado das companhias listadas, cujos dados são públicos, manteve-se estável ou cresceu. Grande parte disso deve-se ao fato de que essas companhias conseguiram acessar o mercado de capitais nos anos mais recentes (B3, 2024) e utilizar os recursos captados para comprar hospitais e consolidar o setor. No entanto, o que chama atenção é o retorno sobre o capital investido que, em uma comparação a partir de 2018, vem caindo para a maioria dessas companhias. É possível de se argumentar que as companhias tiveram retornos piores nos últimos anos (i) pela pandemia e (ii) pelo fato de estarem integrando todos os hospitais recentemente adquiridos, como pode ser visto no portal de Relações com Investidores das próprias empresas. Além disso, nos anos de 2018 e 2019, que estão livres de efeitos de integração e COVID-19, a taxa SELIC, usada para o cálculo do custo de capital, oscilou entre 4,50% e 6,75% (BACEN, 2024), sendo bastante inferior ao ROIC entregue pela maior parte das empresas analisadas. Com isso, dado a participação de mercado crescente, e o retorno sobre o capital investido acima do custo de capital nos anos pré-pandemia, acredita-se que possivelmente os hospitais possam se beneficiar de barreiras de entrada. Porém, reconhece-se também que, para uma análise mais certa, seriam necessárias mais empresas com dados públicos e com uma série histórica mais longa.

Figura 35 – Participação de mercado dos grupos hospitalares listados com base em leitos privados



Fonte: Portal de relações com investidores das companhias; Elaboração própria

Figura 36 – ROIC dos grupos hospitalares listados



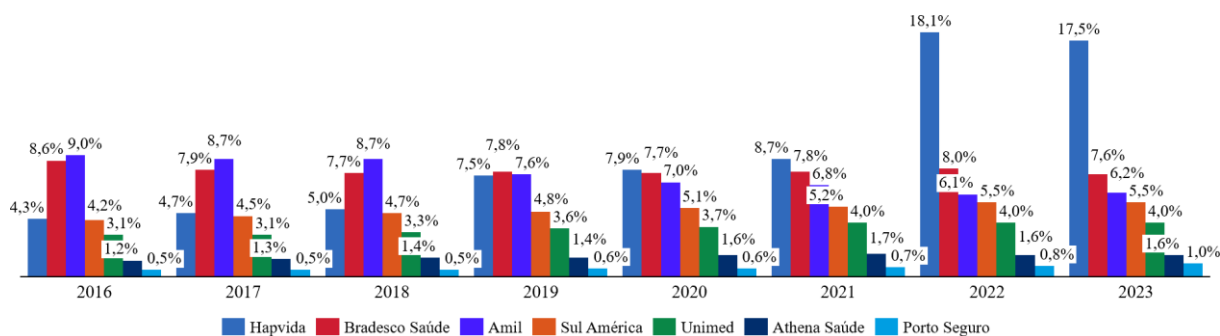
Fonte: Capital IQ; Elaboração própria

Do ponto de vista das operadoras de saúde, a única diferença é que se calculou o ROE em vez do ROIC, uma vez que é importante considerar o resultado financeiro, pois ele é parte importante do modelo de negócios. Olhando-se somente para a participação de mercado das principais operadoras a partir de 2016, percebe-se como ela mantém-se estável ou cresce para a maioria das operadoras. Em um intervalo de 8 anos, a maior perda de participação foi de 2,8%, enquanto o maior ganho foi de 13,2%. Diferentemente do que ocorreu com os hospitais, segundo dados da B3 (2024), as operadoras de saúde não se beneficiaram de um amplo acesso ao mercado de capitais para concluírem inúmeras aquisições, levando a crer que a maior parte do ganho de participação foi orgânico. Ou seja, a uma primeira vista, parece haver sinais de que os líderes do setor estão conseguindo, aos poucos, capturar beneficiários de seus concorrentes ou, pelo menos, não perder beneficiários para os concorrentes.

Em relação ao ROE das operadoras, primeiro percebe-se como a pandemia distorceu significativamente os resultados das companhias, possibilitando margens maiores em 2020,

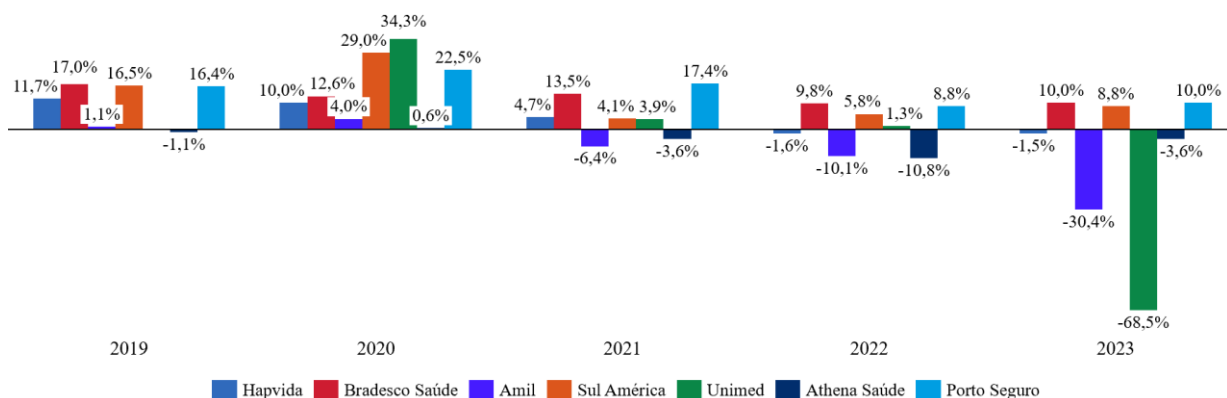
quando os beneficiários evitaram ao máximo frequentar hospitais, o que diminuiu o sinistro, e margens piores em 2022 quando toda a demanda reprimida passou a utilizar os serviços médicos (FORBES, 2022). No entanto, em 2019, pré pandemia, a maioria das operadoras analisadas conseguiram entregar um retorno acima do custo de capital esperado, algo que, somado à manutenção da participação de mercado, pode evidenciar a existência de barreiras de entrada. Apesar disso, também é claro que a partir de 2021 há uma piora expressiva, e que se manteve inclusive em 2023, um ano em que a situação já deveria estar normalizada. Assim, tem-se a preocupação de que a crescente judicialização, os reajustes abaixo do necessário e a inclusão de novos procedimentos no ROL estejam causando uma mudança estrutural no setor, que, se concretizada, deve fazer com que as empresas passem a entregar retornos significativamente abaixo do histórico, diminuindo a atratividade de tais companhias. Em suma, na concorrência entre as operadoras parece haver indícios de barreiras de entrada, mas o setor como um todo parece estar sob novos riscos, principalmente dadas dinâmicas regulatórias, o que aumenta o risco para as operadoras no geral.

Figura 37 – Participação de mercado das principais operadoras de planos de saúde



Fonte: ANS; Elaboração própria

Figura 38 – ROE das principais operadoras de planos de saúde



Fonte: Capital IQ; Elaboração própria

5.1.1. As 5 forças competitivas no mercado de hospitais:

Primeiro, para analisar a atratividade de um possível investimento em uma determinada empresa do segmento hospitalar, aplicou-se as 5 forças de Michael Porter, para assim entender quão favoráveis estão as chances para os entrantes e quão seguros estão os incumbentes. Foi atribuída uma intensidade classificada em baixa, moderada e alta para cada uma das forças.

Em relação à força de produtos substitutos, é difícil argumentar que exista algum produto substituto para os hospitais. A prova disso é de que o primeiro hospital a existir no Brasil, a Santa Casa da Misericórdia, fundado em novembro de 1543, ainda existe (SANDERS MEDICAL, 2021). Por mais que as tecnologias usadas pelos hospitais estejam constantemente sendo melhoradas, exigindo que os hospitais se modernizem, não há nenhum indício de que a existência ou demanda por hospitais esteja sendo ameaçada. O pesquisador Eric Topol (2020), ainda rebate os argumentos contra a telemedicina. Na sua visão, a telemedicina é extremamente benéfica para a população, quando usada corretamente, e funciona como um apoio para o hospital e não como um substituto. Inclusive, segundo ele, a telemedicina pode ajudar hospitais a lidarem com problemas de lotação e de controle de epidemias. Independentemente do acesso à telemedicina, os pacientes vão continuar necessitando da infraestrutura provida pelos hospitais.

Já quanto aos novos concorrentes, pela forte fiscalização da ANVISA e de órgãos municipais e estaduais, além do capital necessário para construir a infraestrutura necessária, considera-se que é uma força moderada. Por mais que é improvável que surja uma nova empresa visando construir uma série de novos hospitais, a possibilidade de haver algum novo consolidador no setor não pode ser descartado. No passado, empresas listadas como Rede D'Or

e Kora Saúde, foram patrocinadas por entidades financeiras para executar uma estratégia de consolidação no setor, comprando uma série de hospitais já existentes e ganhando escala. Nesse caso, o único requisito seria ter capital suficiente para concluir tais aquisições. No entanto, dado que nas principais praças, isto é, nas regiões onde há maior densidade de pacientes por hospital, o movimento já foi liderado por certas empresas, a chance de algum novo entrante conseguir encontrar e comprar hospitais a preços justos diminui. Com isso, há sim uma probabilidade de surgirem novos concorrentes; todavia, eles devem focar na consolidação de praças menos atrativas, tratando-se, portanto, de um menor risco para os atuais incumbentes.

O poder de barganha com os fornecedores, quando considerados como fornecedores os provedores de insumos médicos como medicamentos, materiais clínicos (luvas, agulhas, máscaras etc.) e equipamentos diagnósticos e cirúrgicos, varia caso a caso. Geralmente, dadas as entrevistas feitas, percebe-se como o poder de barganha do fornecedor aumenta conforme há uma maior especificidade do insumo requerido, assim como uma menor quantidade de fornecedores dispostos a prover tal insumo. No caso, por exemplo, do FDG-¹⁸F, radiofármaco utilizado na medicina nuclear, o poder dos fornecedores acaba sendo muito alto pois somente duas entidades têm permissão para fornecimento no Brasil. Já em relação aos materiais médicos como luvas e máscaras, os hospitais têm uma flexibilidade muito maior na hora de escolher tanto o fornecedor, quanto o modelo e marca do material, dando-lhes um poder de negociação muito maior com seus fornecedores. Ademais, as entrevistas também deixaram claro como quanto maior o grupo hospitalar, maior costuma ser a vantagem contra os seus fornecedores, permitindo preços melhores, que se refletem em margens melhores.

O poder de barganha dos compradores varia conforme o comprador e conforme o grupo hospitalar. Um paciente que paga particular, isto é, que não têm um plano de saúde por detrás, dificilmente acaba tendo poder de negociar com hospitais, e é forçado a aceitar o preço que lhe é exigido ou migrar para um hospital focado em classes sociais mais baixas. No entanto, o crucial é analisar o poder de barganha dos hospitais contra os convênios médicos, que, como demonstrado, são as principais fontes pagadores do sistema de saúde suplementar. Essa dinâmica, além de depender de cada grupo hospitalar com cada convênio, é também bastante regional.

Um convênio nacional com larga escala provavelmente será forçado a aceitar preços mais abusivos em uma cidade do interior que conta somente com um hospital; pois, caso não aceite, também não conseguirá oferecer seus serviços para os moradores da cidade pela falta de uma rede credenciada. Da mesma forma, no caso de existirem inúmeros hospitais dentro de uma mesma cidade, é provável que o poder de barganha tenda mais às fontes pagadoras, que

poderão jogar um grupo hospitalar contra o outro, optando por credenciarem-se ao que oferecer o melhor preço. Como também é de se esperar, como comprovado pelas entrevistas, quanto maior a escala dos grupos hospitalares ou dos convênios médicos maiores a vantagem na negociação. Apesar de ser um jogo bastante regional, as operadoras de saúde com escala nacional podem usar os inúmeros estados em que estão presentes para trazer fluxo para certos grupos hospitalares mediante a preços mais favoráveis. Em contrapartida, grupos hospitalares com abrangência nacional, podem exigir preços mais elevados dado a ampla base de hospitais que possuem, ameaçando a qualidade do serviço das operadoras. Ressalta-se como essas negociações ocorrem ininterruptamente, por serem cruciais tanto para as operadoras quanto para os hospitais, e, por isso no geral, classifica-se essa força como elevada.

Por último, em relação a rivalidade entre concorrentes, a competição costuma ser bastante regional, pelos mesmos motivos evidenciados nos parágrafos anteriores. Um hospital em São Paulo não compete com um hospital no Rio de Janeiro. No entanto, dois hospitais na cidade de Campinas, por exemplo, podem passar a competir pela demanda limitada. A competição dificilmente se dará por meio de propagandas e programas de fidelidade, como é comum com certas varejistas, por exemplo, mas será desenvolvida na negociação com as fontes pagadoras que, ao credenciar um hospital e não o outro, irão ditar para onde irá o fluxo de pacientes. E, quanto maior for a escala de um grupo versus o outro, maior é a chance de que ele consiga o credenciamento da operadora.

Além disso, é comum que os hospitais tenham públicos-alvo específicos, oferecendo serviços e, portanto, preços, que atendam às expectativas de cada paciente. Dessa forma, não necessariamente um hospital como o Hospital Israelita Albert Einstein, reconhecido por oferecer as tecnologias e os serviços mais atualizados, irá competir com um hospital da rede pública, que, pela falta de recursos, dificilmente terá a possibilidade de equiparar-se em termos de serviços e tecnologias oferecidas.

Tabela 10 – Resumo análise das 5 forças competitivas para grupos hospitalares

Força competitiva	Intensidade	Justificativa
1. Produtos substitutos	Baixa	<ul style="list-style-type: none"> • Hospitais existem há muito tempo e são um serviço essencial • Telemedicina como algo complementar
2. Entrada de novos concorrentes	Moderada	<ul style="list-style-type: none"> • Alta regulação e necessidade de capital para abertura de novos hospitais • Movimentos de consolidação podem voltar a ganhar força
3. Poder de barganha dos fornecedores	Moderada	<ul style="list-style-type: none"> • Alta no caso de itens mais específicos e com poucos fornecedores. • Baixa no caso de itens genéricos e sem diferenciação. • Quanto maior o hospital, menor o poder do fornecedor
4. Poder de barganha dos compradores	Alta	<ul style="list-style-type: none"> • Dinâmica regional. • Em regiões com poucos hospitais costuma ser alto. • Negociações ininterrupta entre as partes. Escala é essencial.
5. Rivalidade entre concorrentes	Moderada - Alta	<ul style="list-style-type: none"> • Dinâmica regional. • Além de disputar beneficiários, disputam credenciamento das operadoras. • Hospitais com foco em diferentes classes sociais não competem tanto entre si.

Fonte: Elaboração própria

5.1.2. As 5 forças competitivas no mercado de operadoras de saúde:

De maneira análoga ao que foi feito com grupos hospitalares, buscou-se também aplicar as 5 forças de Michael Porter para as operadoras de saúde, visando compreender quais protegidos estão os atuais incumbentes, e os principais pontos de atenção no meio competitivo.

Tratando-se de produtos substitutos, não existem indícios de que os planos de saúde irão perder a sua atratividade. O governo na próxima década não demonstra ter recursos suficientes para substituir o setor de saúde suplementar privado, e não há nenhuma tendência de queda de custos que torne os planos de saúde desnecessários. No entanto, o que se tem visto são empresas de saúde que aplicam diferentes abordagens de como oferecer um plano de saúde.

A Alice Saúde, fundada em 2019, e a Sami Saúde, fundada em 2018, já levantaram em conjunto mais de \$200 milhões em rodadas de investimento, segundo Exame (2020) e Startups (2023). A tese principal é de focar no atendimento primário, isto é, na saúde preventiva, como forma de evitar sinistros maiores no futuro. Além disso, essas empresas tentam se alavancar na telemedicina e em inteligência artificial, como forma de manter o time enxuto e oferecer um atendimento mais personalizado e dinâmico. Ademais, atualmente, a estratégia de vendas de ambas, foca exclusivamente em empresas de pequeno porte e microempreendedores, o público que geralmente sofre mais com preços mais altos das grandes operadoras de saúde. Mesmo assim, essas soluções ainda estão em seus passos iniciais, descobrindo e aprimorando seu modelo de negócio. Ademais, por estarem imersas no setor de saúde, uma indústria na qual o famoso dilema do Vale do Silício de se mover rápido e quebrar as regras não funciona, dado que se está lidando com a saúde de indivíduos, é improvável que novos entrantes representem um risco expressivo para os atuais incumbentes.

Tratando-se de novos concorrentes, como viu-se na Figura 23, o que tem ocorrido é justamente o oposto. O número de operadoras de saúde tem caído ano a ano à medida que os desafios para se manter uma baixa sinistralidade continuam e as grandes operadoras continuam seu movimento de consolidação. Além do mais, para vender seguros de saúde, as entidades precisam satisfazer altas necessidades de capital regulatório exigidas pela ANS, e no caso de insolvência, os diretores estatutários herdam parte do passivo da operadora (ANS, 2004), desencorajando novos entrantes. Portanto, parece viável afirmar que a força de novos concorrentes para as operadoras de saúde é de baixa intensidade.

Quanto ao poder de barganha com fornecedores, ao considerar-se os hospitais como fornecedores de serviços para as operadoras, como foi discutido no subitem anterior, percebe-se como é uma força de alta intensidade, e que funciona como um pêndulo, em cada momento tendendo mais para o lado da operadora ou para o lado do grupo hospitalar. A dinâmica de negociação entre operadoras e hospitais é bastante regional, e a escala é crucial nas negociações.

Por serem a principal fonte pagadora dos hospitais, a principal arma para barganhar do lado das operadoras, é a de garantir um determinado fluxo de pacientes para os hospitais. Sem qualquer credenciamento, é difícil que um hospital se mantenha rentável. Da mesma forma, no caso de os hospitais não aceitarem se credenciar às operadoras, o seguro de saúde perde sentido para o beneficiário, tornando seu modelo de negócios inválido. Logo, como já mencionado, trata-se de uma força bastante intensa e que deve ser analisada caso a caso.

Tratando-se do poder de barganha das operadoras com seus compradores, no caso os beneficiários, como foi visto pelas entrevistas, o principal fator para a escolha de um plano de saúde é o preço e as instituições credenciadas, com o preço ainda sendo o fator determinante. Por tal motivo, como defendido pelo próprio Michael Porter, em mercados nos quais o principal fator determinante é preço, o poder de barganha costuma tender para os compradores que forcem os provedores a oferecerem preços melhores. Adicionalmente, no âmbito das seguradoras de saúde, a ANS acaba tendo uma força bastante significativa com sua política de reajuste de preços, fortalecendo mais ainda o lado dos compradores. Portanto, percebe-se a dificuldade que as operadoras atualmente acabam tendo para negociar seus preços com os beneficiários, por não quererem arriscar um potencial perda de clientes, ou por uma limitação de reajuste por parte da ANS, o que tem se traduzido em um nível de sinistro mais alto e impactado a rentabilidade dessas empresas. Assim, pode-se considerar o poder de barganha das operadoras com seus compradores como uma força bastante sensível, com a qual as operadoras de saúde têm sofrido bastante.

