

LUCAS SANTOS ZOCCAL

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UMA APLICAÇÃO DO MÉTODO DE FLUXO DE
CAIXA DESCONTADO E MÚLTIPLOS DE MERCADO AO FLEURY**

Monografia apresentada ao Curso de Economia
Setor de Economia, Administração,
Contabilidade e Atuária, Universidade de São
Paulo como requisito parcial para a obtenção
do título de Bacharel em Economia.

Orientador: José Raymundo Novaes Chiappin

SÃO PAULO

2022

LUCAS SANTOS ZOCCAL

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UMA APLICAÇÃO DO MÉTODO DE FLUXO DE
CAIXA DESCONTADO E MÚLTIPLOS DE MERCADO AO FLEURY**

Monografia apresentada ao Curso de Economia
Setor de Economia, Administração,
Contabilidade e Atuária, Universidade de São
Paulo como requisito parcial para a obtenção
do título de Bacharel em Economia.

Orientador: José Raymundo Novaes Chiappin

SÃO PAULO

2022

FICHA CATALOGRÁFICA

Zoccal, Lucas

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UMA APLICAÇÃO DO MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO E MÚLTIPLOS DE MERCADO AO FLEURY – São Paulo, 2022.

Nº de páginas 85

Área de concentração: Métodos de Avaliação, Finanças Corporativas.

Orientador: Prof. Dr. José Raymundo Novaes Chiappin.

Dissertação de Monografia – Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo

1. Finanças; 2. Avaliação de Empresas; 3. *Valuation*

Dedico esta monografia à minha família e aos meus amigos que sempre me apoiaram durante esta jornada de graduação em Economia.

AGRADECIMENTOS

A minha família, por todo o apoio e paciência durante este período de graduação.

Ao Prof. Dr. José Raymundo Novaes Chiappin, por ter aceitado ser o meu orientador durante esta etapa tão importante.

Aos meus colegas de graduação que tornaram esta jornada em algo tão magnífico e inesquecível.

“Somos o que fazemos, mas somos, principalmente, o que fazemos para transformar o que somos.”

Eduardo Galeano.

SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES	VII
RESUMO.....	IX
ABSTRACT.....	X
1 INTRODUÇÃO	12
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	12
1.2 OBJETIVO E JUSTIFICATIVA	15
2 MATERIAL E MÉTODO	18
2.1 SEGMENTAÇÃO DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA.....	18
2.2 ANÁLISES HORIZONTAL E VERTICAL	20
2.3 MARGENS FINANCEIRAS	21
2.4 INDICADORES FINANCEIROS	22
2.5 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	26
2.6 FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA	27
2.7 VALOR TERMINAL	28
2.8 TAXA DE DESCONTO.....	29
2.9 TAXA DE CRESCIMENTO.....	31
2.10 <i>ENTERPRISE VALUE</i>	32
2.11 MÚLTIPLOS DE MERCADO.....	33
3 RESULTADOS.....	36
3.1 ANÁLISE MACROECONÔMICA.....	36
3.2 ANÁLISE SETORIAL.....	41
3.3 HISTÓRICO DA COMPANHIA.....	51
3.4 ANÁLISE OPERACIONAL	53
3.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	56
3.6 FORNECEDORES E CLIENTES	58
3.7 AQUISIÇÕES	59
3.8 NOVOS ELOS DE CRESCIMENTO	59
3.9 ANÁLISE FINANCEIRA.....	60
3.10 AMBIENTAL, SOCIAL E GOVERNANÇA	67
3.11 FUNDAMENTOS DO CRESCIMENTO DA EMPRESA.....	68
3.12 RISCOS.....	69
3.13 RESULTADO DO MODELO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	69

3.14	RESULTADO DO MODELO DE MÚLTIPLOS DE MERCADO	74
4	DISCUSSÃO	78
5	CONCLUSÕES	80
	REFERÊNCIAS.....	81

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

TABELA 1 - FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA	28
GRÁFICO 1 - TAXA DE VARIAÇÃO DO PIB REAL (%).....	36
GRÁFICO 2 - IPCA (%) E IPCA SAÚDE (%).....	37
GRÁFICO 3 - INFLAÇÃO MÉDICA - VCMH (%)	37
GRÁFICO 4 - SELIC ANUALIZADA (%)	39
GRÁFICO 5 - TAXA DE DESEMPREGO (%)	40
GRÁFICO 6 - GERAÇÃO DE EMPREGOS FORMAIS E ADIÇÃO DE BENEFICIÁRIOS (MIL).....	40
TABELA 2 - PROJEÇÕES MACROECONÔMICAS.....	41
GRÁFICO 7 - BENEFICIÁRIOS DE SAÚDE E COBERTURA ASSISTENCIAL .	42
GRÁFICO 8 - BENEFICIÁRIOS POR MODALIDADE DE CONTRATO.....	42
GRÁFICO 9 - QUANTIDADE DE OPERADORAS MÉDICAS	43
GRÁFICO 10 - OPERADORAS DE SAÚDE POR NÚMERO DE BENEFICIÁRIOS (ABRIL/2022)	44
GRÁFICO 11 - RECEITA E SINISTRALIDADE DAS OPERADORAS DE SAÚDE	44
GRÁFICO 12 - TAXA DE COBERTURA ASSISTENCIALISTA PRIVADA (%)	45
GRÁFICO 13 - TAXA DE COBERTURA POR LOCALIZAÇÃO (%)	45
GRÁFICO 14 - NÚMERO DE HOSPITAIS PRIVADOS POR UNIDADE FEDERATIVA (2020)	46
GRÁFICO 15 - PESQUISA DE ORÇAMENTO FAMILIAR (2017-2018).....	47
GRÁFICO 16 - RENDIMENTO MÉDIO REAL	47
GRÁFICO 17 - % DAS DESPESAS ASSISTENCIAIS COM EXAMES DIAGNÓSTICOS.....	48
GRÁFICO 18 - VOLUME POR TIPO DE PROCEDIMENTO	49
GRÁFICO 19 - PRINCIPAIS CLIENTES DAS EMPRESAS DIAGNÓSTICAS (2021)	50
GRÁFICO 20 - SADT POR UNIDADE FEDERATIVA (2021)	50
TABELA 3 - QUANTIDADE DE EMPRESAS DIAGNÓSTICAS POR NÚMERO DE EMPREGADOS (2021)	51
GRÁFICO 21 - UNIDADES FLEURY (2021).....	54
GRÁFICO 22 - EVOLUÇÃO DA RECEITA LÍQUIDA POR SEGMENTO	54
GRÁFICO 23 - NÚMERO DE EXAMES POR ATENDIMENTO E TICKET MÉDIO	55
GRÁFICO 24 - COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA DO GRUPO FLEURY	56

GRÁFICO 25 - VOLUME NEGOCIADO DO FLEURY, PARDINI E ALLIAR (EM MILHÕES DE R\$)	57
TABELA 4 - AQUISIÇÕES REALIZADAS PELO FLEURY DESDE MARÇO/2018.....	59
GRÁFICO 26 - LUCRO BRUTO E MARGEM BRUTA	61
GRÁFICO 27 - LUCRO OPERACIONAL E MARGEM OPERACIONAL	61
GRÁFICO 28 - LUCRO LÍQUIDO E MARGEM LÍQUIDA	61
GRÁFICO 29 - CAPEX POR CATEGORIA	62
TABELA 5 - BALANÇO PATRIMONIAL EM 31/12/2021 (R\$ MILHARES).....	63
TABELA 6 - INDICADORES FINANCEIROS	64
TABELA 7 - RECEITA POR SEGMENTO (R\$ MIL)	65
GRÁFICO 30 - DESPESAS ADMINISTRATIVAS E GERAIS COMO PERCENTUAL DA RECEITA	65
TABELA 8 - MÚLTIPLOS DE MERCADO DO FLEURY	66
TABELA 9 - PREMISSAS DE PROJEÇÃO DE RECEITA, DESPESAS E CUSTOS 70	
TABELA 10 - FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	71
TABELA 11 - SOMA DO VALOR PRESENTE DO FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA	71
TABELA 12 - CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL	72
TABELA 13 - POTENCIAL DE VALORIZAÇÃO SEGUNDO O FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	72
GRÁFICO 31 - LUCRO OPERACIONAL (R\$ MILHÕES) E MARGEM OPERACIONAL (%)	73
GRÁFICO 32 - LUCRO LÍQUIDO (R\$ MILHÕES) E MARGEM LÍQUIDA (%)	73
GRÁFICO 33 - LUCRO LÍQUIDO (R\$ MILHÕES) E MARGEM LÍQUIDA (%)	73
GRÁFICO 34 - DÍVIDA LÍQUIDA/EBITDA.....	74
TABELA 14 - MÚLTIPLOS DE MERCADO PROJETADOS	74
TABELA 15 - POTENCIAL DE VALORIZAÇÃO SEGUNDO OS MÚLTIPLOS DE MERCADO	75
GRÁFICO 35 - P/L	75
GRÁFICO 36 - P/FCL.....	76
GRÁFICO 37 - EV/EBITDA.....	76

RESUMO

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UMA APLICAÇÃO DO MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO E MÚLTIPLOS DE MERCADO AO FLEURY

Objetivo: Este trabalho tem por objetivo elaborar uma análise fundamentalista do Grupo Fleury, empresa do setor de saúde e listada na Bolsa de Valores de São Paulo, visando determinar o seu valor intrínseco e responder ao seguinte questionamento: qual o valor justo do Fleury? Com isto, espera-se contribuir para um maior nível de entendimento sobre as dinâmicas operacional e financeira de empresas do setor de saúde privada do Brasil e como métodos avaliativos podem ser estruturados. **Material e Método:** Para a realização desta investigação serão utilizados dois métodos de avaliação, a saber, o Fluxo de Caixa Descontado e os Múltiplos de Mercado. Serão usadas bases de dados referentes ao desempenho operacional e performance financeira da companhia no horizonte de tempo relevante. Ademais, serão empregados dados de indicadores macroeconômicos importantes, bem como informações setoriais referentes ao segmento de atuação da companhia. **Resultados:** O resultado obtido foi a precificação correta dos fluxos de caixa futuros do Fleury, descontados a valor presente por uma taxa que reflita os seus riscos, e a obtenção de múltiplos de mercado que complementem a metodologia anterior. **Conclusão:** Com base nas metodologias empregadas, verificou-se que a ação do Fleury apresenta uma oportunidade de alocação com bom risco-retorno, especialmente ao se analisar as demais companhias do setor de saúde privado do Brasil.

Descritores: Finanças, *Valuation*, Avaliação de Empresas, Análise Fundamentalista

ABSTRACT

VALUATION OF COMPANIES: AN APPLICATION OF THE DISCOUNTED CASH FLOW AND MARKET MULTIPLE METHODS TO FLEURY

Purpose: This work aims to develop a fundamental analysis of the Fleury Group, a company in the health sector and listed on São Paulo Stock Exchange, to determine its intrinsic value and answer the following question: what is the fair value of Fleury? With this, it is expected to contribute to a greater level of understanding about the operational and financial dynamics of companies in the Brazilian private health sector and how evaluation methods can be structured. **Material and Method:** To carry out this investigation, two evaluation methods will be used, namely, the Discounted Cash Flow and the Market Multiples. Databases referring to the company's operational and financial performance over the relevant time horizon will also be used. In addition, data from important macroeconomic indicators will be applied, as well sectoral information referring to the company's operating segment. **Results:** The result obtained was the correct pricing of Fleury's future cash flows, discounted to present value at a rate that reflects its risks, and obtaining market multiples that complement the previous methodology. **Conclusion:** Based on the methodologies used, it was concluded that Fleury's share presents an allocation opportunity with plausible risk, especially when analyzing other companies in the private health sector in Brazil.

Key words: Finance, Valuation, Evaluation of Companies, Fundamental Analysis

1 INTRODUÇÃO

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

A constituição dos mercados de capitais remonta a necessidade básica de transferência de recursos financeiros de agentes superavitários para aqueles deficitários. O primeiro grupo atrela a esta transação uma taxa de retorno ajustada ao risco de perda do capital. Este cenário fomentou a importância de definir, de maneira mais assertiva e racional, o conceito de valor, mais precisamente em relação a participação de um investidor em um determinado ativo financeiro.

Sob a perspectiva exposta no parágrafo anterior, foi desenvolvido um conjunto de metodologias de análise que visa suportar o investidor em suas alocações de recursos finitos. Complementarmente, foram estabelecidos métodos quantitativos para a avaliação de ativos, como as variadas formas de *Valuation*, as quais possuem o objetivo primordial de auxiliar o processo decisório por meio da identificação das melhores relações risco-retorno no mercado.

O processo de determinação do valor intrínseco de uma companhia relaciona-se profundamente com a teoria de eficiência dos mercados. Segundo este pensamento, o valor justo de um determinado ativo é igual ao valor da sua corrente cotação no mercado, assumindo que todas as informações disponíveis, públicas e relevantes estão sendo precificadas pelos agentes econômicos. Deste modo, não deveria existir a possibilidade de ganhos pela valorização do capital deste ativo Fama (1970). Todavia, a existência de investidores, sejam eles institucionais ou não, que obtêm rentabilidade e performance acima do retorno médio do mercado, explicita que a precificação de determinados ativos não necessariamente considera todas as informações e análises relevantes.

Ademais, Malkiel (2003) pontua que existem situações no mercado nas quais vieses comportamentais impactam a visão e o posicionamento dos investidores em relação a alguma ação ou setor. Por conseguinte, alguns preços podem ser negociados de maneira distorcida do seu valor justo. Sob esta perspectiva, Póvoa (2020) salienta que a aplicação da análise fundamentalista na avaliação de uma empresa pode contribuir para verificar se sua ação está subavaliada ou superestimada pelo mercado.

Prosseguindo, Fama (2007) determina 3 formas de eficiência em sua análise: Fraca, Semiforte e Forte. Esta segmentação tem como objetivo analisar a previsão de performance de um ativo, dada a disponibilidade de informações em relação a ele. Segundo o autor, a Forma Fraca ocorre quando os ativos financeiros refletem todas as informações passadas, exaurindo-se qualquer oportunidade de os investidores obterem retornos excedentes empregando os dados conhecidos. Fama (2007) afirma que, para os ativos sob esta condição, a análise fundamentalista é uma ferramenta eficiente na busca de retornos acima da média do mercado, haja vista que se baseia em outras informações públicas disponíveis relacionadas ao setor e à companhia.

Por sua vez, a Forma Semiforte considera não apenas as informações passadas, mas também aquelas que são públicas, como dividendos, investimentos em ativos imobilizados, entre outras. Por conseguinte, é plausível estabelecer que nesta situação a análise fundamentalista de um ativo financeiro não contribuiria para a identificação de oportunidades de exceder o *benchmark*¹ do respectivo mercado.

Por fim, a Forma Forte é verificada quando a precificação do ativo engloba, além dos dados passados e públicos, as informações privadas de conhecimento interno e restrito à diretoria da companhia. Deste modo, inexistente a possibilidade de rentabilidade excedente, mesmo para os detentores de informações confidenciais. Entretanto, é válido evocar trabalhos de diversos pesquisadores (BETZER e THEISSEN, 2009; FINNERTY, 1976; JAFFE, 1974; SEYHUN, 1986) que explicitam a possibilidade de obtenção de retornos anormais quando informações privadas são utilizadas por investidores, tornando virtualmente impossível a existência de mercados classificados como Forma Forte.

Um dos métodos de avaliação a serem empregados neste trabalho, o Fluxo de Caixa Descontado, como pontua Damodaran (2006), consiste nos fluxos de caixa

¹ O *benchmark* de um determinado segmento pode ser considerado como a sua medida referência de desempenho. Para ilustração, o Ibovespa é empregado como *benchmark* por gestores profissionais no mercado de renda variável.

futuros trazidos a valor presente por uma taxa que visa quantificar os riscos dos fluxos desta empresa. Sob esta ótica, a precisão na determinação das taxas de crescimento destes fluxos financeiros e do desconto a ser aplicado são pontos vitais, segundo o autor.

Endler (2004) corrobora com a importância da determinação de uma taxa de desconto adequada aos cenários macroeconômico e setorial verificados, considerando também o perfil de risco da companhia. Deste modo, o valor justo obtido pelo processo de Fluxo de Caixa Descontado é indissociável da seleção de uma taxa de desconto correta, sendo que possíveis imprecisões resultariam em uma avaliação equivocada da empresa.

A segunda metodologia a ser utilizada consiste na avaliação por Múltiplos de Mercado, como o Preço/Lucro e o Valor de Mercado da Empresa/EBITDA². Saliba (2005) pontua que o uso de múltiplos pode auxiliar na identificação de oportunidades tanto para posições de curtos quanto longos prazos. Todavia, o processo de seleção de empresas comparáveis deve ser conduzido de maneira assertiva nos critérios adotados, de modo a obter uma análise mais construtiva. Damodaran (2006) estabelece que a premissa básica do modelo de *Valuation* por Múltiplos de Mercado é a verificação de desconto ou prêmio entre ativos do mesmo setor. Como as instituições selecionadas apresentam características operacionais similares, mas não necessariamente as mesmas perspectivas de crescimento, o mercado poderia que as precificar em patamares diferentes de preço.

É válido destacar que análises fundamentalistas, geralmente, envolvem o uso de diferentes metodologias de avaliação de empresas, justamente para aumentar o grau de precisão do processo de determinação do intervalo de preços. Por conseguinte, tanto o FCD quanto os Múltiplos serão aplicados na empresa objeto deste artigo, de modo a fornecer uma visão completa sobre o valor justo do Grupo Fleury.

Em um cenário atual caracterizado pelo aumento da taxa de juros e por uma

² Sigla em inglês para Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA).

pressão inflacionária, é plausível afirmar que a performance financeira e operacional do Fleury, bem como sua capacidade de geração de caixa serão desafiadas por um cenário mais competitivo e dinâmico. Sob esta perspectiva, a avaliação da empresa tem o potencial de aumentar o grau de assertividade da definição das premissas, das taxas de crescimento e da identificação de oportunidades com um bom balanceamento entre risco e retorno.

1.2 OBJETIVO E JUSTIFICATIVA

O objetivo deste trabalho é responder ao seguinte questionamento: *qual o valor intrínseco do Grupo Fleury, considerando o seu posicionamento no setor de saúde, os seus ativos, os seus passivos e sua operação?* Além disso, visa-se comprovar que os métodos de avaliação via Fluxo de Caixa Descontado e Múltiplos de Mercado são ferramentas importantes na determinação do valor justo de uma empresa.

É essencial destacar que este trabalho possui uma limitação importante. Dado que a análise fundamentalista de uma empresa envolve especificidades da própria instituição e do setor, as premissas adotadas não podem ser aplicadas de maneira direta para outras companhias. Em outros termos, trata-se de uma restrição inerente ao processo de avaliação de uma empresa. Além disso, a análise realizada não consiste em nenhuma recomendação de investimento do ativo financeiro em questão.

O tema escolhido possui uma relevância significativa nos dias atuais. Diversos meios de comunicação, como jornais especializados em mercado financeiro, usualmente transmitem visões de atores do mercado sobre um cenário de preços inflacionado, o que poderia desencadear um processo brusco de reavaliação dos ativos negociados em Bolsa. Soma-se a isto a necessidade imposta pelo aumento da taxa de juros em selecionar ativos resilientes e adequadamente alavancados.

Além disso, os dois últimos anos foram marcados por políticas monetárias expansionistas intensas, de modo a combater os efeitos recessivos que a pandemia da Covid-19 poderia provocar na economia. A combinação entre a injeção de recursos no mercado e as taxas de juros historicamente abaixo dos seus patamares

neutros resultaram em um momento de euforia na precificação de empresas caracterizadas como de crescimento, ou seja, com grande parte do seu valor na perpetuidade³. Por conseguinte, a aplicação da análise fundamentalista em uma companhia do setor de saúde, segmento da economia diretamente impactado pela pandemia, pode contribuir para os campos de Finanças e de Avaliação de Projetos, fornecendo um procedimento assertivo de análises de empresas.

³ Segundo dados da B3, o Ibovespa apresentou uma valorização de aproximadamente 78% entre 20/03/2020 e 25/03/2022.

2 MATERIAL E MÉTODO

2 MATERIAL E MÉTODO

2.1 SEGMENTAÇÃO DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

A segmentação do estudo proposto foi delineada de modo a atingir uma análise independente, isto é, sem viés ou conflitos de interesse, conforme proposto por Pinto et al. (2015). Logo, a metodologia adotada pode ser dividida nas seguintes etapas, a saber: (i) estudo sobre os principais elementos macroeconômicos; (ii) análise do setor e da competição; (iii) descrição do modelo de negócios da empresa (iv) estudo sobre a governança corporativa; e (v) análise dos elementos financeiros da companhia; (v) principais riscos às premissas adotadas; e (vi) aplicação dos modelos de Fluxo de Caixa Descontado e Múltiplos de Mercado.

A análise macroeconômica será desenvolvida de modo a capturar os principais indicadores econômicos que apresentam relação com o desempenho operacional da companhia, incluindo tendências culturais, demográficas, mudanças tecnológicas, condições econômicas e cenário político. Como referencial teórico serão empregadas as obras *Economics for Investment Decision Makers*, com autoria de Christopher D. Piros e Jerald E. Pinto, e *Applied Financial Macroeconomics and Investment Strategy: A Practitioner's Guide to Tactical Asset Allocation*, escrito por Robert T. McGee.

A análise setorial se fundamentará na aplicação das 5 forças de Porter e da análise SWOT⁴, visando compreender o posicionamento competitivo da companhia em relação aos seus principais concorrentes, as oportunidades de crescimento, as ameaças ao plano de negócio, as vantagens comparativas e os pontos negativos que prejudicam a geração de margem e de valor. Como base teórica será utilizado o livro *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, redigido por Michael Porter.

⁴ SWOT: metodologia aplicada em análises qualitativas que envolve a identificação das forças (*strengths*), fraquezas (*weaknesses*), oportunidades (*opportunities*) e ameaças (*threats*).

