

EDUARDO RANGEL DE FRANÇA LEÃO CAVALCANTI

Avaliação econômico-financeira de uma companhia brasileira verticalizada do setor de planos de saúde

São Paulo

2020

EDUARDO RANGEL DE FRANÇA LEÃO CAVALCANTI

Avaliação econômico-financeira de uma companhia brasileira verticalizada do setor de planos de saúde

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

São Paulo

2020

EDUARDO RANGEL DE FRANÇA LEÃO CAVALCANTI

Avaliação econômico-financeira de uma companhia brasileira verticalizada do setor de planos de saúde

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

Orientador: Prof. Dr. Mauro Zilbovicius

São Paulo

2020

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Cavalcanti, Eduardo

AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DE UMA COMPANHIA BRASILEIRA
VERTICALIZADA DO SETOR DE PLANOS DE SAÚDE / E. Cavalcanti – São Paulo, 2020.
133 p.

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

1.Setor de planos de saúde 2.Avaliação de empresas 3.Fluxo de caixa
descontado 4.Múltiplos I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de
Engenharia de Produção II.t

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, por sempre terem se dedicado ao máximo para que eu tivesse a melhor educação possível, às minhas irmãs e à minha namorada.

A todos os meus colegas da Aberdeen Standard Investments e do Rothschild & Co, por todos os ensinamentos durante o período de estágio.

Ao Prof. Dr. Mauro Zilbovicius, pela orientação e apoio em todas as etapas de desenvolvimento do presente estudo.

A todos os professores e funcionários da Escola Politécnica, por todos os conhecimentos transmitidos ao longo do curso.

“Onde existe uma grande disposição não pode
haver grande dificuldade”

(Nicolau Maquiavel)

RESUMO

O presente trabalho apresenta dois objetivos principais. Em primeiro lugar, compreender a alta inflação de custos do setor de planos de saúde no Brasil e se o modelo verticalizado é capaz de promover a sustentabilidade operacional e financeira das operadoras e consequentemente do setor. Em segundo lugar, o presente trabalho busca realizar a avaliação econômico-financeira da NotreDame Intermédica, empresa brasileira operadora de planos de saúde com um modelo verticalizado e com capital aberto na Bolsa de Valores de São Paulo (B3). O trabalho foi motivado pela atuação profissional do autor em um fundo de investimentos em ações e em um banco de assessoria a fusões e aquisições. Para atingir os objetivos propostos, a metodologia utilizada para avaliação da Intermédica envolveu o estudo de conceitos de contabilidade, finanças e avaliação de investimentos. Procedeu-se, então, ao estudo do setor de planos de saúde no Brasil, envolvendo suas principais características, informações históricas, modelos de negócio existentes e a alta inflação de custos vivida pelo setor. Subsequentemente, foi realizada a análise da Intermédica, envolvendo suas principais características operacionais, financeiras e estratégicas. Tais informações embasaram as premissas de desempenho futuro para a construção de um modelo financeiro. O valor justo das ações da companhia foi obtido através do método do fluxo de caixa descontado para o acionista, tendo os resultados sido avaliados através de avaliação relativa por empresas comparáveis. Por fim, os resultados foram sensibilizados e foi fornecida uma recomendação acerca do investimento na empresa.

Palavras-chave: Planos de saúde. Operadoras verticalizadas de planos de saúde. Intermédica. Avaliação de empresas. Fluxo de caixa descontado.

ABSTRACT

This paper has two main objectives. Firstly, to understand the high cost inflation of the health insurance plan sector in Brazil and if the vertically integrated model is capable of promoting the operational and financial sustainability of the health insurers and consequently of the sector. Secondly, this paper aims to present the valuation of the fair value of NotreDame Intermédica, a Brazilian company that operates health insurance plans with a vertically integrated model and that is publicly traded on the São Paulo Stock Exchange (B3). The work was motivated by the author's professional experience in an equities investment fund and in a mergers and acquisitions advisory bank. To achieve the proposed objectives, the methodology used for the valuation of Intermédica involved the study of accounting, finance and investment valuation concepts. Then, a study of the health insurance plan sector in Brazil was carried out, involving its main characteristics, historical information, existing business models and the high cost inflation experienced by the sector. Subsequently, Intermédica's analysis was carried out, involving its main operational, financial and strategic characteristics. Such information supported the assumptions of future performance for the construction of a financial model. The fair value of the company's shares was obtained using the discounted cash flow for the shareholder method, with the results being assessed through a relative valuation by comparable companies. Finally, the results were sensitized and a recommendation of investment in the company was provided.

Keywords: Health insurance plans. Vertically integrated health insurance plan operators. Intermédica. Investment valuation. Discounted cash flow.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Taxa de cobertura de planos privados de saúde por estado no Brasil.....	61
Figura 2 - Estrutura societária do Grupo Notre Dame Intermédica	85

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Participação do gasto do setor de saúde no PIB do Brasil (%)	49
Gráfico 2 - Despesas com saúde como proporção do PIB em 2015 (%).....	50
Gráfico 3 - Despesa per capita com saúde em 2015 (US\$)	51
Gráfico 4 - Taxa de cobertura de planos privados de saúde no mundo em 2013.....	56
Gráfico 5 - Taxa de cobertura de planos privados de saúde no Brasil	57
Gráfico 6 - Número de beneficiários de planos privados de saúde no Brasil.....	57
Gráfico 7 - Cobertura de planos médico-hospitalares por faixas etárias no Brasil	58
Gráfico 8 - Cobertura de planos odontológicos por faixas etárias no Brasil	58
Gráfico 9 - Distribuição de beneficiários de planos médico-hospitalares por contratação	59
Gráfico 10 - Distribuição de beneficiários de planos odontológicos por contratação.....	59
Gráfico 11 - Venda cruzada de planos médico-hospitalares com planos odontológicos	60
Gráfico 12 - Receitas e despesas assistenciais de operadoras médico-hospitalares	62
Gráfico 13 - Receitas e despesas assistenciais de operadoras odontológicas.....	62
Gráfico 14 - Estrutura de custos de operadoras médico-hospitalares em 2019.....	63
Gráfico 15 - Estrutura de custos de operadoras odontológicas em 2019.....	63
Gráfico 16 - Evolução da variação nos custos dos componentes da VCMH	65
Gráfico 17 - Evolução da VCMH e IPCA.....	65
Gráfico 18 - Relação entre VCMH e IPCA no mundo em 2017	66
Gráfico 19 - Pirâmide etária brasileira em 2019 e 2050.....	69
Gráfico 20 - Expectativa de vida ao nascer no Brasil.....	70
Gráfico 21 - Evolução das faixas etárias entre 2010 e 2050 no Brasil.....	70
Gráfico 22 - Reajuste anual de planos individuais/familiares definido pela ANS	73
Gráfico 23 - Distribuição de beneficiários de planos médico-hospitalares por modalidade de operadora	74
Gráfico 24 - Distribuição de beneficiários de planos odontológicos por modalidade de operadora	75
Gráfico 25 - Sinistralidade e <i>ticket</i> médio por modalidade de operadora em 2019.....	76
Gráfico 26 - Sinistralidade e <i>ticket</i> médio das principais operadoras em 2019.....	77
Gráfico 27 - Operadoras médico-hospitalares e odontológicas com beneficiários	78
Gráfico 28 - Evolução da participação de mercado das operadoras de planos médico-hospitalares por número de beneficiários	79
Gráfico 29 - Evolução da participação de mercado das operadoras de planos odontológicos por número de beneficiários	80