Por último, quanto a rivalidade entre concorrentes, pelo principal diferencial ser o preço, é de se esperar que seja uma força bastante intensa no setor. Como o número de beneficiários do setor não aumenta, para sustentar seu crescimento, as operadoras podem (i) reajustar os preços e (ii) roubar beneficiários das outras operadoras. Com a opção (i) fortemente limitada pela ANS e dinâmica com os clientes, resta a estratégia de crescer o número de beneficiários. Movimentos de consolidação tem sido marcante no setor, com as operadoras maiores buscando aumentar sua vantagem comprando a carteira de beneficiários daquelas com uma menor escala. Mesmo assim, fusões e aquisições são processos mais lentos, que envolvem longas negociações e processos de integração, não sendo suficiente para garantir o crescimento esperado pelo mercado. Por tal motivo, o setor em inúmeros momentos passa por uma guerra de preços entre as operadoras, que tentam roubar clientes uma das outras. Com pouco espaço para negociar preços, as operadoras acabam se vendo forçadas, então, a conter seus custos.

Tabela 11 – Resumo análise das 5 forças competitivas para operadoras de saúde

Força competitiva	Intensidade	Justificativa
1. Produtos substitutos	Baixa	<ul style="list-style-type: none"> • Falta de indícios de que o governo passe a ocupar o espaço da saúde suplementar privada • Surgimento de startups com foco em modelos inovadores e no cuidado privado. • Potenciais substitutos ainda em estágio inicial.
2. Entrada de novos concorrentes	Baixa	<ul style="list-style-type: none"> • Número de operadoras vem caindo. • Alta regulação e necessidade de capital.
3. Poder de barganha dos fornecedores	Alta	<ul style="list-style-type: none"> • Dinâmica regional. • Negociações ininterruptas, sendo a escala fundamental.
4. Poder de barganha dos compradores	Alta	<ul style="list-style-type: none"> • Preço é o fator determinante. • ANS favorecendo os compradores. • Mercado que não cresce em número de beneficiários.
5. Rivalidade entre concorrentes	Alta	<ul style="list-style-type: none"> • Dinâmica regional. • Mercado sem crescimento histórico. • Movimentos de consolidação.

Fonte: Elaboração própria

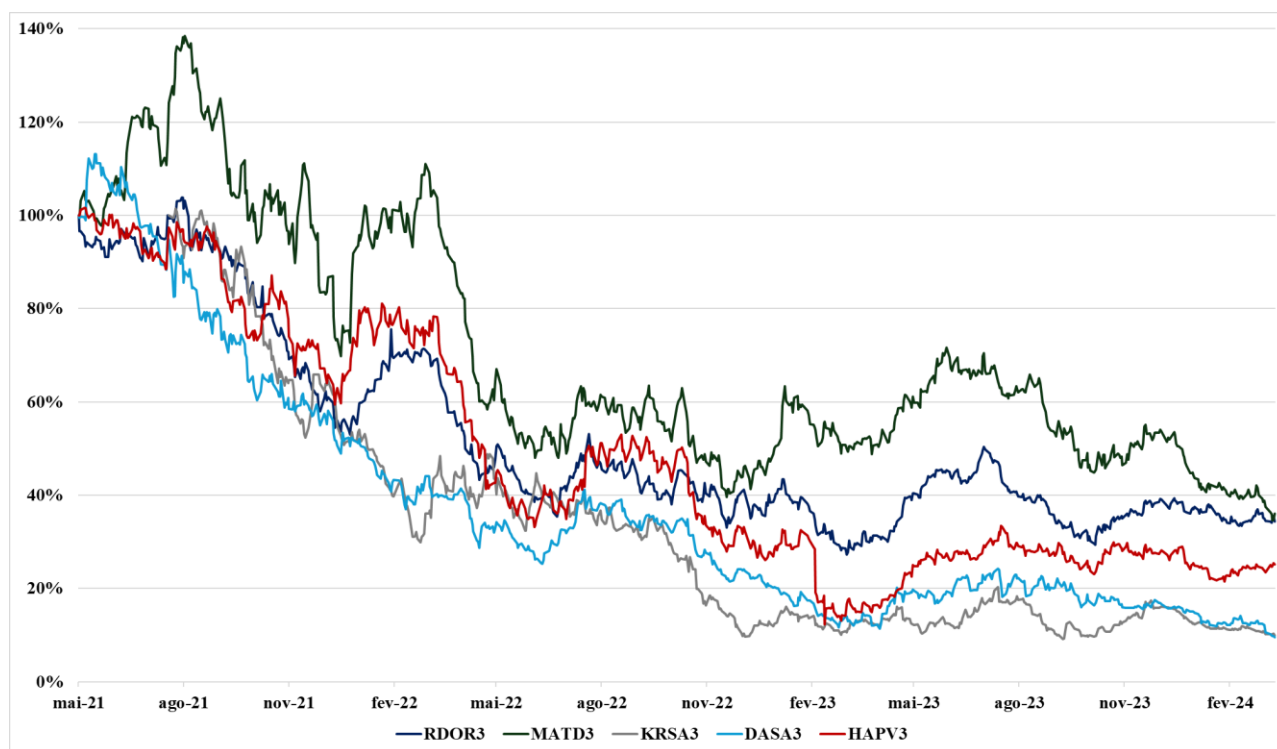
5.2. Análise de alvos

Estando entendidas as principais dinâmicas do setor e o seu funcionamento geral, partiu-se para um afinilamento das empresas que podem potencialmente ser alvo de um PIPE; no caso, grupos hospitalares, operadoras de saúde ou conglomerados de saúde que sejam listados na B3. Sendo assim, os possíveis alvos são os conhecidos pelos nomes: Rede D'Or (RDOR3); Mater Dei (MATD3); Kora Saúde (KRSA3); Dasa (DASA3); HAPV (HAPV3).

Além disso, antes de se explorar cada uma delas individualmente, é interessante analisar a performance de suas respectivas ações nos últimos 3 anos, como pode ser visto na Figura 39.

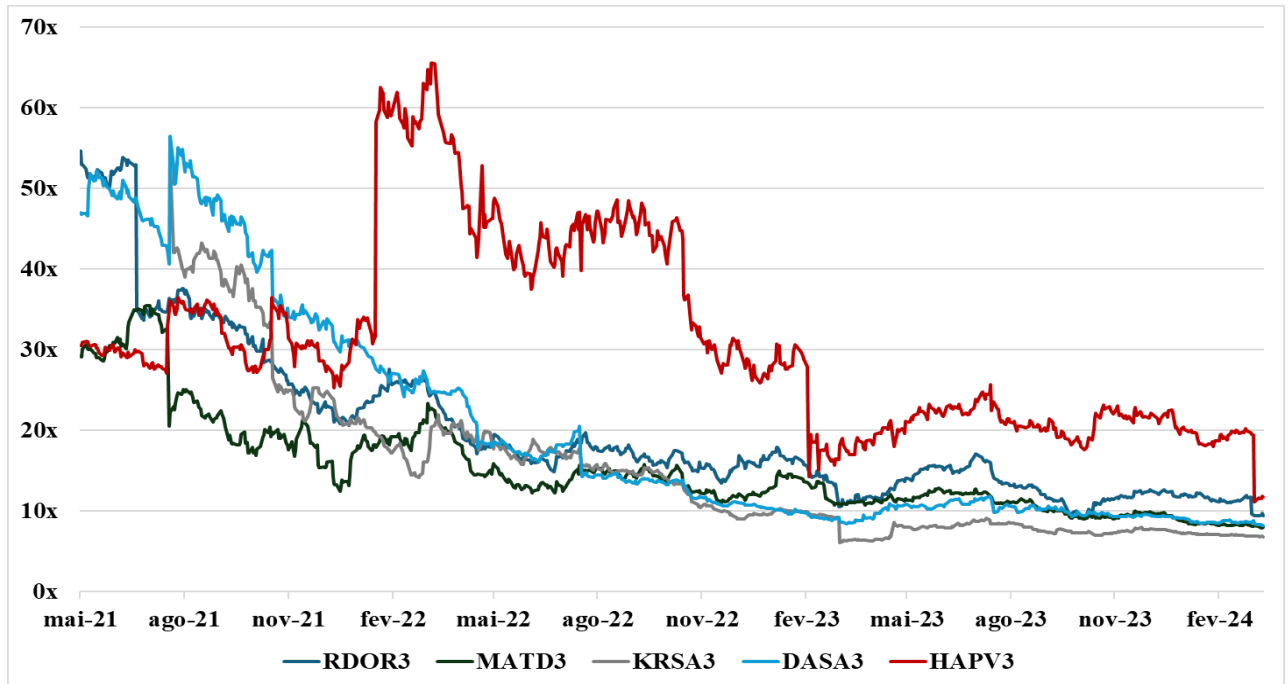
Percebe-se que, sem nenhuma exceção, a performance foi negativa, com as ações sendo negociadas a um desconto médio de aproximadamente 75%. Considerando que o preço das ações, como visto na seção de fluxo de caixa descontado, é um resultado das estimativas de geração de caixa, e da taxa de desconto aplicada, é de se entender que houve alguma mudança significativa nos últimos 3 anos, de um dos dois ou de ambos os fatores. Olhando-se para a Figura 40, que representa o valor pago pela empresa em relação ao EBITDA entregue dos últimos meses, nota-se também que o mercado, aqui entendido como todos os compradores e vendedores de ações, têm se disposto a pagar menos por resultado gerado, evidenciando um menor apetite ao risco de exposição a tais empresas. Sendo os múltiplos um resultado das expectativas de crescimento na geração de caixa, da rentabilidade sobre o capital investido, e da taxa de desconto, confirma-se novamente que entre 2021 e 2024 houve mudanças significativas em pelo menos um desses fatores, que está refletido na performance negativa das ações, assim como nos múltiplos inferiores que essas empresas têm negociado.

Figura 39 – Performance das ações em base 100



Fonte: Capital IQ; Elaboração própria

Figura 40 – Evolução do múltiplo EV/EBITDA LTM



Fonte: Capital IQ; Elaboração própria

5.2.1. Rede D'Or

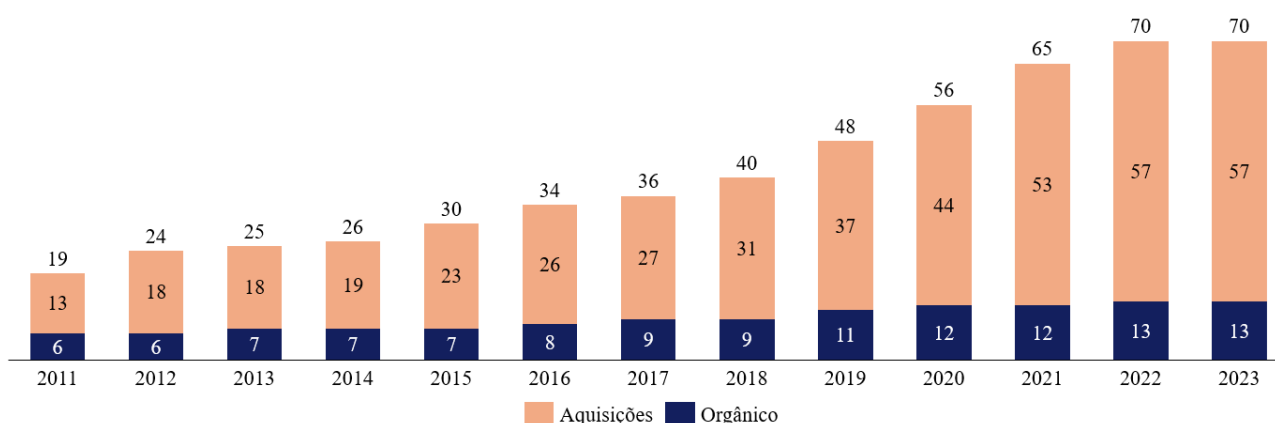
A Rede D'Or São Luiz é a maior rede de hospitais privados do Brasil, com uma história que reflete o desenvolvimento e a expansão da saúde privada no país. Como define o site de RI da empresa, a empresa teve seu início em 1977 no Rio de Janeiro, quando o Doutor Jorge Moll abriu uma clínica de diagnósticos focada em cardiologia, com a proposta de ser um lugar no qual o paciente poderia fazer todos os seus exames cardiológicos em um único local. Nesse espírito, a rede foi renomeada para Grupo Labs, e foi se desenvolvendo e expandindo para novas áreas na cidade do Rio de Janeiro.

Foi somente com a compra do Hospital Barra D'Or, na Barra da Tijuca, em 1998, que a companhia a família Moll adentraram o segmento hospitalar. Poucos anos depois, em 2000 e 2001, mais dois hospitais foram adquiridos, já dando indícios da estratégia de consolidação que a companhia buscaria anos depois.

Com a maturação dos hospitais, que passaram a gerar um fluxo de caixa recorrente, a companhia iniciou mais uma série de aquisições que se iniciaram em 2006, visando consolidar-se como uma rede hospitalar nacional, tanto via crescimento orgânico como inorgânico. Ademais, para sustentar esse crescimento, em 2010 a companhia vendeu o Grupo Labs para o Fleury, mostrando seu foco no segmento hospitalar, e, em 2015, recebeu um investimento

bilionário de dois fundos de *private equity* internacionais, o Carlyle e o GIC, ajudando a legitimar a tese de consolidação. Percebe-se, pela Figura 41, que a companhia mais que dobra em número de hospitais entre 2015 e 2023, sendo 85% desse crescimento via aquisições. Destaca-se a já pontuada dificuldade de se expandir organicamente no setor, dada toda a regulação e tempo necessário para construir e estabelecer a infraestrutura necessária.

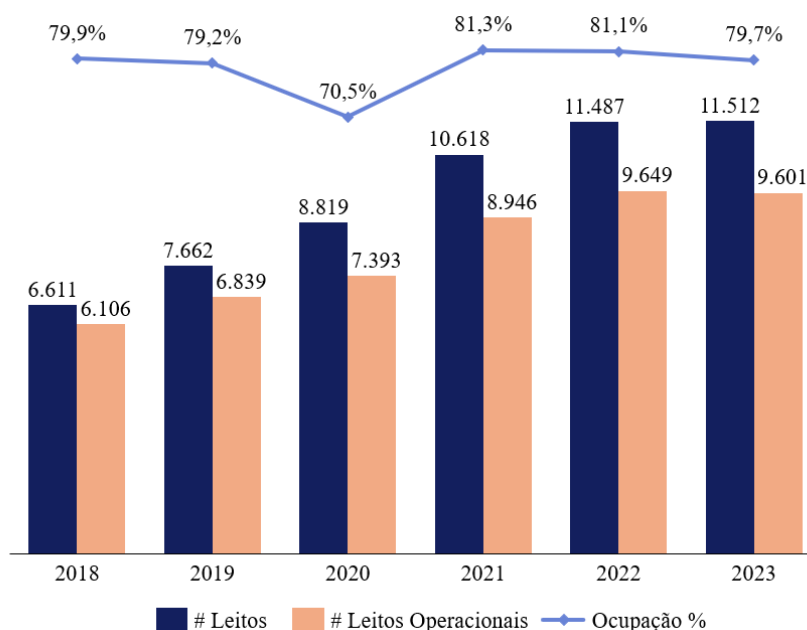
Figura 41 – Evolução do número de hospitais operador pela Rede D’Or



Fonte: Rede D’Or RI; Elaboração própria

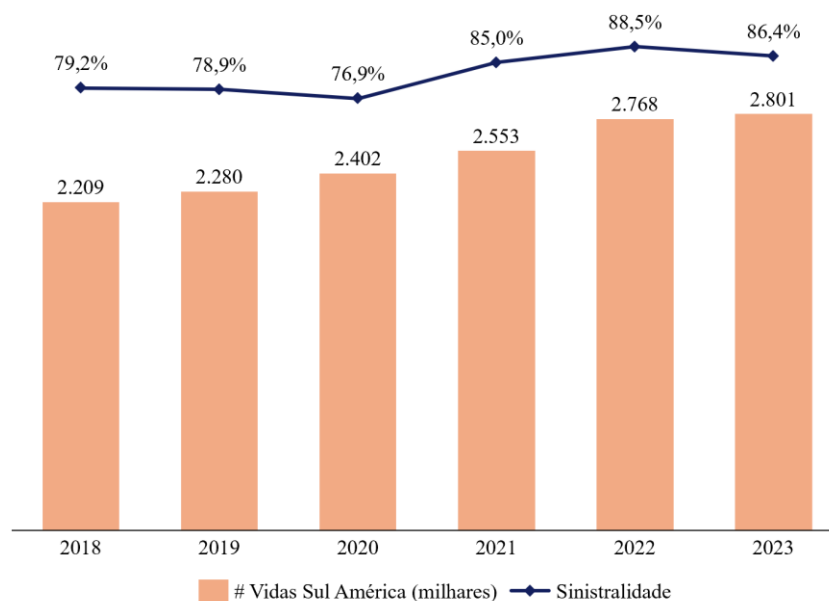
Além disso, a companhia, conforme foi crescendo, passou a diversificar sua operação. Em 2011 a empresa criou uma subsidiária para focar explicitamente no tratamento oncológico, que antes eram realizados em seus hospitais, com uma série de clínicas completamente focadas na área. Ademais, em 2018 com a aquisição dos Laboratórios Richet, ingressou novamente no segmento de diagnósticos, dada a complementariedade com o segmento hospitalar. Para continuar sustentando o crescimento inorgânico agressivo, a companhia concluiu sua abertura de capital em 2020, levantando R\$ 11,4 bilhões.

Figura 42 – Indicadores operacionais segmento de hospitais Rede D’Or



Fonte: Rede D’Or RI; Elaboração própria

Por último, a companhia concluiu em 2021 a compra da Sul América, uma das maiores operadoras de saúde do país, aproximando-se das fontes pagadoras. Com a aquisição, a empresa mais que dobrou sua receita, além de passar a ter acesso a uma carteira com mais de 2,8 milhões de vidas em planos de saúde. A empresa foi fundada em 1895, e em 2007 listou suas ações no que hoje é conhecido como B3. Além disso, a Sul América oferece majoritariamente planos de saúde corporativos, tendo uma menor exposição aos planos por afinidade e individuais, em um modelo não verticalizado. Dessa forma, junto com a aquisição, vem um impasse estratégico tanto para a Rede D’Or quanto para a própria Sul América, pois ao não ser verticalizada, oferece convênios médicos credenciados a inúmeros hospitais; com a aquisição diz-se que um desalinhamento de interesses foi criado, com a operadora possivelmente enviesando o fluxo de beneficiários para os hospitais do seu controlador (VALOR ECONÔMICO, 2024).