A análise da governança de uma companhia é essencial para verificar se existe um alinhamento de interesses entre acionistas, credores e diretores da empresa, de modo a maximizar a sua geração de valor. Sob esta perspectiva, a expansão recente da sigla *ESG*⁵ tornou explícita a relevância da governança corporativa como pilar do desenvolvimento de uma empresa com responsabilidade social e ambiental. Para embasar este processo de análise, será aplicada a obra *The Essential Book of Corporate Governance*, escrita por G. N. Bajpai.

O estudo financeiro de uma empresa tem como objetivo primário compreender a gestão dos ativos e o modo como eles são financiados, tanto via capital dos acionistas quanto capital de terceiros. Para atender a esta meta, serão empregadas as análises horizontal e vertical, visando capturar a relevância de uma rubrica em relação ao total, bem como sua evolução ao longo do tempo. Além disso, a compreensão dos indicadores financeiros da companhia auxiliará na verificação de sua saúde financeira e capacidade de investimento. Por fim, o entendimento dos motores de receita e de custo do Grupo Fleury nortearão a definição de premissas de crescimento, tendo impacto relevante na modelagem financeira. Como fundamental teórico, serão utilizados os livros *Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide*, de Martin Fridson e Fernando Alvarez, e *Financial Statement Analysis and Valuation*, escrito por Peter D. Easton.

A aplicação do método de Fluxo de Caixa Descontado será feita em 4 etapas: i) projeção de 10 anos dos fluxos de caixa futuros; ii) cálculo do valor terminal; iii) determinação da taxa de desconto adequada ao perfil de risco da companhia; e iv) obtenção do *equity value* por meio da subtração da dívida líquida da companhia do valor da firma projetado. Durante o processo de modelagem financeira, os Múltiplos de Mercado do Grupo Fleury e das empresas do setor de saúde privado do Brasil serão computados e analisados comparativamente. Como base teórica serão empregadas as obras *Valuation: Como Precificar Ações*, de Alexandre Póvoa, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, dos autores Tim Koller

⁵ ESG: Ambiental, Social e Governança.

e McKinsey, e *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, por Aswath Damodaran.

O uso de múltiplos como método de avaliação é relevante, porque uma parte considerável do mercado os emprega na análise de empresas. PINTO, ROBINSON e STOWE (2015) conduziram uma pesquisa com aproximadamente 2 mil gestores e analistas com o objetivo de identificar as principais metodologias e estratégias utilizadas por eles na mensuração do valor justo de uma ação. O resultado obtido pelos pesquisadores apontou que cerca de 93% dos entrevistados fizeram uso da metodologia de Múltiplos de Mercado em 70% dos momentos, enquanto o modelo de Fluxo de Caixa Descontado ficou na 2ª posição, com 79% dos profissionais afirmando que utilizaram o método em torno de 60% das vezes.

Em linha gerais, a precificação de uma determinada ação é função da qualidade do seu fluxo de caixa, do seu nível de rentabilidade e do retorno ao seu acionista, somadas à manutenção de um modelo de negócios saudável. Além disso, riscos relacionados à operação da companhia também são elementos relevantes no processo de Valuation, bem como as expectativas de crescimento e a taxa de desconto aplicada.

2.2 ANÁLISES HORIZONTAL E VERTICAL

As análises horizontal e vertical são duas formas de estudar os Demonstrativos Financeiros de uma companhia, haja vista que permitem uma visão objetiva das suas principais rubricas. Usualmente, elas são aplicadas ao Balanço Patrimonial e ao Demonstrativo de Resultado do Exercício, sendo relevante destacar que este último é baseado no regime de competência, em detrimento ao regime de caixa.

A análise horizontal captura a evolução das linhas que compõem os demonstrativos mencionados previamente, geralmente de uma perspectiva comparativa anual. Dentre outros resultados imediatos, esta visão fornece *insights* importantes sobre o modo como os planos de crescimento e de gestão de custos de uma companhia estão performando. A análise vertical, por sua vez, explicita o percentual de cada componente do Balanço e da DRE em relação ao seu respectivo total. Póvoa (2020) comenta que, a despeito de não demonstrar a taxa de

crescimento, esta ótica fornece um panorama vital sobre a decomposição dos ativos, passivos, receitas, custos e despesas da referida empresa.

2.3 MARGENS FINANCEIRAS

A evolução das margens de uma empresa é uma importante fonte de informação sobre a qualidade do seu gerenciamento pelos executivos. Embora o crescimento seja um objetivo primário da maioria das empresas, é necessário que ele ocorra sem prejuízo à geração de valor ao acionista. A seguir, estão dispostas as principais margens utilizadas pelo mercado, geralmente empregando a Receita Líquida⁶ como denominador:

$$\text{a) Margem Bruta} = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita Líquida}}$$

O Lucro Bruto consiste na subtração entre a Receita Líquida e o Custo da Mercadoria Vendida (CVM). Resumidamente, a Margem Bruta informa a eficiência da companhia em seu processo produtivo ou na prestação de serviços.

$$\text{b) Margem Operacional} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Receita Líquida}}$$

O Lucro Operacional é obtido na subtração entre o Lucro Bruto e as Despesas Administrativas, com Vendas e Gerais. Em suma, a Margem Operacional indica a eficácia da gestão das despesas inerentes à operação da empresa.

$$\text{c) Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}}$$

O Lucro Líquido é calculado através da subtração entre o Lucro Operacional e o Resultado Financeiro somado aos Impostos. Objetivamente, a Margem Líquida

⁶ A Receita Líquida é obtida pela subtração de impostos diretos e deduções da Receita Bruta.

explicita a eficiência da administração das despesas financeiras e do pagamento de impostos. É válido pontuar que o Lucro Líquido auferido por uma empresa em um exercício social pode ser utilizado para reinvestimentos ou para distribuição de dividendos, via de regra.

Deste modo, as Margens Financeiras fornecem subsídios interessantes a uma análise comparativa com outras empresas do setor. Além disso, uma visão pautada na evolução dessas métricas pode indicar a assertividade ou não de seus diretores na estratégia de expansão dos negócios e se este movimento está sendo realizado de modo a preservar a sustentabilidade financeira e o retorno ao acionista.

2.4 INDICADORES FINANCEIROS

Uma vertente relevante das Finanças para Empresas compreende o uso de variados indicadores para verificar a situação de uma companhia em um dado período de tempo. Como esperado, eles são imprescindíveis a uma análise fundamentalista assertiva, haja vista que eles envolvem um entendimento amplo do contexto operacional e financeiro da empresa. Por outro lado, é válido ressaltar que este resultado é obtido apenas quando eles são aplicados de maneira conjunta. Para fins deste estudo, será utilizada a segmentação proposta por Póvoa (2020).

Os Indicadores de Liquidez apontam a capacidade de uma empresa em arcar com as suas dívidas, como notas promissórias, financiamentos, empréstimos e debêntures. Uma das métricas mais importantes neste grupo é denominada Liquidez Seca:

$$\text{a) Índice de Liquidez Seca} = \frac{(\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques})}{\text{Passivo Circulante}}$$

Ao desconsiderar os Estoques de uma empresa, conquanto eles não necessariamente são facilmente convertidos em Caixa, o Índice de Liquidez Seca fornece uma visão precisa sobre a saúde financeira da companhia, bem como a sua capacidade de honrar os passivos de curto prazo.

$$\text{b) Índice de Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

O Índice de Liquidez Corrente também é extremamente relevante, pois aponta para a aptidão da companhia em pagar os seus passivos de curto prazo,

relacionando-se intimamente com a sua dinâmica operacional e gestão de capital de giro.

Do ponto de vista operacional, o Ciclo de Caixa pode ser considerado como o mais relevante dos Indicadores de Atividade. Sua expressão é dada por:

$$c) \text{ Ciclo de Caixa} = \text{PME} + \text{PMR} + \text{PMP}$$

Onde:

$$i) \quad \text{PME: Prazo Médio de Estoques} = 365 * \frac{\text{Estoques}}{\text{CVM}}$$

$$ii) \quad \text{PMR: Prazo Médio de Recebimento} = 365 * \frac{\text{Contas a Receber}}{\text{Receita Líquida}}$$

$$iii) \quad \text{PMP: Prazo Médio de Pagamento} = 365 * \frac{\text{Fornecedores}}{\text{Compras}}$$

Fundamentalmente, o Ciclo de Caixa representa o intervalo entre o pagamento das compras de insumos e os recursos oriundos da venda da mercadoria produzida ou do serviço prestado. Em outras palavras, este tempo compreende o ciclo de operação da companhia e está atrelado a gestão do seu capital de giro, além da possível necessidade de financiamento de curto prazo.

Os Indicadores de Retorno mensuram a rentabilidade dos recursos investidos na empresa, tanto por credores quanto por acionistas, sendo um dos conjuntos de métricas mais apreciados pelos gestores no mercado. Para fins deste trabalho, serão empregados o Retorno sobre o Ativo e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

O Retorno sobre o Ativo⁷ (ROA) quantifica a rentabilidade dos recursos investidos na empresa pelos seus credores e acionistas. O ROA deve ser comparado com o Custo Médio Ponderado de Capital⁸ (WACC). Pode-se afirmar

⁷ O Retorno sobre o Ativo é abreviado pela sigla ROA (*Return on Assets*).

⁸ O Custo Médio Ponderado de Capital é abreviado pela sigla WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

que uma companhia está remunerando os seus investidores quando o ROA excede o WACC. Por fim, sua expressão é dada por:

$$d) \text{ Retorno sobre o Ativo} = \frac{\text{Lucro Operacional} * (1 - \text{Impostos Pagos})}{\text{Ativo Médio}}$$

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido⁹ (ROE) indica a rentabilidade dos recursos investidos na companhia pelos seus acionistas. O ROE deve ser comparado com o Custo do Capital Próprio¹⁰. De maneira similar ao ROA, pode-se estabelecer que uma empresa é rentável para seus sócios quando o ROE supera o K_e . O ROE é dado pela seguinte relação:

$$e) \text{ Retorno sobre o Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}}$$

Ainda em relação ao ROE, é interessante destacar que ele pode ser decomposto em partes que auxiliam na análise da companhia. Esta separação é comumente denominada Sistema Dupont. Como escreve Póvoa (2020), sua fórmula é:

$$f) \text{ ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}} * \frac{\text{Receita Líquida}}{\text{Ativo Médio Total}} * \frac{\text{Capital de Terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}}$$

A primeira razão fornece a Margem Líquida, mensurando o percentual da Receita Líquida que é transformada em Lucro Líquido. O segundo elemento explicita o Giro do Ativo, ou seja, o quanto de Receita Líquida é produzido utilizando os Ativos da empresa, sendo uma métrica de gestão administrativa e operacional. O terceiro fator calcula o grau de alavancagem desta empresa. Por conseguinte, ao ser decomposto entre Margem e Giro, o Retorno sobre o Patrimônio Líquido consiste em uma das ferramentas mais empregadas na análise fundamentalista de uma companhia, com aplicações objetivas em diversos cenários de estudo.

Os Indicadores de Endividamento atestam o risco de inadimplência de uma empresa, ao levar em consideração não apenas o tamanho, mas também a

⁹ O Retorno sobre o Patrimônio Líquido é abreviado pela sigla ROE (*Return on Equity*).

¹⁰ O Custo de Capital Próprio é abreviado pela sigla K_e (*Cost of Equity*).

qualidade dos seus passivos. Serão utilizados dois indicadores neste trabalho: o Indicador de Endividamento Financeiro e o Índice de Cobertura de Juros.

O Indicador de Endividamento Financeiro é largamente usado na avaliação do grau de alavancagem de uma instituição, haja vista que considera todos os passivos de terceiros. Ele é obtido pelo seguinte cálculo:

$$g) \text{ IEF} = \frac{(\text{Empréstimos} + \text{Financiamentos} + \text{Debêntures})}{(\text{Capital de Terceiros} + \text{Patrimônio Líquido})}$$

Enquanto o IEF utiliza rubricas do Balanço Patrimonial para a sua computação, o Índice de Cobertura de Juros emprega linhas do Demonstrativo de Resultado do Exercício. O ICJ mensura o quanto o lucro operacional gerado em 1 ano de exercício social consegue pagar as despesas financeiras decorrentes dos empréstimos e financiamento da empresa. Ele é dado pela expressão abaixo:

$$h) \text{ ICJ} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Resultado Financeiro}}$$

O ICJ assume um papel relevante em companhias que apresentam uma gestão inadequada dos seus passivos, especialmente os de natureza onerosa. Ao gastarem partes expressivas dos seus lucros operacionais no pagamento de despesas financeiras, elas diminuem a disponibilidade de recursos a serem reinvestidos ou distribuídos aos acionistas.

Os Indicadores de Endividamento são analisados em conjunto com os Indicadores de Alavancagem. Estes últimos buscam mensurar a relevância do Capital de Terceiros na estrutura de passivos da companhia, além do uso destes recursos na aquisição de ativos. O Multiplicador do Capital de Terceiros é uma das métricas mais empregadas e é dado pela seguinte relação:

$$i) \text{ Multiplicador do Capital de Terceiros} = \frac{\text{Total de Ativos}}{\text{Capital de Terceiros}}$$

O quociente denominado Dívida Líquida sobre *EBITDA*¹¹ também é um indicador muito utilizado pelo mercado para analisar a situação de dívida corrente de uma empresa, haja vista que pode ser facilmente calculado e permite uma

¹¹ Sigla em inglês para Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA).

comparação horizontal com outras empresa do setor. A fórmula para esta métrica está disposta abaixo:

$$j) \text{ Dívida Líquida/EBITDA} = \frac{\text{Dívida Total} - \text{Caixa e Equivalentes de Caixa}}{\text{EBITDA}}$$

Por fim, os Indicadores de Imobilização do Patrimônio Líquido são usados para calcular o risco de liquidez de uma empresa do ponto de vista dos Ativos. Sob esta perspectiva, o Índice de Imobilização do Patrimônio Líquido mensura o percentual do capital dos acionistas que está alocado sob a forma de ativos fixos, caracterizados por uma menor liquidez. Sua expressão de cálculo é:

$$k) \text{ Imobilização do Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Total de Ativos Imobilizados}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

2.5 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O Fluxo de Caixa Descontado é um pilar da análise fundamentalista de uma empresa com capital aberto. Como mencionado previamente, esta metodologia é a segunda mais utilizada por profissionais no mercado devido a alguns fatores. Primeiramente, ela possibilita a inclusão de variáveis e de premissas essenciais ao estudo da empresa-objeto, fornecendo uma flexibilidade ao processo de *Valuation*. Além disso, o FCD apresenta menor probabilidade de manipulação por parte da gestão da companhia, enquanto o fluxo de caixa é uma métrica direta que captura a quantidade de valor efetivamente gerada aos acionistas da empresa.

Prosseguindo, uma maior assertividade do modelo de FCD está intimamente relacionada ao conhecimento do setor de atuação da companhia, do seu modelo de negócio, do relacionamento com os principais concorrentes, do cenário macroeconômico e da capacidade dos gestores em rentabilizar os ativos da empresa.

A despeito de sua eficiência, o método de Fluxo de Caixa Descontado apresenta uma sensibilidade à margem de lucro operacional da empresa, à taxa de crescimento projetada no período da perpetuidade e a taxa de desconto aplicada aos fluxos de caixa futuros. Por conseguinte, ele pode não ser adequado à estimação do valor intrínseco para determinados ativos, como empresas de capital fechado ou em estágios de crescimento embrionários.

Fundamentalmente, ele consiste na projeção dos fluxos de caixa futuros de uma companhia, descontados a valor presente por uma taxa. Esta taxa representa o risco de geração destes fluxos de caixa, bem como das premissas adotadas. Como pontua Póvoa (2020), o objetivo reside em projetar a geração de caixa de uma empresa e descontá-la a valor presente. Deste modo, a expressão geral para esta metodologia de avaliação é:

$$\text{Valor Presente da Empresa} = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^t} = \frac{FC_1}{(1+r)^1} + \dots + \frac{FC_n}{(1+r)^n}$$

Onde:

- a) FC_t = Fluxo de caixa projetado no tempo t ;
- b) r = Taxa de desconto apropriada;
- c) n = Número de períodos.

2.6 FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA

A literatura econômica relacionada à avaliação de empresas pontua que a escolha entre o Fluxo de Caixa Livre para a Firma¹² e o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista¹³ é uma etapa imprescindível a uma análise correta. Como escreve Pinto et.al (2015), o *FCFF* deve ser empregado quando a empresa objeto do estudo modifica a sua estrutura de capital com recorrência. Esta alteração pode ocorrer tanto no lado da dívida, via contração/amortização de empréstimos e financiamentos, quanto no lado do capital dos acionistas, em processos de oferta de ação primária e secundária. De maneira complementar, o *FCFE* é utilizado para empresas que possuem uma estrutura de capital menos oscilante, geralmente com baixas expectativas de crescimento.

Como afirma Póvoa (2020), o Fluxo de Caixa Livre para a Firma compreende toda geração de caixa a ser distribuída entre os credores e os acionistas da

¹² O Fluxo de Caixa Livre para a Firma é abreviado pela sigla *FCFF* (*Free Cash Flow to Firm*).

¹³ O Fluxo de Caixa Livre para o Acionista é abreviado pela sigla *FCFE* (*Free Cash Flow to Equity*).

companhia, em variadas formas, como juros, cupons, dividendos e juros sobre o capital próprio. A seguinte tabela explicita o modo de cálculo do *FCFF*, por meio *EBIT*¹⁴ e do *NOPAT*¹⁵:

TABELA 1 - FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA

- (+) Lucro operacional depois dos impostos – $EBIT \times (1 - t)$
- (+) Itens sem efeito caixa (depreciação, amortização, provisões)
- (–) Investimento em imobilizado e intangível (CAPEX)
- (–) Variação da necessidade de capital de giro
- (+/-) Outras entradas e saídas
- (=) Fluxo de Caixa Livre para a Firma

Fonte: Elaboração própria

2.7 VALOR TERMINAL

No escopo deste trabalho, serão realizadas projeções para o período de 10 anos ($n=10$) do Grupo Fleury. Entretanto, toda companhia, em linhas gerais, possui o objetivo de operar de maneira indefinida, dado que seu objetivo primário consiste na maximização do lucro e no retorno ao acionista. Sob esta perspectiva, é fundamental que o processo de avaliação de uma empresa por meio do Fluxo de Caixa Descontado precifique o valor dos fluxos de caixa futuros localizados no período denominado perpetuidade.

De forma geral, o valor do período fixado após o horizonte de projeção é denominado Valor Terminal. Damodaran (2012) estabelece que o Valor Terminal é uma ferramenta útil ao processo de FCD, dado que o seu cálculo demanda premissas mais simples do que a precificação ano após ano do fluxo de caixa da companhia, o que eleva a assertividade do processo de avaliação.

¹⁴ *EBIT*: Lucro antes de Juros e Impostos, também denominado Lucro Operacional.

¹⁵ *NOPAT*: Lucro Operacional Líquido após Impostos.

Em relação a existência de variadas fórmulas para o cálculo do Valor Terminal, uma das metodologias mais empregadas é:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FCFF_n(1 + g)}{(r - g)}$$

Onde:

- a) $FCFF_n$ = Fluxo de Caixa Livre para a Firma do último ano de projeção;
- b) r = Taxa de desconto;
- c) n = Número de períodos;
- d) g = Taxa de crescimento dos fluxos na perpetuidade.

Finalmente, é de suma relevância destacar que, segundo Póvoa (2020), o Valor Terminal de uma companhia analisada através do método fundamentalista e do Fluxo de Caixa Descontado pode corresponder a 60% do valor justo obtido para a sua ação. Por conseguinte, a definição das premissas sobre a taxa de crescimento da empresa na perpetuidade constitui-se em uma etapa importante do processo de avaliação do Fleury.

2.8 TAXA DE DESCONTO

Como estabelecido previamente, o método de Fluxo de Caixa Descontado emprega uma taxa de desconto para trazer os fluxos de caixa futuros da companhia a valor presente. Sob esta ótica, a determinação de uma taxa apropriada é essencial a um processo de avaliação correto.

A existência do Fluxo de Caixa Livre para o Acionista e do Fluxo de Caixa Livre para a Firma demanda a aplicação de diferentes taxas de desconto aos fluxos. Segundo Easton et al. (2018), a taxa de desconto mais adequada ao $FCFF$ é o Custo Médio Ponderado de Capital¹⁶, o qual quantifica o retorno exigido pelo investidor. Sumariamente, o $WACC$ é um valor obtido pela ponderação entre o custo

¹⁶ O Custo Médio Ponderado de Capital é abreviado pela sigla $WACC$ (*Weighted Average Cost of Capital*).

do capital próprio e o custo do capital de terceiros¹⁷, atrelados aos seus respectivos pesos¹⁸ na estrutura de capital da companhia. Deste modo, temos que a fórmula do WACC é:

$$WACC = k_e \left(\frac{E}{D + E} \right) + (1 - t)k_d \left(\frac{D}{D + E} \right)$$

Onde:

- a) k_e = Custo do capital próprio;
- b) $\left(\frac{E}{D+E} \right)$ = Proporção do capital dos acionistas;
- c) k_d = Custo do capital de terceiros;
- d) $\left(\frac{D}{D+E} \right)$ = Proporção do capital de terceiros;
- e) t = Taxa marginal de imposto.

Com base na expressão anterior, nota-se a importância que a dívida possui na busca de uma estrutura de capital ótima. Ao considerar o formato padrão de uma Demonstração de Resultado, a linha de despesa financeira reduz o lucro tributável da companhia, em um efeito denominado benefício fiscal da dívida. Póvoa (2020) reforça que o cálculo do retorno exigido pelo investidor é relevante no processo de avaliação de uma empresa via Fluxo de Caixa Descontado, na medida que impacta enormemente o valor justo obtido para ela.