Gráfico 30 - Performance das empresas de planos de saúde na bolsa de valores brasileira	84
Gráfico 31 - Base de beneficiários por tipo de cliente	89
Gráfico 32 - IDSS	91
Gráfico 33 - Composição da receita, custos e despesas	96
Gráfico 34 - Evolução histórica das margens	96
Gráfico 35 - Projeção da população e penetração de planos em SP, RJ, MG, PR e SC	102
Gráfico 36 - Projeção da população e penetração de planos em outros estados	103
Gráfico 37 - Projeção de vidas e <i>market share</i> da Intermédica em planos médico-hospitalares em SP, RJ, MG, PR e SC	104
Gráfico 38 - Projeção de vidas e <i>market share</i> da Intermédica em planos odontológicos em SP, RJ, MG, PR e SC	104
Gráfico 39 - Projeção de vidas e <i>market share</i> da Intermédica em planos médico-hospitalares em outros estados	105
Gráfico 40 - Projeção de vidas e <i>market share</i> da Intermédica em planos odontológicos em outros estados	105
Gráfico 41 - Projeção de adições orgânicas e inorgânicas de planos médico-hospitalares ...	106
Gráfico 42 - Projeção de adições orgânicas e inorgânicas de planos odontológicos	106
Gráfico 43 - Projeção de leitos e taxa de ocupação	107
Gráfico 44 - Projeção da receita líquida.....	107
Gráfico 45 - Projeção de contas médicas caixa.....	108
Gráfico 46 - Projeção do lucro bruto	109
Gráfico 47 - Projeção de despesas administrativas	109
Gráfico 48 - Projeção de despesas comerciais	110
Gráfico 49 - Projeção de perdas com créditos de liquidação duvidosa	110
Gráfico 50 - Projeção de outras receitas e despesas operacionais	111
Gráfico 51 - Projeção do EBITDA	111
Gráfico 52 - Projeção da depreciação e amortização	112
Gráfico 53 - Projeção do EBIT	112
Gráfico 54 - Projeção do resultado financeiro	113
Gráfico 55 - Projeção do lucro líquido.....	113
Gráfico 56 - Projeção do <i>Capex</i>	114
Gráfico 57 - Taxa livre de risco e prêmio de risco país	117

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Balanço Patrimonial	26
Tabela 2 - Demonstração do Resultado do Exercício.....	28
Tabela 3 - Demonstração do Fluxo de Caixa	30
Tabela 4 - Cálculo do fluxo de caixa livre para a firma (FCFF)	33
Tabela 5 - Cálculo do <i>Equity Value</i> a partir do <i>Enterprise Value</i>	33
Tabela 6 - Cálculo do fluxo de caixa livre para o acionista (FCFE)	35
Tabela 7 - Composição acionária da Intermédica	82
Tabela 8 - Composição da diretoria executiva e conselho de administração	86
Tabela 9 - Base de beneficiários e <i>ticket</i> médio	89
Tabela 10 - Rede própria de atendimento e índice de verticalização	90
Tabela 11 - Histórico de aquisições.....	92
Tabela 12 - Balanço Patrimonial histórico da Intermédica	94
Tabela 13 - Demonstração do Resultado do Exercício histórico da Intermédica.....	95
Tabela 14 - Exigências regulatórias.....	98
Tabela 15 - Endividamento histórico da Intermédica.....	98
Tabela 16 - Projeção das contas de capital de giro.....	115
Tabela 17 - Projeção da dívida	115
Tabela 18 - Projeção das exigências regulatórias.....	116
Tabela 19 - Cálculo do beta alavancado	118
Tabela 20 - Cálculo do custo de capital próprio.....	118
Tabela 21 - Crescimento nominal na perpetuidade	119
Tabela 22 - Cálculo do FCFE	119
Tabela 23 - Cálculo do valor justo por ação e potencial de <i>upside / downside</i>	120
Tabela 24 - Recomendação dos analistas de mercado.....	120
Tabela 25 - Múltiplos implícitos do FCFE.....	121
Tabela 26 - Múltiplos de negociação de empresas comparáveis.....	121
Tabela 27 - Sensibilidade entre custo de capital próprio e taxa de crescimento real na perpetuidade.....	122
Tabela 28 - Sensibilidade entre penetração de planos médico-hospitalares em SP, RJ, MG, PR e SC e <i>market share</i> da Intermédica em planos médico-hospitalares nesses estados	123
Tabela 29 - Sensibilidade entre variação no preço dos planos médico-hospitalares e sinistralidade caixa	123

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 - Equação fundamental do balanço patrimonial	26
Equação 2 - Avaliação do valor da empresa através do fluxo de caixa descontado.....	31
Equação 3 - Cálculo do <i>Enterprise Value</i> através do DCFF	32
Equação 4 - Cálculo do <i>Equity Value</i> através do DCFE	34
Equação 5 - Cálculo do <i>Equity Value</i> através do DDM	35
Equação 6 - Cálculo do <i>Ke</i> através do CAPM.....	37
Equação 7 - Cálculo do beta	38
Equação 8 - Cálculo do beta pelo método da regressão	39
Equação 9 - Cálculo do beta desalavancado.....	40
Equação 10 - Cálculo do beta alavancado	40
Equação 11 - Cálculo do prêmio de risco.....	42
Equação 12 - Conversão do <i>Ke</i> em dólar para o <i>Ke</i> em real.....	43
Equação 13 - Cálculo do valor terminal no FCFE	44
Equação 14 - Cálculo do g no FCFE	44
Equação 15 - Cálculo do ROE.....	45
Equação 16 - Cálculo do múltiplo Preço / Lucro Líquido (P/E)	46
Equação 17 - Cálculo do múltiplo Preço / Valor Patrimonial (P/BV)	47
Equação 18 - Cálculo do múltiplo Valor da Empresa / EBITDA (EV/EBITDA).....	47
Equação 19 - Cálculo do múltiplo Valor da Empresa / Receita (EV/Sales)	47
Equação 20 - Cálculo do VCMH para produto/serviço.....	64