Figura 43 – Indicadores operacionais segmento de convênios médicos (Sul América)

Fonte: Rede D'Or RI e ANS; Elaboração própria

Tabela 12 – Principais Dados Financeiros Rede D'Or, em R\$ milhões

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Receita Líquida	2.092	3.128	4.128	4.992	6.452	7.912	9.417	10.915	13.320	14.029	20.382	22.987	46.509
Hospitais e Diagnósticos	2.092	3.128	4.128	4.992	6.452	7.912	9.417	10.915	13.320	14.029	20.382	22.987	19.543
Sul América	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26.966
Lucro Bruto	417	581	802	1.064	1.720	2.040	2.536	2.805	3.481	2.567	4.810	5.202	7.571
<i>Margem Bruta %</i>	<i>19,9%</i>	<i>18,6%</i>	<i>19,4%</i>	<i>21,3%</i>	<i>26,7%</i>	<i>25,8%</i>	<i>26,9%</i>	<i>25,7%</i>	<i>26,1%</i>	<i>18,3%</i>	<i>23,6%</i>	<i>22,6%</i>	<i>16,3%</i>
EBITDA	291	445	612	819	1.520	1.810	2.300	2.641	3.313	2.297	4.545	4.896	6.606
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>13,9%</i>	<i>14,2%</i>	<i>14,8%</i>	<i>16,4%</i>	<i>23,6%</i>	<i>22,9%</i>	<i>24,4%</i>	<i>24,2%</i>	<i>24,9%</i>	<i>16,4%</i>	<i>22,3%</i>	<i>21,3%</i>	<i>14,2%</i>
Lucro Líquido	87	126	208	320	725	802	954	1.170	1.167	428	1.575	1.195	2.041
<i>Margem Líquida %</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,0%</i>	<i>5,0%</i>	<i>6,4%</i>	<i>11,2%</i>	<i>10,1%</i>	<i>10,1%</i>	<i>10,7%</i>	<i>8,8%</i>	<i>3,1%</i>	<i>7,7%</i>	<i>5,2%</i>	<i>4,4%</i>
Dívida Líquida	961	2.741	2.781	2.502	2.292	3.127	5.780	9.989	14.270	10.955	18.165	7.343	15.193
<i>Dívida Líquida/EBITDA</i>	<i>3,3x</i>	<i>6,2x</i>	<i>4,5x</i>	<i>3,1x</i>	<i>1,5x</i>	<i>1,7x</i>	<i>2,5x</i>	<i>3,8x</i>	<i>4,3x</i>	<i>4,8x</i>	<i>4,0x</i>	<i>1,5x</i>	<i>2,3x</i>

Fonte: Rede D'Or RI; Elaboração própria

Tabela 13 – Distribuição geográfica dos leitos Rede D’Or

Estado	% dos leitos totais
RJ	29,8%
SP	36,3%
PE	6,2%
DF	4,9%
BA	9,6%
SE	1,5%
MA	1,9%
PR	1,4%
CE	0,9%
MG	3,0%
PB	2,2%
MS	1,5%
AL	0,9%

Fonte: Rede D’Or RI; Elaboração própria

5.2.2. Dasa

A Dasa é um dos maiores conglomerados de saúde do Brasil, sendo a líder em medicina diagnóstica e um dos maiores no segmento hospitalar. Sua história, segundo dados do RI, tem início em 1961 quando os Doutores Humberto Delboni e Raul Dias dos Santos fundaram o laboratório de Análises Clínicas (MAP) em São Paulo. Em 1974 o Doutor Caio Auriemo se juntou a sociedade, que passou a ser denominada Delboni Auriemo, e passou a abrir novas unidades. No final dos anos da década de 1990, o Pátria Investimentos, um fundo de *private equity*, fez um investimento e ajudou a criar a Diagnósticos da América S.A., que passou a ser chamada de Dasa. Nos anos seguintes, a companhia realizou a aquisição de diversos laboratórios, buscando consolidar-se como principal companhia de medicina diagnóstica no país, principalmente via aquisições com os recursos garantidos pelo Pátria. Em 2004, para acelerar seu crescimento, a companhia concluiu sua listagem na B3.

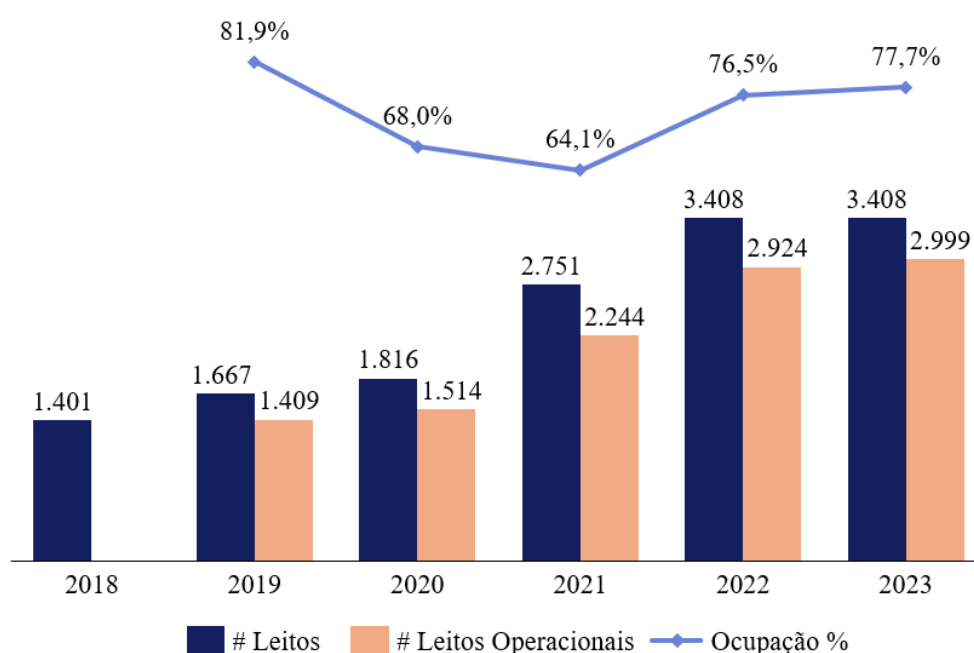
Em 2011, a família Bueno, fundadora da Amil, uma das maiores operadoras de saúde do país, montou uma posição de 24% na empresa. Nos dois anos seguintes, a família concluiu a aquisições de 97% do total de ações da companhia, tornando-se controladora. Finalizada a tomada de controle, a partir de 2018, a Dasa voltou com seu movimento de consolidação, comprando laboratórios como: Vital Brasil, Leme e Grupo São Camilo. Ademais, em 2019, a

companhia, com a compra da Maipú, passou a ter operações fora do Brasil, também focadas na medicina diagnósticas.

Foi somente em 2019 que a companhia ingressou no segmento hospitalar, quando fundiu-se com o a Ímpar Serviços Hospitalares, os hospitais que também pertenciam à família Bueno. Com isso, a Dasa passou a ter 7 hospitais, principalmente focados no público de alta renda. Em 2020, entre laboratórios, clínicas e hospitais, a companhia concluiu mais 6 aquisições.

Em 2021, enxergando uma oportunidade de mercado, a companhia fez uma nova emissão de ações, levantando R\$ 3,8 bilhões, para continuar sua expansão no ramo hospitalar. Com os recursos, a Dasa adquiriu 6 hospitais em diferentes Estados, com os principais sendo o Hospital Bahia, Grupo Leforte, Hospital Paraná, Grupo São Domingos e Mantris, permitindo que adentrasse o segmento de medicina ocupacional. Com isso, a companhia finalizou 2021 com aproximadamente mil unidades de atendimento, e 15 hospitais. No ano seguinte, a companhia concluiu a aquisição de mais quatro companhias, todas focadas em ramos específicos da medicina, como o segmento oncológico. Como parte das aquisições foram financiadas com dívida, a companhia recebeu um investimento de R\$ 1,5 bilhões para tentar melhorar sua estrutura de capital, que estava sendo bastante impactada pelo aumento da taxa de juros.

Figura 44 – Indicadores operacionais segmento de hospitais Dasa



Fonte: Dasa RI; Elaboração própria

Tabela 14 – Principais Dados Financeiros Dasa, em R\$ milhões

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Receita Líquida	2.180	2.264	2.448	2.698	2.794	3.041	3.399	3.933	4.365	7.039	10.419	13.129	14.252
<i>Crescimento %</i>	<i>n/a</i>	<i>3,9%</i>	<i>8,1%</i>	<i>10,2%</i>	<i>3,6%</i>	<i>8,8%</i>	<i>11,8%</i>	<i>15,7%</i>	<i>11,0%</i>	<i>61,3%</i>	<i>48,0%</i>	<i>26,0%</i>	<i>8,6%</i>
Lucro Bruto	781	699	765	841	768	965	1.161	1.397	1.546	1.756	3.117	3.798	3.887
<i>Margem Bruta %</i>	<i>35,8%</i>	<i>30,9%</i>	<i>31,2%</i>	<i>31,2%</i>	<i>27,5%</i>	<i>31,7%</i>	<i>34,1%</i>	<i>35,5%</i>	<i>35,4%</i>	<i>24,9%</i>	<i>29,9%</i>	<i>28,9%</i>	<i>27,3%</i>
EBITDA	500	398	433	418	344	531	563	561	657	932	1.018	1.589	1.528
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>23,0%</i>	<i>17,6%</i>	<i>17,7%</i>	<i>15,5%</i>	<i>12,3%</i>	<i>17,4%</i>	<i>16,6%</i>	<i>14,3%</i>	<i>15,1%</i>	<i>13,2%</i>	<i>9,8%</i>	<i>12,1%</i>	<i>10,7%</i>
Lucro Líquido	145	85	131	82	24	95	131	184	125	-151	-227	-387	-1.166
<i>Margem Líquida %</i>	<i>6,7%</i>	<i>3,8%</i>	<i>5,4%</i>	<i>3,1%</i>	<i>0,9%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,9%</i>	<i>4,7%</i>	<i>2,9%</i>	<i>(2,1%)</i>	<i>(2,2%)</i>	<i>(2,9%)</i>	<i>(8,2%)</i>
Dívida Líquida	818	847	866	788	772	690	1.200	1.463	2.378	5.310	6.172	10.330	9.232
<i>Dívida Líquida/EBITDA</i>	<i>1,6x</i>	<i>2,1x</i>	<i>2,0x</i>	<i>1,9x</i>	<i>2,2x</i>	<i>1,3x</i>	<i>2,1x</i>	<i>2,6x</i>	<i>3,6x</i>	<i>5,7x</i>	<i>6,1x</i>	<i>6,5x</i>	<i>6,0x</i>

Fonte: Dasa RI; Elaboração própria

Tabela 15 – Distribuição geográfica dos leitos Dasa

Estado	% dos leitos totais
SP	39,9%
RJ	23,1%
DF	16,9%
BA	5,5%
MA	10,2%
PR	4,4%

Fonte: Dasa RI; Elaboração própria

5.2.3. Mater Dei

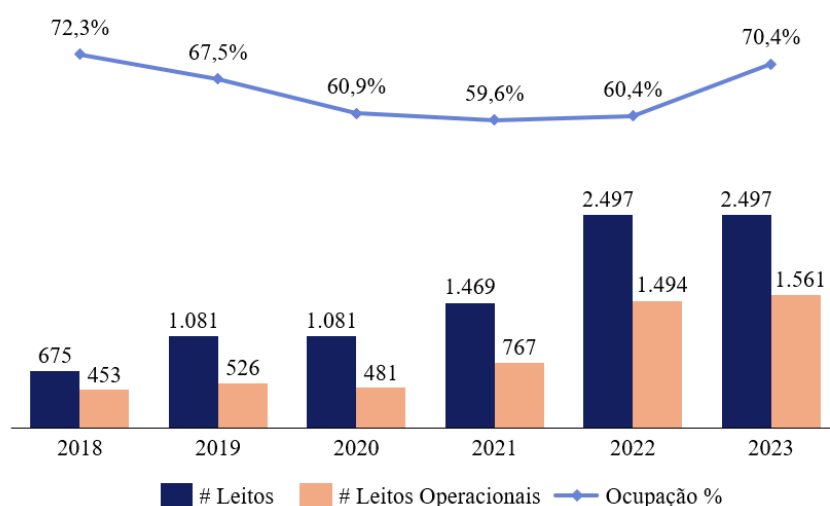
A Mater Dei é o sétimo maior grupo hospitalar em número de leitos, sendo o principal grupo no Estado de Minas Gerais. Sua história, segundo dados do RI, se inicia em 1971, quando o Doutor José Salvador Silva inaugurou a primeira unidade hospitalar, o Hospital Mater Dei Santo Agostinho em Belo Horizonte. Entre 1986 e 2014, a companhia buscou expandir sua operação inaugurando clínicas por volta do Estado de Minas Gerais, com foco principalmente em mastologia, oncologia, ambulatorios, maternidade e fertilização in vitro, ao mesmo tempo em que expandiu o Hospital Santo Agostinho. Em 2014, a Mater Dei inaugura o seu segundo

hospital, o Hospital Mater Dei Contorno, sendo o segundo da rede. Com os dois hospitais mais maduros, em 2019 a companhia inaugura o seu terceiro hospital, o Mater Dei Betim-Contagem, também em Minas Gerais, e inicia as obras do Hospital Mater Dei Salvador, em Salvador, o primeiro fora de Minas Gerais. Percebe-se que, diferentemente da Rede D’Or, Dasa e Kora Saúde, a empresa não recebeu aportes de fundos de *private equity*, e que, sem esses recursos, o crescimento foi mais lento e principalmente orgânico.

Em 2021, a companhia realizou seu IPO, finalmente captando mais recursos para expandir sua aquisição, levantado R\$ 1,4 bilhões. Logo em seguida, a empresa finaliza a sua primeira aquisição de um grupo hospitalar, o Grupo Porto Dias, com foco na região Norte do Brasil. Em 2022, a empresa seguiu alocando os recursos captados, e adquiriu 4 hospitais e um centro de medicina diagnóstica, sendo eles: Hospital Santa Clara, Hospital EMEC, Hospital Premium e Hospital Santa Genoveva e CDI; além de inaugurar o Hospital Mater Dei Salvador, 4 anos depois do início das obras.

Sendo assim, a companhia é praticamente 100% focada no segmento hospitalar, sem ter uma operação de planos de saúde, e com poucas unidades de medicina diagnóstico. Além disso, a Mater Dei não optou por uma estratégia agressiva de consolidação do setor, mantendo-se mais concentrada no Estado de Minas Gerais, uma região tida como premium, dado o PIB per capita, com leve presença nos Estados da Bahia, Goiás e Pará.

Figura 45 – Indicadores operacionais segmento de hospitais Mater Dei



Fonte: Mater Dei RI; Elaboração própria

Tabela 17 – Principais Dados Financeiros Mater Dei, em R\$ milhões

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Receita Líquida	219	256	293	319	430	525	600	627	733	718	1.024	1.763	2.188
<i>Crescimento %</i>	<i>n/a</i>	<i>17,0%</i>	<i>14,5%</i>	<i>8,9%</i>	<i>34,9%</i>	<i>22,1%</i>	<i>14,1%</i>	<i>4,5%</i>	<i>16,9%</i>	<i>(2,0%)</i>	<i>42,7%</i>	<i>72,1%</i>	<i>24,1%</i>
Lucro Bruto	82	96	106	110	163	212	240	285	336	290	405	623	712
<i>Margem Bruta %</i>	<i>37,7%</i>	<i>37,7%</i>	<i>36,3%</i>	<i>34,4%</i>	<i>37,9%</i>	<i>40,4%</i>	<i>40,0%</i>	<i>45,5%</i>	<i>45,8%</i>	<i>40,4%</i>	<i>39,5%</i>	<i>35,3%</i>	<i>32,5%</i>
EBITDA	68	77	85	95	117	169	188	221	259	155	277	400	467
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>31,1%</i>	<i>30,2%</i>	<i>29,0%</i>	<i>29,9%</i>	<i>27,2%</i>	<i>32,2%</i>	<i>31,4%</i>	<i>35,2%</i>	<i>35,4%</i>	<i>21,6%</i>	<i>27,1%</i>	<i>22,7%</i>	<i>21,4%</i>
Lucro Líquido	44	47	53	51	53	86	108	124	138	73	145	104	120
<i>Margem Líquida %</i>	<i>20,3%</i>	<i>18,3%</i>	<i>18,0%</i>	<i>16,1%</i>	<i>12,4%</i>	<i>16,3%</i>	<i>18,1%</i>	<i>19,9%</i>	<i>18,9%</i>	<i>10,1%</i>	<i>14,1%</i>	<i>5,9%</i>	<i>5,5%</i>
Dívida Líquida	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>-29</i>	<i>-167</i>	<i>795</i>	<i>904</i>
<i>Dívida Líquida/EBITDA</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>-0,2x</i>	<i>-0,6x</i>	<i>2,0x</i>	<i>1,9x</i>

Fonte: Mater Dei RI; Elaboração própria

Tabela 17 – Distribuição geográfica dos leitos Mater Dei

Estado	% dos leitos totais
MG	62,9%
BA	13,2%
PA	20,3%
GO	3,6%

Fonte: Mater Dei RI; Elaboração própria

5.2.4. Kora Saúde

A Kora Saúde é o quarto maior grupo hospitalar em número de leitos. Sua história, segundo dados do RI, inicia-se em 2001, por meio de um projeto com a construção do Hospital Meridional Cariacica, no Espírito Santo. Com o caixa gerado pelo hospital, em 2008 a companhia conclui a sua primeira aquisição, o Hospital São Luiza e logo em seguida, no mesmo ano, a aquisição do Hospital Meridional Praia da Costa. Em 2011, a companhia compra mais um hospital no Espírito Santo, o Hospital São Francisco, e, em 2016, inaugura o Meridional São Mateus, no Norte do Espírito Santo.