Para o cálculo do Custo do Capital Próprio será utilizado o *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, o qual mensura o retorno demandado pelos acionistas de uma empresa. Como escreve Póvoa (2020), o retorno requerido por um investidor de qualquer ativo financeiro é a soma entre o retorno do ativo livre de risco (R_f) e a diferença entre o retorno médio do mercado e o retorno do ativo livre de risco, multiplicada por um fator *beta* (β). É comum que um fator de risco-país seja adicionado à fórmula tradicional. Sumariamente, o coeficiente *beta* captura a volatilidade de uma ação específica em relação ao risco sistemático do mercado e é dado pela seguinte fórmula:

¹⁷ O Custo do Capital de Terceiros é abreviado pela sigla k_d (*Cost of Debt*).

¹⁸ D : Dívida e E : Patrimônio Líquido.

$$\beta_i = \frac{\text{Covariância } (R_i, R_m)}{\text{Variância } (R_m)}$$

Onde:

- a) β_i = coeficiente beta do ativo i;
- b) R_i = retorno do ativo i;
- a) R_m = retorno médio do mercado.

Deste modo, a expressão para o *CAPM* é:

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

Onde:

- i) $E(R_i)$ = Retorno esperado do ativo i;
- j) R_f = Retorno do ativo livre de risco;
- k) β_i = beta do ativo i;
- l) $E(R_m)$ = Retorno esperado do mercado;
- m) R_p = Risco-país.

O custo da dívida é calculado através do retorno médio ponderado de todos os recursos de terceiros, baseados em seus valores de mercado. Além disso, é necessário subtrair a taxa marginal de imposto para capturar o benefício fiscal da dívida.

É válido destacar que o custo do capital próprio é maior do que o custo do capital de terceiros. A razão para este fato reside em alguns fatores. Primeiramente, a remuneração do credor ocorre de maneira prévia ao retorno ao acionista, pois o pagamento das despesas financeiras é realizado antes da distribuição de recursos aos *shareholders*. Ademais, é possível atrelar garantias reais aos contratos de empréstimos e financiamentos. Assim sendo, é de se esperar que o risco do acionista exceda o risco do credor, o que, conseqüentemente, acarreta diferentes retornos exigidos.

2.9 TAXA DE CRESCIMENTO

Como apregoa a Teoria de Finanças, o objetivo de uma firma é maximizar o seu lucro, potencializando o retorno ao acionista. Esta meta pode ser atingida por

meio da expansão de suas atividades. Em outros termos, é essencial considerar que os fluxos de caixa da companhia podem apresentar uma tendência altista ao longo do tempo, além do período explícito de projeção.

Damodaran (2012) pontua que a determinação da taxa de crescimento é uma das variáveis mais sensíveis no processo de *Valuation* de uma empresa, haja vista que impacta substancialmente a projeção de receita e, por extensão, o lucro. O autor explicita que existem algumas maneiras de estimar o crescimento da companhia na perpetuidade, sendo que o método escolhido para este trabalho leva em consideração os fundamentos e a rentabilidade da empresa. Logo, a estimação da taxa de crescimento é dada pela seguinte fórmula:

$$g_t = TR \times ROE$$

Onde:

- a) g_t = Taxa de crescimento no tempo t ;
- b) TR = Taxa de retenção/reinvestimento dos lucros auferidos;
- c) ROE = Retorno sobre o patrimônio líquido.

2.10 ENTERPRISE VALUE

A última etapa do processo de avaliação de uma empresa via Fluxo de Caixa Descontado é a soma do valor presente dos Fluxos de Caixa Futuros Projetados e o Valor terminal, sendo que ambas as partes foram descontadas pelo Custo Médio Ponderado de Capital da empresa. O resultado desta somatória é denominado Valor da Firma, comumente conhecido como *Enterprise Value (EV)*.

Prosseguindo, é necessário subtrair as linhas Caixa e Equivalentes de Caixas e Aplicações Financeiras do Balanço Patrimonial do valor bruto da dívida. O objetivo final deste processo é obter o valor justo calculado do Valor Patrimonial¹⁹. Finalmente, basta dividir o *Equity Value* pelo número atual de ações em circulação no mercado, obtendo o valor justo por ação.

¹⁹ O Valor Patrimonial é comumente denominado *Equity Value*.

2.11 MÚLTIPLOS DE MERCADO

O método de avaliação por Múltiplos de Mercado, também denominado Avaliação Relativa, é baseado na utilização de determinadas medidas de performance e o preço do ativo para um dado momento. Estas informações são selecionadas tanto para a empresa objeto de estudo quanto para os principais comparáveis. Em outros termos, a metodologia de Múltiplos busca comparar a precificação do ativo em análise com outros similares do ponto de vista setorial e operacional. Como escreve Damodaran (2012), na análise baseada em Múltiplos de Mercado, o valor de um determinado ativo pode ser derivado da precificação de ativos pariformes, por meio de uma medida padronizada.

Como referido anteriormente, a ciência dos Múltiplos de Mercado é a forma de avaliação de empresas mais utilizada pelo meio profissional. Dentre alguns motivos que justificam tal posição, podem ser destacados a facilidade e a praticidade de sua aplicação a um conjunto considerável de ações em análise, desde que ressalvadas as similaridades operacionais e setoriais, o que dispensa a necessidade de definir de maneira detalhada as premissas características do modelo de Fluxo de Caixa Descontado. Em relação a este último tópico:

A avaliação relativa depende muito mais do mercado estar certo. Em outras palavras, assumimos que o mercado está correto na forma como precifica as ações em média, mas comete erros na precificação de ações individuais. Também assumimos que uma comparação de múltiplos nos permitirá identificar esses erros e que esses erros serão corrigidos ao longo do tempo. (DAMODARAN, 2012, p. 19).

A definição do conjunto de empresas comparáveis é essencial ao uso correto desta metodologia de avaliação, bem como à obtenção de resultados assertivos. Como define Pinto et al. (2015), elas são companhias que operam em segmentos da economia similares, estão condicionadas ao mesmo ciclo de negócios e apresentam sensibilidades estatísticas parecidas. O uso conjunto dos Múltiplos de Mercado ao processo de Fluxo de Caixa Descontado visa amenizar eventuais erros e vieses na definição das premissas advindos da modelagem financeira da empresa.

Koller, Goedhart e Wessels (2020) pontuam que a metodologia de Múltiplos de Mercado é complementar a análise via Fluxo de Caixa Descontado. Entretanto,

ela pode resultar em conclusões equivocadas em relação a empresa se empregada de forma superficial. Com o objetivo de minimizar a probabilidade de incorrer neste erro, serão utilizados os seguintes múltiplos:

- a) EV/EBITDA: Razão entre o *Enterprise Value* e o Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização;
- b) EV/EBIT: Razão entre o *Enterprise Value* e o Lucro Operacional;
- c) EV/Vendas: Razão entre o *Enterprise Value* e as Vendas;
- d) P/FCL: Razão entre o *Equity Value* e o Fluxo de Caixa Livre;
- e) P/Vendas: Razão entre o *Equity Value* e as Vendas;
- f) P/L: Razão entre o *Equity Value* e o Lucro Líquido.

Após a seleção dos indicadores, é necessário calcular os múltiplos da empresa em análise e das companhias comparáveis. Este processo é um resultado indireto do modelo de Fluxo de Caixa Descontado, haja vista que, como pontuado anteriormente, as metodologias serão aplicadas de maneira conjunta ao Grupo Fleury. Além disso, é necessário calcular a média agregada dos valores encontrados para cada uma com o objetivo de alcançar os valores médios para os múltiplos do setor.

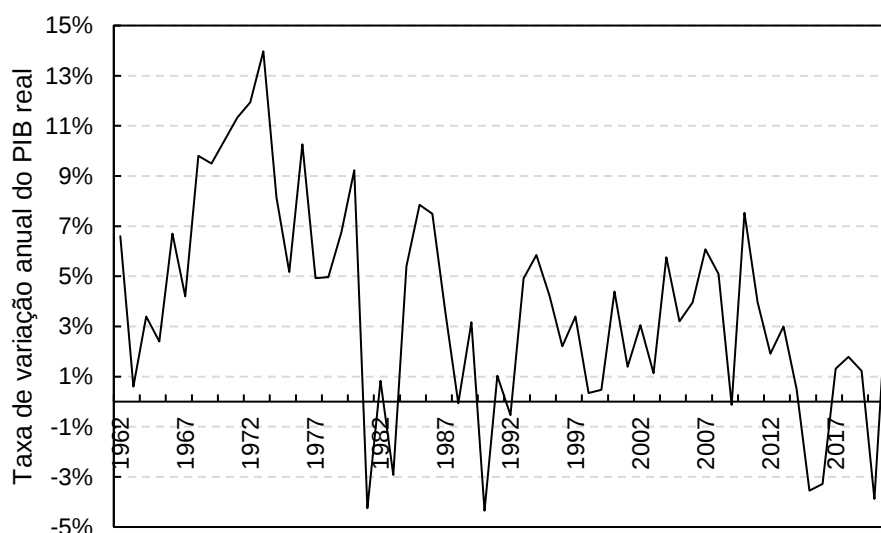
3 RESULTADOS

3 RESULTADOS

3.1 ANÁLISE MACROECONÔMICA

A análise macroeconômica é uma das principais etapas do processo de análise fundamentalista de uma empresa, independente do setor de atuação. Entender os fatores globalistas que impactam a operação da companhia é indispensável à definição de premissas plausíveis tanto para o crescimento quanto para o desconto, sendo que o descolamento entre realidade e projeção pode resultar em um patamar de *Valuation* incorreto.

GRÁFICO 1 - TAXA DE VARIAÇÃO DO PIB REAL (%)



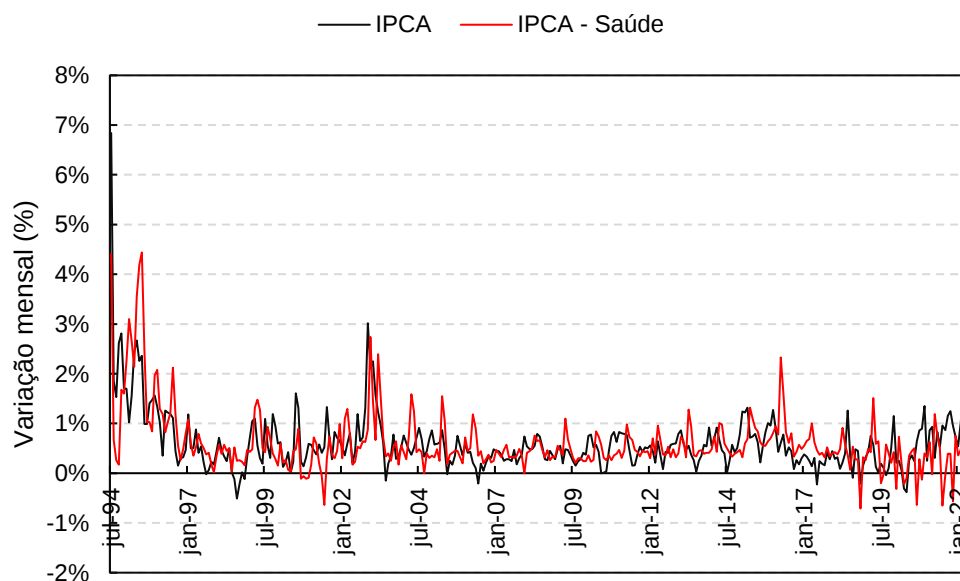
Fonte: IBGE

O crescimento do PIB real é um indicador largamente empregado pelos gestores profissionais como parâmetro de análise do cenário macroeconômico. Ao refletir a riqueza produzida em um país para um determinado ano, o PIB contribui para a identificação de um ciclo de expansão ou de recessão, os quais exigem, por construção, hipóteses de expansão distintas. Por exemplo, não é razoável supor que uma empresa conseguirá crescer dois dígitos de sua receita em um cenário de retração do consumo e do investimento.

Em relação ao Fleury, o setor de medicina diagnóstica tem se revelado consideravelmente resiliente em cenários econômicos mais adversos. A razão para

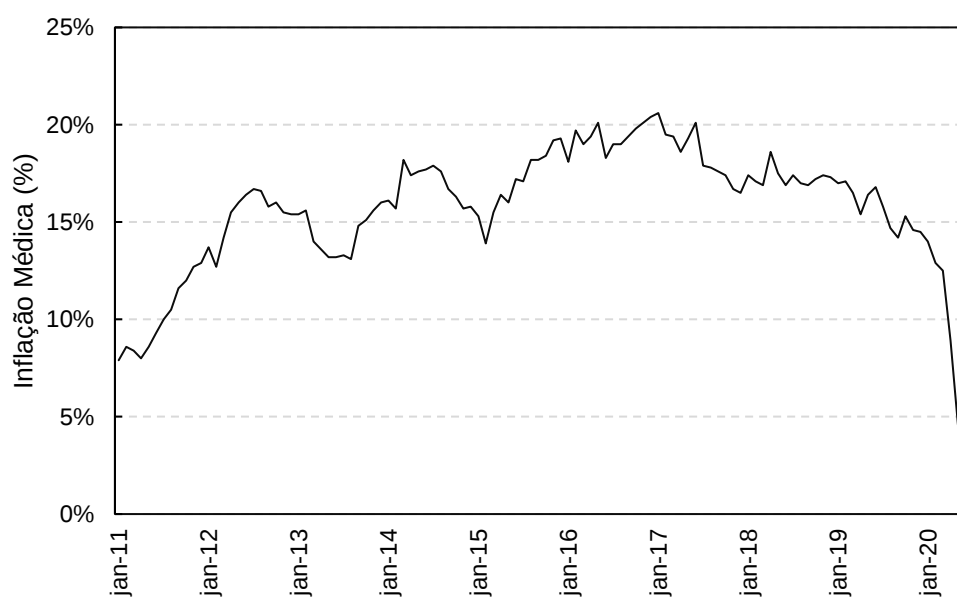
este comportamento pode estar alicerçada no fato de que a realização de exames e consultas de especialidades médicas tendem a apresentar um comportamento mais inelástico, devido a própria natureza do procedimento dentro da cadeia de valor de saúde.

GRÁFICO 2 - IPCA (%) E IPCA SAÚDE (%)



Fonte: IBGE

GRÁFICO 3 - INFLAÇÃO MÉDICA - VCMH (%)



Fonte: IESS

A inflação está relacionada profundamente com a capacidade aquisitiva de um indivíduo. O gráfico 2 torna evidente que o Brasil tem verificado uma pressão inflacionária relevante nos últimos trimestres. Soma-se a isto, a demonstração de que o IPCA para o setor de saúde suplementar consistentemente excede o IPCA geral, um fato corroborado pelo gráfico 3.

A expansão da inflação atual possui algumas raízes. Primeiramente, a pandemia da Covid-19 provocou uma desorganização das cadeias globais de produção, encarecendo o processo de manufatura de determinados bens, especialmente automóveis e produtos eletrônicos. Além disso, é necessário pontuar a expressiva quantidade de liquidez inserida nos mercados, o que desencadeou um aumento da demanda por mercadorias e alimentos. Por fim, a elevação sustentada dos preços dos combustíveis também se configura como um dos pilares por detrás do contexto atual, a qual foi intensificada com a deflagração de um conflito militar entre a Rússia e a Ucrânia, dois países vitais do ponto vista de exportações de *commodities* minerais e agrícolas.

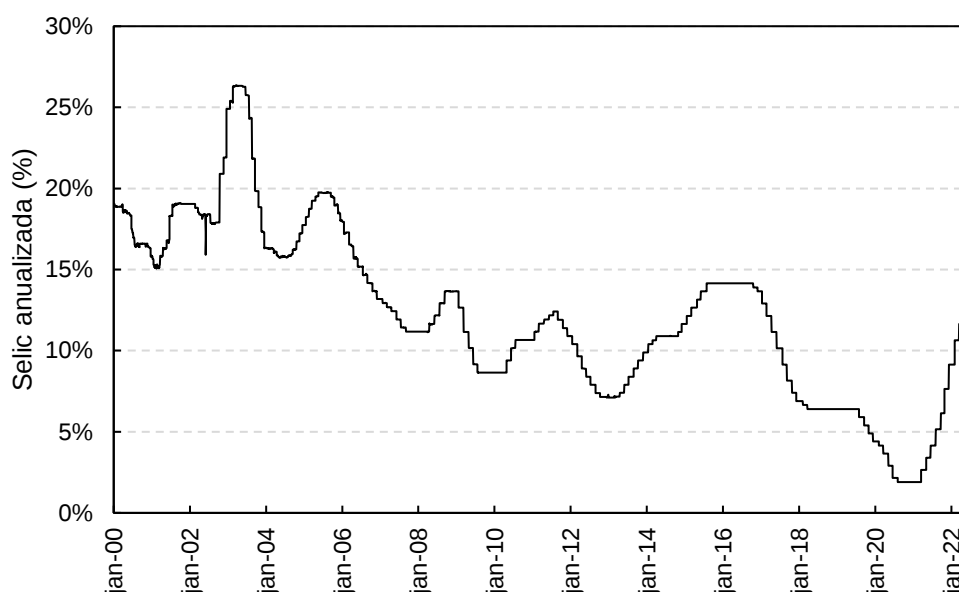
Em relação ao cenário da inflação médica pode-se destacar que, durante um tempo relevante, as partes envolvidas na cadeia de valor de saúde, incluindo operadoras, hospitais e laboratórios, eram pouco interligadas, sendo que ineficiências e desperdícios de recursos eram aspectos comuns. Entretanto, gradualmente o cenário está apresentando sinais de reversão, especialmente devido ao processo de consolidação em curso no setor, o que pode contribuir para reajustes menos agressivos. Deste modo, a quantidade de cancelamentos de planos de saúde diminuiria, elevando a base de receita para as empresas do setor, incluindo o Fleury.

A taxa de juros é uma ferramenta comumente empregada pelos Bancos Centrais para conter momentos de elevada pressão inflacionária. Em suma, ao incrementar o referencial para os juros praticados no mercado, o BC estimula a redução do consumo e dos investimentos pelas famílias e empresas privadas, dado que os custos de financiamento e de crédito se expandem.

O gráfico 4 revela os patamares assumidos pela Selic, a taxa básica de juros do Brasil, ao longo dos últimos anos. Devido ao pique inflacionário verificado no biênio 2014-2015, a Selic alcançou níveis superiores a 13% de rendimento ao ano. Nos governos seguintes, com uma melhora gradual do ambiente econômico, o

Banco Central promoveu alguns cortes no patamar da taxa. Todavia, a pandemia da Covid-19 e o temor de uma recessão duradoura levaram a uma postura mais flexível da instituição monetária, com a Selic atingindo o seu menor nível histórico. Em decorrência das recentes pressões inflacionárias, os Bancos Centrais iniciaram um processo de elevação das taxas de juros, iniciando uma reavaliação dos ativos financeiros pelos agentes do mercado.

GRÁFICO 4 - SELIC ANUALIZADA (%)



Fonte: Banco Central do Brasil

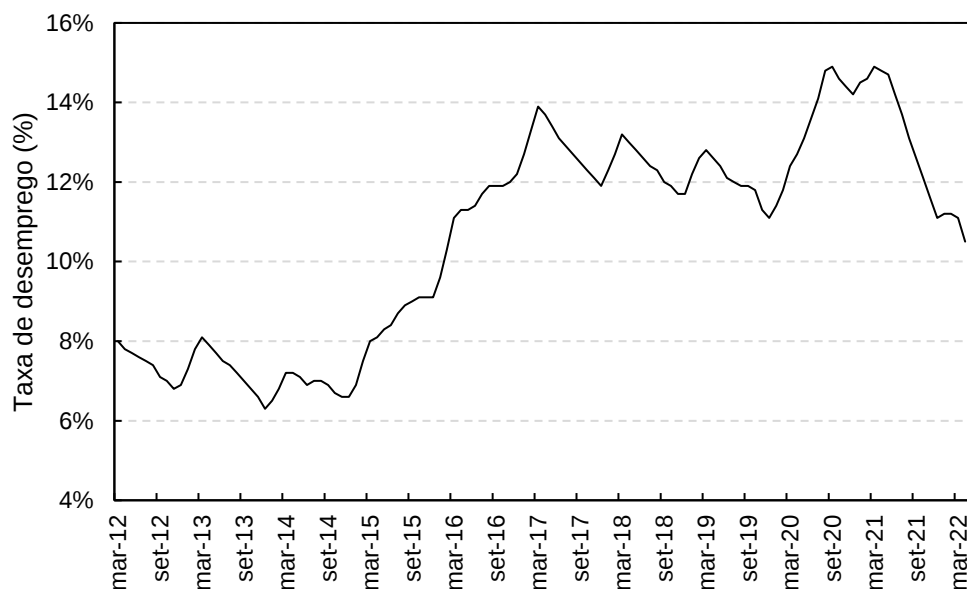
Um patamar mais elevado da taxa de juros implica em um aumento do retorno do ativo livre de risco, o que exige um ajuste na taxa de desconto das empresas negociadas em Bolsa, haja vista que o retorno demandado pelos investidores também se eleva, impactando a análise fundamentalista de uma determinada companhia.

É essencial estabelecer que o setor de saúde como um todo possui uma grande relação com o mercado de trabalho formal do Brasil. Deste modo, a geração de empregos formais é um dos principais pilares de crescimento do setor, sendo que a expansão da informalidade, embora eleve a mão de obra empregada, não contribui para uma expansão sustentada do setor de saúde suplementar.