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANS	Agência Nacional de Saúde Suplementar
β	Beta (medida de risco)
BP	Balanço Patrimonial
B3	Bolsa de Valores Oficial do Brasil
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
CAPEX	<i>Capital Expenditures</i>
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CDS	<i>Country Default Spread</i>
COFINS	Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
DCF_E	<i>Discounted Cash Flow to Equity</i>
DCF_F	<i>Discounted Cash Flow to Firm</i>
DFC	Demonstração do Fluxo de Caixa
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
DRG	<i>Diagnosis-related Group</i>
EBIT	<i>Earnings before Interests and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
EBT	<i>Earnings before Taxes</i>
EMBI	<i>Emerging Markets Bond Index</i>
EUA	Estados Unidos da América
EV/EBITDA	<i>Enterprise Value to EBITDA</i>
EV/Sales	<i>Enterprise Value to Sales</i>
FCFE	<i>Free Cash Flow to Equity</i>
FCFF	<i>Free Cash Flow to Firm</i>
FFS	<i>Fee for Service</i>
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
IDSS	Índice de Desempenho da Saúde Suplementar
IFRS16	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
ISS	Imposto sobre Serviços
Ke	Custo do Capital Próprio
OCDE	Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico
OSA	Outros Serviços Ambulatoriais
P/BV	<i>Price to Book Value</i>
P/E	<i>Price to Earnings</i>
PEONA	Provisão para Eventos/Sinistros Ocorridos e Não Avisados
PESL	Provisão de Eventos/Sinistros a Liquidar

PPCNG	Provisão para Prêmios/Contraprestações Não Ganhas
PIB	Produto Interno Bruto
PIS	Programa de Integração Social
PME	Pequenas e Médias Empresas
P4P	<i>Pay For Performance</i>
Rf	Taxa Livre de Risco
ROE	<i>Return on Equity</i>
Rp	Taxa de Prêmio pelo Risco
SUS	Sistema Único de Saúde
VCMH	Variação dos Custos Médico-Hospitalares
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	19
1.1	CONSIDERAÇÕES INICIAIS	19
1.2	RELAÇÃO DO TEMA COM O ESTÁGIO SUPERVISIONADO	20
1.3	OBJETIVO	21
1.4	ESTRUTURA DO TRABALHO	22
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	23
2.1	CONTABILIDADE	23
2.1.1	Balanço Patrimonial (BP).....	23
2.1.2	Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).....	27
2.1.3	Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)	29
2.2	AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	30
2.2.1	Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (DCF).....	31
2.2.1.1	Fluxo de Caixa Descontado para a Firma (DCFF).....	32
2.2.1.2	Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista (DCFE).....	34
2.2.1.3	DDM (<i>Dividend Discount Model</i>).....	35
2.2.1.4	Abordagem do fluxo de caixa descontado a ser utilizada	36
2.2.1.5	Taxas de Desconto.....	37
2.2.1.5.1	Cálculo do Custo do Capital Próprio (K_e).....	37
2.2.1.5.2	Beta	38
2.2.1.5.3	Taxa Livre de Risco	41
2.2.1.5.4	Prêmio de Risco	42
2.2.1.5.5	Do K_e em dólar ao K_e em real	43
2.2.1.6	A Perpetuidade	43
2.2.2	Avaliação por Empresas Comparáveis.....	45
2.2.3	Avaliação por Transações Comparáveis	48
2.2.4	Abordagem de avaliação relativa a ser utilizada	48
3	ANÁLISE SETORIAL	49
3.1	SETOR DE SAÚDE NO BRASIL.....	49
3.1.1	O público e o privado	52
3.2	SETOR DE PLANOS DE SAÚDE NO BRASIL	54
3.2.1	Características dos planos de saúde.....	54
3.2.2	Penetração dos planos de saúde.....	56
3.2.3	Receita e custos dos planos de saúde	61
3.2.4	Variação dos custos médico-hospitalares.....	64

3.2.5	Modelos de pagamentos	66
3.2.6	Envelhecimento populacional.....	68
3.2.7	Regulamentação do setor.....	71
3.2.8	Modelos de negócios	73
3.2.9	A estratégia de verticalização	75
3.2.10	Empresas.....	77
4	APRESENTAÇÃO DA INTERMÉDICA	81
4.1	HISTÓRIA.....	81
4.2	COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA	81
4.3	OPERAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS	83
4.4	ESTRUTURA SOCIETÁRIA.....	84
4.5	GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	86
4.6	MODELO DE NEGÓCIOS.....	87
4.7	BASE DE BENEFICIÁRIOS.....	88
4.8	REDE DE ATENDIMENTO.....	89
4.9	MEDICINA PREVENTIVA	90
4.10	QUALIDADE DO SERVIÇO	91
4.11	HISTÓRICO DE AQUISIÇÕES	91
4.12	BP HISTÓRICO.....	92
4.13	DRE HISTÓRICA.....	95
4.14	EXIGÊNCIAS REGULATÓRIAS	97
4.15	ENDIVIDAMENTO.....	98
4.16	IMPACTO DO COVID-19	99
5	AVALIAÇÃO DA INTERMÉDICA.....	101
5.1	PRINCIPAIS PREMISSAS PARA AS PROJEÇÕES.....	101
5.1.1	Projeções de receitas.....	101
5.1.2	Projeções de custos e despesas	108
5.1.3	Projeções de <i>Capex</i>	113
5.1.4	Projeções de itens do balanço patrimonial.....	114
5.1.5	Demonstrativos financeiros projetados.....	116
5.2	CÁLCULO DA TAXA DE DESCONTO.....	116
5.3	DETERMINAÇÃO DO VALOR JUSTO DA INTERMÉDICA.....	119
5.4	ANÁLISE DE SENSIBILIDADE	122
6	CONCLUSÕES.....	125
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	127

APÊNDICE A – PREMISSAS MACROECONÔMICAS.....	130
APÊNDICE B – BALANÇO PATRIMONIAL PROJETADO.....	131
APÊNDICE C – DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO PROJETADA.....	132
APÊNDICE D – DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA PROJETADA	133

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Em qualquer tipo de sociedade, o setor de saúde é de fundamental importância e seus serviços se configuram como necessidades básicas para qualquer cidadão, portanto presentes na vida de todos. Um bom funcionamento do sistema de saúde, seja ele majoritariamente público ou privado, é uma condição básica para possibilitar o desenvolvimento econômico de qualquer país.