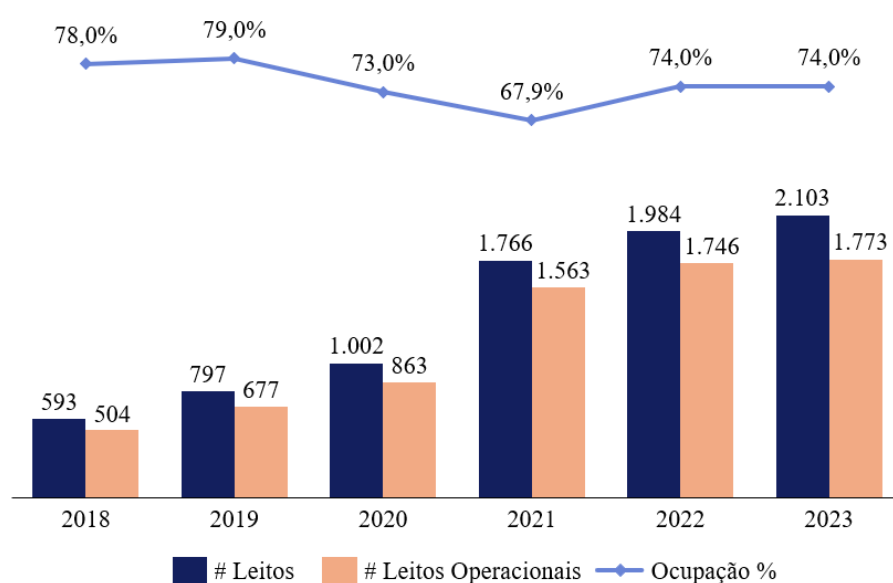
Depois de acompanhar as aquisições feitas pelo grupo, em 2018, o fundo de *private equity* americano, HIG Capital, decide fazer um investimento para acelerar a expansão, criando

o grupo Kora Saúde. Logo depois do aporte, a companhia concretiza a aquisição do Hospital Metropolitano na cidade de Vitória. Somente em 2019, com os recursos do HIG, a companhia expande para fora do Estado do Espírito Santo, realizando a aquisição do Hospital São Mateus em Cuiabá, além de adquirir mais um hospital no próprio Estado do Espírito Santo. Em 2020, a Kora Saúde entra no Estado do Tocantins, com a aquisição de dois hospitais, finalizando o ano com a presença em três estados.

Em 2021, a companhia levantou R\$ 880 milhões com a abertura de capital, prometendo de alocar o dinheiro em mais aquisições. Como prometido, a companhia conclui 5 aquisições, sendo 3 delas no Ceará, uma no Distrito Federal e uma em Goiás. Por último, em 2022, a companhia conclui a aquisição de mais 2 hospitais no Centro-Oeste, um no Distrito Federal e um no Goiás.

Ressalta-se que a companhia é completamente focada no segmento hospitalar, sem possuir unidades relevantes de medicina diagnóstica, e sem nenhuma operação de planos de saúde. Ademais, é nítido como a companhia sempre buscou crescer via aquisições, mesmo antes de receber aporte de um sócio financeiro, diferentemente da estratégia adotada pela Mater Dei, por exemplo. Também fica claro como a Kora Saúde sempre captou recursos com o único objetivo de concluir novas aquisições, diversificando os estados em que está presente, estando, atualmente, em 6 estados.

Figura 46 – Indicadores operacionais segmento de hospitais Kora Saúde



Fonte: Kora Saúde RI; Elaboração própria

Tabela 18 – Principais Dados Financeiros Kora Saúde, em R\$ milhões

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Receita Líquida	264	283	442	612	1.262	2.047	2.260
<i>Crescimento %</i>	<i>n/a</i>	<i>7,2%</i>	<i>56,4%</i>	<i>38,5%</i>	<i>106,1%</i>	<i>62,2%</i>	<i>10,4%</i>
Lucro Bruto	152	162	129	157	323	488	474
<i>Margem Bruta %</i>	<i>57,8%</i>	<i>57,3%</i>	<i>29,1%</i>	<i>25,6%</i>	<i>25,6%</i>	<i>23,8%</i>	<i>21,0%</i>
EBITDA	40	27	60	107	187	377	434
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>15,1%</i>	<i>9,6%</i>	<i>13,5%</i>	<i>17,5%</i>	<i>14,8%</i>	<i>18,4%</i>	<i>19,2%</i>
Lucro Líquido	6	1	-3	16	-64	-108	-168
<i>Margem Líquida %</i>	<i>2,3%</i>	<i>0,2%</i>	<i>(0,6%)</i>	<i>2,6%</i>	<i>(5,0%)</i>	<i>(5,3%)</i>	<i>(7,4%)</i>
Dívida Líquida	<i>n/a</i>	133	243	299	1.458	1.882	1.999
<i>Dívida Líquida/EBITDA</i>	<i>1,8x</i>	<i>4,9x</i>	<i>4,1x</i>	<i>2,8x</i>	<i>7,8x</i>	<i>5,0x</i>	<i>4,6x</i>

Fonte: Kora Saúde RI; Elaboração própria

Tabela 19 – Distribuição geográfica dos leitos Kora Saúde

Estado	% dos leitos totais
ES	34,1%
TO	12,9%
MT	6,6%
DF	21,0%
CE	19,0%
GO	6,4%

Fonte: Kora Saúde RI; Elaboração própria

5.2.5. Hapvida

A Hapvida é a maior operadora de saúde do Brasil, atuando no modelo verticalizado, sendo, por tal motivo, o segundo maior grupo em número de leitos. Além disso, é a única empresa listada em bolsa 100% focada em planos de saúde, com as demais sendo de capital fechado, ou um braço de algum outro conglomerado, como a Bradesco Saúde e Porto Saúde, pertencentes ao Banco Bradesco e à Porto Seguro, respectivamente.

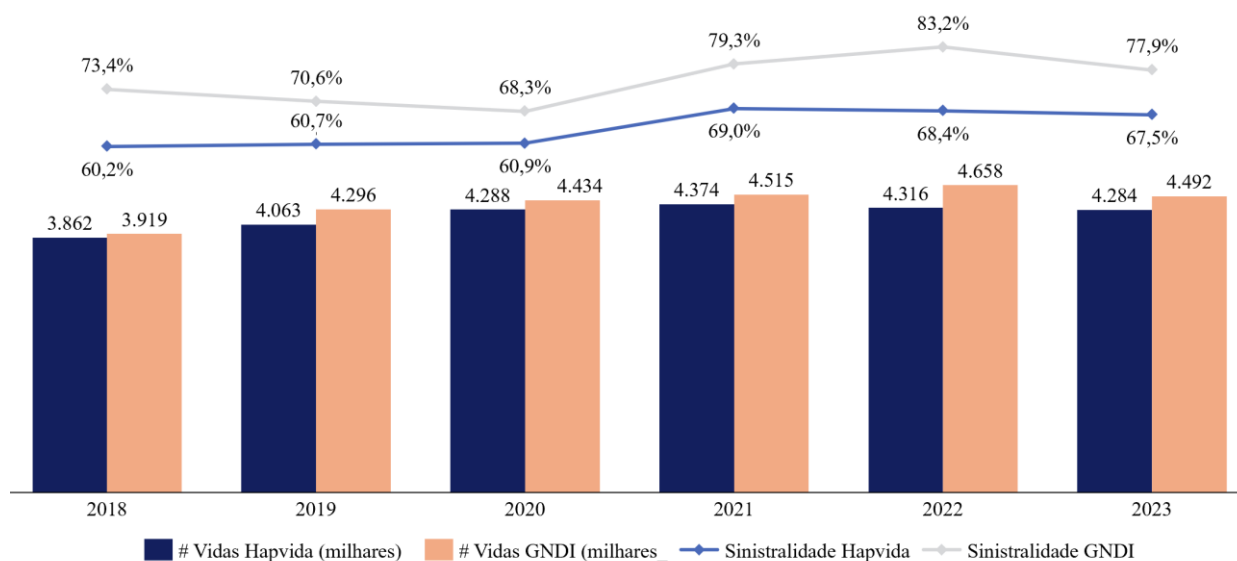
Seguindo a descrição do RI, a história da companhia se inicia em 1979, quando o médico oncologista Candido Pinheiro inaugura a Clínica Antônio Prudente, em Fortaleza. A clínica foi se expandindo, até que se tornou um hospital, com o nome de Hospital Antônio Prudente. Para gerar receita para o próprio hospital, criou-se a Hapvida Assistência Médica, marcando a entrada da família no segmento de convênios médicos. Conforme a operação foi ganhando tração, os acionistas, em 1996, tomaram a decisão de separar a operação de planos de saúde da operação de hospitais, criando duas companhias independentes. No entanto, os executivos logo perceberam que foi uma decisão equivocada, conforme as margens e rentabilidade de ambos os negócios foram prejudicadas. Com isso, no ano de 2004, os acionistas voltaram a focar-se na operação de convênios médicos, e passaram a utilizar o segmento hospitalar como um prestador de serviços para a Hapvida, dando início ao modelo verticalizado.

Conforme o modelo foi se concretizando e rentabilizando, a companhia passou a investir na integração e verticalização de suas atividades, além de concluir aquisições tanto de operadoras de planos como de hospitais, principalmente na região do Nordeste. No ano de 2018, para continuar expandindo sua operação via aquisições a companhia concluiu sua listagem na B3, levantando R\$ 3,4 bilhões, concretizando-se, na época, como a segunda maior operadora de saúde verticalizada.

Tendo em vista os recursos levantados, a companhia em 2019 fez aquisições significativas, sendo a principal delas a do Grupo São Francisco, uma operadora verticalizada como foco no interior do Estado de São Paulo, com 1,8 milhões de beneficiários; além de 2 hospitais e 2 operadoras verticalizadas. Já em 2020, a companhia concluiu a aquisição de mais 2 hospitais e mais 2 operadoras verticalizadas. Na mesma linha, em 2021, a Hapvida adquiriu 4 operadoras verticalizadas, que juntas somaram 430 mil vidas, e 4 hospitais, que acrescentaram 304 leitos.

O ano de 2022 foi transformacional para a companhia, pois seu projeto de consolidação mudou de escala quando o Grupo Notre Dame Intermédica (GNDI), o maior operador de planos de saúde na época, concordou em combinar seus negócios. No momento da combinação, o GNDI possuía 4,4 milhões de vidas em saúde e a Hapvida 4,3 milhões de vidas. Com isso, criou-se a maior operadora de saúde, tanto entre as verticalizadas como entre as não verticalizadas, além do segundo maior grupo em número de leitos. Ademais, houve uma grande complementariedade entre as regiões de operação, sendo esse um dos principais motivos para o CADE aprovar a uma fusão desse porte, uma vez que o GNDI era focado no Sudeste, e a Hapvida no Nordeste, criando uma empresa verdadeiramente nacional.

Figura 47 – Indicadores operacionais Hapvida



Fonte: Hapvida RI e ANS; Elaboração própria

Tabela 20 – Principais Dados Financeiros Hapvida, em R\$ milhões

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Receita Líquida	1,964	2,459	3,036	3,848	4,576	5,634	8,555	9,883	23,749	27,383
Hapvida	1,964	2,459	3,036	3,848	4,576	5,634	8,555	9,883	8,964	27,383
GNDI	-	-	-	-	-	-	-	-	14,784	-
<i>Crescimento %</i>	<i>n/a</i>	25.2%	23.5%	26.7%	18.9%	23.1%	51.8%	15.5%	140.3%	15.3%
Lucro Bruto	772	959	1,173	1,586	1,821	2,234	3,346	3,066	5,655	7,069
<i>Margem Bruta %</i>	39.3%	39.0%	38.6%	41.2%	39.8%	39.6%	39.1%	31.0%	23.8%	25.8%
EBITDA	363	350	490	824	913	1,240	1,919	1,352	1,971	2,789
<i>Margem EBITDA %</i>	18.5%	14.2%	16.1%	21.4%	20.0%	22.0%	22.4%	13.7%	8.3%	10.2%
Lucro Líquido	270	301	457	649	787	850	783	498	-776	-739
<i>Margem Líquida %</i>	13.8%	12.3%	15.1%	16.9%	17.2%	15.1%	9.2%	5.0%	(3.3%)	(2.7%)
Dívida Líquida	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	1,594	584	4,153	7,881	6,862
<i>Dívida Líquida/EBITDA</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	1.3x	0.3x	3.1x	4.0x	2.5x

Fonte: Hapvida RI e ANS; Elaboração própria

Tabela 21 – Distribuição geográfica dos leitos Hapvida

Estado	% dos leitos totais
AL	0,9%
AM	2,3%
BA	6,6%
CE	6,0%
GO	2,5%
MA	0,9%
MG	13,8%
PA	2,0%
PB	0,8%
PE	5,8%
PI	0,6%
RN	2,2%
SC	2,7%
SE	0,7%
SP	37,8%
DF	1,2%
RJ	4,5%
PR	5,8%
RS	2,8%

Fonte: Hapvida RI; Elaboração própria

5.2.6. Escolha do alvo

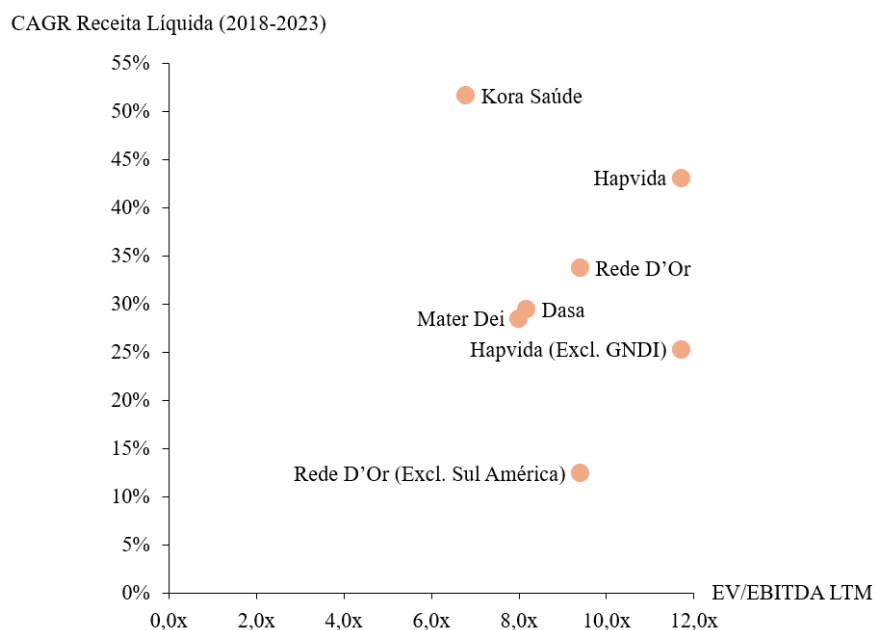
Depois de entender o modelo de negócios e a situação dos possíveis alvos, buscou-se estabelecer um ranking medindo a atratividade de cada um, para, como descrito na seção de metodologia, tentar identificar o retorno esperado de um possível investimento. Para tal, primeiro analisou-se a performance financeira, medida por meio do (i) crescimento de receita líquida; (ii) margem EBITDA; (iii) ROIC médio e a relação com o múltiplo ao qual as companhias estão negociando. Escolheu-se o múltiplo EV/EBITDA pois essas empresas possuem estruturas de capital bastante distintas uma das outras e diferentes políticas de depreciação e amortização, o que potencialmente pode distorcer o lucro; ademais, é o múltiplo que o Autor costuma usar para empresas desse setor em seu estágio. Em seguida, comparou-se o endividamento das companhias, dado que, como visto, uma alavancagem alta atrapalha no poder de negociação, algo essencial para o setor. Além disso, avaliou-se, dado o preço de entrada, a relevância que o fundo de *private equity* teria sobre a empresa, uma vez que, como visto, essas gestoras visam exercer uma certa influência, e não serem investidores passivos. Por

último, buscou-se classificar como cada uma das companhias está posicionada do ponto de vista das forças de Porter enunciadas, trazendo uma visão mais qualitativa, mas que implementa a realidade de cada uma das empresas para a dinâmica do setor, com informações compartilhadas por indivíduos com bastante experiência no setor de saúde suplementar.

Primeiro em um comparativo do múltiplo EV/EBITDA LTM com relação ao CAGR de receita líquida entre 2018-2023, período a partir do qual há informações disponíveis para todos, tem-se a Figura 48. É importante notar que a RDOR3 e a HAPV3 concluíram no final de 2022, duas aquisições bastante significativas que dobraram sua receita. Por isso, fez-se uma separação do crescimento da receita considerando a aquisição, e do crescimento excluindo a aquisição; sendo a última uma melhor aproximação do crescimento orgânico da companhia, e que pode mais facilmente ser replicado nos períodos subsequentes. Acredita-se que quanto maior for o crescimento, e menor for o múltiplo, potencialmente pode haver um maior descolamento entre o preço que a companhia tem negociado em bolsa, versus o seu valor justo. Tomando isso como regra, o alvo mais atrativo parece ser a KRSA3, que tem o maior CAGR e o menor múltiplo. Como apontando, olhando para os múltiplos de RDOR3 e HAPV3 excluindo as aquisições da Sul América e GNDI, respectivamente, percebe-se que o crescimento implícito é muito menor; com ambas negociando a múltiplos mais altos, apesar de um crescimento sem contar aquisições menor. No entanto, como viu-se nos itens anteriores, o setor como um todo passou por movimentos de expansão via aquisições recentemente, diminuindo a precisão da análise, uma vez que os números provavelmente estão bastante distorcidos, não representando uma boa aproximação para o futuro.

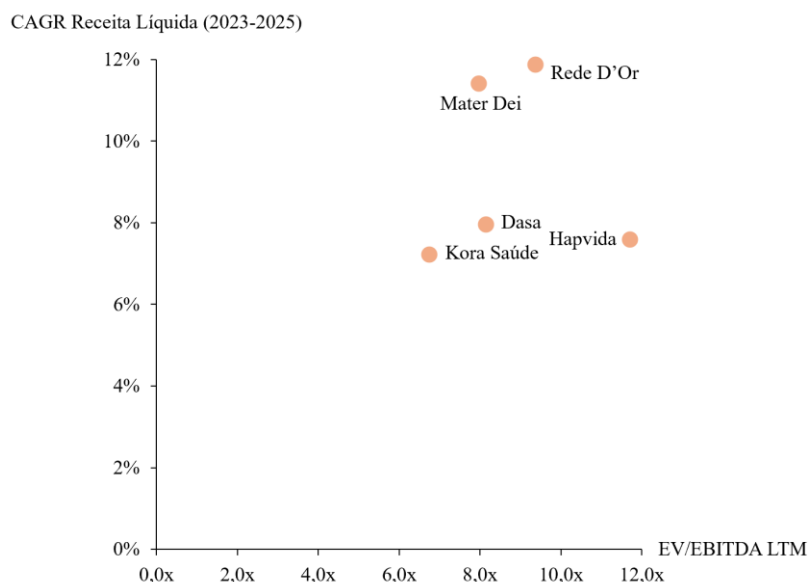
Para diminuir o impacto das aquisições recentes, fez-se a mesma comparação entre o múltiplo EV/EBITDA, mas com o CAGR de receita líquida projetado pelo consenso de mercado para os anos de 2023 a 2025, segundo dados do Capital IQ (2024). Como vê-se na Figura 49, a MATD3 se destaca ao possuir o segundo múltiplo mais baixo e o segundo maior crescimento esperado. Além disso, percebe-se que as projeções são bem mais conservadoras quando comparadas ao histórico, uma vez que o crescimento inorgânico deve diminuir dado o movimento de consolidação que ocorreu nos anos anteriores.