De acordo com o gráfico 5, é possível verificar o comportamento da taxa de desemprego na última década. A recessão econômica ocorrida entre 2014 e 2015

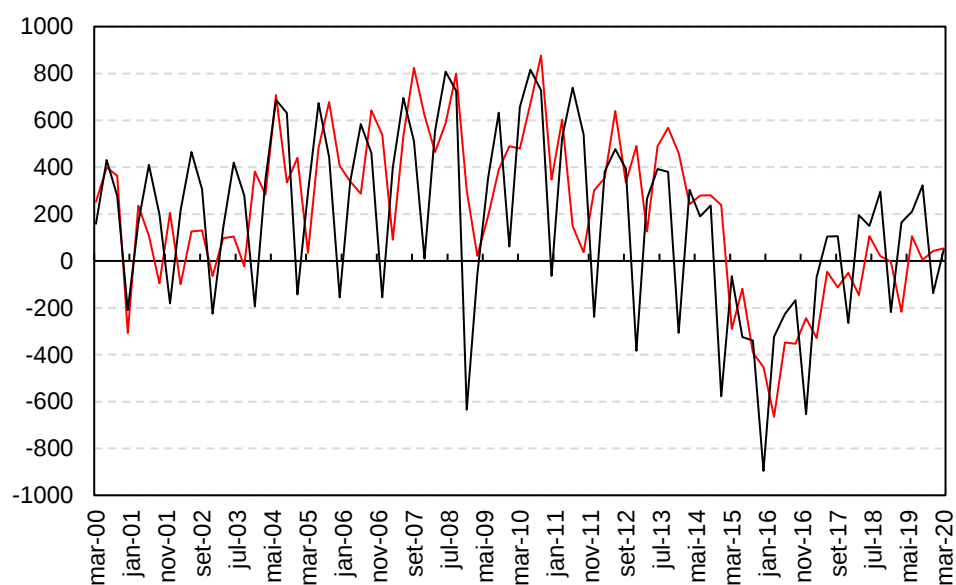
refletiu na empregabilidade do país. A pandemia da Covid-19 também impactou o mercado de trabalho, com um evidente o aumento da informalidade empregatícia, a qual apresenta postos de trabalho com salários menores.

GRÁFICO 5 - TAXA DE DESEMPREGO (%)



Fonte: IBGE

GRÁFICO 6 - GERAÇÃO DE EMPREGOS FORMAIS E ADIÇÃO DE BENEFICIÁRIOS (MIL)



Fonte: Ministério da Economia, ANS

O gráfico 6 explicita a correlação existente entre a geração de vagas formais de trabalho e a adição de beneficiários de saúde suplementar. Maiores detalhes sobre esta relação serão fornecidos na seção de Análise Setorial.

Por fim, a definição das premissas macroeconômicas na modelagem financeira do Fleury será fundamentada nos dados fornecidos pelo Banco Central por meio do Boletim Focus, o qual contém a mediana das projeções dos agentes financeiros, incluindo bancos e consultorias, para o crescimento do PIB, IPCA e Selic.

TABELA 2 - PROJEÇÕES MACROECONÔMICAS

Indicador macroeconômico	2022	2023	2024	2025
PIB (Variação anual)	0,7%	1,0%	2,0%	2,0%
Selic (% a.a.)	13,3%	9,3%	7,5%	7,0%
IPCA (variação %)	7,9%	4,1%	3,2%	3,0%

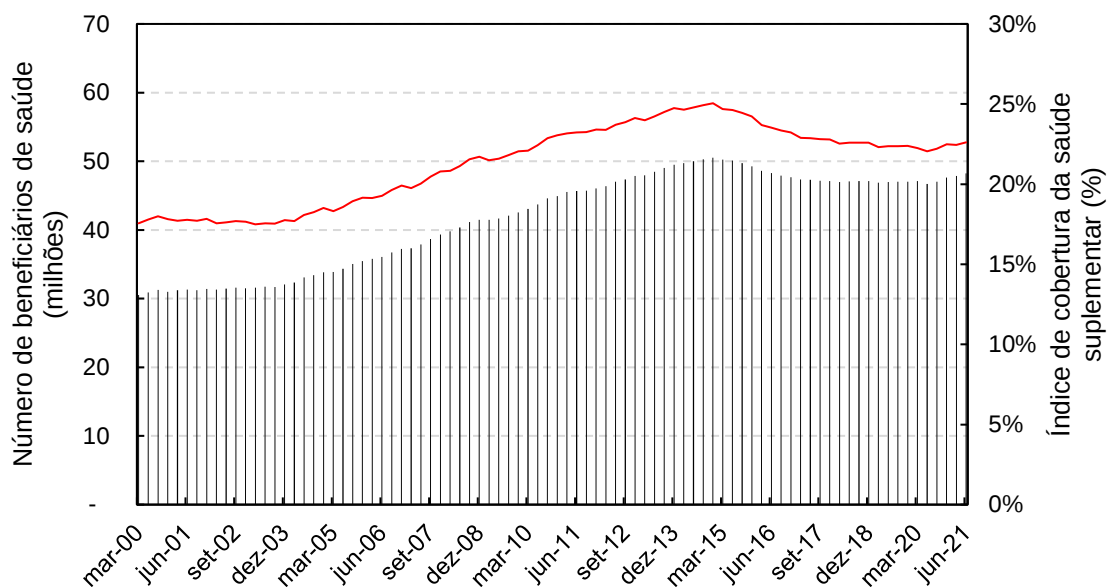
Fonte: Banco Central do Brasil (Boletim Focus)

3.2 ANÁLISE SETORIAL

O setor de saúde suplementar brasileiro tem passado por transformações estruturais ao longo dos últimos anos, embora ainda seja caracterizado por uma presença relevante do setor público, especialmente do ponto de vista assistencial. Segundos dados fornecidos pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) para o mês de abril de 2022, o patamar de beneficiários de saúde manteve-se acima da marca de 48 milhões de usuários.

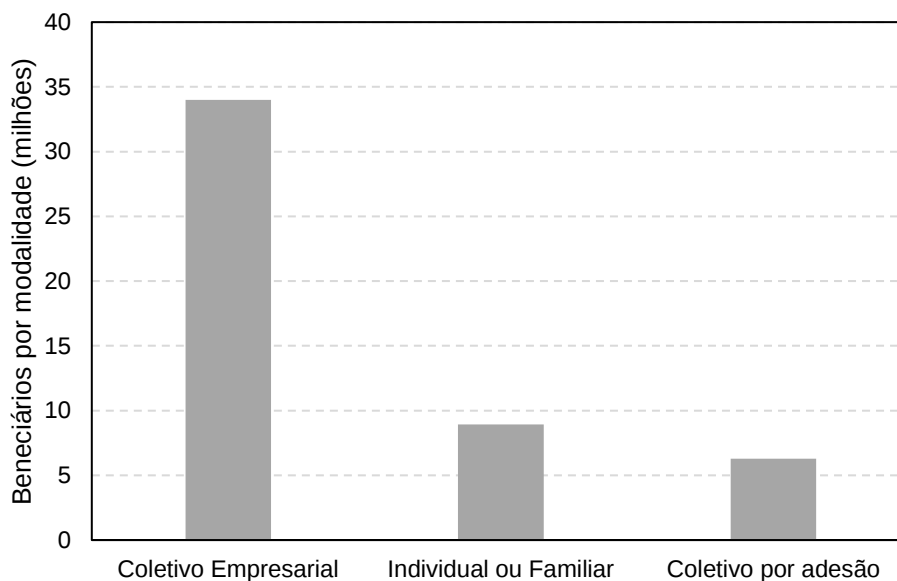
O gráfico 7 demonstra a evolução da quantidade de beneficiários de saúde. A despeito de uma aparente estabilidade do número total de pessoas com cobertura assistencial privada, os últimos trimestres estão sendo marcados por uma recorrência de adições líquidas positivas. Esta tendência pode ser considerada uma consequência direta do aumento da competitividade do setor, bem como da expansão de novos modelos de custo pelas operadoras e pelos prestadores de serviço.

GRÁFICO 7 - BENEFICIÁRIOS DE SAÚDE E COBERTURA ASSISTENCIAL



Fonte: ANS

GRÁFICO 8 - BENEFICIÁRIOS POR MODALIDADE DE CONTRATO



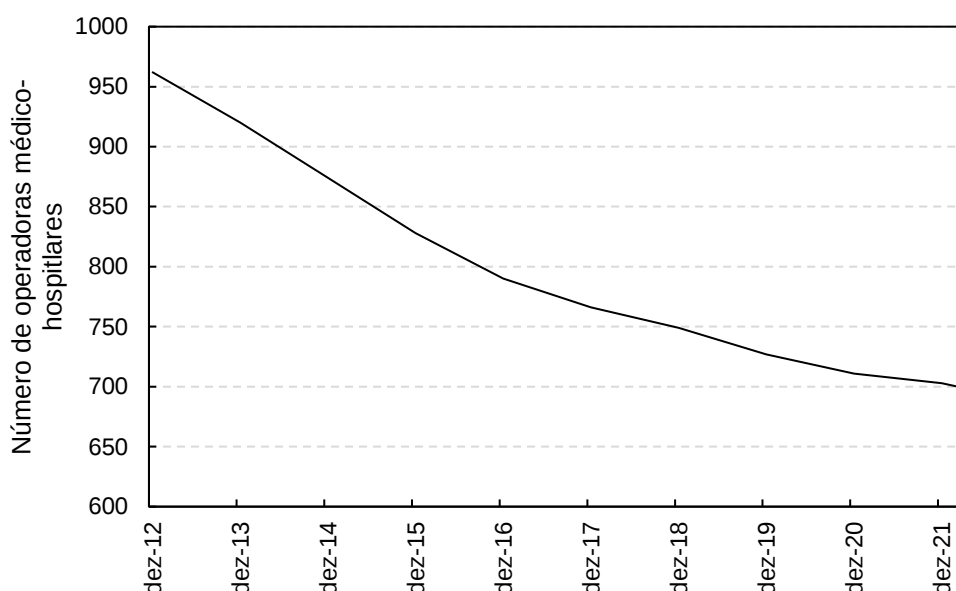
Fonte: ANS

O gráfico 8 revela a dominância dos beneficiários advindos de contratos coletivos empresariais. Uma das principais justificativas para este cenário reside no fato de que, ao ser contratado, um determinado trabalhador passa a ser elegível a um conjunto de benefícios, como o convênio médico privado. Por sua vez, planos

individuais e coletivos por adesão apresentam uma participação comparativamente reduzida, porém de suma relevância dado que o mercado de saúde privada possui um elevado potencial de crescimento.

Para o Grupo Fleury, a dilatação da base de beneficiários de saúde suplementar é um alicerce importante na sua estratégia de expansão orgânica, por meio do crescimento do mercado endereçável da empresa. Ademais, uma parte crucial da receita da companhia é proveniente das atividades *core* de prestação de serviços relacionados à medicina diagnóstica.

GRÁFICO 9 - QUANTIDADE DE OPERADORAS MÉDICAS

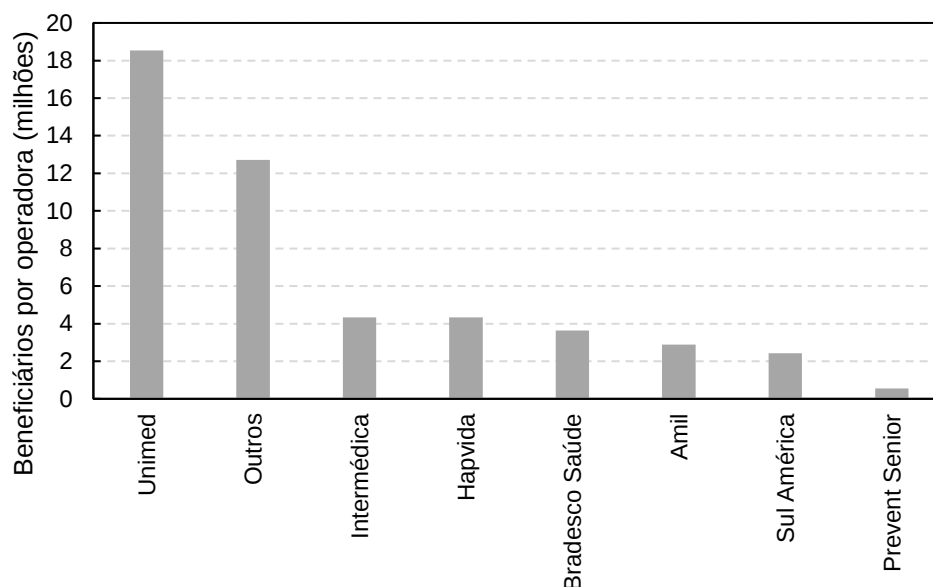


Fonte: ANS

O gráfico 9 indica o processo de consolidação do setor de saúde, sendo que este cenário começou a se solidificar nos últimos anos, com empresas obtendo recursos via mercado de capitais para financiar aquisições e os impactos das leis nº 9.656 e nº 9.961. A respeito de uma maior concentração do mercado, ele ainda permanece substancialmente fragmentado, com nenhuma instituição possuindo capacidade de exercer pressão na cadeia de saúde como um todo.

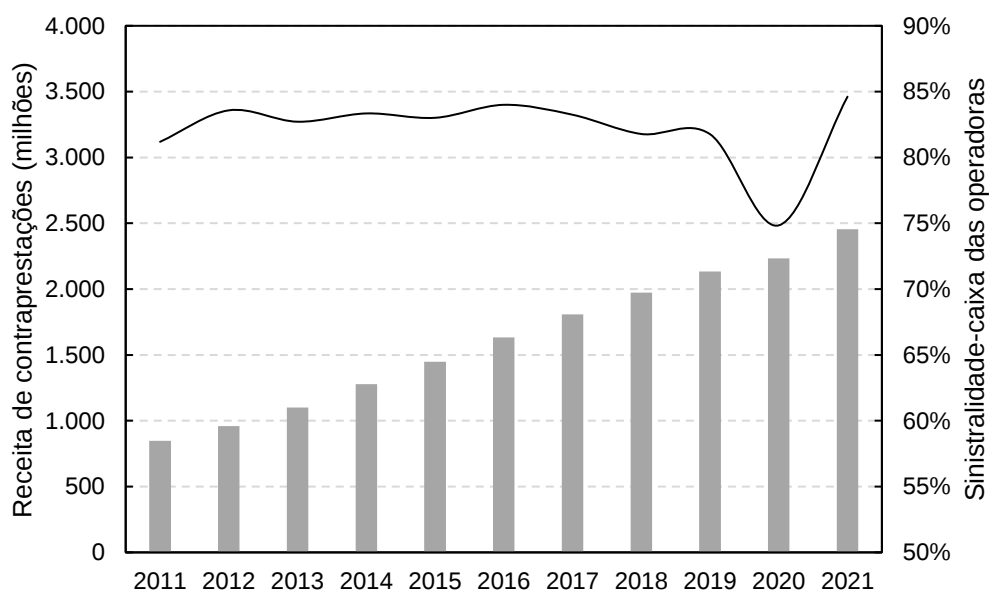
Além disso, o gráfico 10 permite a visualização das principais operadoras do Brasil. Destaca-se a relevância das Cooperativas Médicas Unimed, do Hapvida, da SulAmérica e do Bradesco Saúde, as quais podem ser consideradas clientes primários das empresas de medicina diagnóstica, incluindo o Grupo Fleury.

GRÁFICO 10 - OPERADORAS DE SAÚDE POR NÚMERO DE BENEFICIÁRIOS (ABRIL/2022)



Fonte: ANS

GRÁFICO 11 - RECEITA E SINISTRALIDADE DAS OPERADORAS DE SAÚDE



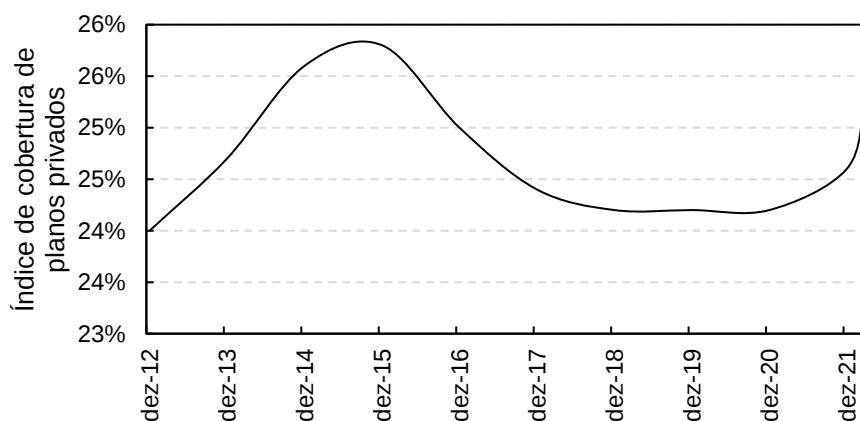
Fonte: ANS

O gráfico 11 permite a visualização da evolução da receita obtida pelas operadoras referente ao período de 2010-2021, bem como o comportamento da sinistralidade para o mesmo intervalo de tempo. Embora a receita tenha apresentado uma expansão anual regular, a sinistralidade ainda reflete as ineficiências

características do setor de saúde brasileiro, prejudicando a disponibilidade de caixa para outras iniciativas, como investimentos.

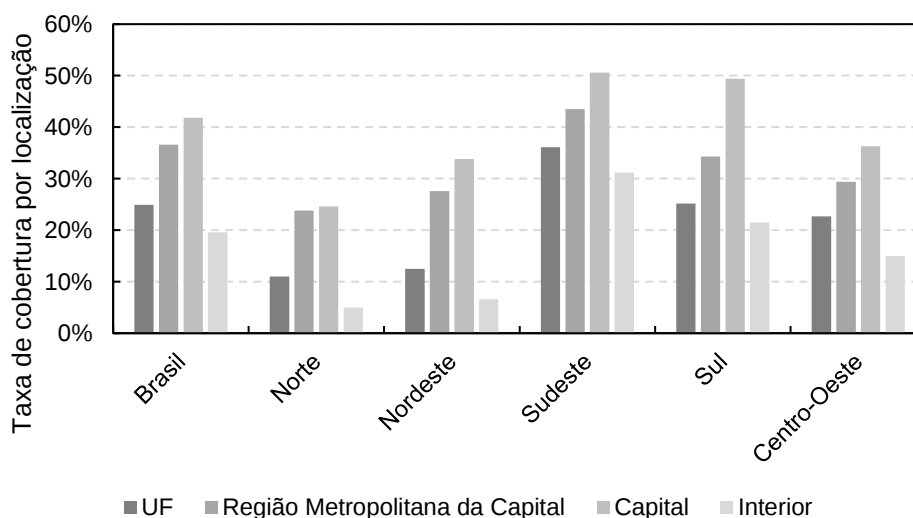
Por outro lado, o gráfico 12 demonstra como o setor de saúde brasileiro é “subpenetrado”. Ademais, existe uma desigualdade regional em termos de cobertura assistencialista privada. Como escrito anteriormente, o Brasil é marcado pela existência do SUS, o qual, devido à grande demanda, apresenta constantemente sinais de sobrecarga. Portanto, é factível afirmar que as empresas do segmento suplementar possuem um mercado endereçável substancial.

GRÁFICO 12 - TAXA DE COBERTURA ASSISTENCIALISTA PRIVADA (%)



Fonte: ANS

GRÁFICO 13 - TAXA DE COBERTURA POR LOCALIZAÇÃO (%)

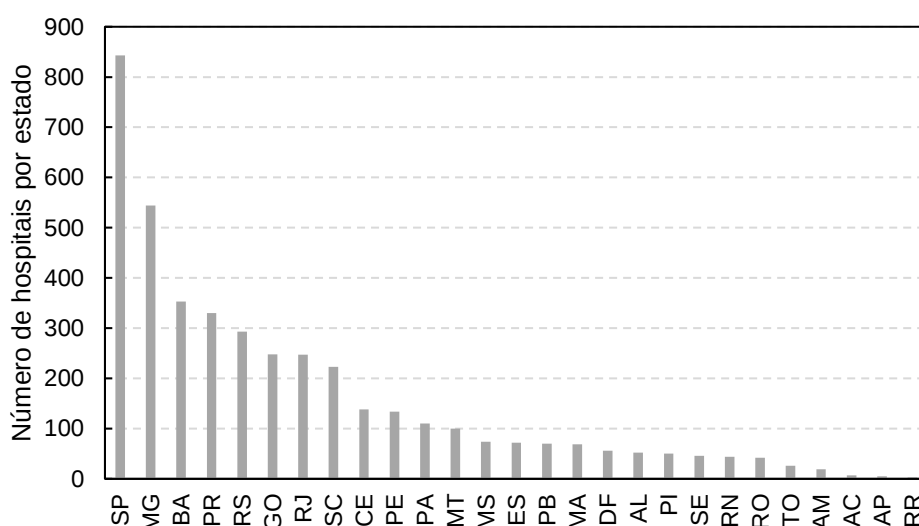


Fonte: ANS

Por meio do gráfico 13, verifica-se uma concentração maior de beneficiários na região Sudeste. Além disso, é válido destacar que grande parte dos mercados de saúde privados estaduais estão concentrados ao redor de suas respectivas capitais e regiões metropolitanas. Deste modo, é plausível afirmar que a interiorização da oferta de serviços privados de saúde é uma avenida de crescimento importante, a qual vem sendo explorada por diversas empresas, como Hapvida, Rede D'Or e Fleury nos últimos trimestres, tanto por meio do crescimento orgânico quanto inorgânico.

Sob uma perspectiva das empresas hospitalares, o Brasil apresenta três problemas estruturais que prejudicam a expansão da saúde privada: i) tamanho médio dos hospitais; ii) fragmentação do setor; e iii) concentração geográfica. Segundo dados da Federação Brasileira de Hospitais, o tamanho relativamente pequeno dos hospitais impossibilita um maior grau de eficiência operacional, na medida que os ganhos de escala são limitados e a diluição de custos fixos reduzida. Além disso, o baixo grau de consolidação do setor prejudica as negociações com as operadoras, o que contribui negativamente para a dilatação da acessibilidade por parte do brasileiro aos hospitalares privados.