No Brasil, apesar da existência de um sistema público de saúde acessível a todos, o SUS (Sistema Único de Saúde), a baixa qualidade nos serviços, a falta de equipamentos necessários e longas filas de espera fazem com que brasileiros com condições econômicas suficientes recorram ao sistema privado de saúde, com a opção de contratação de um plano de saúde que garanta acesso a uma rede assistencial privada composta por hospitais, clínicas, laboratórios, dentre outros, de qualidade.

Um dos problemas enfrentados pelas operadoras de planos de saúde é a alta inflação do setor (VCMH – variação dos custos médico-hospitalares), que vem sendo historicamente significativamente maior do que a inflação (IPCA – índice de preços ao consumidor amplo) no Brasil (IESS, 2020). Um dos principais motivos por trás de tal cenário é que o principal modelo de remuneração adotado entre operadoras de planos de saúde e prestadores de serviços de saúde é o *fee for service*, onde a remuneração dos prestadores de serviços de saúde depende do volume de serviços prestados e não da qualidade dos mesmos ou do resultado final gerado ao paciente. Tal modelo gera um incentivo perverso para que prestadores de serviços realizem uma grande quantidade de consultas e procedimentos desnecessários, além de abusos e desperdícios de materiais, contribuindo para o aumento da inflação do setor (PORTER; KAPLAN, 2015). De acordo com o IESS (2018), em 2017 foram incorridos R\$16 bilhões com fraudes em contas hospitalares e R\$12 bilhões em pedidos de exames desnecessários no Brasil, representando 20% das despesas assistências totais do setor.

O aumento acelerado dos custos das operadoras de planos de saúde compromete a sustentabilidade e o desenvolvimento do setor de planos de saúde uma vez que gera duas consequências principais: (i) operadoras enfrentam dificuldades em repassarem nos preços dos planos os aumentos de custos observados, piorando seus resultados operacionais e entrando em

dificuldades financeiras; e (ii) preços dos planos de saúde se tornam inacessíveis para uma parcela cada vez maior da população.

No mesmo contexto, uma estratégia de defesa de algumas empresas do setor é a adoção do modelo de gestão verticalizada, consistindo na venda de planos de saúde e ao mesmo tempo na operação de uma rede assistencial própria, eliminando o conflito de interesses do *fee for service* e possibilitando um maior controle sobre os custos e um maior nível de rentabilidade.

Uma das empresas que mais chama a atenção com o modelo de gestão verticalizada é a Intermédica, que realizou abertura de capital na bolsa de valores brasileira em 23 de abril de 2018 e até 01 de novembro de 2020 suas ações apresentaram valorização de 227%, comparado a uma valorização de 10% do Ibovespa, além de seu valor de mercado ter se multiplicado por mais de 5 vezes no período (CAPITAL IQ, 2020). Além disso, seu *market share* cresceu de 3,4% em dez/20 para 5,3% em dez/19, ao passo que grandes operadoras não verticalizadas como Bradesco Saúde e Amil perderam *market share* no mesmo período (ANS, 2020).

Adicionalmente, o setor apresenta outros pontos relevantes a serem explorados, sendo eles os impactos do fenômeno de envelhecimento populacional que vêm ocorrendo no Brasil, bem como o impacto do COVID-19 para o setor.

Dessa forma, o estudo se mostra pertinente ao buscar analisar se o modelo de gestão verticalizada das operadoras de planos de saúde, caso adotado em massa, é capaz de garantir a sustentabilidade de um setor tão importante em um país com um sistema público de saúde comprometido. Para tanto, o presente estudo realizará uma avaliação econômico-financeira da Intermédica, observando os impactos estratégicos e financeiros do modelo de gestão verticalizada.

1.2 RELAÇÃO DO TEMA COM O ESTÁGIO SUPERVISIONADO

O autor do presente estudo possui experiência passada de estágio na Aberdeen Standard Investments, gestora europeia de diversos fundos de ações, multimercado e renda fixa ao redor do mundo, tendo sido responsável por auxiliar o time de investimentos em ações na análise aprofundada e na construção de teses de investimentos de empresas brasileiras do setor de planos de saúde listadas em bolsa, sendo elas a Intermédica, Hapvida, SulAmerica, Odontoprev e Qualicorp.

Atualmente, o autor do presente estudo realiza estágio no banco Rothschild & Co, assessor financeiro em transações de fusões e aquisições e reestruturações de dívida, na área de *Investment Banking*. O escopo principal consiste em participar de projetos de fusões e

aquisições, reestruturações de dívidas e emissões de laudos de avaliação independentes para comitês executivos/conselhos de administração, sendo alguns destes projetos relacionados a empresas do setor de planos de saúde.

Em ambas as experiências, o autor obteve contato direto com conceitos de contabilidade, finanças corporativas e avaliação de empresas e em particular com o setor de planos de saúde, tendo adquirido conhecimento e interesse por entender mais profundamente sobre o setor. Dentre as atividades realizadas nos estágios referidos, destacam-se principalmente:

- Pesquisa e análise setorial de informações, dados históricos e projeções futuras;
- Análise de demonstrativos financeiros e documentos informativos de companhias;
- Avaliação econômico-financeira de companhias a partir das metodologias de fluxo de caixa descontado e múltiplos de empresas comparáveis e transações precedentes;
- Construção de teses de investimentos no contexto de investimentos em companhias listadas em bolsa e em potenciais transações de fusões, aquisições e reestruturações; e
- Elaboração de apresentações e relatórios com resultado de análises setoriais, avaliações econômico-financeiras e teses de investimentos.

Dessa forma, nota-se que os conhecimentos adquiridos nas experiências de estágio se mostram fundamentais para possibilitar uma análise profunda e embasada do estudo proposto, cujo resultado obtido trará diversos benefícios para o estágio atual.

1.3 OBJETIVO

O primeiro objetivo do presente estudo é proporcionar ao leitor um bom entendimento do setor de planos de saúde, apresentando suas principais características, dados históricos, modelos de negócios, e também um bom entendimento do modelo de negócios da Intermédica, apresentando sua história e suas principais características operacionais e financeiras.