Figura 48 – CAGR receita líquida (2018-2023) x EV/EBITDA LTM das companhias selecionadas



Fonte: Capital IQ; Elaboração própria

Figura 49 – CAGR receita líquida (2023-2025) x EV/EBITDA LTM das companhias selecionadas

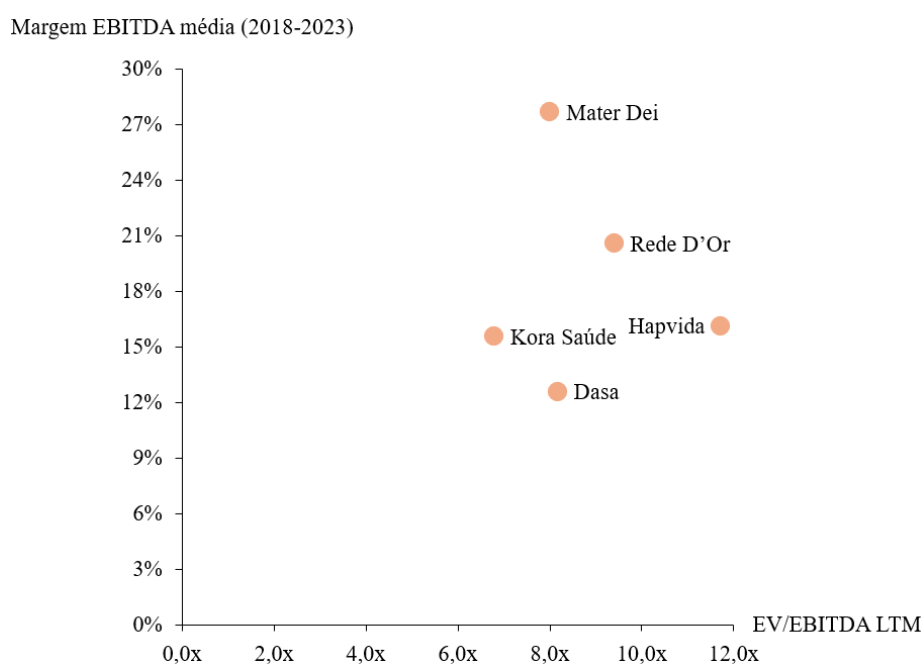


Fonte: Capital IQ; Elaboração própria

Com isso, por meio da Figura 50, buscou-se comparar o múltiplo negociado com a margem EBITDA média entre 2018-2023. Seguindo essa lógica, quanto maior a margem e menor o múltiplo, possivelmente maior é a atratividade. Pelas aquisições, no geral, terem se

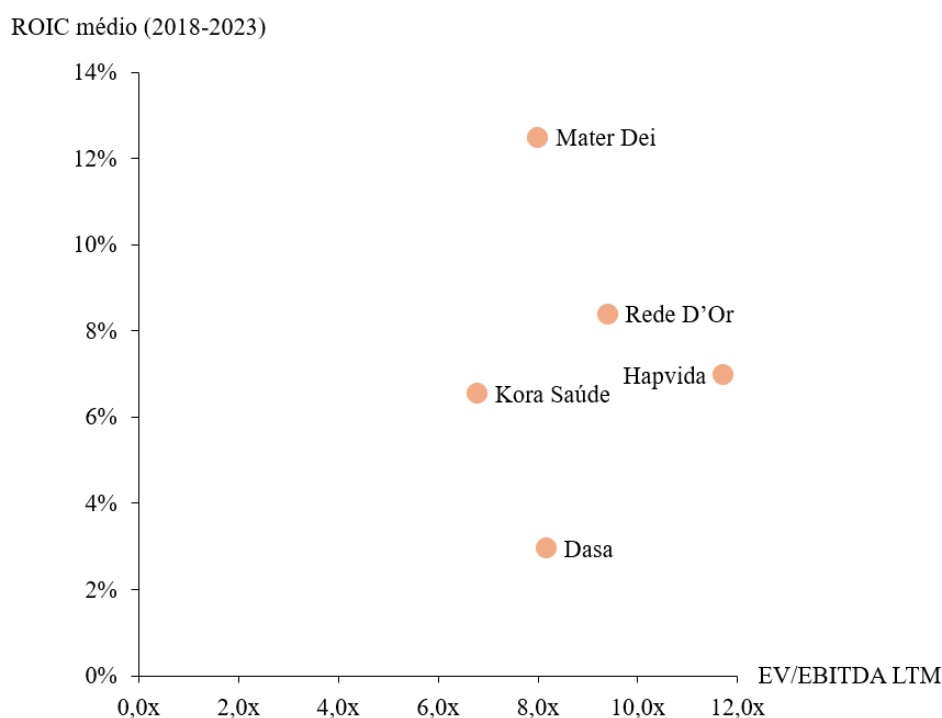
tratado de negócios parecidos, como por exemplo hospitais comprando hospitais, é possível de se supor que a distorção no valor é menor, do que no caso do crescimento de receita. Analisando a Figura 50, a empresa que mais chama a atenção é a MATD3, que apresenta uma margem EBITDA 7,1 pontos percentuais maior que o segundo colocado que é RDOR3. Além de possuir a melhor margem, possui o segundo menor múltiplo. Portanto, apesar de existirem ressalvas para a análise, possivelmente, há maiores indícios de uma maior distorção de valor intrínseco para a Mater Dei.

Figura 50 – Margem EBITDA média x EV/EBITDA LTM das companhias selecionadas



Fonte: Capital IQ; Elaboração própria

Na mesma linha, comparou-se na Figura 51 o ROIC médio entregue pelas companhias, em comparação com o múltiplo EV/EBITDA LTM. O resultado da análise, por sua vez, é parecido com a comparação com a margem EBITDA. A Mater Dei aparenta ser a melhor alocador de capital, conseguindo um retorno médio sobre o capital investido 4,1 pontos percentuais acima do segundo mais bem colocado, que também é a Rede D'Or. Ao mesmo tempo que possui os melhores retornos, como já enunciado, é negociada com o segundo menor múltiplo dentre os comparáveis. Sendo assim, do ponto de vista financeiro, comparando o crescimento de receita, com a margem EBITDA e o ROIC entregue, o alvo mais atrativo parece ser a Mater Dei.

Figura 51 – ROIC médio x EV/EBITDA LTM das companhias selecionadas

Fonte: Capital IQ; Elaboração própria

Por último, do ponto de vista financeiro, comparou-se a alavancagem atual das companhias, como visto na Tabela 22, uma vez que é fator crucial para se ter um bom poder de negociação e porque uma alta alavancagem pode turbinar artificialmente a margem EBITDA. Como resultado, vê-se novamente a Mater Dei como empresa com menor alavancagem, evidenciando uma maior capacidade de negociar com as fontes pagadoras, além de abrir espaço para novas aquisições, algo que a Dasa, por exemplo, com tamanha alavancagem, provavelmente seria incapaz de executar.

Tabela 22 – Dívida Líquida sobre EBITDA

Empresa	Dívida líquida / EBITDA
RDOR3	2,30x
MATD3	1,93x
KRSA3	5,28x
DASA3	6,04x
HAPV3	2,46x

Fonte: Site de RI das companhias; Elaboração própria

Sendo assim, como forma de esclarecer comparativamente a atratividade das métricas financeiras em relação ao múltiplo negociado, estabeleceu-se uma pontuação de 1 a 3, na qual a nota 1 foi atribuída quando julgou-se a empresa pouco atrativa, nota 2 quando julgou-se atrativa e nota 3 quando julgou-se bastante atrativa, com os resultados representados na Tabela 23.

Tabela 23 – Atratividade financeira dos alvos

Companhia	Atratividade	Justificativa
Rede D'Or	2	Segundo melhor em margem EBITDA e ROIC, apesar do menor crescimento se excluía a aquisição de Sul América. Negociando ao segundo maior múltiplo.
Mater Dei	3	Baixa alavancagem, ao mesmo tempo em que possui melhor margem EBITDA e ROIC.
Kora Saúde	1	Alavancagem muito alta, com uma margem EBITDA e e ROIC abaixo da média dos demais alvos.
Dasa	1	Alavancagem alta, seguida das piores métricas de margem EBITDA e ROIC.
Hapvida	2	Alto crescimento, mesmo excluindo a aquisição de GNDI. Alavancagem controlada, com margem EBITDA e ROIC na média dos comparáveis. Negociando ao maior múltiplo.

Fonte: Elaboração própria

Outro ponto importante de se analisar é a influência que o fundo conseguiria ter na empresa, dependendo do preço de entrada e do montante investido. O fundo em que o Autor trabalha, busca fazer investimentos minoritários, isto é, que não ultrapassem a barreira de 50% do capital social da empresa, mas que possa ter uma influência significativa no nível de conselho e comitês. Ademais, por mais que não haja uma regra, tem-se no geral a flexibilidade de um cheque que varia entre R\$ 100 milhões e R\$ 1 bilhão, dependendo da oportunidade. Com isso, com base na Figura 52, na qual considera-se um aporte secundário, percebe-se que dificilmente a gestora conseguirá exercer alguma função de influência tanto na Hapvida quanto na Rede D'Or, dado que a participação será muito pequena. Em contrapartida, a Kora Saúde, potencialmente, pode ser pequena para o tamanho de investimento visado pela gestora, dado que com um cheque superior a R\$275 milhões já passaria a ser um acionista controlador. Já a Mater Dei e a Dasa, do ponto de vista de tamanho, parecem ter uma maior atratividade, à medida que o cheque típico do fundo permitiria assumir uma participação minoritária, mas ainda com uma certa relevância, para garantir a influência dos investidores na companhia. Dessa forma, seguindo os critérios da análise de atratividade financeira dos alvos, classificou-se a Hapvida e

Rede D'Or como pouco atrativas, a Kora Saúde como atrativa, e a Dasa e a Mater Dei como bastante atrativas.

Figura 52 – Análise de participação potencial nos alvos

Alvo	Rede D'Or	Mater Dei	Kora Saúde	Dasa	Hapvida
Valor de mercado (R\$ milhões)	55.328	2.219	553	3.653	29.081

Montante	Participação				
100	0,2%	4,5%	18,1%	2,7%	0,3%
200	0,4%	9,0%	36,2%	5,5%	0,7%
300	0,5%	13,5%	54,2%	8,2%	1,0%
400	0,7%	18,0%	72,3%	10,9%	1,4%
500	0,9%	22,5%	90,4%	13,7%	1,7%
600	1,1%	27,0%	n/a	16,4%	2,1%
700	1,3%	31,5%	n/a	19,2%	2,4%
800	1,4%	36,1%	n/a	21,9%	2,8%
900	1,6%	40,6%	n/a	24,6%	3,1%
1.000	1,8%	45,1%	n/a	27,4%	3,4%

Fonte: Capital IQ; Elaboração própria

Por mais que dados financeiros sejam extremamente importantes para se analisar um investimento, além de ser uma maneira quantitativa de comparar diferentes companhias, o Autor entende que há diversos fatores qualitativos que muitas vezes não se traduzem nitidamente nos números históricos, mas que podem ter grande influência nos números futuros. Assim, comparou-se o posicionamento de cada uma das companhias com as 5 forças de Porter, levando em conta as entrevistas realizadas. De forma a quantificar e conseguir ranquear as empresas selecionadas, estabeleceu-se uma nota de 1 a 5, para o posicionamento de cada uma. Adotou-se o critério de nota 1 quando o posicionamento é bastante frágil, com a companhia estando exposta a inúmeras fragilidades na força em questão, e nota 5 quando o posicionamento é sólido, com a força competitiva jogando a favor da companhia. Por mais que seja um julgamento subjetivo, o Autor julgou válida a análise por tratar-se de um filtro adicional para a escolha do alvo, não sendo, portanto, o único critério analisado, e por, direccionalmente, permitir um ranqueamento das empresas; ou seja, mesmo sendo possível argumentar que a empresa que ficou em segundo lugar na realidade deveria ser a primeira colocada, há uma separação entre a primeira e a última colocada, por exemplo.

A seguir, cada uma das tabelas resume o posicionamento dos 5 possíveis alvos em cada uma das 5 forças de Porter:

Tabela 24 – Posicionamento em produtos substitutos

1. Produtos substitutos	Posicionamento	Justificativa
Rede D'Or	4	<ul style="list-style-type: none"> · Hospitais são essenciais e não há nenhum indício de produto substituto. · Inúmeras startups têm surgido para tentar inovar no segmento de convênios médicos, podendo potencialmente ser um risco para a operação de Sul América.
Mater Dei	5	<ul style="list-style-type: none"> · Hospitais são essenciais e não há nenhum indício de produto substituto.
Kora Saúde	5	<ul style="list-style-type: none"> · Hospitais são essenciais e não há nenhum indício de produto substituto.
Dasa	5	<ul style="list-style-type: none"> · Hospitais são essenciais e não há nenhum indício de produto substituto.
Hapvida	3	<ul style="list-style-type: none"> · Inúmeras startups têm surgido para tentar inovar no segmento de convênios médicos, podendo potencialmente ser um risco para a operação de seguros.

Fonte: Elaboração própria

Tabela 25 – Posicionamento em entrada de novos concorrentes

2. Entrada de novos concorrentes	Posicionamento	Justificativa
Rede D'Or	3	<ul style="list-style-type: none"> · Alta regulação e necessidade de capital para abertura de novos hospitais. · Movimentos de consolidação podem voltar a ganhar força.
Mater Dei	3	<ul style="list-style-type: none"> · Alta regulação e necessidade de capital para abertura de novos hospitais. · Movimentos de consolidação podem voltar a ganhar força.
Kora Saúde	3	<ul style="list-style-type: none"> · Alta regulação e necessidade de capital para abertura de novos hospitais. · Movimentos de consolidação podem voltar a ganhar força.
Dasa	3	<ul style="list-style-type: none"> · Alta regulação e necessidade de capital para abertura de novos hospitais. · Movimentos de consolidação podem voltar a ganhar força.
Hapvida	4	<ul style="list-style-type: none"> · Alta regulação e necessidade de capital para abertura de novos hospitais. · Número de operadoras vem caindo, aumentando a complexidade de um novo concorrente que vise consolidar o mercado.

Fonte: Elaboração própria

Tabela 26 – Posicionamento em poder de barganha com os fornecedores

3. Poder de barganha com os fornecedores	Posicionamento	Justificativa
Rede D'Or	4	<ul style="list-style-type: none"> · Maior grupo hospitalar do país, com mais de 10 mil leitos e 70 hospitais. Portanto, tem a maior escala para negociar com fornecedores. · Dificuldade na operação de convênios, dado o incentivo que a Sul América passou a ter de direcionar o fluxo de beneficiários para os hospitais da Rede D'Or. Além disso, operação exposta as dinâmicas regionais de negociações de credenciamento.
Mater Dei	4	<ul style="list-style-type: none"> · Sétimo maior grupo hospitalar, estando concentrado principalmente em Minas Gerais, fortalecendo seu poder de barganha com fornecedores.
Kora Saúde	3	<ul style="list-style-type: none"> · Quarto maior grupo hospitalar, o que lhe confere escala para as negociações. No entanto, leitos estão dispersos por vários estados, enfraquecendo os dinâmicas regionais.
Dasa	5	<ul style="list-style-type: none"> · Terceiro maior grupo hospitalar, e maior grupo de medicina diagnóstica, tendo larga escala para negociar com fornecedores.
Hapvida	5	<ul style="list-style-type: none"> · Segundo maior grupo hospitalar, com ampla escala para negociar com fornecedores no Brasil inteiro. · Na operação de convênios, por ser verticalizada, não costuma depender de hospitais de terceiros, evitando com que a companhia se exponha às árduas negociações.

Fonte: Elaboração própria

Tabela 27 – Posicionamento em poder de barganha com os compradores

4. Poder de barganha com os compradores	Posicionamento	Justificativa
Rede D'Or	3	<ul style="list-style-type: none"> • Líder com certa vantagem sobre os demais grupos, tendo seus hospitais concentrados nas regiões de SP, RJ e BA, nas quais se beneficia de amplo poder de negociação com os convênios. • Sul América com dificuldades de controlar os sinistros, tendo exposição a planos individuais, e estando em um mercado no qual não há crescimento e preço é o diferencial.
Mater Dei	4	<ul style="list-style-type: none"> • Concentração dos leitos em MG, garantindo um alto poder de negociação no Estado com os convênios médicos. Evitou dispersar-se geograficamente para defender as dinâmicas regionais.
Kora Saúde	1	<ul style="list-style-type: none"> • Alta alavancagem e o risco iminente de não cumprir com os <i>covenants</i> debilitam o poder de negociação com os convênios. • Hospitais dispersos pelo país, algo que desfavorece nas negociações, dadas as dinâmicas regionais. Escala não é tão significativa para mesmo assim ter um forte poder de negociação.
Dasa	2	<ul style="list-style-type: none"> • Alta alavancagem e o risco iminente de não cumprir com os <i>covenants</i> debilitam o poder de negociação com os convênios. • Hospitais dispersos pelo país, algo que desfavorece nas negociações, dadas as dinâmicas regionais. Mas pelo fato de ter o terceiro maior grupo hospitalar, consegue usufruir de sua escala nas negociações.
Hapvida	4	<ul style="list-style-type: none"> • Modelo verticalizado permite controlar melhor os custos, oferecendo preços mais atrativos para os beneficiários. Assim, consegue endereçar mais clientes que as operadoras não verticalizadas e ter um maior controle sobre sua margem. • No entanto, companhia segue exposta a regulações da ANS, principalmente nos seus planos individuais.