GRÁFICO 14 - NÚMERO DE HOSPITAIS PRIVADOS POR UNIDADE FEDERATIVA (2020)

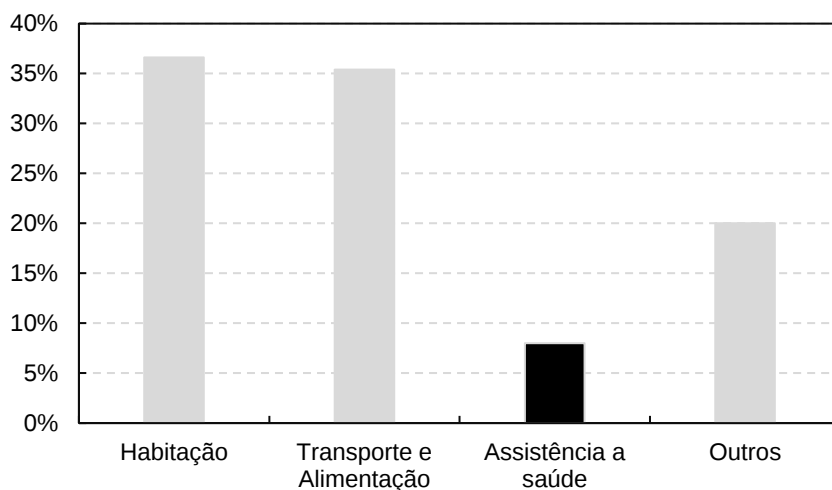


Fonte: Federação Brasileira de Hospitais (2021)

A pandemia de Covid-19 ressaltou a essencialidade da saúde como pilar de qualidade de vida. Embora ainda não ocupasse uma posição de destaque no

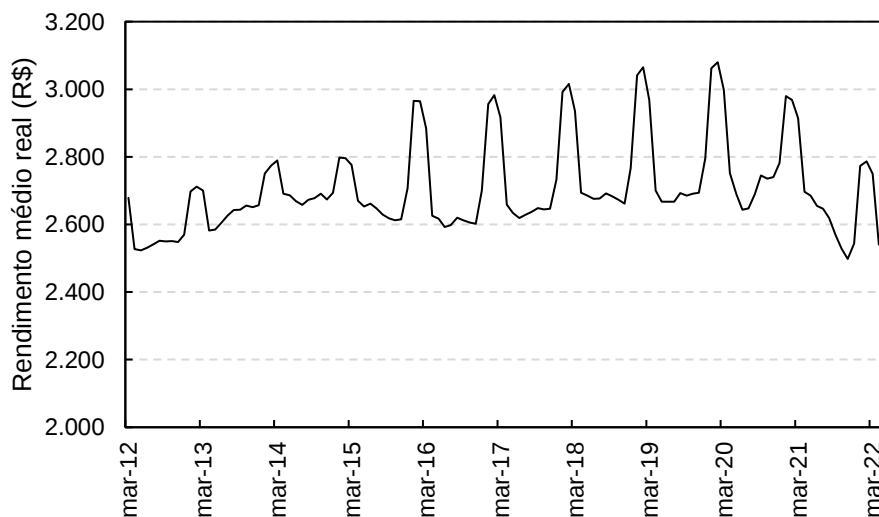
orçamento familiar, como explicitado no gráfico 15, diversas operadoras de saúde divulgaram uma maior procura por planos. Além disso, elas destacam a diminuição do volume de cancelamentos, como efeito expressivo da maior vontade do indivíduo em manter este tipo de serviço.

GRÁFICO 15 - PESQUISA DE ORÇAMENTO FAMILIAR (2017-2018)



Fonte: IBGE (Pesquisa de Orçamento Familiar 2017-2018)

GRÁFICO 16 - RENDIMENTO MÉDIO REAL



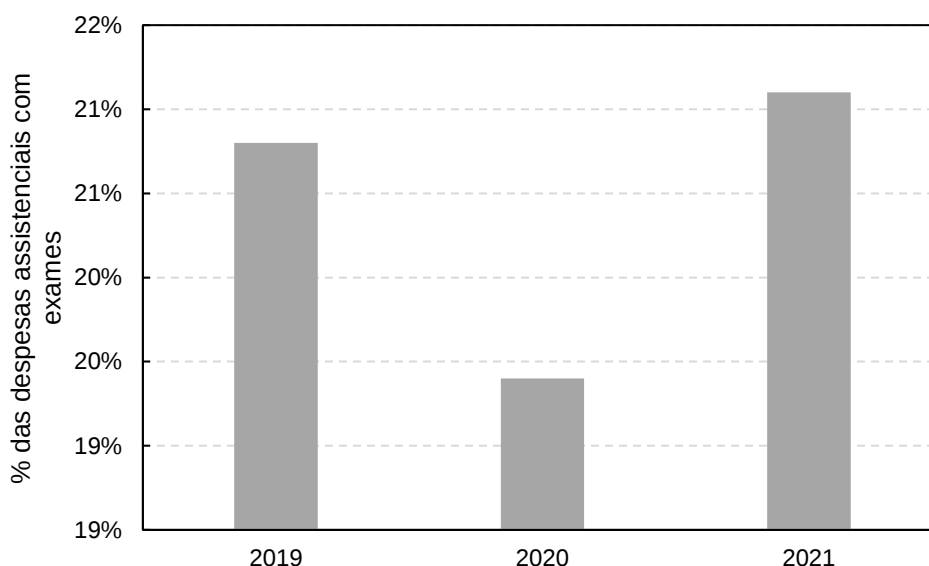
Fonte: IPEA

Pode-se afirmar que orçamento familiar está atrelado ao rendimento médio real, sendo que a determinação do destino dos recursos impacta grandemente a contratação de um plano de saúde privado. Como visto no gráfico 16, este indicador

tem apresentado uma tendência decrescente desde março/2021, o que impõe as empresas do setor a necessidade de ofertar serviços de qualidade, mas simultaneamente competitivos em termos de preço.

O setor de medicina diagnóstica está localizado dentro do campo de prestação de serviços médicos e a receita bruta do setor tem apresentado crescimentos anuais relevantes. Segundo dados da Associação Brasileira de Medicina Diagnóstica, o segmento ultrapassou a marca de 35 bilhões de reais em receita bruta, com mais de 275 mil postos de trabalho, em 2021. Soma-se a isto a crescente digitalização em curso no setor, alinhada com a manutenção de um importante patamar de investimentos em Pesquisa e Desenvolvimento²⁰.

GRÁFICO 17 - % DAS DESPESAS ASSISTENCIAIS COM EXAMES DIAGNÓSTICOS



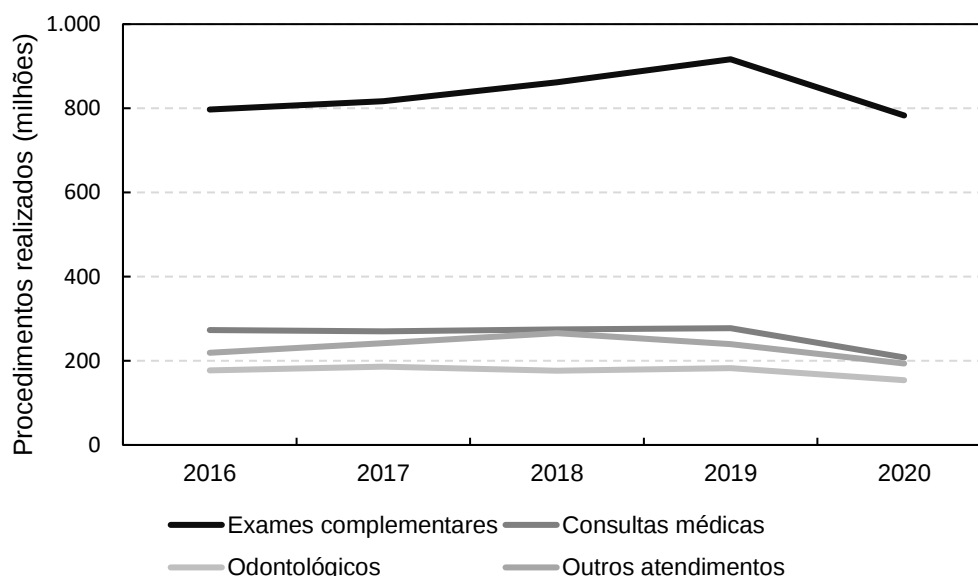
Fonte: Abramed

Em 2021, aproximadamente 21% das despesas assistenciais cobertas pelos planos de saúde eram decorrentes de exames e procedimentos diagnósticos,

²⁰ Segundo dados da Abramed, as empresas do setor investiram 4,2% da receita em equipamentos, máquinas, entrou outros.

conforme o gráfico 17 revela. Embora tenha sofrido uma queda em 2020 devido à adoção de medidas restritivas e à postergação de cirurgias, este percentual deve continuar elevando-se nos próximos anos, mantendo a tendência verificada no gráfico 18.

GRÁFICO 18 - VOLUME POR TIPO DE PROCEDIMENTO

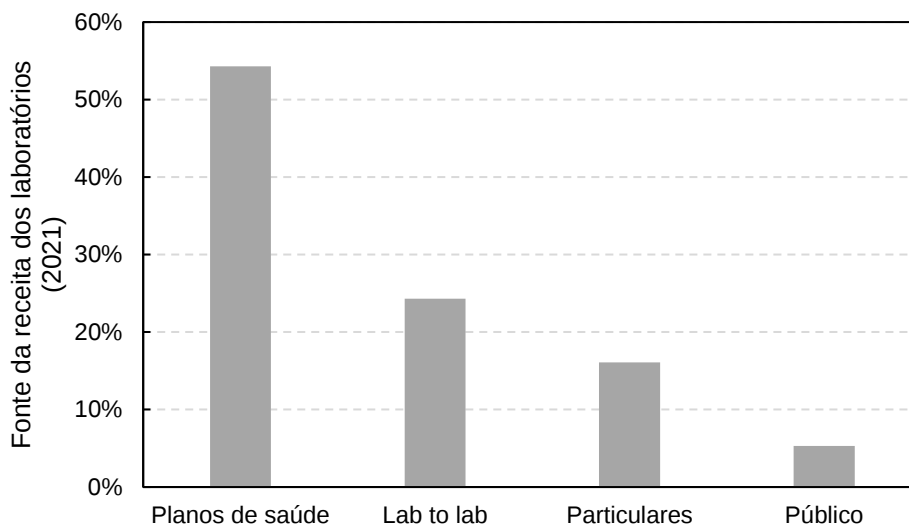


Fonte: Abramed

Observando as fontes de pagamento, o gráfico 19 estabelece que as operadoras de planos de saúde são os principais clientes das empresas de medicina diagnóstica, com quase 55% em termos de fonte de receita. Depois deste grupo, verifica-se que as operações *Lab to Lab*, isto é, entre laboratórios, respondem por cerca de 25% da receita, com Particulares e Setor Público completando a lista, com 15% e 5%, respectivamente.

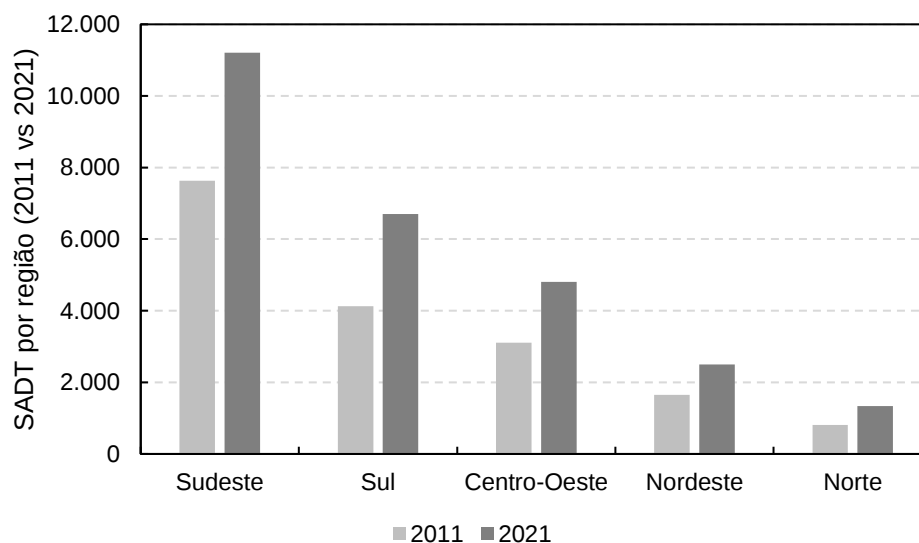
Geograficamente, parte majoritária das unidades das companhias diagnósticas está localizada na região Sudeste, de maneira similar à distribuição de hospitais privados e à penetração da saúde suplementar. O gráfico 20 também aponta que, apesar das regiões Norte e Nordeste apresentarem uma expansão em termos de unidades entre 2011 e 2021, ela ocorreu a uma taxa inferior àquelas verificadas nas regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste.

GRÁFICO 19 - PRINCIPAIS CLIENTES DAS EMPRESAS DIAGNÓSTICAS (2021)



Fonte: Abramed

GRÁFICO 20 - SADT POR UNIDADE FEDERATIVA (2021)



Fonte: Abramed

Além disso, a tabela 3 demonstra que o setor de medicina diagnóstica ainda é caracterizado por empresas de menor porte. Em um segmento de negócios onde escala e diluição de custo fixo são vitais à sustentabilidade financeira de longo prazo, o cenário pode ser considerado favorável aos maiores grupos, como Dasa, Fleury, Pardini e Sabin, os quais podem realizar aquisições tanto no segmento *core* quanto em novos elos.

TABELA 3 - QUANTIDADE DE EMPRESAS DIAGNÓSTICAS POR NÚMERO DE EMPREGADOS (2021)

Tipo de empresa	Laboratórios Clínicos	Diagnóstico por imagem	Laboratórios de anatomia patológica e citológica	Serviços de tomografia	Serviços de ressonância magnética
De 1 a 4	6.782	3.256	577	216	106
De 5 a 9	2.650	1.206	290	114	66
De 10 a 19	1.484	702	237	69	80
De 20 a 49	740	410	99	43	51
De 50 a 99	245	104	17	13	17
De 100 a 249	82	39	8	1	3
De 250 a 499	12	8	1	1	-
De 500 a 999	5	1.2	-	-	2
1.000 ou mais	3	-	-	-	-
Total	12.003	5.728	1.229	457	325

Fonte: Abramed

Finalmente, o mercado de capitais do Brasil tem verificado uma crescente participação de empresas do setor de saúde em transações importantes, como, por exemplo, na captação de recursos via abertura de capital e atividades de aquisições. Embora movimentos transformacionais devam retroceder em quantidade devido aos fatores macroeconômicos, algumas companhias de saúde, como o Grupo Fleury, estão capitalizadas para sustentar as estratégias de crescimentos orgânico e inorgânico dos próximos trimestres.

3.3 HISTÓRICO DA COMPANHIA

O Grupo Fleury é uma empresa privada atuante na prestação de serviços médicos e diagnósticos. Fundada em 1926 pelo Dr. Gastão Fleury na cidade de São Paulo, a companhia atualmente é uma referência no setor de saúde devido à excelência das atividades realizadas e à constituição de marcas regionais consolidadas, com o foco na coordenação de cuidado centralizada no indivíduo.

Nas décadas seguintes, a empresa buscou consolidar sua atuação na macrorregião de São Paulo, ampliando o leque de exames e de serviços ofertados aos seus clientes, como procedimentos de anatomia patológica, de neurologia e de endocrinologia. Além disso, é possível afirmar que a inovação está no cerne do Grupo Fleury desde a sua fundação. A década de 70 foi um marco não apenas para

a companhia, mas também para o segmento de medicina diagnóstica no país, adotando, de maneira inédita, o conceito de rede de unidades de atendimento.

Soma-se ao exposto no último parágrafo o pioneirismo da empresa em fornecer, na década de 80, um ambiente completo de serviços laboratoriais, por meio de um centro diagnóstico integrado. Na década seguinte, o Grupo Fleury registrou grandes avanços no campo da governança corporativa, com a criação de um Conselho de Administração composto por membros independentes.

A virada do século marca um momento importante na trajetória de crescimento da companhia, que assumiu um papel de consolidadora do mercado de medicina diagnóstica do Brasil. Como apontado no Formulário de Referência referente ao exercício social de 2021, entre 2002 e 2013 foram realizadas 27 aquisições, as quais expandiram a atuação geográfica da empresa.

Em 2009, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) aprovou o registro de Companhia Aberta do Grupo Fleury, sendo que as suas ações passaram a ser negociadas na Bolsa de Valores. É válido destacar que abertura de capital de uma empresa gera um conjunto de efeitos benéficos, como a constante precificação de suas estratégias de crescimento pelo mercado e a captação de recursos financeiros, os quais podem ser destinados ao fortalecimento do seu caixa, à manutenção dos seus projetos de expansão e à otimização de sua estrutura de capital.

Em 2015, a compra de aproximadamente 13% do capital social do Fleury pela Advent, um dos mais renomados fundos de *private equity* no mundo, pode ser considerada uma inflexão na trajetória operacional da companhia. Durante o período investido, a Advent promoveu um fortalecimento da governança corporativa por meio da indicação de executivos alinhados aos valores do fundo. Além disso, ela colocou em curso uma série de medidas que resultaram em melhorias significativas na operação da empresa, com o fluxo de caixa operacional do Fleury apresentando um crescimento substancial no período. A Advent desinvestiu completamente do Grupo no ano de 2017, encerrando um ciclo vital na história da instituição.

O ano de 2020 foi relevante para a companhia, na medida que ela lançou a sua plataforma saúde iD e sacramentou uma parceria com o Sabin Medicina Diagnóstica. O primeiro consiste em um *marketplace* de saúde, com foco na oferta de serviços voltados ao público B2C, os quais incluem, por exemplo, telemedicina e procedimentos cirúrgicos de baixa complexidade. Por sua vez, o segundo se refere a

formação de um fundo de investimento em participações, com o objetivo de realizar aportes em *healthtechs* relacionadas com o segmento da saúde digital.

Ao longo dos últimos anos, o Grupo Fleury realizou múltiplas aquisições, tanto complementares quanto estruturais. Simultaneamente ao fortalecimento do seu segmento de negócios principal, a empresa adquiriu companhias especializadas em determinados segmentos da medicina, como a Clínica de Olhos Dr. Moacir Cunha e Vita Ortopedia. Este movimento está dentro de sua estratégia de diversificação das fontes de receita. Além disso, o Fleury possui o objetivo de construir um ecossistema de saúde, elevando a sua atratividade para as operadoras de planos privados e ampliando o seu conjunto de soluções integradas.

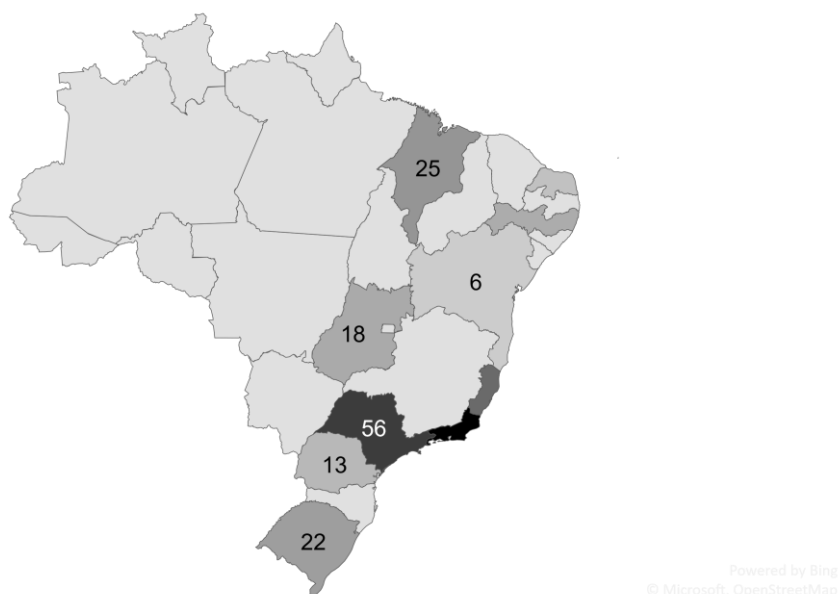
Por fim, é essencial destacar o comprometimento que o Grupo Fleury possui em relação aos pilares da sigla ESG. A companhia integra há 8 anos o Índice de Sustentabilidade Empresarial, o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada e o Índice Carbono Eficiente, criados pela B3. Ademais, o Fleury também foi selecionado para a carteira do Índice Dow Jones de Sustentabilidade da Bolsa de Valores de Nova York, sendo a única empresa do segmento de saúde da América Latina a compor este indicador.

3.4 ANÁLISE OPERACIONAL

Com base em dados de dezembro de 2021, o Grupo Fleury conta com 284 unidades físicas de atendimento e presença em 31 hospitais no modelo de gerenciamento *B2B*, além de 600 laboratórios em parcerias *L2L* pelo Brasil. O gráfico 21 demonstra que a empresa está presente em aproximadamente 70% do mercado diagnóstico brasileiro, com operações em diversos estados.