O segundo objetivo do presente estudo é realizar uma avaliação econômico-financeira da Intermédica a partir das metodologias de fluxo de caixa descontado e múltiplos de empresas comparáveis e usando como base os entendimentos obtidos nos capítulos de estudo do setor e da companhia, chegando-se à uma recomendação de compra, manutenção ou venda das ações da companhia.

Ao final do presente estudo, espera-se que o leitor tenha compreendido os conceitos de contabilidade, finanças e avaliação de empresas empregados nas análises, os aspectos setoriais

apresentados, os principais aspectos operacionais e financeiros da Intermédica e os impactos do modelo de gestão verticalizada para uma operadora de planos de saúde.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

O presente trabalho encontra-se dividido em 6 capítulos, os quais sendo:

O capítulo 1 faz uma introdução ao presente estudo, descrevendo o tema, a motivação por trás da escolha do mesmo, a empresa foco do estudo, a relação do tema com o estágio supervisionado, o objetivo que o autor pretende alcançar na conclusão do estudo, as metodologias que serão utilizadas para endereçar a análise proposta e a estrutura geral do trabalho.

O capítulo 2 apresenta toda a base teórica que será utilizada para possibilitar o entendimento correto e profundo das demais seções. Serão apresentados os conceitos de contabilidade, finanças corporativas e avaliação de empresas empregados nas análises deste estudo.

O capítulo 3 apresenta o setor de planos de saúde, suas principais características, os principais modelos de negócio, a regulamentação, dados históricos e perspectivas futuras para o setor no mercado brasileiro.

O capítulo 4 analisa a companhia foco do estudo, apresentando os principais marcos históricos, modelo de negócio, plano estratégico e principais resultados financeiros e operacionais históricos da companhia.

O capítulo 5 apresenta a avaliação econômico-financeira da Intermédica a partir das metodologias de fluxo de caixa descontado e múltiplos de empresas comparáveis apresentadas no capítulo 2. São detalhadas todas as premissas utilizadas para a avaliação bem como mostradas análises de sensibilidade que reflitam cenários alternativos para a companhia no futuro a partir de variações nos principais *drivers* de valor.

O capítulo 6, por fim, apresenta as conclusões obtidas com o presente estudo.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

O presente capítulo trata da revisão bibliográfica, apresentando os conceitos fundamentais para se compreender o conteúdo dos capítulos seguintes. São apresentados os conceitos, para o presente estudo pertinentes, relacionados a contabilidade e avaliação econômico-financeira de empresas.

2.1 CONTABILIDADE

Um dos principais assuntos tratados pela contabilidade é a interpretação de demonstrativos financeiros, estes que são fundamentais para se entender a saúde financeira de qualquer companhia. Os principais demonstrativos financeiros são: balanço patrimonial (BP), demonstração do resultado do exercício (DRE) e demonstração do fluxo de caixa (DFC). Vale ressaltar que os demonstrativos devem ser interpretados de forma conjunta pois, quando interpretados de forma isolada, podem levar a entendimentos equivocados da real saúde financeira da empresa sendo analisada.

2.1.1 Balanço Patrimonial (BP)

Segundo Iudícibus (2010), o balanço patrimonial possibilita analisar a situação patrimonial e financeira de uma determinada companhia em determinado momento, sendo que uma comparação de dois balanços consecutivos evidencia qual foi a mudança ocorrida na estrutura patrimonial e financeira durante o período.

O lado esquerdo do balanço patrimonial é formado pelos ativos, ou seja, os bens e direitos da companhia, que representam aonde a mesma está aplicando os seus recursos. As contas do ativo estão dispostas em ordem decrescente em relação ao grau de liquidez, ou seja, a rapidez com que conseguem ser transformadas em caixa. As principais subdivisões do ativo são:

- Ativo circulante, formado pelos bens e direitos que são realizáveis em até um ano.

As principais contas são:

- Caixa e equivalentes: importâncias financeiras detidas em espécie ou em contas bancárias com liquidez imediata
- Contas a receber: importâncias que a empresa possui a receber referente a produtos vendidos ou serviços prestados cuja receita já foi reconhecida no resultado mas que ainda não foram efetivamente recebidos

- Estoques: bens detidos pela empresa, sejam eles matérias primas, produtos inacabados ou acabados
- Adiantamento à fornecedores: importâncias pagas a fornecedores anteriormente ao recebimento da matéria prima, produto ou serviço adquirido
- Despesas antecipadas: aplicações de recursos em despesas cujo benefício ainda não foi parcialmente ou totalmente utilizado e que ainda não foram reconhecidas no resultado
- Ativo não circulante, formado pelos bens e direitos que são realizáveis a partir de um ano. As principais contas são:
 - Aplicações financeiras: importâncias financeiras detidas em aplicações com liquidez superior a um ano
 - Impostos a recuperar: importâncias referentes a impostos pagos em excesso pela companhia que poderão ser recuperados sob a forma de abatimento no pagamento de impostos futuros
 - Depósitos judiciais: importâncias depositadas em juízo como garantia para processos em que a empresa está envolvida
- Ativo fixo, formado pelos bens e direitos com menor liquidez e que são utilizados pela companhia por diversos anos
 - Investimentos: investimentos realizados pela empresa a longo prazo, como por exemplo participações societárias
 - Imobilizado: bens tangíveis utilizados nas atividades da empresa, como por exemplo imóveis, instalações, veículos e equipamentos
 - Intangível: bens intangíveis utilizados nas atividades da empresa, como por exemplo marcas, patentes, direitos autorais e *softwares*

Já o lado direito do balanço patrimonial representa a origem dos recursos da companhia e é formado pelos passivos, que são as obrigações assumidas pela companhia, com vencimento e exigíveis, e que advém de recursos de terceiros, e pelo patrimônio líquido, este que representa recursos de acionistas e lucros acumulados, sem vencimento e não exigíveis, e portanto advém de recursos próprios dos sócios da companhia. Novamente, as contas do passivo estão dispostas em ordem decrescente em relação ao grau de liquidez. As principais subdivisões do passivo são:

- Passivo circulante, formado por obrigações com terceiros realizáveis em até um ano. As principais contas são:

- Empréstimos e financiamentos: recursos emprestados pela empresa junto a terceiros através de diversos instrumentos possíveis de dívida, com vencimento em até um ano
- Fornecedores: importâncias a pagar para fornecedores referentes a produtos ou serviços já fornecidos para a companhia e cujas despesas já foram reconhecidas no resultado
- Obrigações sociais: importâncias relacionadas a salários, bonificações e impostos a serem pagos
- Adiantamento de clientes: importâncias recebidas antecipadamente de clientes em relação a produtos ou serviços que ainda não foram fornecidos pela empresa
- Provisões para contingências: importâncias provisionadas, ou seja, reservadas, para possíveis pagamentos futuros relacionados à processos que a empresa esteja relacionada com probabilidade elevada de ocorrência e que devem ser desembolsados no prazo de até um ano
- Passivo não circulante, formado por obrigações com terceiros realizáveis a partir de um ano. As principais contas são:
 - Empréstimos e financiamentos: recursos emprestados pela empresa junto a terceiros através de diversos instrumentos possíveis de dívida, com vencimento superior a um ano
 - Provisões para contingências: importâncias provisionadas, ou seja, reservadas, para possíveis pagamentos futuros relacionados à processos que a empresa esteja relacionada com probabilidade elevada de ocorrência e que devem ser desembolsados no prazo superior a um ano

O patrimônio líquido, por fim, representa os recursos dos acionistas da companhia e é formado principalmente por:

- Capital social: importância advinda de aportes dos acionistas da companhia
- Reservas de lucro: importância advinda do resultado da companhia que deve ser mantida na empresa, ou seja, não pode ser distribuída como dividendo, juros sobre capital próprio ou redução de capital, por motivos legais ou estatutários
- Lucros acumulados: importância constituída da soma de lucros e prejuízos dos resultados anteriores de atividade da companhia

- Ajustes de avaliação patrimonial: importância decorrente da reavaliação do patrimônio da companhia
- Ações em tesouraria: importância negativa que constitui no valor das ações da companhia detidas por ela mesma

Tabela 1 - Balanço Patrimonial

Ativo	Passivo e patrimônio líquido
Ativo circulante	Passivo circulante
Caixa e equivalentes	Empréstimos e financiamentos
Contas a receber	Fornecedores
Estoques	Obrigações sociais
Adiantamento a fornecedores	Adiantamento de clientes
Despesas antecipadas	Provisões para contingências
Ativo não circulante	Passivo não circulante
Aplicações financeiras	Empréstimos e financiamentos
Impostos a recuperar	Provisões para contingências
Depósitos judiciais	
Ativo fixo	Patrimônio líquido
Investimentos	Capital social
Imobilizado	Reservas de capital
Intangível	Lucros acumulados
	Ajustes de avaliação patrimonial
	Ações em tesouraria

Fonte: ASSAF NETO (2014), adaptado pelo autor

O valor total, tanto dos ativos quanto dos passivos, deve sempre assumir um valor positivo, ao passo que o patrimônio líquido pode ser tanto positivo quanto negativo, nesse caso denominado passivo à descoberto. Dessa forma, tem-se a equação fundamental do balanço patrimonial, onde o lado esquerdo do balanço (ativos) deve sempre igualar o lado direito (passivos e patrimônio líquido).

Equação 1 - Equação fundamental do balanço patrimonial

$$\text{Ativos} = \text{Passivos} + \text{Patrimônio Líquido}$$

Fonte: IUDÍCIBUS (2010)

2.1.2 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

A demonstração do resultado do exercício tem como objetivo, segundo Assaf Neto (2014), apurar o lucro ou prejuízo no exercício social em questão, incorporando as receitas, despesas, ganhos e perdas sob regime de competência, isto é, quando efetivamente ocorrem, independentemente dos efetivos pagamentos e recebimentos.

A primeira linha da DRE consiste na receita bruta, que representa o valor total apurado pela companhia a partir da venda de seus produtos e serviços. Exclui-se então os impostos que incidem sobre as vendas, como IPI (imposto sobre produtos industrializados), ICMS (imposto sobre circulação de mercadorias e serviços), ISS (imposto sobre serviços), PIS (programa de integração social) e COFINS (contribuição para financiamento da seguridade social), além de devoluções, descontos comerciais e abatimentos. Com isso, obtém-se a receita líquida que, segundo Assaf Neto (2014), é a parcela das vendas que efetivamente pertence à companhia.

Da receita líquida são deduzidos os custos dos produtos e serviços vendidos que, de acordo com Assaf Neto (2014), são compostos por todos os custos relacionados à área de produção, ou seja, diretamente relacionados aos produtos e serviços. Obtém-se então o lucro bruto.

Do lucro bruto são subtraídas as despesas, que são indiretamente relacionadas aos produtos e serviços, com vendas (principalmente salários e comissões de vendedores, propaganda, publicidade e brindes), gerais e administrativas (principalmente despesas com pessoal, água, energia, aluguel, material de escritório e serviços de contabilidade, consultoria e advocacia) e outras despesas ou receitas operacionais que não se enquadrem em nenhuma das categorias anteriores (por exemplos despesas com pesquisa e desenvolvimento), resultando no lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização, conhecido como EBITDA (do inglês *Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*).

Apesar de não fazer parte da DRE de acordo com a Lei das Sociedades por Ações, o EBITDA é amplamente utilizado nas companhias pois, por não levar em conta a depreciação e amortização, que constituem custos e despesas não caixa, e por considerar todos os demais custos e despesas operacionais, é um bom parâmetro para a saúde operacional da empresa e para a capacidade de geração de caixa da mesma.

Subtraindo-se depreciação e amortização (perda de valor durante a vida útil de ativos tangíveis e intangíveis, respectivamente) do EBITDA, obtém-se o lucro operacional ou EBIT (do inglês *Earnings before Interests and Taxes*). Depreciação e amortização ocorrem tanto na forma de custos quanto despesas e conforme já mencionado, são do tipo não caixa.

Então são subtraídas as despesas financeiras com juros, somadas as receitas relacionadas a juros de aplicações financeiras, variações cambiais e resultados não operacionais, para obter-se o resultado antes dos impostos, ou EBT (do inglês *Earnings before Taxes*). Finalmente, subtraindo-se os impostos incidentes sobre o lucro e a participação de acionistas minoritários, é obtido o lucro líquido da companhia, que é incorporado nos Lucros Acumulados no Balanço Patrimonial. No caso do Brasil, o imposto de renda é composto por uma alíquota base de 15% para lucros mensais de até R\$20.000,00 e 25% para o montante de lucros mensais que superar esse valor, além de uma alíquota base de 9% de contribuição social sobre o lucro líquido, resultando em uma alíquota total de aproximadamente 34% para empresas de grande porte.