Fonte: Elaboração própria

Tabela 28 – Posicionamento em rivalidade entre concorrentes

5. Rivalidade entre concorrentes	Posicionamento	Justificativa
Rede D'Or	4	<ul style="list-style-type: none"> • Maior escala nas negociações permite credenciamentos e compras melhores que dos concorrentes, ajudando a manter a liderança da companhia no segmento hospitalar. • Muito bem posicionada nas regiões que tem uma alta concentração de hospitais (SP, RJ e BA). • Sul América com dificuldades de crescer sua base de beneficiários, ao mesmo tempo em que tem dificuldades com os crescentes custos médicos, perdendo espaço para operadoras verticalizadas com preços mais baixos.
Mater Dei	4	<ul style="list-style-type: none"> • Ao ter seus hospitais concentrados em MG, evita uma competição nacional com demais hospitais, ao mesmo tempo em que possui grande vantagem na dinâmica regional, como poder de marca na atração de pacientes e na negociação com convênios.
Kora Saúde	2	<ul style="list-style-type: none"> • Compete com inúmeros grupos hospitalares por estar espalhado pelo Brasil, sem uma grande concentração. • Não possui tanta escala para negociar melhores compras e credenciamentos
Dasa	3	<ul style="list-style-type: none"> • Maior escala nas negociações permite credenciamentos e compras melhores que dos concorrentes. • Compete com grupos inúmeros grupos hospitalares, sem colher tantos benefícios das dinâmicas regionais, por ter seus hospitais espalhados.
Hapvida	5	<ul style="list-style-type: none"> • Vantagem contra os concorrentes não verticalizados, por oferecer preços inferiores dado o seu melhor controle de custos. • Não compete com operadoras que atacam classes sociais mais altas, cujos tíquetes médios são mais elevados.

Fonte: Elaboração própria

Com isso, seguindo o ranking qualitativo estabelecido, tem-se a seguinte pontuação:

1º colocado: Hapvida com 21 pontos

2º colocado: Mater Dei com 20 pontos

3º colocado: Dasa e Rede D'Or com 18 pontos

4º colocado: Kora Saúde com 14 pontos

Portanto, tendo concluído três principais análises com seus respectivos rankings, definiu-se o seguinte procedimento para definir uma colocação final para os 5 possíveis alvos: (i) listou-se a colocação em cada uma das três análises, das 5 companhias. No caso, por exemplo, de duas empresas serem julgadas como igualmente atrativas, considerou-se a mesma posição para ambas. (ii) estabeleceu-se um peso de 30% para a colocação na análise das 5 forças de Porter, dado que é a que melhor reflete o posicionamento competitivo dos alvos; o peso de 50% para a análise de participação na companhia, uma vez que é fator fundamental para a

gestora poder exercer uma certa influência, ao mesmo tempo em que não é controladora; peso de 20% para análise financeira, pois todas as empresas possuem suas particularidades, e para tomar uma decisão somente baseada nos dados financeiros, seria necessário um detalhamento muito maior, além do fato das recentes aquisições no setor terem distorcido bastante os números das companhias. Dessa forma, multiplicou-se o peso pela colocação de cada uma das empresas em cada uma das análises, e somou-se os produtos para os alvos, chegando na colocação final presente na Tabela 29. Ressalta-se, que quanto menor a colocação, maior a atratividade do alvo, e que, portanto, o primeiro alvo a ser escolhido para uma análise mais aprofundada, foi a Mater Dei, seguida da Hapvida ou Dasa.

Tabela 29 – Colocação final dos alvos

Companhia	Colocação análise financeira	Colocação análise de participação	Colocação análise de 5 forças de Porter	Colocação final
Rede D'Or	3	3	3	3,0
Mater Dei	2	1	2	1,5
Kora Saúde	4	2	4	3,0
Dasa	3	1	3	2,0
Hapvida	1	3	1	2,0

Fonte: Elaboração própria

Por último, visando diminuir os impactos da subjetividade da análise, testou-se 10 cenários com a alteração dos pesos de cada um dos três critérios. A Tabela 30 evidencia como em 60% dos casos a empresa escolhida continua sendo a Mater Dei. Nos outros 40%, a empresa escolhida foi a Hapvida, mostrando uma certa superioridade das duas empresas em comparação com as outras três. Ademais, percebe-se como a Hapvida foi a escolhida nos casos em que o peso para a análise de participação foi inferior a 33%. No contexto de uma firma de *private equity*, com o mandato de investimentos relevantes, mas minoritários, pela vivência do Autor, entende-se que o tamanho da empresa é fundamental para a decisão de investimento. No caso de Hapvida, no qual a participação seria de algo próximo de 0,3% a 3,4%, o Autor entende que seria muito difícil encaixar a tese dentro do portfólio da gestora, uma vez que dificilmente os

profissionais de investimento poderiam exercer alguma influência. Por tais motivos, acredita-se que um cenário em que o peso atribuído para o critério de participação é igual ou inferior a 33%, ao mesmo tempo em que os outros critérios analisados se mantêm constantes, é bastante improvável e descolado da realidade.

Tabela 30 – Sensibilidade para o peso dos critérios

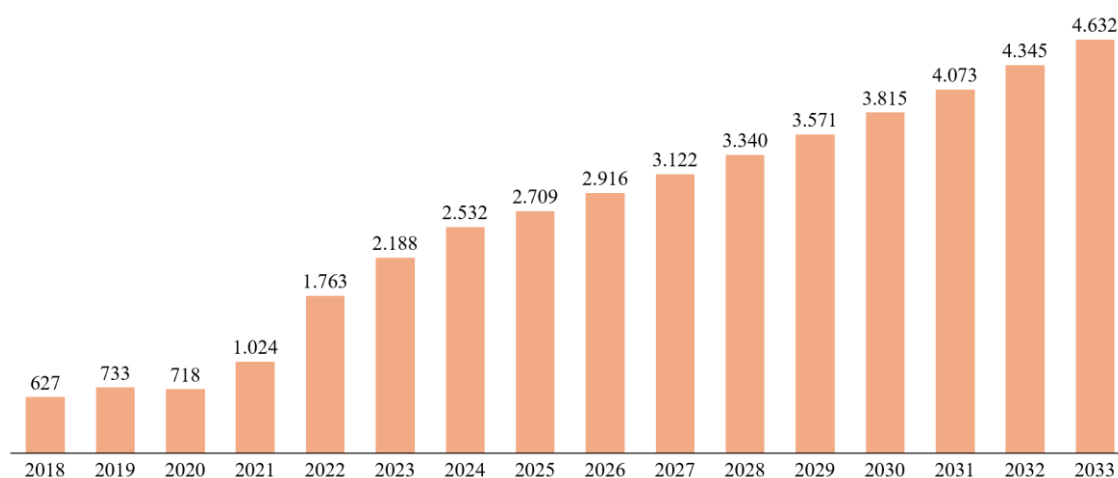
Cenário	Colocação análise financeira	Colocação análise de participação	Colocação análise de 5 forças de Porter	Primeiro colocado
1	20%	50%	30%	Mater Dei
2	20%	40%	40%	Mater Dei
3	20%	30%	50%	Hapvida
4	30%	50%	20%	Mater Dei
5	30%	40%	30%	Mater Dei
6	30%	30%	40%	Hapvida
7	10%	50%	40%	Mater Dei
8	10%	40%	50%	Mater Dei
9	10%	30%	60%	Hapvida
10	33%	33%	33%	Hapvida

Fonte: Elaboração própria

6. Modelagem financeira do alvo escolhido

6.1. Receita

Por ter sua operação completamente focada no ramo hospitalar, a Mater Dei só tem receitas advindas de tal segmento. Apesar de diferentes atividades poderem gerar receita para a companhia, como a realização de exames e um procedimento cirúrgico, a empresa não fornece uma quebra detalhada, apenas divulgando a receita consolidada, dividida entre três fontes pagadoras (i) operadoras de convênios médicos; (ii) pacientes individuais; (iii) outros. Com isso, tem-se o resultado evidente na Figura 53.

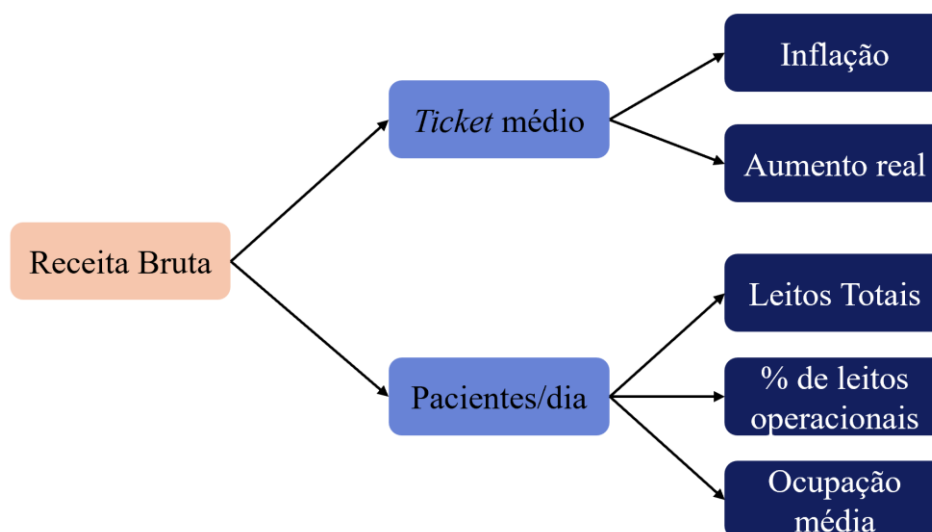
Figura 53 – Projeção da receita líquida, em R\$ milhões

Fonte: Elaboração própria

Em termos de receita bruta, entende-se que ela é definida duas principais variáveis, sendo elas o número de pacientes que frequentam o hospital, e o *ticket* médio cobrado de cada um, com a Figura 54 demonstrando a forma como foi modelada.

Em relação ao número de pacientes, percebe-se que ele depende do número de leitos operacionais que o hospital possui, que por sua vez depende do número total de leitos. O número total de leitos, cresce no caso de (i) a empresa construir um novo hospital; (ii) expandir a capacidade de um hospital existente; (iii) aquisição de um hospital de um terceiro. Ressalta-se, também, que o número de leitos operacionais, isto é, aqueles que de fato podem ser utilizados, nunca pode ser maior que o número total de leitos. Em cima do número de leitos operacionais, existe uma porcentagem média de ocupação, nunca podendo ultrapassar 100%, que indica por quanto tempo, do total disponível, o leito foi utilizado. Assim, ao multiplicar o número total de leitos operacionais, pelo percentual de ocupação, e por 365, considerando que um ano tem 365 dias, chega-se no número de pacientes que frequentaram o hospital ao longo do ano. Já em relação ao *ticket* médio, entende-se que existem três principais fatores: (i) inflação; (ii) aumento real de cada procedimento, isto é, o reajuste acima da inflação de cada procedimento médico; (iii) mudança no *mix* de procedimentos. Pelo fato de não haver uma quebra de receita por procedimento, o Autor precisou incorrer a uma simplificação, excluindo uma projeção detalhada da mudança de mix, tendo como foco somente a inflação e o reajuste real.

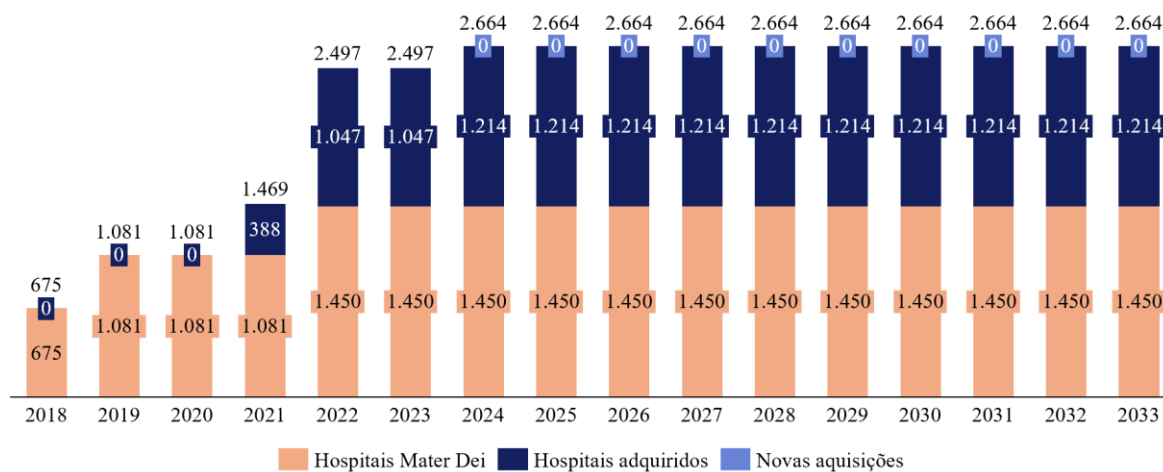
Figura 54– Modelagem da receita bruta



Fonte: Elaboração própria

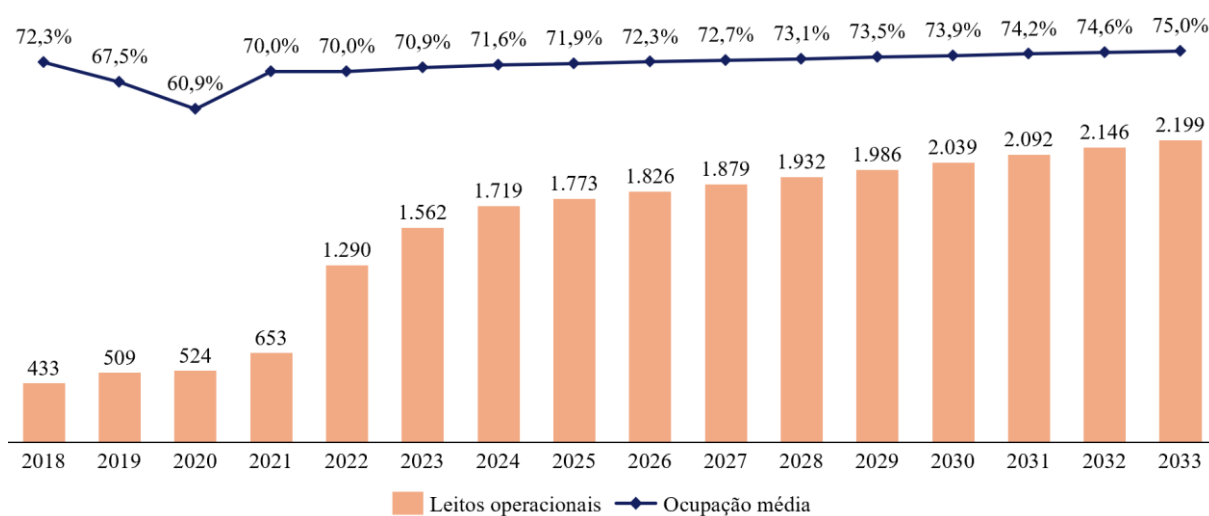
Assim, começando pelo número de leitos totais, dividiu-se a projeção em três principais linhas. A primeira delas refere-se aos quatro hospitais construídos pela Mater Dei. Neles, por já pertencerem à companhia por vários anos, não se considerou a abertura de nenhum leito. Em relação aos outros 5 hospitais, adotou-se a curva de abertura de leitos divulgada pela empresa, no seu site de RI, dado que foram aquisições recentes. Por último, com um viés conservador, e dado que a companhia dobrou em número de hospitais de 2021 para 2022, além dos executivos afirmarem que a tese da empresa não é fazer aquisições desenfreadamente, não se considerou nenhuma expansão de leito via aquisições. A Figura 55 mostra a evolução consolidada no número de leitos totais. Para chegar no número de leitos operacionais, assumiu-se a premissa de que haverá um aumento anual de 2 pontos percentuais no número de leitos operacionais em relação ao número total de leitos, incremento que foi defendido pelos executivos da companhia na divulgação de resultados; com a Figura 56 demonstrando a evolução no número de leitos operacionais. Por último, assumiu-se um crescimento linear da ocupação dos leitos operacionais, saindo de 70,9% em 2023, e chegando em 75% no ano de 2033; sustentado por uma maior integração entre todo o ecossistema de hospitais.

Figura 55 – Projeção de leitos totais



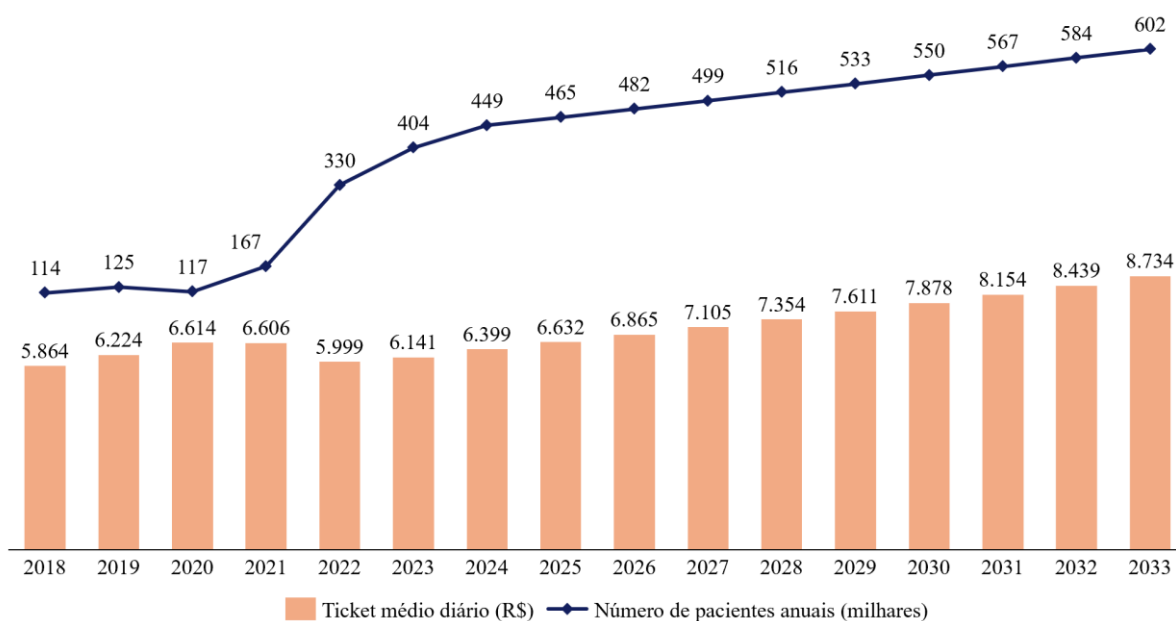
Fonte: Elaboração própria

Figura 56 – Projeção de leitos operacionais e ocupação média



Fonte: Elaboração própria

Quanto ao *ticket* médio, considerou-se primeiro que a companhia será capaz de reajustar o valor de todos os serviços pela inflação medida pelo IPCA-15. Para as projeções de inflação, utilizou-se os dados do Boletim Focus, de 5 de abril de 2024, divulgado pelo Banco Central. Ademais, optou-se pelo conservadorismo ao projetar-se um aumento real de ticket médio nulo, dada a situação de estresse financeiro pela qual todo o setor tem passado. Mesmo assim, novas tecnologias e procedimentos mais complexos são fatores que potencialmente podem aumentar o ticket médio da companhia, sendo uma via de *upside* para a tese. Por último, somente para chegar na Receita Líquida, assumiu-se uma dedução de 11,9%, a mesma alíquota paga em 2023.