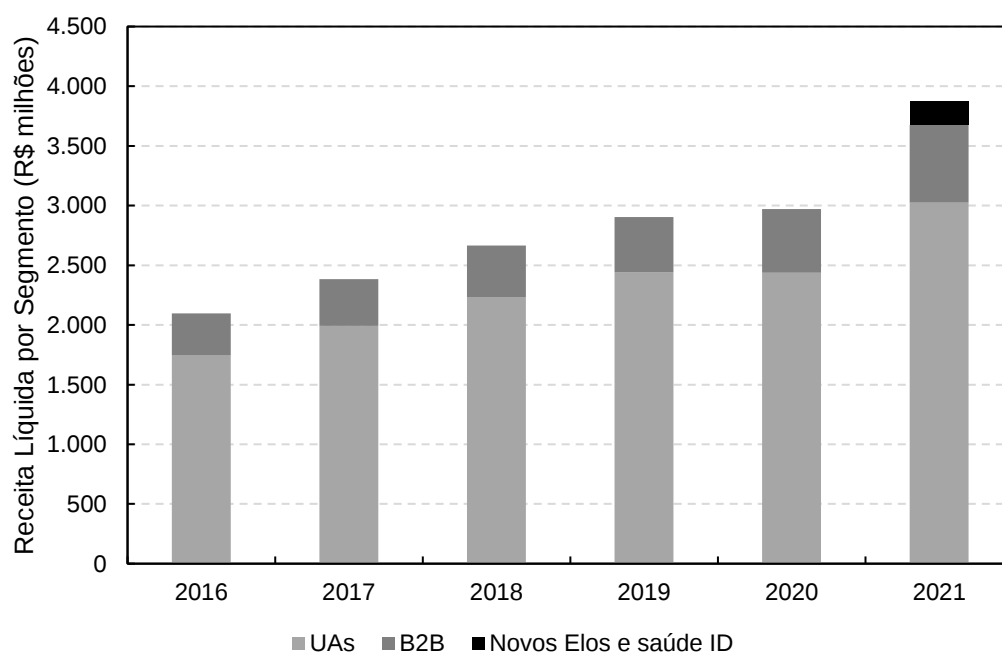
A diversificação da fonte de receita está sendo realizada tanto em direção ao núcleo de medicina diagnóstica da empresa, através da entrada em outras geografias, quanto em novas avenidas de crescimento, como ortopedia e oftalmologia. Além disso, a expansão do seu *marketplace* saúde ID está enquadrada em uma linha de negócios denominada *asset-light*, a qual não necessita de investimentos intensivos em capital físico. Entretanto, como verificado no gráfico 22, parte majoritária da receita líquida da companhia é decorrente do seu segmento *core* de prestação de serviços diagnósticos.

GRÁFICO 21 - UNIDADES FLEURY (2021)



Fonte: Companhia

GRÁFICO 22 - EVOLUÇÃO DA RECEITA LÍQUIDA POR SEGMENTO

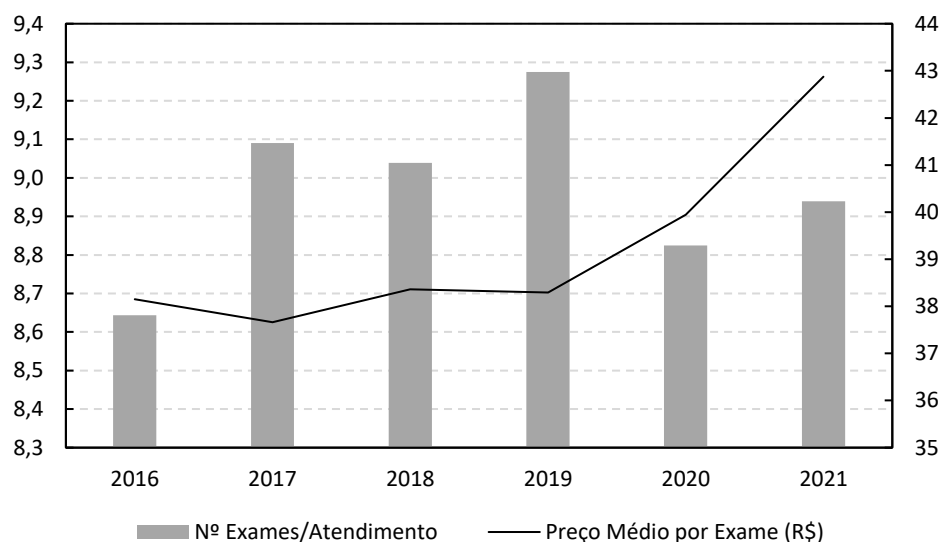


Fonte: Companhia

Uma peculiaridade das operações do Grupo é o amplo reconhecimento que as marcas da empresa possuem nas regiões onde operam. A própria companhia considera que suas marcas estão relacionadas aos segmentos *premium* e

intermediário. O gráfico 23 explicita que o ticket médio da companhia tem apresentado uma tendência altista, recompondo não apenas a inflação do período, mas também gerando margem nos exames realizados.

GRÁFICO 23 - NÚMERO DE EXAMES POR ATENDIMENTO E TICKET MÉDIO



Fonte: Companhia

A pandemia de Covid-19 impactou substancialmente as operações das empresas de saúde. Focalizando no segmento de medicina diagnóstica, a imposição de medidas restritivas e o receio da população em se contaminar reduziram o volume de exames clínicos e de imagens realizados. Por outro lado, impulsionaram uma nova fonte de receita baseada em testes Covid-19 e outros exames adjacentes a doença.

Com o avanço da vacinação e da normalização das atividades, o volume de exames começou a retornar aos patamares registrados antes da pandemia, ainda que em velocidades diferentes a depender da natureza do serviço. O Grupo Fleury, valendo-se do contexto exogenamente imposto, acelerou o processo de digitalização dos seus processos, bem como a diversificação dos seus negócios.

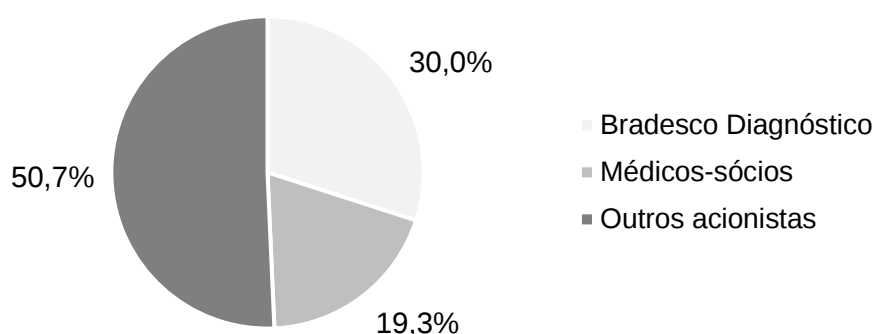
Destarte, é relevante pontuar que o setor de saúde apresenta uma sazonalidade na demanda da população e das empresas pelos serviços de medicina diagnóstica, impactando o Fleury. Durante os meses de janeiro e dezembro, devido ao período de férias e às festividades típicas da época, a volumetria de exames e de análises clínicas realizada tende a ser menor do que no restante do ano.

3.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa de uma empresa está intimamente relacionada a sua capacidade de promover o crescimento sustentável dos seus negócios, tanto do ponto de vista econômico quanto social. Por conseguinte, é essencial incluir a análise dos diretores executivos e do Conselho de Administração da companhia em um processo de avaliação fundamentalista, haja vista que isto pode ser considerado um pilar da razoabilidade das premissas de crescimento comunicadas pela empresa.

O gráfico 24 permite a visualização dos principais grupos de controle da empresa:

GRÁFICO 24 - COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA DO GRUPO FLEURY



Fonte: Companhia

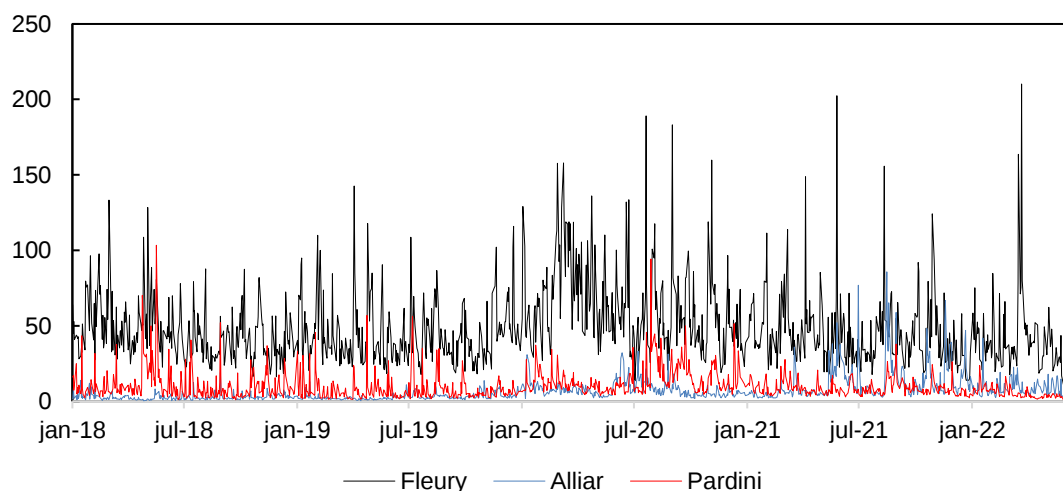
Com base no gráfico acima, explicita-se a relevância do Bradesco Diagnóstico na estrutura societária da empresa. A presença de uma subsidiária de um dos maiores bancos da América Latina configura-se em um diferencial importante do Grupo Fleury em relação as demais companhias do setor. Como exemplo desta relevância, é válido citar a recente parceria firmada entre a companhia e o Grupo Atlântida, braço do Bradesco no segmento de hospitais, para a gestão das unidades hospitalares do grupo.

Em segundo lugar, a existência do Bloco Médicos-Sócios permanece sendo uma vantagem do Grupo, conquanto a validação dos projetos de expansão da empresa é realizada por membros relacionados a este grupo. Dentre outros elementos, esta configuração garante uma assertividade da estratégia da companhia, haja vista que está enraizada na visão de especialistas do setor de saúde, com experiência vasta no segmento.

Em relação ao grupo de executivos, o Fleury atualmente possui a Dra. Jeane Tsutsui como Diretora-presidente da empresa, com os cargos de Diretor Financeiro e Diretor de Operações sendo ocupados, respectivamente, por José Antônio de Almeida Filippo e Claudio Almeida Prado. A Dra. Jeane possui formação em Medicina e começou a trabalhar na companhia em 2001, ocupando diversos cargos, como diretora da área de P&D e executiva de Novos Negócios, até assumir o cargo de diretora-presidente da empresa em 2021. O sr. José é graduado em Engenharia Civil pela UFRJ, tendo acumulado múltiplos cargos de diretor financeiro em grandes companhias, como Natura, Embraer, GPA e CPFL. Por fim, o sr. Claudio possui graduação em Engenharia Elétrica e mestrado em Engenharia da Computação, ambos os títulos obtidos na Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, sendo que desempenhou variadas funções relacionadas à tecnologia e às operações em empresas como Banco Santander, Deutsche Bank e Banco ABN Amro Real.

Os membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal do Fleury são profissionais com larga experiência nos mais diversos setores da economia brasileira, bem como dotados de formações acadêmicas em instituições de ensino protagonistas. O Conselho de Administração atualmente é presidido pelo sr. Marcio Pinheiro Mendes, tendo como vice o sr. Fernando Lopes Alberto. Por sua vez, o Conselho Fiscal atualmente possui como membros efetivos José Maria Chapina Alcazar, Sérgio Moreno e Luciana Doria Wilson.

GRÁFICO 25 - VOLUME NEGOCIADO DO FLEURY, PARDINI E ALLIAR (EM MILHÕES DE R\$)



Fonte: Economatica

Finalmente, a pulverização do capital da companhia contribui para que a ação do Fleury apresente uma liquidez média de negociação acima dos seus principais pares, evidenciado pelo gráfico 25. A importância deste aspecto reside no fato de que empresas com liquidez baixa, geralmente, tendem a ser negociadas a múltiplos descontados das maiores companhias, dado que movimentos de investimento ou desinvestimento são estruturalmente mais complicados.

3.6 FORNECEDORES E CLIENTES

Segundo Porter (1998), a análise da dependência de uma empresa dos seus fornecedores e clientes é uma etapa indispensável a um estudo fundamentalista correto. A baixa diversificação de fontes de receita e de matérias-primas pode se configurar em uma vulnerabilidade da empresa em determinados momentos, como a renegociação de preços e de prazos.

Conforme dados publicados no Formulário de Referência 2021, o Fleury possui 3 clientes responsáveis, respectivamente, por 20%, 13% e 9% da receita bruta da companhia. Em relação a uma aparente concentração, é relevante pontuar que o setor de saúde suplementar no Brasil possui um número restrito, mas importante de operadoras com abrangência nacional, como SulAmérica e Bradesco Saúde. Por conseguinte, é razoável supor que as demais companhias de medicina diagnóstica, notadamente Hermes Pardini, Alliar e Diagnóstico das Américas, apresentem um cenário similar em termos de clientes.

Em relação a ótica de fornecedores, o Grupo Fleury não possui nenhum insumo necessário à sua operação com fornecimento concentrado em apenas uma empresa. Logo, esta pode ser considerada uma vantagem competitiva da companhia, sustentando um posicionamento importante em negociações de repasse de inflação ou de reajustes contratuais.

Por fim, a literatura de análise financeira acentua que a relação existente entre uma empresa e os seus fornecedores e clientes é vital para o estabelecimento de premissas acerca do capital de giro necessário à manutenção da operação da companhia. Uma projeção inadequada deste elemento pode resultar em uma visão equivocada sobre a imprescindibilidade do financiamento de curto prazo e da disponibilidade de recursos para investimentos em projetos de maiores retornos.

3.7 AQUISIÇÕES

O Grupo Fleury tem realizado aquisições transformacionais ao longo dos últimos trimestres, tanto no sentido de consolidar o segmento de medicina diagnóstica, quanto na direção de diversificar os seus elos de negócios, conforme demonstrado pela tabela 4. Ademais, as aquisições realizadas sobressaem-se pela entrada em novas regiões geográficas do Brasil, bem como pelos preços de aquisição competitivos desembolsados pela empresa. A adoção de uma estratégia inorgânica de expansão fomenta a necessidade de incorporar o eventual aumento das despesas financeiras, decorrentes da contração de empréstimos, na projeção da estrutural de capital do Fleury.

TABELA 4 - AQUISIÇÕES REALIZADAS PELO FLEURY DESDE MARÇO/2018

Data	Empresa Adquirida	Valor da Aquisição (R\$ milhões)
mar-18	Instituto de Radiologia de Natal	91
dez-18	SantéCorp	16
dez-18	Lafe Serviços Médicos	170
out-19	Grupo Diagmax	112
out-19	Centro de Patologia Clínica	12
nov-19	Inlab	90
dez-20	CIP - Centro de Infusões Pacaembu	120
dez-20	Clínica de Olhos Dr. Moacir da Cunha	37
abr-21	Vita Ortopedia	137
jun-21	Laboratório Pretti	193
jun-21	Laboratório Bioclínico	122
out-21	Laboratório Marcelo Magalhães	385
mai-22	Saha Centro de Infusões	120

Fonte: Companhia

3.8 NOVOS ELOS DE CRESCIMENTO

Gradualmente, o Fleury está construindo um ecossistema de saúde que pode assumir um papel relevante na composição de suas receitas. Este processo de crescimento em nossos segmentos de negócio passa pela expansão do seu *marketplace* de saúde iD e pela constituição de novos elos de prestação de serviços,

como toxicologia, genética e especialidades médicas. Ademais, a empresa está transformando as suas unidades de atendimento ao paciente, de modo a possibilitar a realização de procedimentos cirúrgicos de baixa-média complexidades.

O motor de crescimento via saúde iD é promissor ao se considerar que mais de 70% da população brasileira não possui a cobertura de um plano de saúde privado e depende consideravelmente do SUS. Deste modo, a implantação de um *marketplace* que permite aos usuários a realização de serviços, como compra de medicamentos, exames e procedimentos cirúrgicos de pequena complexidade é uma estratégia efetiva para endereçar esta parcela de indivíduos.

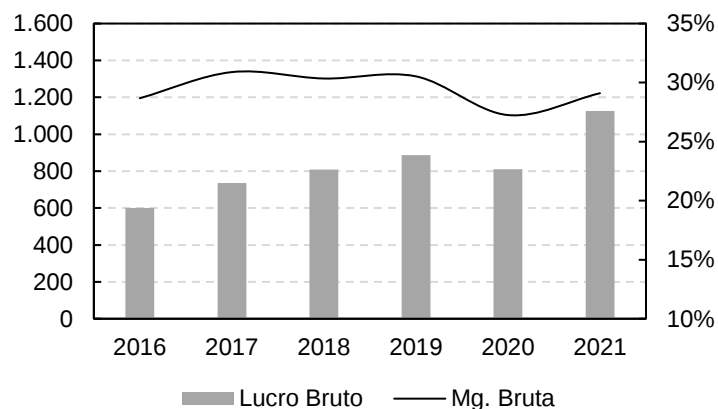
Por sua vez, a expansão em novas especialidades médicas está alinhada ao propósito do Fleury em se tornar o melhor parceiro possível para as operadoras de planos de saúde, visando ofertar um conjunto completo de serviços diagnósticos e médicos. Sob esta ótica, a integração proposta pelo Grupo pode gerar ganhos de eficiência ao longo de toda a cadeia de valor do setor de saúde, ao reduzir desperdícios operacionais e elevar o grau de integração da jornada do paciente.

3.9 ANÁLISE FINANCEIRA

Como descrito na seção metodológica, a análise financeira de uma empresa compreende o estudo de seus Demonstrativos Financeiros, especialmente o Balanço Patrimonial e o Demonstrativo de Resultado do Exercício. Os gráficos 26 a 28 demonstram a evolução das principais linhas financeiras do Grupo Fleury, bem como as suas respectivas margens calculadas em relação à Receita Líquida. Todas as medidas apresentaram uma queda em 2020, devido às políticas restritivas adotadas para conter a pandemia da Covid-19, espelhando uma forte recuperação em 2021.

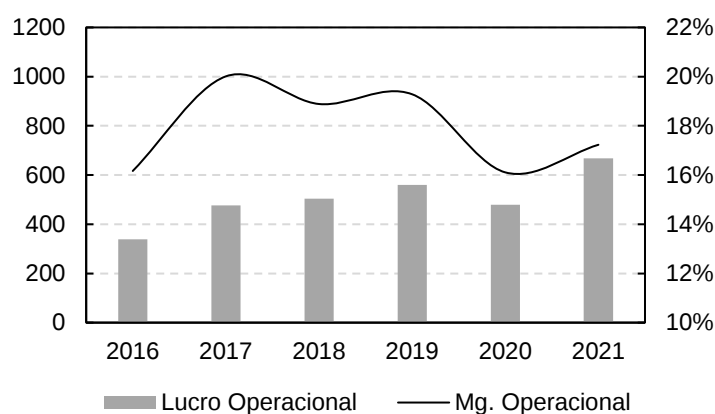
As margens Bruta, Operacional e Líquida desempenharam um comportamento volátil no período, embora o crescimento do Lucro Bruto e Operacional tenha sido acompanhado da alavacagem das operações. Por outro lado, expansões de margem são esperadas para os próximos trimestres, na medida que a integração das empresas adquiridas e a maturação das unidades de atendimento ao paciente possibilitam a captura de sinergias e complementariedades operacionais.

GRÁFICO 26 - LUCRO BRUTO E MARGEM BRUTA



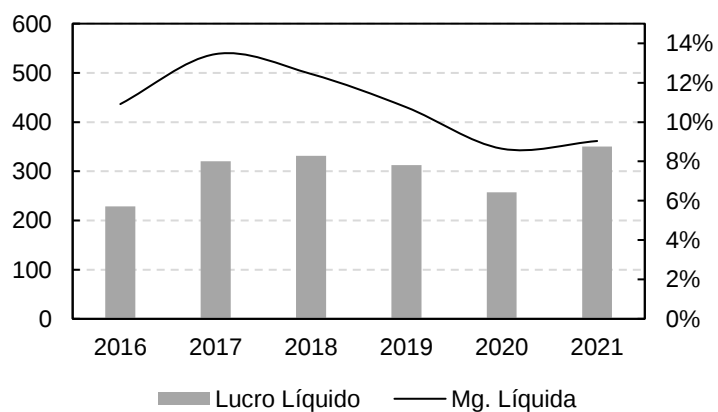
Fonte: Companhia

GRÁFICO 27 - LUCRO OPERACIONAL E MARGEM OPERACIONAL



Fonte: Companhia

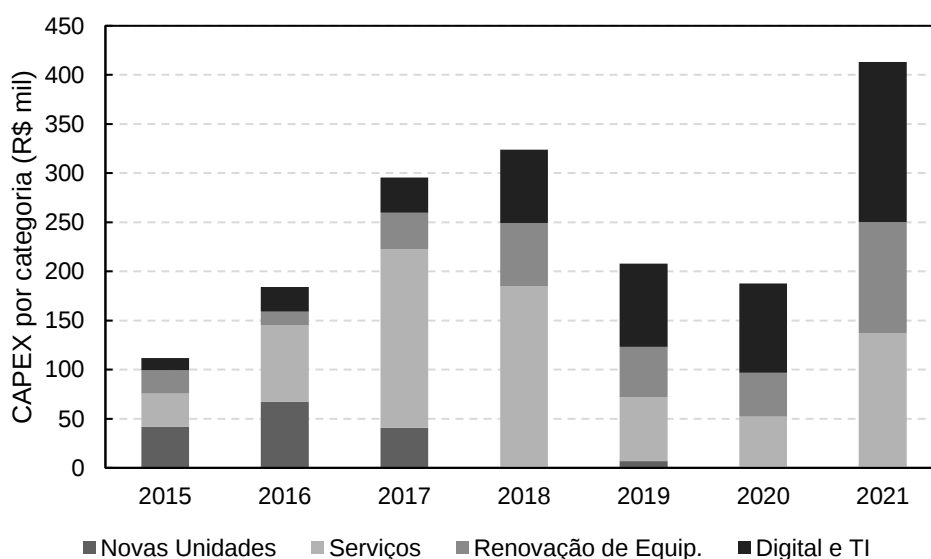
GRÁFICO 28 - LUCRO LÍQUIDO E MARGEM LÍQUIDA



Fonte: Companhia

Conforme evidenciado pelo gráfico 29, o Fleury elevou o seu patamar de *Capital Expenditures*, medida financeira que engloba os investimentos realizados para a aquisição de equipamentos e instalações, em 2021, depois de uma redução em 2019 e 2020, dentro do contexto da pandemia da Covid-19. Além disso, o montante destinado ao setor Digital está relacionado ao processo de digitalização em curso na empresa, o que contribui para o aumento da eficiência operacional. A manutenção de um patamar de investimentos relevante em Serviços é justificada pela estratégia de diversificação das fontes de receita do Fleury, reduzindo a dependência do seu segmento diagnóstico.