Tabela 2 – Demonstração do Resultado do Exercício

Demonstrativo do Resultado do Exercício
Receita bruta
(-) Impostos sobre vendas
(-) Devoluções, descontos comerciais e abatimentos
(=) Receita líquida
(-) Custos dos produtos e serviços vendidos
(=) Lucro bruto
(-) Despesas de vendas
(-) Despesas gerais e administrativas
(-) Outras despesas operacionais
(+) Outras receitas operacionais
(=) Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA)
(-) Depreciação e amortização
(=) Lucro operacional (EBIT)
(-) Despesas financeiras
(+) Receitas financeiras
(+/-) Variações cambiais
(+/-) Resultado não operacional
(=) Lucro antes dos impostos (EBT)
(-) Imposto de renda e contribuição social
(-) Participação de minoritários
(=) Lucro líquido

Fonte: ASSAF NETO (2014), adaptado pelo autor

Análises baseadas unicamente no valor absoluto de demonstrativos financeiros acabam gerando interpretações equivocadas por não refletir se o resultado da companhia é condizente com o seu potencial econômico e portanto se é de fato ou não satisfatório (ASSAF NETO,

2014). Tão importante quanto analisar a DRE é analisar a rentabilidade da empresa em termos comparáveis ou retornos percentuais (DAMODARAN, 2002).

Algumas formas comumente utilizadas para se analisar a rentabilidade da companhia a partir da DRE consiste no cálculo de margens. A margem bruta é calculada a partir da divisão do lucro bruto pela receita líquida. A margem EBITDA é calculada a partir da divisão do EBITDA pela receita líquida. A margem operacional ou EBIT é calculada pela divisão do lucro operacional ou EBIT pela receita líquida. Por fim, a margem líquida é calculada pela divisão do lucro líquido pela receita líquida.

2.1.3 Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)

A demonstração do fluxo de caixa tem como objetivo, segundo Assaf Neto (2014), apresentar as origens e aplicações de caixa, isto é, onde foram obtidos e investidos, durante o exercício, os recursos de caixa. Assim, o demonstrativo segue o regime de caixa, ou seja, seus registros são feitos a partir dos efetivos pagamentos e recebimentos. Sua importância reside no fato de que, a partir de sua análise, é possível conhecer melhor a efetiva capacidade de pagamento da companhia.

O fluxo de caixa pode ser calculado a partir dos métodos direto e indireto. No método direto, registram-se as entradas e saídas brutas de recursos. Já no método indireto, parte-se de uma conta da DRE (normalmente lucro líquido ou EBITDA) e são consideradas as variações no balanço patrimonial e na DRE. Dessa forma, no método indireto, o fluxo de caixa é construído com base em informações presentes no balanço patrimonial e DRE. As companhias de grande porte utilizam em sua maioria o método indireto de cálculo do fluxo de caixa.

Iudícibus (2010) ainda observa que existem diversas movimentações relevantes de caixa que não correspondem a receitas e despesas, como contratação ou pagamento de empréstimos, e dessa forma não são registradas na DRE mas sim no DFC, reforçando o ponto de que a melhor análise da saúde financeira é obtida quando as demonstrações financeiras são analisadas de forma conjunta.

Assaf Neto (2014) classifica as movimentações financeiras de caixa em três grandes grupos de atividades, sendo eles as atividades operacionais, as atividades de investimento e as atividades de financiamento. A soma do fluxo de caixa dos três grupos de atividades, que compõe a linha final da demonstração do fluxo de caixa, representa a variação, durante o exercício, da posição de caixa da companhia.

O fluxo de caixa das atividades operacionais consiste no lucro líquido, depreciação e amortização e outras despesas não caixa e variação no capital de giro.

O fluxo de caixa das atividades de investimento consiste nas vendas ou aquisições de imobilizado, intangível, ativos não circulantes, participações acionárias, aplicações ou resgates de investimentos financeiros não circulantes, recebimento ou pagamento de contratos futuros e pagamentos por edificações.

Finalmente, o fluxo de caixa das atividades de financiamento consiste nas contratações ou pagamentos de empréstimos e financiamentos, venda ou recompra de ações de emissão própria e pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio.

Tabela 3 – Demonstração do Fluxo de Caixa

Demonstração do Fluxo de Caixa
Fluxo de caixa de atividades operacionais (FCO)
(+) Lucro líquido
(+) Depreciação e amortização
(+) Outras despesas não-caixa
(-) Variação no capital de giro
Fluxo de caixa de atividades de investimento (FCI)
(+/-) Venda ou aquisição de imobilizado ou intangível
(+/-) Venda ou aquisição de ativos não circulantes
(+/-) Venda ou aquisição de participações acionárias
(+/-) Aplicações ou resgates de investimentos financeiros não circulantes
(+/-) Recebimento ou pagamento de contratos futuros
(-) Pagamentos por edificações
Fluxo de caixa de atividades de financiamento (FCF)
(+) Contratação de empréstimos e financiamentos
(-) Pagamento de empréstimos e financiamentos
(+) Venda de ações de emissão própria
(-) Recompra de ações de emissão própria
(-) Pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio
(=) Fluxo de caixa (FCO + FCI + FCF)

Fonte: ASSAF NETO (2014), adaptado pelo autor

2.2 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Qualquer ativo, seja ele financeiro ou real, possui um valor, e o grande segredo de investir e gerir ativos com sucesso é não só entender o seu real valor, mas também compreender quais são as fontes geradoras de valor (DAMODARAN, 2002), além de compreender como ativos podem gerar valor no futuro. O valor econômico de uma empresa é, independentemente

daquilo que acumulou ou fez no passado, medido através de sua capacidade de ganhos de caixa esperados no futuro, que devem remunerar de forma adequada o risco do investimento (ASSAF NETO, 2014).

Segundo Damodaran (2002), existem três principais abordagens para o processo de avaliação, sendo eles:

- Avaliação por fluxo de caixa descontado: mede o valor de um ativo a partir do valor presente de seus fluxos de caixa esperados para o futuro;
- Avaliação relativa: mede o valor de um ativo a partir da precificação de ativos comparáveis com relação a uma variável comum como receita, EBITDA, lucro líquido, fluxo de caixa ou valor contábil; e
- Avaliação por direitos contingentes: mede o valor de um ativo a partir de modelos de precificação de opções.

Para o presente estudo serão detalhadas apenas as duas primeiras metodologias, estas que são amplamente aceitas e utilizadas por profissionais de investimentos.