Figura 57 – Projeção de *ticket* médio e número de pacientes

Fonte: Elaboração própria

6.2. Custos e despesas

Em relação aos custos, todos os gastos intrínsecos à operação, a companhia fornece uma quebra em 5 principais linhas, sendo elas: (i) custos com materiais médicos e medicamentos; (ii) empregados; (iii) serviços médicos; (iv) manutenção e serviços de terceiros; (v) outros. A Tabela 31 resume a forma como eles foram modelados, e a diferença como porcentagem da receita bruta entre o ano de 2023 e o de 2028. De forma geral, em todos os casos fez-se uma triangulação com o gasto implícito por paciente, e atribuiu-se um ganho de margem nas linhas em que se acredita haver algum ganho de escala; com as demais tendo sido mantidas constantes. Já quanto às despesas, a quebra fornecida conta com duas linhas, sendo elas: (i) empregados; (ii) outras despesas. Por tratar-se de um gasto não intrínseco à operação, considerou-se um certo ganho de margem nas despesas, fundamentado em uma diluição de custos. Um ponto válido para se ressaltar é que os gastos com depreciação e amortização estão embutidos tanto nos custos quanto nas despesas, mas sua modelagem está descrita somente no item seguinte, por estar relacionada aos ativos imobilizados e intangíveis.

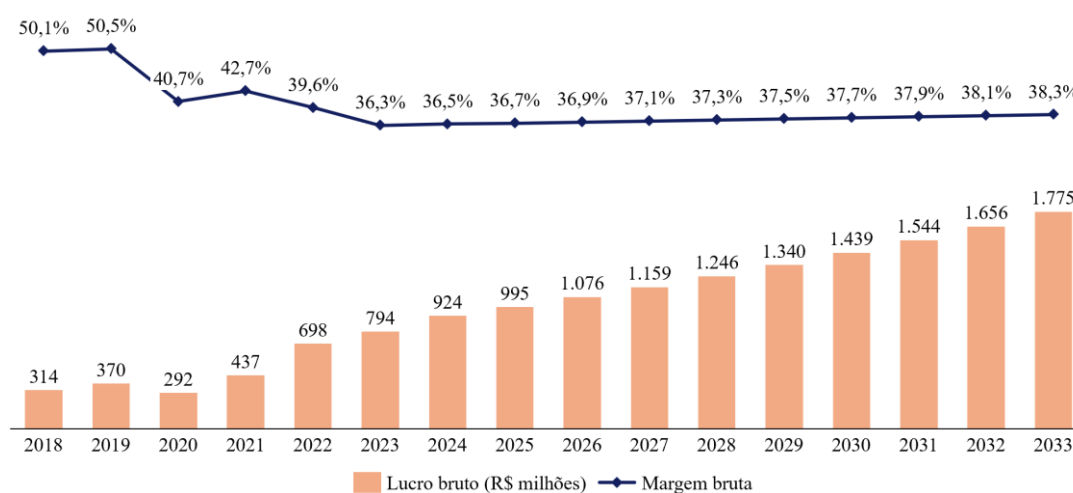
Tabela 31 – Resumo da modelagem dos custos e despesas

Classificação	Custo / Despesa	Modelagem	Delta como percentual da receita bruta entre 2023-2028
Custos com a operação	Materiais e medicamentos	Percentual da receita bruta	0%
	Empregados	Percentual da receita bruta	-0,5%
	Serviços médicos	Percentual da receita bruta	-0,5%
	Manutenção e serviços de terceiros	Percentual da receita bruta	0%
	Outros custos	Percentual da receita bruta	0%
Despesas com vendas, gerais e administrativas	Empregados	Percentual da receita bruta	-0.5%
	Outras despesas	Percentual da receita bruta	0%

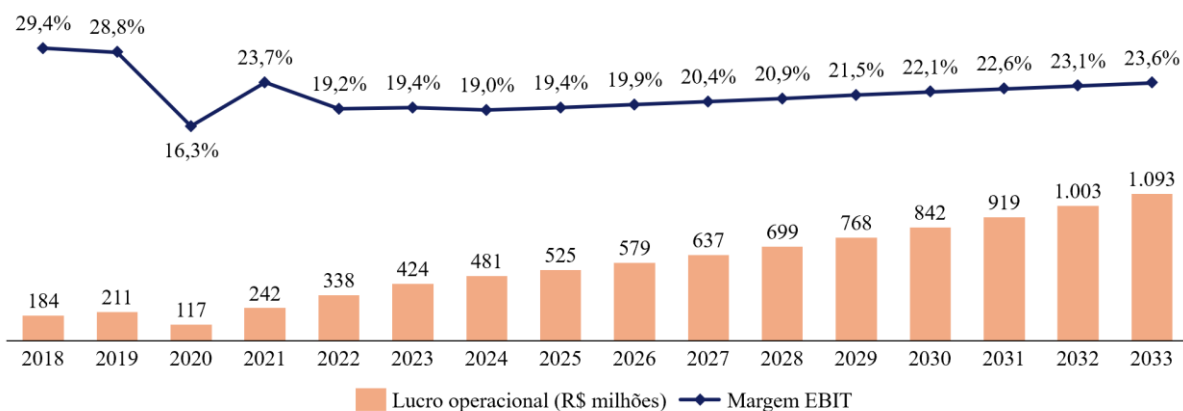
Fonte: Elaboração própria

Dada a dinâmica de modelagem descrita, tem-se a Figura 58, Figura 59 e a Figura 60, que representam o lucro bruto, o lucro operacional, e o EBITDA, com suas margens, respectivamente.

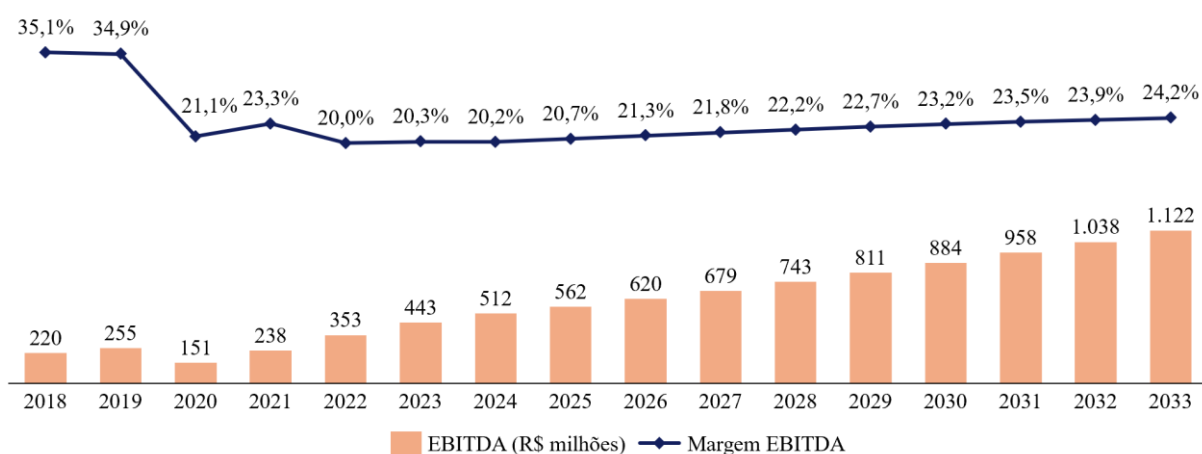
Figura 58 – Lucro bruto projetado



Fonte: Elaboração própria

Figura 59 – Lucro operacional projetado

Fonte: Elaboração própria

Figura 60 – EBITDA ex-IFRS16 projetado

Fonte: Elaboração própria

6.3. Outros itens

Neste item, aborda-se principalmente três principais projeções, que envolvem: (i) endividamento e resultado financeiro; (ii) imobilizado, intangível e depreciação e amortização; (iii) variações no capital de giro e em ativos e passivos não-circulantes.

Em relação ao endividamento, primeiro implementou-se a curva de amortização das dívidas já existentes, conforme divulgado nos demonstrativos financeiros da companhia. Em seguida, também se seguiu o cronograma de amortização das parcelas que a companhia deve pela aquisição de hospitais, sendo que, conforme descrito nos demonstrativos, tais parcelas são reajustadas pelo CDI. Para projeções de CDI, usou-se as projeções para a SELIC disponibilizadas pelo Boletim Focus do Banco Central. Ademais, implementou-se um

mecanismo de dívida revolver, na qual a companhia contrai novas dívidas, se o montante que ela tem em caixa e equivalentes ficar 5% menor do que a receita líquida anual do ano em questão.

Para o cálculo das despesas financeiras, projetou-se um spread em relação ao CDI, de 1,6%, conforme os custos das dívidas atuais da companhia. Já para o cálculo das receitas financeiras, assumiu-se que a companhia consegue garantir rendimentos de 100% do CDI do período, em cima do caixa médio do período. Somando-se as despesas e as receitas financeiras, chegou-se no resultado financeiro.

Quanto ao imobilizado, assumiu-se um gasto com capex de 6% da receita líquida em 2024, e que cai linearmente para 4% em 2028. Os valores são levemente abaixo dos últimos anos, mas porque nos anos recentes gastos acima do normal tiveram que ser feitos para regularizar e integrar os hospitais adquiridos, o que causou uma distorção nos números, que devem voltar ao normal nos próximos anos. A depreciação, por sua vez, foi projetada constante, como sendo 9% do imobilizado no começo do período, seguindo o histórico da companhia. Por se tratar de um grupo hospitalar, acredita-se que o grosso do investimento seja em ativos imobilizados. Dessa forma, projetou-se que os ativos intangíveis crescem a 4% ao ano, seguindo valores históricos, e mantendo a proporção entre 0,6% e 0,4% da receita líquida da companhia no período. Já a amortização, também mantendo patamares históricos, e seguindo as descrições do formulário de referência da companhia, foi mantida constante como 25% do intangível do início do período.

Por último, considerou-se como capital de giro todas as linhas do balanço patrimonial, na parte de ativos e passivos, que não tenham sido projetadas anteriormente. De maneira geral, usou-se Dias de Capital de giro para a projeção de todas essas linhas. Como exemplo, se o hospital vende um serviço e só recebe o dinheiro em 45 dias, as contas a receber foram projetadas de forma que a divisão das contas a receber, pela receita líquida do período, multiplicado por 365, assumindo um ano de 365 dias, resulte em 45 dias. O fator variante foi o denominador da questão; no exemplo citado foi a receita líquida, mas em algumas linhas do passivo, por exemplo, usou-se o montante projetado em custos. A Tabela 32 resume a modelagem do capital de giro da companhia. As contas do balanço que não estão presentes na tabela, foram projetadas constantes, não tendo, portanto, um impacto caixa na companhia.

Tabela 32 – Resumo da modelagem do capital de giro

Conta do balanço patrimonial	Dias de:	Valor em dias
------------------------------	----------	---------------

Ativo		
Contas a receber	Receita líquida	133
Estoque	Custo com materiais médicos e medicamentos	44
Depósitos Judiciais	Receita líquida	8
Outras Contas a Receber	Receita líquida	13
Passivo		
Fornecedores	Custo com materiais médicos e medicamentos, e serviços de terceiros	88
Salários a pagar	Custos e despesas com empregados	46
Impostos a pagar	Receita líquida	6
Impostos diferidos	Receita líquida	1
Outros valores a pagar	Custo de serviços prestados	3

Fonte: Elaboração própria

6.4. Avaliação por fluxo de caixa descontado

Como primeira metodologia para se determinar o valor justo da companhia, primeiro utilizou-se o método de fluxo de caixa descontado, explicado nas Revisão de Literatura, no qual o valor justo de uma empresa é a soma de todos os fluxos de caixa gerado pela companhia trazidos a valor presente. Para evitar as complexidades de projetar a estrutura de capital da companhia, que pode variar bastante, ainda mais em uma empresa como a Mater Dei que tem mais de R\$1 bilhão em dívida, optou-se fluxo de caixa livre para a firma (FCLF). Sendo assim, uma vez projetados os fluxos e trazidos a valor presente, somou-se o montante e subtraiu-se a dívida líquida, chegando no valor para o acionista. Ademais, para trazer a valor presente, usou-se o método do CAPM, também descrito na Revisão de Literatura, para assim estimar o custo de capital para a companhia como um todo.

Para o cálculo do valor terminal, usou-se como Taxa de Crescimento o crescimento nominal da economia brasileira, isto é, a projeção de crescimento de PIB real para o ano de 2033, último ano da projeção, multiplicado pelo IPCA projetado de 2033, segundo o Banco Central. Assim, com um crescimento real de PIB de 2% e um IPCA de 3,5%, tem-se uma Taxa de Crescimento de 5,6%.

Figura 61 – FCLF para Mater Dei

Ano	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Perpetuidade
EBIT (IFRS)	481	525	579	637	699	768	842	919	1.003	1.093	
(-) Pagamentos de arrendamento mercantil	-91	-95	-99	-103	-107	-111	-115	-120	-125	-130	
(+) D&A de direito de uso	37	38	38	39	39	39	40	40	41	41	
EBIT (ex-IFRS)	426	468	519	573	632	696	767	839	919	1.004	
(-) Impostos	-145	-159	-177	-195	-215	-237	-261	-285	-312	-341	
<i>Alíquota de imposto</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	
EBIT - Impostos	281	309	343	378	417	459	506	554	606	663	
(+) D&A excluindo direito de uso	86	94	101	107	111	115	118	119	119	90	
(+/-) Variação no capital de giro	-104	-58	-67	-67	-71	-75	-80	-84	-88	-93	
(-) Capex	-167	-164	-162	-157	-151	-143	-133	-121	-107	-90	Perpetuidade
Fluxo de Caixa Livre para Firma	96	181	215	260	306	356	411	468	530	570	10.548
Fator de desconto	<i>1,00</i>	<i>1,11</i>	<i>1,24</i>	<i>1,38</i>	<i>1,53</i>	<i>1,71</i>	<i>1,90</i>	<i>2,11</i>	<i>2,35</i>	<i>2,61</i>	<i>2,61</i>
Valor presente	96	162	173	189	200	209	217	222	226	218	4.034

Fonte: Elaboração própria

Assim, percebe-se que sem grandes aquisições, da forma como foi projetado, de 2024 em diante a companhia deve passar a gerar fluxo de caixa para a firma. Ademais, nota-se como a variação do capital de giro é sempre negativa, indicando que quanto mais a companhia crescer, mais ela terá que investir no seu capital de giro. Mesmo assim, as demais linhas acabam compensando essa variação negativa, com o lucro operacional sendo suficiente para cobrir com o capex necessário e a variação no capital de giro. Por último, ressalta-se o ajuste feito com base nas normas do IFRS-16, que exclui os arrendamentos mercantis do Lucro Operacional, criando um ativo de direito de uso no balanço. Como a Mater Dei faz uso significativo de arrendamentos mercantis, o Autor achou válido o ajuste para mostrar que a operação da companhia na realidade possui um lucro operacional menor do que o reportado nos padrões IFRS-16.

Como resultado da Figura 61, tem-se a Figura 62, indicando um potencial de valorização da ação de 116%, um número bastante significativo. Apesar disso, reconhece-se que para uma decisão de investimento mais aprofundada, uma diligência mais extensa e profunda seria necessária, além de outras análises de sensibilidade. Mesmo assim, em um primeiro momento, as ações da companhia parecem estar negociando a um desconto substancial de seu valor justo.

Figura 62 – Valor Justo Mater Dei

Valor da firma R\$ milhões	5.945	Múltiplos implícitos	2023	2024
10 anos de projeção	32%	EV/EBITDA	13,4x	11,6x
Valor terminal	68%	P/E	34,0x	29,3x
(-) Dívida Líquida	1.147	P/PL	2,7x	2,5x
Valor para Acionista	4.798			
# ações (m)	382,32982			
Preço por ação	12,55			
Preço por ação atual	5,81			
Upside	116%			

Fonte: Elaboração própria

Ademais, sensibilizou-se o WACC e a o crescimento terminal (g), para compreender quão sensível são as projeções em relação a essas duas variáveis, e os principais impactos no retorno esperado. A Figura 63, portanto, evidencia que mesmo variando significativamente a taxa de desconto como a taxa de crescimento na perpetuidade, a companhia possivelmente ainda apresenta retornos substanciais, reforçando a recomendação do Autor.

Figura 63 – Sensibilidade WACC x crescimento terminal (g)

		WACC				
		9,3%	10,3%	11,3%	12,3%	13,3%
g	3,6%	152%	103%	66%	38%	16%
	4,6%	199%	133%	87%	54%	28%
	5,6%	272%	177%	116%	73%	42%
	6,6%	398%	245%	157%	100%	60%
	7,6%	673%	362%	219%	138%	85%

Fonte: Elaboração própria

Por último, como última forma de sensibilizar, coletou-se os dados disponíveis na Tabela 33, referentes ao preço justo estimado por analistas de diferentes bancos que acompanham a empresa. Percebe-se assim, como inúmeros analistas também enxergam um potencial substancial de valorização das ações da Mater Dei, corroborando com a recomendação do Autor.

Tabela 33 – Preço alvo dos analistas

Instituição	Preço alvo	Upside	Última atualização
Bank of America	9,00	54,9%	16/01/2023
Bradesco BBI	9,00	54,9%	25/02/2024
BTG Pactual	9,50	63,5%	14/01/2024
Goldman Sachs	11,00	89,3%	30/11/2023
Itaú BBA	11,00	89,3%	10/01/2023
J.P. Morgan	9,00	54,9%	06/05/2024
Safra	9,00	54,9%	15/02/2024
Santander	8,80	51,5%	29/01/2024
XP	9,90	70,4%	24/01/2023

Fonte: RI Mater Dei, Elaboração própria

6.5. Avaliação por TIR

Outra forma de avaliar a atratividade de um investimento, é considerando todas as entradas e saídas de caixa do ponto de vista do investidor, e calcular o retorno do investimento, algo também explorado na Revisão de Literatura. Sendo assim, assumiu-se um cheque de R\$250 milhões por parte da gestora, com entrada ao preço de tela da Mater Dei no dia 17 de abril de 2024. Considerando que dadas as projeções, a companhia não deve passar por uma nova fase de crescimento expressivo, assim como não deve ter grandes melhoras ou pioras de margem, o Autor achou válido assumir um múltiplo de saída igual ao múltiplo de entrada. Com isso, tem-se os fluxos apontados na Figura 64.