GRÁFICO 29 - CAPEX POR CATEGORIA



Fonte: Companhia

A tabela 5 contém as principais linhas do Balanço Patrimonial do Fleury no dia 31/12/2021, sendo que este demonstrativo financeiro fornece uma visualização pontual da decomposição dos Ativos e Passivos de uma companhia. Em relação aos Ativos da empresa, verifica-se que mais de 70% do total está localizado em Ativos Não Circulantes, com destaque para o percentual atrelado aos Intangíveis. Por outro lado, o Fleury apresenta um posicionamento de liquidez confortável, pois 13% do Ativo Circulante está concentrado em Caixa e Aplicações Financeiras de curto prazo, o que permite a execução da estratégia de crescimento da instituição, sem prejudicar a manutenção da sua operação.

Sob a perspectiva do Passivo, a companhia possui uma situação positiva em termos de prazo de pagamento das suas obrigações, com 50% do seu Passivo Total classificado como Passivo Não Circulante. Dentro deste grupo, destacam-se os Empréstimos e Financiamentos e o Arrendamento Financeiro, correspondendo, respectivamente, a 28% e 11% do total. Por sua vez, a rubrica de Fornecedores sobressai-se no campo do Passivo Circulante, um aspecto esperado, dado que esta conta está intimamente interligada ao capital de giro da empresa.

Ademais, é relevante pontuar que a quantidade de Empréstimos e Financiamentos contraídos pelo Fleury está apresentando uma tendência de alta anual. Este movimento relaciona-se com a aceleração da expansão das linhas de negócios do Grupo e das despesas inerentes às aquisições realizadas nos últimos anos, sendo que ambos os elementos foram incorporados ao processo de avaliação da ação da empresa.

TABELA 5 - BALANÇO PATRIMONIAL EM 31/12/2021 (R\$ MILHARES)

Ativo Total	6.174.741	100%	Passivo Total	6.174.741	100%
Ativo Circulante	1.742.614	28%	Passivo Circulante	1.207.015	20%
Caixa e equivalentes de caixa	33.722	1%	Empréstimos e financiamentos	375.056	6%
Aplicações financeiras	763.372	12%	Arrendamentos mercantil financeiro	129.644	2%
Contas a receber	793.851	13%	Instrumentos financeiros derivativos	143	0%
Estoques	72.610	1%	Fornecedores	356.881	6%
Impostos a recuperar	27.297	0%	Salários e encargos a recolher	202.168	3%
Outros	51.762	1%	Provisão para IR&CSLL	52.866	1%
			Impostos e contribuições a recolher	38.379	1%
Ativo Não Circulante	4.432.127	72%	Contas a pagar - aquisição de empresas	29.671	0%
Depósitos judiciais	24.009	0%	Outras contas a pagar	22.207	0%
Imposto de renda e contribuiç	126.025	2%			
Títulos e valores mobiliários	64.332	1%	Passivo Não Circulante	3.113.245	50%
Outros	22.887	0%	Empréstimos e financiamentos	1.749.380	28%
Investimentos	43.083	1%	Arrendamento Financeiro Mercantil	694.575	11%
Imobilizado	814.407	13%	IR&CSLL diferidos	498.391	8%
Intangível	2.586.609	42%	Provisão para contingências	36.196	1%
Direito de uso	750.775	12%	Impostos e contribuições a recolher	13.197	0%
			Contas a pagar - aquisição de empresas	118.693	2%
			Outros	2.812	0%
			Patrimônio Líquido	1.854.481	30%
			Capital social	1.437.253	23%
			Reserva de capital	37.475	1%
			Reserva Legal	133.221	2%
			Reserva para Investimentos	10.174	0%
			Lucros acumulados	251.996	4%
			Ações em Tesouraria	(24.836)	0%
			Minoritários	9.199	0%

Fonte: Companhia

A tabela 6 contém os resultados calculados para determinados indicadores financeiros do Fleury, como parte da metodologia de análise da companhia. As métricas de liquidez, de alavancagem e de endividamento corroboram com a visão previamente comentada na seção relativa ao Balanço Patrimonial. Este quadro é fruto direto da implantação das estratégias de crescimento orgânico e inorgânico do Grupo, sendo que a contração de novos empréstimos, financiamentos e emissão de debêntures incrementaram o nível de pagamento das despesas financeiras. Ademais, a abertura de novas unidades e a consolidação das empresas adquiridas elevaram o percentual do capital dos acionistas alocado em ativos imobilizados.

Entretanto, mesmo com a expansão das suas linhas de negócio, o Fleury tem conseguido conciliar o crescimento do seu *topline* com a geração de valor aos acionistas, como explicitado pelos indicadores de retorno. Além disso, a dinâmica operacional da empresa está se sustentando em um patamar estável, com variações marginais no seu ciclo de caixa. Este aspecto é importante na medida que aumenta a previsibilidade da necessidade de capital de giro voltada à manutenção da operação diária da instituição.

TABELA 6 - INDICADORES FINANCEIROS

Métrica	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Indicadores de Liquidez						
Índice de Liquidez Seca	2,2	1,9	2,3	2,0	1,6	1,4
Índice de Liquidez Corrente	2,3	2,0	2,3	2,0	1,7	1,4
Indicadores de Retorno						
Retorno sobre o Ativo	11,2%	15,5%	15,3%	14,1%	12,2%	14,9%
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	14,3%	19,8%	19,2%	17,8%	15,2%	28,8%
Indicadores de Endividamento						
Índice de Endividamento Financeiro	28%	30%	32%	30%	34%	34%
Índice de Cobertura de Juros	7,6	9,7	9,7	4,2	3,5	3,9
Ciclo de Caixa						
Prazo Médio de Recebimento	65	74	65	67	64	66
Prazo Médio de Pagamento	75	77	80	74	76	77
Prazo Médio de Estoque	30	31	29	34	32	35
Indicadores de Alavancagem						
Multiplicador do Capital de Terceiros	2,0	1,9	1,8	1,5	1,5	1,4
Dívida Líquida/EBITDA	0,9	0,6	0,7	0,9	1,1	1,3
Imobilização do Patrimônio						
Imobilização do Patrimônio Líquido	31%	38%	45%	43%	40%	44%

Fonte: Companhia

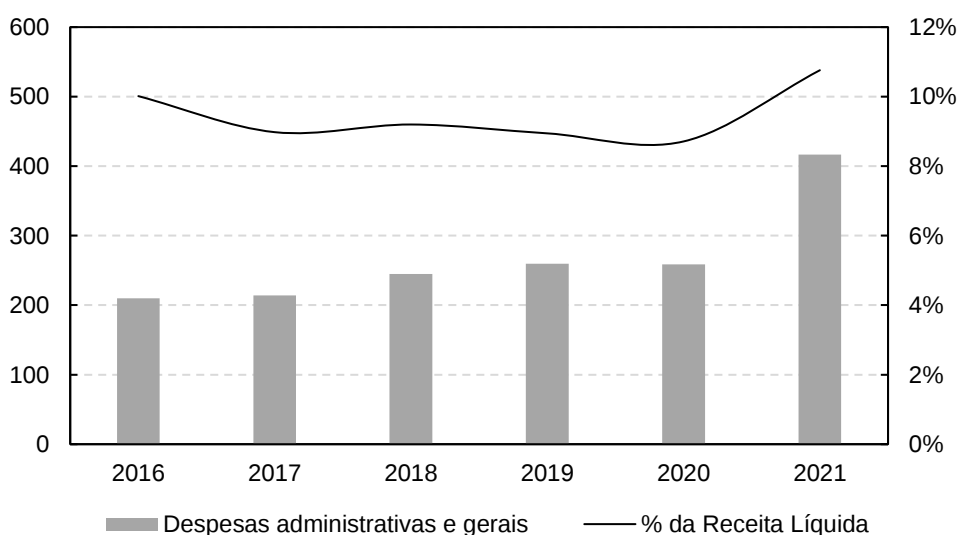
O ganho de eficiência operacional é um elemento importante de ser verificado, haja vista que pode contribuir para a expansão de margem da companhia. A tabela 7 demonstra a evolução da receita gerada por unidade de atendimento e por colaborador. Por meio dela, é possível verificar a assertividade da estratégia do Fleury, alinhando não apenas crescimento de receita, mas também manutenção de produtividade. Além disso, o gráfico 30 revela que, apesar de um incremento relevante da receita líquida ocorrido no período, as despesas administrativas e gerais mantiveram-se praticamente estáveis como percentual da receita.

TABELA 7 - RECEITA POR SEGMENTO (R\$ MIL)

Receita por:												
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Headcount (R\$ mil)	179	128	150	176	179	204	227	243	243	253	228	272
UA (R\$ mil)	5.653	5.319	7.607	9.836	10.353	12.223	13.659	12.902	12.946	11.821	10.736	11.460
UA por m2 (R\$ mil)	15	11	14	16	15	17	19	20	20	20	19	24

Fonte: Companhia

GRÁFICO 30 - DESPESAS ADMINISTRATIVAS E GERAIS COMO PERCENTUAL DA RECEITA



Fonte: Companhia

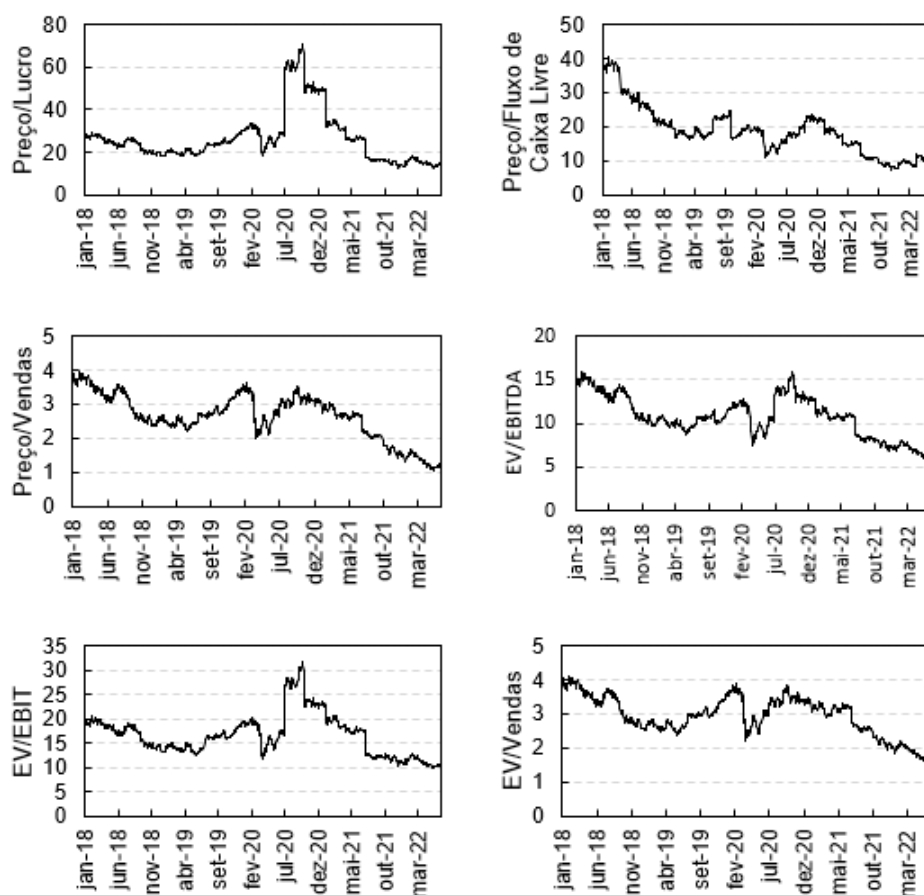
A tabela 8 apresenta o comportamento dos principais múltiplos de mercado do Fleury. Os dados revelam o processo de reavaliação do patamar de preço da ação da companhia pelos agentes de mercado durante os últimos trimestres. Este

movimento de reprecificação possui um caráter sistemático e está relacionado a dois fatores globais.

Primeiramente, o aumento da taxa de juros realizado pelo Banco Central para controlar a pressão inflacionária atual impacta diretamente a taxa de desconto utilizada pelo mercado para a obtenção do valor justo da empresa. Em segundo lugar, o cenário macroeconômico desafiador pressiona a formação das expectativas, especialmente sobre a capacidade da companhia em alocar o seu capital de maneira rentável e manter um ritmo de crescimento sustentável.

Por outro lado, a diminuição do patamar de múltiplos no qual o Fleury historicamente é negociado pode ser visualizada como uma oportunidade de elevar a expectativa de retorno, dado que, ao longo deste trabalho, buscou-se comprovar que os alicerces que norteiam a estratégia de expansão adotada pelo Grupo são sólidos e plausíveis.

TABELA 8 - MÚLTIPLOS DE MERCADO DO FLEURY



Fonte: Economatica

3.10 AMBIENTAL, SOCIAL E GOVERNANÇA

A popularização do termo *ESG* está relacionada a crescente preocupação dos agentes do mercado acerca do impacto social e ambiental que uma empresa possui nas localidades onde opera. Trata-se de um processo essencial à promoção de um desenvolvimento econômico mais equânime e sustentável. Sob esta ótica, o Grupo Fleury adota os conceitos do *Triple Bottom Line* (atividade econômica, meio ambiente e bem-estar da sociedade), junto a iniciativas complementares, para elevar o seu valor gerado à população.

O reconhecimento do mercado pelas boas práticas de meio ambiente e governança corporativa implantadas pelo Grupo Fleury ao longo dos últimos anos ocorre de diversas maneiras, como prêmios anuais e inclusão em índices acionários. Como exemplo, é válido destacar que desde 2014 a empresa compõe o Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3.

Especificamente em relação ao meio ambiente, a companhia tem apresentado avanços consistentes, no sentido de tornar a sua operação sustentável do ponto de vista ambiental. Destaca-se a conquista do nível *Platinum*, categoria máxima do *Leadership in Energy and Environmental Design* pela Unidade Fleury Ponte Estaiada, sendo o primeiro estabelecimento de saúde a ser laureado com esta certificação no Brasil. A companhia também é participante voluntária do *Carbon Disclosure Program*, calculando a emissão de carbono decorrente de suas operações e formas de neutralizá-la.

A companhia visa gerar impactos sociais positivos nas comunidades onde está presente. Uma das maiores ilustrações deste comprometimento é o programa DOM, o qual é baseado na difusão de conhecimento sobre saúde, envolvendo diversos públicos-alvo. O Fleury também possui variadas iniciativas que dialogam com seus funcionários e fornecedores. Para este último grupo, é importante citar o Programa de Excelência em Relacionamento com a Cadeia de Fornecimento, objetivando a identificação dos melhores fornecedores do último exercício social.

3.11 FUNDAMENTOS DO CRESCIMENTO DA EMPRESA

Após a exposição realizada nas seções anteriores sobre aspectos importantes do Fleury, como governança corporativa, operações e finanças, é necessário sumarizar os principais pontos e pilares que balizarão as premissas de crescimento adotadas. O primeiro pilar consiste na aceleração da expansão de novos elos, haja vista que o Fleury ainda possui uma dependência relevante da receita proveniente das unidades de atendimento. Por conseguinte, a diversificação das linhas de negócio é importante para a construção de um modelo operacional resiliente, tanto através de novas especialidades médicas quanto pelo *marketplace* saúde iD. Além disso, a construção de um ecossistema de saúde integrado pode permitir que a empresa capture parcialmente o fluxo de cirurgias de baixa-média complexidade.

O segundo pilar reside na obtenção de sinergias advindas das aquisições realizadas, bem como na manutenção de uma estratégia de crescimento pautada em vias orgânicas e inorgânicas. O Grupo Fleury realizou uma série de aquisições ao longo dos últimos meses, tanto no seu *core business* quanto em outras avenidas. Logo, a incorporação das sinergias decorrente destes movimentos pode ser um fator de alavancagem de margem nos próximos trimestres. Além disso, o setor de medicina diagnóstico brasileiro ainda é fragmentado, sendo que o Fleury é uma das empresas consolidadoras do segmento e possui musculatura financeira para realizar mais aquisições.

O terceiro pilar está atrelado à capacidade do *management* da companhia em promover crescimento somado à manutenção de níveis de retorno adequados aos recursos investidos pelos acionistas. Em um cenário de crescentes taxas de juros, a alocação do capital disponível é essencial à rentabilidade da companhia, sendo que os diretores do Fleury apresentam uma distinta competência de gerir a empresa em contextos adversos. Deste modo, a estratégia de crescimento do Grupo é factível ao se considerar todos os avanços realizados pelos executivos até o momento.

3.12 RISCOS

A análise fundamentalista apregoa que os principais riscos a uma tese de alocação de capital devem ser reconhecidos e explicitados, de modo a verificar a sua relevância na tomada de decisão. Deste modo, os fatores listados a seguir visam cumprir este papel elucidativo.

Primordialmente, uma deterioração do cenário macroeconômico configura-se como principal risco ao crescimento sustentável do Grupo Fleury, devido aos eventuais impactos no mercado de trabalho e no rendimento médio da população. Em resposta às pressões inflacionárias correntes, o Banco Central pode elevar a Selic a patamares recessivos, de modo a conter este pico inflacionário. A literatura demonstra que, tudo o mais constante, patamares de juros elevados impactam negativamente o crescimento econômico e, por extensão, a geração de empregos formais e a adição de beneficiários na saúde suplementar.

Prosseguindo, outro risco, embora relativamente menor, associado à tese construída para o Fleury ao longo deste trabalho é a capacidade de execução do *management*. Como pontuado, a expansão das operações do grupo é vital à reprecificação de sua ação pelos agentes de mercado. Logo, a gestão estratégica da companhia é um fator sensível na análise, sendo que eventuais erros podem ocasionar efeitos indesejados. Além disso, as aquisições realizadas precisam ser integradas de forma assertiva, visando a captura de sinergias e de complementariedades.

Finalmente, o terceiro fator de risco a ser elencado consiste na necessidade de a empresa alocar o seu capital de maneira rentável. Este aspecto está relacionado ao processo de elevação da Selic, pois o custo de capital, seja próprio ou de terceiros, torna-se maior, provocando uma reavaliação sistemática dos retornos exigidos.

3.13 RESULTADO DO MODELO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

A etapa final da análise fundamentalista demanda a aplicação de um método de avaliação para mensurar o valor intrínseco da ação da empresa. Como estabelecido previamente, foram selecionados o Modelo de Fluxo de Caixa

Descontado e os Múltiplos de Mercado. A seleção de duas metodologias diferentes, embora complementares, visa diminuir a incidência do viés de análise, inerente ao processo de *Valuation* de qualquer empresa.

A tabela 9 registra as principais premissas adotadas para as projeções de receita líquida, de custos e de despesas do Fleury. Destacam-se a aceleração do crescimento da receita proveniente dos novos elos, como especialidades médicas e o *marketplace* saúde iD. Ademais, as despesas administrativas e gerais como percentual da receita apresentam um comportamento decrescente, em linha com a previsão de captura de sinergias e complementariedades operacionais das empresas adquiridas. Para a definição do *ticket* médio, a inflação projetada foi utilizada como parâmetro, somada a um reajuste real devido ao posicionamento competitivo do Fleury. Por fim, o crescimento das vendas por unidade de atendimento ao paciente foi alicerçado nas taxas históricas de expansão verificadas na empresa em cada marca e região.

TABELA 9 - PREMISSAS DE PROJEÇÃO DE RECEITA, DESPESAS E CUSTOS

Unidades de medicina diagnóstica (R\$ milhares)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Vendas do Fleury/UAP	3.328	3.201	3.814	3.809	4.076	4.361	4.667	4.993
<i>Variação anual</i>		-3,8%	19,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Vendas da marca a+ em São Paulo/UAP	962	947	1.188	1.188	1.271	1.360	1.455	1.557
<i>Variação anual</i>		-1,6%	25,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Vendas das unidades no Rio de Janeiro/UAP	728	530	684	684	732	783	838	897
<i>Variação anual</i>		-27,1%	29,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Vendas nas unidades regionais/UAP	383	429	534	587	629	673	720	770
<i>Variação anual</i>		12,2%	24,4%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Novos Elos								
Saúde iD		64	151	287	480	723	998	1.282
<i>Variação anual</i>			136,1%	90,0%	67,5%	50,6%	38,0%	28,5%
Ticket médio			84	83	88	93	99	105
<i>Variação anual</i>				-1,6%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Especialidades médicas e clínicas			191	336	369	406	447	491
<i>Variação anual</i>				75,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Custos e Despesas								
Margem Bruta	39,5%	37,2%	37,2%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%
Despesas administrativas e gerais	-251	-259	-349	-395	-409	-428	-445	-460
% da Receita Líquida	-8,6%	-8,7%	-9,0%	-8,0%	-7,5%	-7,0%	-6,5%	-6,0%
<i>Variação anual</i>	2,3%	3,3%	34,7%	13,3%	3,4%	4,7%	4,1%	3,4%

Fonte: Companhia, Elaboração própria

A tabela 10 contém as projeções das principais linhas do método de Fluxo de Caixa Descontado. Para a definição da taxa de expansão do *CAPEX* foi utilizada a

média histórica da companhia, acrescida de uma variação positiva ano contra ano, devido às estratégias de crescimento orgânico e inorgânico. Ademais, o capital de giro apresenta um incremento sequencial, haja vista que a empresa possui unidades adquiridas e inauguradas que ainda estão em processo de maturação operacional. Finalmente, a expansão do Lucro Operacional e, conseqüentemente, do *NOPAT*, reflete os fundamentos explicitados nas seções anteriores.

TABELA 10 - FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Resultado da Metodologia de Fluxo de Caixa Descontado											
(R\$ milhões)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031 Período Terminal
Lucro Operacional	631	667	799	984	1.189	1.416					
Impostos	(188)	(195)	(244)	(308)	(376)	(452)					
NOPAT	443	472	554	676	813	964	1.060	1.167	1.283	1.411	1.553
<i>Variação anual</i>		6,5%	17,5%	22,0%	20,1%	18,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Depreciação e Amortização	260	306	302	284	268	254					
Mudanças no capital de giro	(37)	(41)	(61)	(75)	(83)	(92)					
CAPEX	(311)	(197)	(218)	(244)	(274)	(307)					
Mudanças no capital investido	(88)	67	23	(35)	(90)	(145)	(505)	(561)	(623)	(692)	(769)
Capital Investido	4.275	4.564	4.488	4.481	4.523	4.612	5.117	5.678	6.302	6.994	7.763
<i>Variação anual</i>		6,8%	-1,7%	-0,2%	0,9%	2,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Fluxo de Caixa Livre para a Firma	354	539	577	641	723	819	555	605	660	719	784
<i>Variação anual</i>		52,1%	7,0%	11,1%	12,8%	13,3%	-32,3%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Fator de Desconto	1,00	1,00	1,14	1,30	1,49	1,70	1,94	2,22	2,53	2,89	3,30
Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre para a Firma	89	539	505	492	486	482	286	273	261	249	238

Fonte: Companhia, Elaboração própria

Para a determinação do Valor Terminal, foi empregado o modelo de mensuração de Gordon, com uma taxa de crescimento na perpetuidade de 6%. Este patamar está localizado entre as expectativas de inflação e de expansão do Produto Interno Bruto do Brasil, sendo um nível factível para uma empresa com estratégia de crescimento e execução como o Fleury.

TABELA 11 - SOMA DO VALOR PRESENTE DO FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA

(R\$ milhões)	
Período Projetado	2.593
Perpetuidade	3.828
Outras linhas	473
Valor da Firma	6.894
Dívida Líquida	1.447
Equity Value	5.447
# of ações em milhões	318

Fonte: Elaboração própria

O cálculo do Custo do Capital Próprio foi obtido via *CAPM*. O retorno do ativo livre de risco foi estimado em 7,9%. Além disso, o prêmio de risco e o risco-país

(calculado pelo banco americano JP Morgan) foram estabelecidos em 4,3% e 2,5%. O *beta* da companhia foi fixado em 1. Para capturar o diferencial inflacionário existente, foi atribuída uma taxa de 2,5% a este fator. Deste modo, o K_e computado é de 17,2%. A estimação do Custo do Capital de Terceiros em 14,2% foi realizada por meio do valor de mercado das dívidas da companhia. Ademais, a razão entre a Dívida Total e o Passivo Total foi sedimentada em 30%. Por conseguinte, o Custo Médio Ponderado de Capital calculado para o Fleury foi de 14,2%, conforme registrado na tabela 11.

TABELA 12 - CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL

Custo de Capital Estimado	
Retorno Ativo Livre de Risco	7,9%
Prêmio de Risco do Capital	4,3%
Risco-país	2,5%
Beta	1
Diferencial de inflação	2,5%
Custo do Capital Próprio	17,2%
Custo do Capital de Terceiros	7,3%
Razão Dívida/Passivo Total	30,0%
Custo Médio Ponderado de Capital	14,2%

Fonte: Elaboração própria

Deste modo, o valor justo obtido para a ação do Fleury, por meio da metodologia de Fluxo de Caixa Descontado, é R\$ 17,00, representando um potencial de valorização de 18,7% ao se considerar o preço de fechamento do dia 14/06/2022.

TABELA 13 - POTENCIAL DE VALORIZAÇÃO SEGUNDO O FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

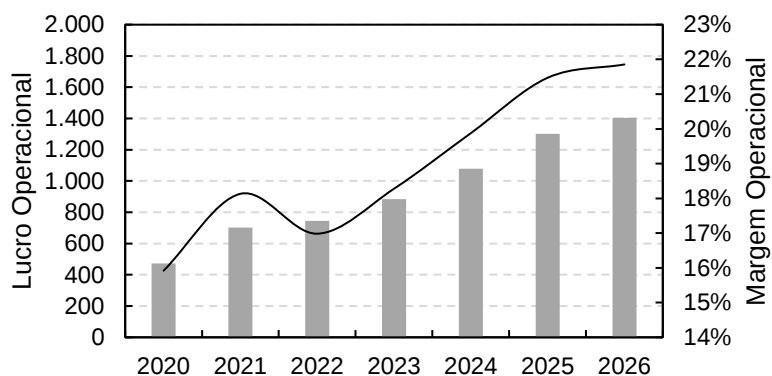
Valor justo calculado	R\$ 17,00
Preço em 14/02/2022	R\$ 14,32
Potencial de valorização	18,7%

Fonte: Economatica, Elaboração própria

Os gráficos 31 a 34 demonstram algumas métricas financeiras projetadas com base nas premissas estabelecidas. É fundamental pontuar tanto o processo de expansão da geração de valor ao acionista, verificado pelo crescimento do *ROE*, quanto a desalavancagem da empresa ao longo dos próximos semestres,

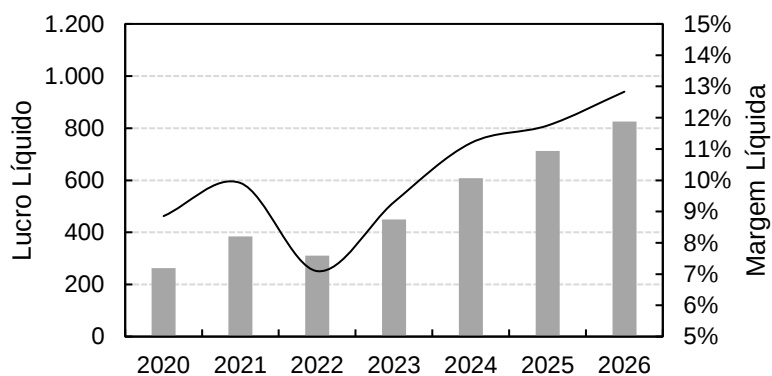
parametrizada pelo indicador Dívida Líquida/EBITDA. Soma-se a estes dois aspectos, o incremento das Margens Operacional e Líquida, decorrente da diluição de custos fixos, da captura de sinergias e da alavancagem operacional.

GRÁFICO 31 - LUCRO OPERACIONAL (R\$ MILHÕES) E MARGEM OPERACIONAL (%)



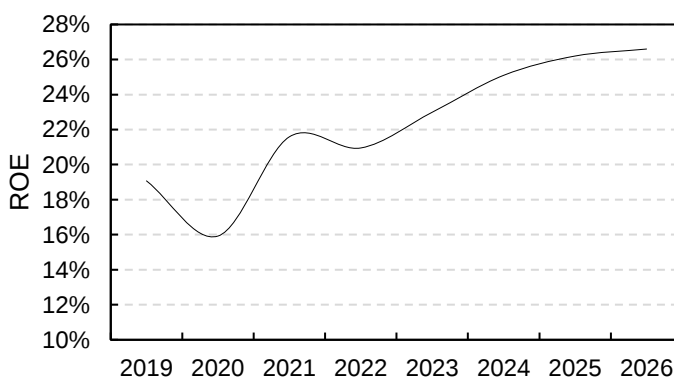
Fonte: Companhia, Elaboração própria

GRÁFICO 32 - LUCRO LÍQUIDO (R\$ MILHÕES) E MARGEM LÍQUIDA (%)



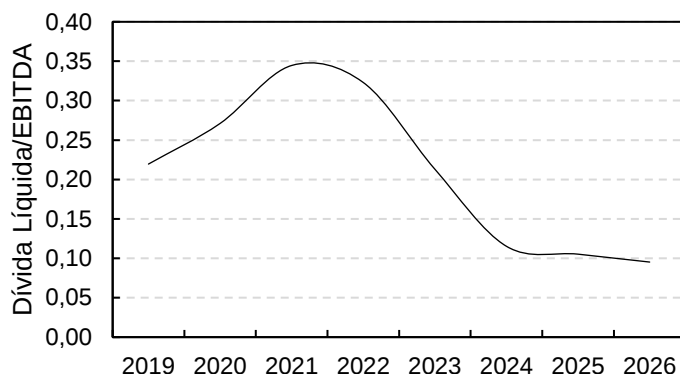
Fonte: Companhia, Elaboração própria

GRÁFICO 33 - LUCRO LÍQUIDO (R\$ MILHÕES) E MARGEM LÍQUIDA (%)



Fonte: Companhia, Elaboração própria

GRÁFICO 34 - DÍVIDA LÍQUIDA/EBITDA



Fonte: Companhia, Elaboração própria

3.14 RESULTADO DO MODELO DE MÚLTIPLOS DE MERCADO

TABELA 14 - MÚLTIPLOS DE MERCADO PROJETADOS

Resultado da Metodologia de Múltiplos de Mercado												
Ano	Múltiplo	FLRY	PARD	AALR	HAPV	SULA	ODPV	QUAL	RDOR	DASA	MATD	Média do Setor
2022	P/L	14,6x	18,7x	32,0x	39,7x	8,7x	17,4x	13,8x	56,9x	29,0x	37,1x	26,8x
	P/FCL	7,4x	25,2x	16,7x	45,7x	-25,3x	21,8x	11,3x	39,2x	11,1x	31,9x	18,5x
	EV/EBITDA	5,1x	7,6x	13,0x	20,8x	-5,6x	12,1x	11,0x	16,0x	9,3x	11,2x	10,0x
2023	P/L	11,1x	15,1x	21,0x	30,0x	7,6x	16,8x	12,5x	30,8x	16,0x	26,3x	18,7x
	P/FCL	6,5x	21,2x	13,2x	33,0x	21,7x	19,1x	10,5x	26,8x	8,7x	21,7x	18,2x
	EV/EBITDA	4,5x	6,8x	11,8x	16,8x	-4,2x	11,3x	10,4x	12,3x	6,6x	7,4x	8,4x
2024	P/L	8,5x	12,8x	16,0x	24,4x	7,2x	15,3x	11,8x	19,5x	10,1x	20,8x	14,6x
	P/FCL	5,6x	18,1x	11,2x	27,1x	19,9x	17,3x	10,0x	17,9x	6,5x	17,0x	15,1x
	EV/EBITDA	4,0x	6,1x	10,7x	14,1x	-3,7x	10,1x	9,6x	9,2x	5,0x	5,7x	7,1x
2025	P/L	7,5x	11,1x	14,3x	22,7x	5,5x	13,6x	10,1x	17,8x	8,4x	19,1x	13,0x
	P/FCL	5,1x	16,4x	9,5x	25,4x	18,2x	15,6x	8,3x	16,2x	4,8x	15,3x	13,5x
	EV/EBITDA	3,7x	4,4x	9,0x	12,4x	-5,4x	8,4x	7,9x	7,5x	3,3x	4,0x	5,5x
2026	P/L	7,3x	10,9x	14,1x	22,5x	5,3x	13,4x	9,9x	17,6x	8,2x	18,9x	12,8x
	P/FCL	4,9x	16,2x	9,3x	25,2x	18,0x	15,4x	8,1x	16,0x	4,6x	15,1x	13,3x
	EV/EBITDA	3,5x	4,2x	8,8x	12,2x	-5,6x	8,2x	7,7x	7,3x	3,1x	3,8x	5,3x

Fonte: Elaboração própria

A tabela 14 apresenta os múltiplos projetados para as empresas do setor de saúde no horizonte de tempo de 5 anos. As instituições selecionadas foram: Fleury (FLRY), Pardini (PARD), Alliar (AALR), Hapvida (HAPV), SulAmérica (SULA), Odontoprev (ODPV), Qualicorp (QUAL), Rede d'Or (RDOR), Diagnósticos da América (DASA) e Mater Dei (MATD). Estes valores foram calculados através da modelagem financeira de cada companhia. É importante salientar que a seleção de comparáveis foi realizada com base em critérios de similaridades operacionais ou

setoriais, de modo a permitir uma análise assertiva entre os patamares de múltiplos nos quais as instituições são negociadas.

Como evidenciado, o Fleury possui um patamar de preço descontado em relação à média do setor, especialmente quando comparado com as empresas hospitalares e ao Hapvida. Deste modo, o Grupo detém uma relação de risco-retorno atrativa em um cenário de aumento do custo de capital e do retorno exigido pelos investidores.

Com base na metodologia dos Múltiplos de Mercado, o valor justo estimado para a ação do Fleury foi de R\$ 17,50, representando um potencial de valorização de 22,2% ao se considerar o preço de fechamento do dia 14/06/2022.

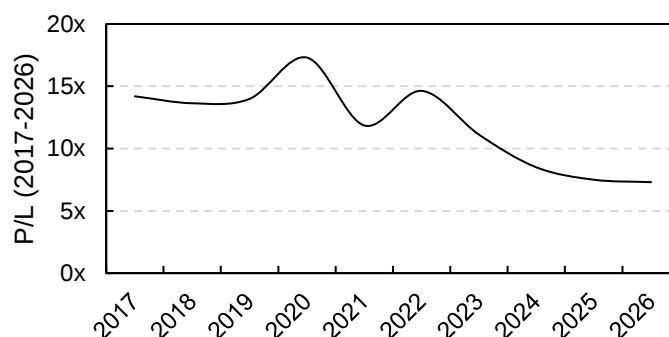
TABELA 15 - POTENCIAL DE VALORIZAÇÃO SEGUNDO OS MÚLTIPLOS DE MERCADO

Valor justo calculado	R\$ 17,50
Preço em 14/06/2022	R\$ 14,32
Potencial de valorização	22,2%

Fonte: Economatica, Elaboração própria

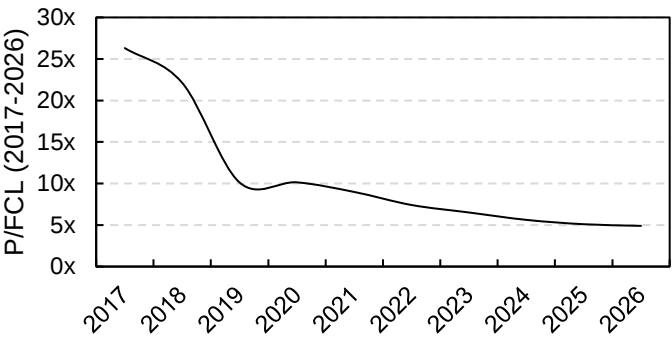
Os gráficos 35 a 37 demonstram a descompressão dos múltiplos Preço/Lucro, Preço/Fluxo de Caixa Livre e *Enterprise Value*/EBITDA do Fleury nos próximos anos. Parte majoritária deste processo está atrelada à aceleração do lucro líquido e à expansão de margem decorrente da estratégia de crescimento da companhia.

GRÁFICO 35 - P/L



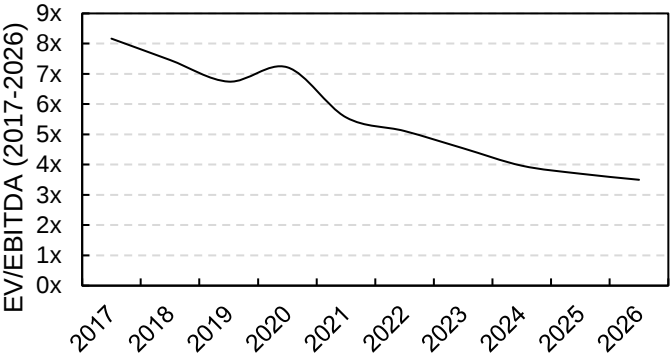
Fonte: Economatica, Elaboração própria

GRÁFICO 36 - P/FCL



Fonte: Economatica, Elaboração própria

GRÁFICO 37 - EV/EBITDA



Fonte: Economatica, Elaboração própria

4 DISCUSSÃO

4 DISCUSSÃO

Primeiramente, os valores justos obtidos para a ação do Fleury pelos métodos de Fluxo de Caixa Descontado e Múltiplos de Mercado foram R\$ 17,00 e R\$ 17,50, respectivamente. Sob esta perspectiva, é válido pontuar que ambos os preços estimados são próximos, salientando a complementariedade existente entre as metodologias. Deste modo, o potencial de valorização para a ação do Fleury está situado entre 18% e 23%, acima das projeções de inflação e Selic para o Brasil nos anos subsequentes a 2022.

Prosseguindo, a proximidade dos valores calculados fortalece a análise fundamentalista realizada, comprovando que este processo é uma forma válida para a obtenção do valor intrínseco de uma companhia, devido a sua capacidade de capturar assertivamente não apenas as premissas de crescimento de receita e de custos, mas também os riscos inerentes ao cenário macroeconômico e setorial.

Os resultados indicam que a ação da empresa está sendo negociada em um nível de preço subavaliado pelos agentes de mercado. Por conseguinte, a alocação de capital na ação do Fleury pode ser classificada como uma oportunidade com risco-retorno atrativo no setor de saúde do Brasil, em detrimento de empresas hospitalares e operadoras.

5 CONCLUSÕES

5 CONCLUSÕES

O estudo apresentou uma análise fundamentalista do Grupo Fleury, com o objetivo de responder ao questionamento proposto em relação ao valor justo da ação da companhia. Para obter este resultado, foram empregadas duas metodologias largamente utilizadas no mercado: o Método do Fluxo de Caixa Descontado e os Múltiplos de Mercado.

Com base nos resultados obtidos, é possível afirmar que a ação do Fleury está sendo negociada pelos agentes de mercado em um patamar abaixo do seu valor intrínseco, configurando um cenário de subavaliação do seu potencial de crescimento. Ademais, a companhia possui uma relação de risco-retorno qualitativamente superior a grande parte das empresas de capital aberto do segmento de saúde suplementar no Brasil.

Em um cenário caracterizado pelo aumento sustentado da taxa de juros e do custo do capital, os quais resultam em processos de reavaliação dos preços dos ativos financeiros, a identificação de oportunidades reais de valorização dos recursos investidos é um objetivo presente na maioria absoluta dos profissionais de mercado. Por conseguinte, espera-se que este trabalho tenha ratificado a análise fundamentalista como um método assertivo para alicerçar o estudo de uma determinada companhia, com o intuito de mensurar o seu valor intrínseco.

REFERÊNCIAS

- BAJPAI, G. N. **The Essential Book of Corporate Governance**. Mathura Road, New Delhi: SAGE Publications, 2017.
- BARNEY, Jay B.; HESTERLY, William S. **Strategic Management and Competitive Advantage: Concepts and Cases**. 5th Edition. Essex, Edinburgh Gate Harlow: Pearson Education Limited, 2015.
- BENNINGA, Simon Z.; SARIG, Oded H. **Corporate Finance: A Valuation Approach**. New York, NY: McGraw-Hill, 1997.
- BETZER, A.; THEISSEN, E. Insider Trading and Corporate Governance: The Case of Germany. **European Financial Management**, 15(2), 402-429. Março 2009.
- DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 3ª Edição. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2012.
- DAMODARAN, Aswath. **Applied Corporate Finance**. 4ª Edição. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2014.
- DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance**. 2ª Edição. NJ: John Wiley & Sons, 2016.
- DAMODARAN, A. Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence. **Foundations and Trends in Finance**, 1(8), 693–784, 2007. <https://doi.org/10.1561/05000000013>
- EASTON, Peter D. et al. **Financial Statement Analysis and Valuation**. 5ª Edição. Westmont, IL: Cambridge Business Publishers, 2018.
- ENDLER, L. Company Evaluation by Discounted Cash Flow Method and the Deviations Caused by Inadequate Use of Discount Rates. **Contexto**, 4(6),1–13, 2004.
- FAMA, E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **Journal of Finance**, New York, NY, 25(2), 383-417. Maio 1970.
- FAMA, E. Disagreement, tastes, and asset prices. **Journal of Financial Economics**, 83 (3), 667-689. Março 2007.
- FINNERTY, J. E. Insiders and Market Efficiency. **The Journal of Finance**, 31(4), 1141-1148. Setembro 1976.
- JAFFE, J. F. Special Information and Insider Trading. **The Journal of Business**, 47(3), 410-428. Julho 1974.

KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc; WESSELS, David; **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**. 7ª Edição. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2020.

MALKIEL, B. G. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. **Journal of Economic Perspectives**, p. 59–82, 2003.
<https://pubs.aeaweb.org/doi/pdf/10.1257/089533003321164958>

MARTINS, Eliseu; DINIZ, Josediton A.; MIRANDA, Gilberto J. **Análise Avançada das Demonstrações Contábeis: Uma Abordagem Crítica**. 2ª Edição. São Paulo, SP: Editora Atlas, 2020.

MATARAZZO, Dante C. **Análise Financeira de Balanços: Abordagem Gerencial**. 7ª Edição. São Paulo, SP: Editora Atlas, 2017.

MCGEE, Robert T. **Applied Financial Macroeconomics and Investment Strategy: A Practitioner's Guide to Tactical Asset Allocation**. New York, NY: Palgrave and Macmillan, 2015.

PINTO, J. E.; ROBINSON, T. R.; STOWE, J. D. Equity Valuation: A Survey of Professional Practice. **Review of Financial Economics**. 37(2), 219-233. Setembro 2015.

PINTO, Jerald E. et al. **Equity Asset Valuation**. 3ª Edição. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2015.

PIROS, Christopher D.; PINTO, Jerald E. **Economics for Investment Decision Makers: Micro, Macro, and International Economics**. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2013.

PORTER, Michael E. **Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors**. New York, NY: The Free Press, 1998.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: Como Precificar Ações**. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier, 2012.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: Como Precificar Ações**. 2ª. Rio de Janeiro, RJ: Grupo Gen, 2020.

SALIBA, R. (2005). Aplicação de Modelos de Avaliação por Múltiplos no Brasil. **Fundação Getúlio Vargas**, 2005.

SEYHUN, H. N. Insiders Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency. **Journal of Financial Economics**, 16(2), 189-212. Junho 1986.