Figura 64 – Fluxos para um investidor em Mater Dei

Ano	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Data	30-jun-24	31-dez-25	31-dez-26	31-dez-27	31-dez-28	31-dez-29	31-dez-30	31-dez-31	31-dez-32	31-dez-33
Investimento	-250	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos	4	5	5	13	-	-	-	-	-	-
Saída	-	-	-	-	499	-	-	-	-	-
Fluxo de caixa bruto em BRL	-246	5	5	13	499	0	0	0	0	0
<i>USD/BRL</i>	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9	6,0	6,2
Fluxo de caixa bruto em USD	-48	1	1	2	90	0	0	0	0	0
Impostos em dividendos	-1	1	1	2	0	0	0	0	0	0
Impostos em ganhos de capital	0	0	0	0	-37	0	0	0	0	0
Fluxo de caixa líquido de impostos em BRL	-247	5	6	15	462	0	0	0	0	0
<i>USD/BRL</i>	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9	6,0	6,2
Fluxo de caixa líquido de impostos em USD	-48	1	1	3	83	0	0	0	0	0

Fonte: Elaboração própria

Calculando-se as TIR brutas e líquidas de impostos, tanto em real quanto em dólar, tem-se os resultados da Tabela 33. Assim, novamente com a ressalva de que para uma recomendação assertiva de investimento seria necessária uma diligência mais profunda, a princípio parece haver bons indícios de uma boa atratividade para um investimento em Mater Dei. Sob o olhar de um investidor brasileiro, uma TIR líquida de 16,8% é atrativa em um cenário com a taxa Selic a 10,5%, segundo o Banco Central. Da mesma forma, com o *Treasury* de 10 anos nos Estados Unidos oferecendo uma taxa de 4,5%, segundo dados do tesouro americano, um retorno de 14,7% também parece atrativo.

Tabela 34 – Fluxos para um investidor em Mater Dei

	Real	Dólar
TIR Bruta	18,5%	16,5%
TIR Líquida	16,8%	14,7%
MOIC Bruto	2,1x	2,0x
MOIC Líquido	2,0x	1,8x

Fonte: Elaboração própria

Também se sensibilizou o múltiplo de saída para testar diferentes cenários e o impacto no retorno esperado. A conclusão é que uma contração de múltiplo na saída do investimento pode impactar negativamente o retorno, mas que permanece acima do custo de capital em dolarizado, como vê-se na Figura 65, o que reforça a recomendação.

Figura 65 – Sensibilidade múltiplo de saída

	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x
7,0%	11,1%	14,7%	18,0%	20,9%	
1,3x	1,6x	1,8x	2,1x	2,3x	

Fonte: Elaboração própria

7. Conclusão

7.1. Recomendação

Tendo em vista o funcionamento do setor de saúde suplementar, percebe-se o papel importante que o meio privado acaba tendo para a população no geral. Pela falta de recursos e eficiência, o Estado Brasileiro não consegue prover um serviço de saúde público que cumpra com as expectativas da população, fazendo com que, os que possuem renda para tal, usufruam de serviços privados de saúde. Adicionalmente, com o iminente envelhecimento da população, é de se esperar que a sobrecarga sobre o sistema público só aumente, gerando uma necessidade por um maior desenvolvimento do setor privado, tanto para aliviar a demanda pelo SUS como para suprir aqueles que não querem depender do meio público em um cenário ainda mais sobrecarregado.

No entanto, nos últimos anos, o que se tem visto é o oposto, com as instituições privadas, principalmente hospitais e operadoras de saúde, enfraquecendo-se, passando por um grande estresse financeiro marcado por uma dificuldade em controlar os custos e de reajustar o valor dos serviços prestados. Para complicar ainda mais, grandes grupos hospitalares estão com uma alta alavancagem, debilitando sua capacidade de expansão e consolidação do setor. Na mesma linha, as operadoras, que têm um papel importante na democratização dos serviços de saúde, estão sofrendo com altas sinistralidades, tendo que aumentar os reajustes e, por consequência, deixando mais pessoas de fora do sistema privado. Mesmo assim, por mais que a situação atual seja de estresse no setor, é nítida como há uma demanda muito grande por tais serviços, e espaços para melhoria tanto para cada companhia individualmente, como na estruturação da regulação do setor no geral.

Sob essa perspectiva, entendeu-se como as dinâmicas competitivas entre as fontes pagadoras e os hospitais são bastante regionais, e da importância de concentrar os esforços nas regiões nas quais as companhias já estão presentes para aumentar seu poder de negociação. As empresas pulverizadas pelo Brasil têm tido uma maior dificuldade de negociar, prejudicando as margens; enquanto aquelas que se mantiveram fortes em suas regiões têm estado em uma situação mais favorável. O estudo deixou claro como as negociações são atualizadas diariamente e disputadas em cada ponto, e como é imprescindível saber se alavancar nas negociações.

Ademais, notou-se como as operadoras de saúde particularmente enfrentem uma dificuldade extra que é a da intensa regulação que as cerca, e que não abrange as outras entidades, como hospitais e laboratórios. Pelas políticas impostas pela ANS em prol do consumidor, as operadoras são obrigadas a cobrir uma imensidão de procedimento que estão dentro do ROL, e que só tem aumentado em quantidade e em custos, além de ter que lidar com as dificuldades nos reajustes de planos individuais, que representam um grande risco para a

continuidade das operações. Por último, toda a questão da judicialização tem vindo à tona, com as operadoras tendo que se adaptar a um ambiente mais imprevisível, no qual a confiabilidade do contrato estabelecido é enfraquecida.

Nesse cenário, analisou-se brevemente as 5 empresas de saúde suplementar listadas na B3, para tentar identificar uma possível oportunidade de PIPE sob o ponto de vista de um *private equity*. Levando em conta tanto métricas financeiras, como crescimento, margens e retorno sobre o capital investido, quanto análises mais subjetivas fundamentadas nos conhecimentos da indústria adquirida, escolheu-se olhar mais a fundo a Mater Dei, um grupo hospitalar focado em Minas Gerais.

Destrinchando a companhia, e construindo um modelo financeiro, houve o entendimento de que há uma possível distorção entre o valor justo da companhia e o valor de mercado que a ela tem negociado. Fazendo uma avaliação tanto por fluxo de caixa descontado, quanto por uma avaliação por TIR, com uma análise preliminar, chegou-se a resultados atrativos, justificando um maior aprofundamento na tese. Dessa forma, a recomendação final desse trabalho, é de uma maior diligência na Mater Dei, uma vez que foram identificados sinais de uma distorção de valor que pode gerar retornos acima do custo de capital para investidores de *private equity*. Além de mostrar uma oportunidade de gerar retornos com base no preço de mercado atual, a companhia encontra-se em uma situação financeira confortável, com margens positivas, acima da média do setor, e com uma alavancagem baixa. Ademais, ela conseguiu se concentrar em poucas praças, sem expandir-se a qualquer custo, o que ajudou a garantir um maior poder de negociação no setor, algo essencial.

7.2. Objetivos alcançados

Este Trabalho de Formatura visou compreender o funcionamento geral do setor de saúde suplementar no Brasil, com foco no meio privado. Encontrou-se uma ampla gama de dados da saúde em geral, e dos nichos de hospitais e planos de saúde. Ademais, com o auxílio dos colegas de trabalho, o Autor conseguiu entrevistar uma série de profissionais do setor que contribuíram muito com o entendimento geral, fornecendo conhecimentos que dificilmente seriam encontrados na internet. Sendo assim, o Autor acredita que foi possível responder com um alto grau de confiança a Q1 levantada no primeiro capítulo, que diz respeito às principais dinâmicas entre as operadoras de saúde e os grupos hospitalares.

Quanto à Q2, dada a sua maior complexidade e subjetividade, além da dependência de dados não públicos, considera-se que ela foi parcialmente respondida. Foi possível desenvolver um

raciocínio claro e fundamentado que levou a escolha da Mater Dei como companhia a ser investigada para um potencial investimento. No entanto, como sabia-se desde o início, tanto pela falta de informações granulares, quanto pela ainda curta experiência do Autor no ramo dos investimentos, não é possível garantir que a companhia seja um excelente alvo para um PIPE do ponto de vista de um *private equity*. Mesmo assim, pelos motivos já relatados, acredita-se que foi possível encontrar indícios significativos que apontem para a possibilidade de a Mater Dei ser um bom alvo, apesar de não ser algo garantido.

Por último, além de responder as duas questões propostas no início, o trabalho cumpriu seu objetivo de contribuir para a aprendizagem do Autor tanto como profissional de investimento, dada todas as novas dinâmicas que foram aprendidas, e no exercício de modelagem e análise financeira, como na formação de um cidadão melhor, e com uma visão de mundo mais consciente. A saúde é parte essencial da vida de qualquer ser humano, e cuja importância está acima de qualquer decisão de investimento. Assim, por mais que uma futura diligência possa indicar que a recomendação não foi assertiva, somente o fato de se ter consolidado um maior conhecimento em um segmento tão importante já fez todo o processo do trabalho ser recompensado do ponto de vista do Autor.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABVCAP. Estrutura Legal dos Fundos de Private Equity e Venture Capital São Paulo, 2018.

ABVCAP. Estrutura legal dos fundos de Private Equity e Venture Capital. Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital, 2018.

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR (ANS). Lei dos Planos de Saúde completa 25 anos. Disponível em: <https://www.gov.br/ans/pt-br/assuntos/noticias/beneficiario/lei-dos-planos-de-saude-completa-25-anos>. Acesso em 3 de fevereiro de 2024.

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR (ANS). TabNet - Dados Tabulados. Disponível em: https://www.ans.gov.br/anstabnet/cgi-bin/tabnet?dados/tabnet_br.def. Acesso em 17 de fevereiro de 2024.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE HOSPITAIS PRIVADOS (ANAHP). Observatório Anahp 2023. São Paulo, 2023. PDF. Disponível em: <https://www.anahp.com.br/wp-content/uploads/2023/03/Observatorio-Anahp-2023.pdf>. Acesso em 17 de março de 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Taxa SELIC. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>. Acesso em: 10 de abril de 2024.

BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado Federal, 1988.

BRASIL. Ministério da Saúde. 71% dos brasileiros têm os serviços públicos de saúde como referência. Disponível em: <https://bvsmms.saude.gov.br/71-dos-brasileiros-tem-os-servicos-publicos-de-saude-como-referencia/#:~:text=Os%20consult%C3%B3rios%20e%20cl%C3%ADnicas%20particulares,%20C9%25%20buscam%20emerg%C3%Aancias%20privadas>. Acesso em 17 de fevereiro de 2024.

BRASIL. Lei nº 8.080, de 19 de setembro de 1990. Dispõe sobre as condições para a promoção, proteção e recuperação da saúde, a organização e o funcionamento dos serviços

correspondentes e dá outras providências. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 20 set. 1990.

BRASIL. Lei nº 8.142, de 28 de dezembro de 1990. Dispõe sobre a participação da comunidade na gestão do Sistema Único de Saúde (SUS) e sobre as transferências intergovernamentais de recursos financeiros na área da saúde e dá outras providências. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 31 dez. 1990.

BRASIL. Lei nº 9.656, de 3 de junho de 1998. Dispõe sobre os planos e seguros privados de assistência à saúde. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, n. 105, p. 1, 4 jun. 1998. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19656.htm. Acesso em 22 de março de 2024.

BRASIL. Lei nº 10.741, de 1º de outubro de 2003. Estatuto do Idoso. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2003/110.741.htm. Acesso em 25 de março de 2024.

BRAZIL JOURNAL. No mundo brutal das maquininhas, o custo da guerra. 8 nov. 2018. Disponível em: <https://braziljournal.com/no-mundo-brutal-das-maquinhinhas-o-custo-da-guerra/>. Acesso em 12 de março de 2024.

BRAZIL JOURNAL. O perde-perde da saúde suplementar. Disponível em: <https://braziljournal.com/o-perde-perde-da-saude-suplementar/>. Acesso em 17 de abril de 2024.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. Princípios de Finanças Corporativas. 12. ed. Porto Alegre: AMGH, 2016.

CHU, Michael; LARANJEIRA, Carla; LEVINDO, Pedro. "Nubank: Democratizing Financial Services." Harvard Business School Case 321-068, August 2020.

DAMODARAN, A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3. ed. New York: John Wiley & Sons, 2012.

DATAFOLHA. Pesquisa analisa a percepção dos brasileiros sobre os planos de saúde. Disponível em: <https://datafolha.folha.uol.com.br/inteligencia-de-mercado/2023/12/pesquisa->

analisa-a-percepcao-dos-brasileiros-sobre-os-planos-de-saude.shtml. Acesso em 20 de março de 2024.

DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A. Relacionamento com Investidores. Disponível em: < <https://www.dasa3.com.br/> >. Acesso em 17 de abril de 2024.

ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO. Missão, Visão e Valores, de 17 de abril de 2024.

FORBES BRASIL. Operadoras de planos de saúde perdem bilhões e sofrem revés pós-pandemia. Disponível em: <https://forbes.com.br/negocios/2022/09/operadoras-de-planos-de-saude-perdem-bilhoes-e-sofrem-reves-pos-pandemia/>. Acesso em 17 de março de 2024.

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS. A judicialização da saúde suplementar. Disponível em: https://fgviisr.fgv.br/sites/default/files/2023-03/Relatorio-A_judicializacao_da_saude_suplementar-08.02.2023.pdf. Acesso em 12 de abril de 2024.

GOMPERS, P. What do private equity firms say they do?. Harvard Business Review, 2015.

GREENWALD, B. C.; KAHN, J. Competition Demystified: A Radically Simplified Approach to Business Strategy. New York: Portfolio, 2005.

HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A. Relacionamento com Investidores. Disponível em: < <https://ri.hapvida.com.br/> >. Acesso em 17 de abril de 2024.

HENDERSON, B. D. The Origin of Strategy. Harvard Business Review, novembro-dezembro de 1989.

IDEÇ. (2011). Ouvi dizer que o Estatuto do Idoso proíbe aumentos de planos de saúde para maiores de 60 anos. Isso é verdade?. Disponível em: <https://www.idec.org.br/consultas/dicas-e-direitos/ouvi-dizer-que-o-estatuto-do-idoso-proibe-aumentos-de-planos-de-saude-para-maiores-de-60-anos-isso-e-verdade>. Acesso em 24 de março de 2024.

IDEÇ. (2018). "Reajuste anual: entenda como ele é aplicado nos planos de saúde". Instituto Brasileiro de Defesa do Consumidor. Disponível em: <https://www.idec.org.br/consultas/dicas-e-direitos/reajuste-anual-entenda-como-ele-e-aplicado-nos-planos-de-saude>. Acesso em 24 de março de 2024.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). Censo Demográfico 2022. Disponível em: https://censo2022.ibge.gov.br/panorama/?utm_source=ibge&utm_medium=home&utm_campaign=portal. Acesso em 17 de fevereiro de 2024.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). Despesas com saúde em 2019 representam 9,6% do PIB. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/33484-despesas-com-saude-em-2019-representam-9-6-do-pib>. Acesso em 17 de fevereiro de 2024.

INSTITUTO DE ESTUDOS DE SAÚDE SUPLEMENTAR (IESS). Pesquisa Vox Populi sobre a percepção da saúde suplementar no Brasil. Disponível em: https://www.iess.org.br/sites/default/files/2021-07/VoxPopuli_IESS.pdf. Acesso em 05 de fevereiro de 2024.

KORA SAÚDE PARTICIPAÇÕES S.A. Relacionamento com Investidores. Disponível em: < <https://ri.korasaude.com.br/> >. Acesso em 17 de abril de 2024.

LONDRES, Adriano. A culpa é do dono: Os custos dos planos de saúde empresariais. Edição do Kindle. São Paulo: Simplíssimo, 2020.

MARION, J. C. Contabilidade Básica. 10^a ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MARION, J. C. Contabilidade Empresarial. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MATER DEI S.A. Relacionamento com Investidores. Disponível em: < <https://ri.materdei.com.br/> >. Acesso em 17 de abril de 2024.

MINISTÉRIO DA SAÚDE. O que é o SUS. 2024. Disponível em: <<https://www.gov.br/saude/pt-br/assuntos/saude-de-a-a-z/s/sus-o-que-e>>. Acesso em 12 de março de 2024.

MINISTÉRIO DA SAÚDE. Direitos da Pessoa Idosa na Saúde. Disponível em: <https://www.gov.br/saude/pt-br/assuntos/saude-de-a-a-z/i/idoso-direitos>. Acesso em 15 de abril de 2024.

MINTZBERG, H. Mintzberg on Management: Inside Our Strange World of Organizations. New York: Free Press, 1989.

O GLOBO. Planos de saúde: entenda como funciona o reajuste para coletivos e individuais e saiba como trocar por um mais barato. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/defesa-do-consumidor/noticia/2023/06/planos-de-saude-entenda-como-funciona-o-reajuste-para-coletivos-e-individuais-e-saiba-como-trocar-por-um-mais-barato.ghtml>. Acesso em 21 de março de 2024.

PIPELINE VALOR. Os desafios da Rede D'Or para integrar a SulAmérica começam pelo verbo. Disponível em: <https://pipelinevalor.globo.com/negocios/noticia/os-desafios-da-rede-dor-para-integrar-a-sulamerica-comecam-pelo-verbo.ghtml>. Acesso em 23 de abril de 2024.

PINEDO, M. R.; TANENBAUM, J. R. Private Investments in Public Equity (PIPEs): Best Practices for Corporate Executives, Investor Relations Officers and Board Members. U.S. Securities and Exchange Commission, 2006. Disponível em: https://www.sec.gov/info/smallbus/gbfor25_2006/pinedo_tanenbaum_pipefaq.pdf. Acesso em 10 de março de 2024.

PORTER, M. E. Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors. New York: Free Press, 1980.

REBELATTO, D. A. Projeto de investimento: um estudo completo na área de serviços. Barueri: Manole, 2004.

REDE D'OR SÃO LUIZ S.A. Relacionamento com Investidores. Disponível em: < <https://ri.rededorsaoluiz.com.br/> >. Acesso em 17 de abril de 2024.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. Corporate Finance. 10. ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2013.

SOCIEDADE BRASILEIRA DE CLÍNICA MÉDICA. Datafolha revela: 93% da população está insatisfeita com a saúde no Brasil. Disponível em: <https://www.sbcm.org.br/v2/index.php/not%C3%ADcias/3089-datafolha-revela-93-da-populacao-esta-insatisfeita-com-a-saude-no-brasil#:~:text=Sa%C3%BAde%20no%20Brasil-,Datafolha%20revela%3A%2093%25%20da%20popula%C3%A7%C3%A3o%20est%C3%A1%20insatisfeita%20com%20a%20Sa%C3%BAde,%2C%20segundo%2087%25%20da%20popula%C3%A7%C3%A3o>. Acesso em 10 de março de 2024.

THE ECONOMIST. Telemedicine is essential amid the covid-19 crisis and after it. 31 março. 2020. Disponível em: <https://www.economist.com/open-future/2020/03/31/telemedicine-is-essential-amid-the-covid-19-crisis-and-after-it>. Acesso em 01 de abril de 2024.