2.2.1 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (DCF)

A metodologia do Fluxo de Caixa Descontado (ou DCF, do inglês *Discounted Cash Flow*) define o valor de qualquer ativo como o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados que esse ativo gere, descontados a uma taxa que reflita o risco de ocorrência destes fluxos de caixa estimados (DAMODARAN, 2002).

Equação 2 – Avaliação do valor da empresa através do fluxo de caixa descontado

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+i)^t}$$

Fonte: DAMODARAN (2002)

Onde:

FC_t = fluxo de caixa esperado que o ativo gere no período t ;

i = taxa de desconto refletindo o risco associado às expectativas de geração de fluxo de caixa no futuro pelo ativo

n = número de períodos em que fluxos de caixa são projetados para a empresa

Devido à necessidade de diversas informações referentes aos fluxos de caixa esperados para o futuro e taxa de desconto, o método do fluxo de caixa descontado é mais facilmente utilizado para ativos que tenham fluxos de caixa já positivos e cuja taxa de desconto pode ser estimada com certa confiabilidade (DAMODARAN, 2002).

Existem fundamentalmente três abordagens para o método do fluxo de caixa descontado, segundo Damodaran (2002), sendo a avaliação da empresa como um todo e a avaliação da empresa aos seus acionistas. Ambas as abordagens serão aprofundadas nos tópicos seguintes.

2.2.1.1 Fluxo de Caixa Descontado para a Firma (DCFF)

O Fluxo de Caixa Descontado para a Firma (ou DCFF, do inglês *Discounted Cash Flow to Firm*) é a avaliação da empresa como um todo, levando em conta os fluxos de caixa posteriores às necessidades de investimento mas anteriores aos pagamentos e emissões de dívida, conhecidos como fluxos de caixa livres para a firma (ou FCFF, do inglês *Free Cash Flow to Firm*), sendo que a taxa de desconto reflete o custo médio ponderado de capital de todas as fontes de financiamento da empresa (ou WACC, do inglês *Weighted Average Cost of Capital*). A soma dos valores presentes dos fluxos de caixa para a firma descontados pelo WACC resulta no *Enterprise Value* (em inglês, Valor da Empresa).

Equação 3 – Cálculo do *Enterprise Value* através do DCFF

$$Enterprise\ Value = \sum_{t=1}^{t=n} \left(\frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} \right) + \frac{Perpetuidade}{(1 + WACC)^n}$$

Fonte: DAMODARAN (2002)

Onde:

$FCFF_t$ = fluxo de caixa livre para a firma esperado para o período t

WACC = custo médio ponderado do capital, a ser aprofundado posteriormente

Perpetuidade = valor da empresa na perpetuidade no fim do ano n, a ser aprofundado posteriormente

n = número de períodos em que fluxos de caixa são projetados para a empresa

O fluxo de caixa livre para a firma pode ser calculado a partir do EBIT multiplicado pela alíquota de imposto a que a empresa está sujeita, somando-se a depreciação e amortização

e outras despesas não caixa, e subtraindo-se o *Capex* (investimentos em ativos imobilizados e intangíveis) e variações no capital de giro da empresa (montante empregado no dia a dia operacional da empresa que consiste na diferença entre ativos circulantes operacionais e passivos circulantes operacionais).

Tabela 4 – Cálculo do fluxo de caixa livre para a firma (FCFF)

Cálculo do Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)
EBIT * (1 - t)
(+) Depreciação e amortização
(+) Outras despesas não-caixa
(-) <i>Capex</i>
(-) Variação no capital de giro
Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)

Fonte: DAMODARAN (2002)

A partir do resultado do *Enterprise Value* obtido, são realizados alguns ajustes para se obter o *Equity Value*. Diversos autores resumem os ajustes em deduzir a dívida líquida, isto é, a dívida bruta subtraída de caixa e equivalentes, para obter-se o *Equity Value*. Entretanto, é prática frequente de analistas de mercado realizar alguns ajustes adicionais referentes a ativos e passivos não operacionais que não são refletidos nas projeções do FCFF.

Tabela 5 – Cálculo do *Equity Value* a partir do *Enterprise Value*

Cálculo do <i>Equity Value</i> a partir do <i>Enterprise Value</i>
<i>Enterprise Value</i>
(-) Dívida bruta
(+) Caixa e equivalentes
(-) Provisões para contingências
(+) Depósitos judiciais
(-) Dividendos e juros sobre o capital próprio a pagar
(+) Dividendos e juros sobre o capital próprio a receber
(+) Investimentos
(-) Participação de acionistas não controladores
(=) <i>Equity Value</i>

Fonte: Elaboração do autor

2.2.1.2 Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista (DCF_E)

O Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista (ou DCF_E, do inglês *Discounted Cash Flow to Equity*) é a avaliação da empresa aos seus acionistas, levando em conta os fluxos de caixa posteriores às necessidades de investimento e dos pagamentos e emissões de dívida, conhecidos como fluxos de caixa livres para o acionista (ou FCFE, do inglês *Free Cash Flow to Equity*), sendo que a taxa de desconto reflete o custo de capital dos acionistas da empresa (ou K_e , do inglês *Cost of Equity*). A soma dos valores presentes dos fluxos de caixa para o acionista descontados pelo K_e resulta no *Equity Value* (em inglês, Valor Patrimonial).

Equação 4 - Cálculo do *Equity Value* através do DCF_E

$$Equity\ Value = \sum_{t=1}^{t=n} \left(\frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t} \right) + \frac{Perpetuidade}{(1 + K_e)^n}$$

Fonte: DAMODARAN (2002)

Onde:

$FCFE_t$ = fluxo de caixa livre para o acionista esperado para o período t

K_e = custo do capital dos acionistas, a ser aprofundado posteriormente

Perpetuidade = valor da empresa na perpetuidade no fim do ano n, a ser aprofundado posteriormente

n = número de períodos em que fluxos de caixa são projetados para a empresa

O fluxo de caixa livre para o acionista pode ser calculado a partir do lucro líquido, somando-se a depreciação e amortização e outras despesas não caixa, subtraindo-se o *Capex* e variações no capital de giro da empresa, somando-se contratações de empréstimos e financiamentos e subtraindo-se pagamentos dos mesmos.

Tabela 6 - Cálculo do fluxo de caixa livre para o acionista (FCFE)

Cálculo do Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE)	
Lucro líquido	
(+) Depreciação e amortização	
(+) Outras despesas não-caixa	
(-) <i>Capex</i>	
(-) Variação no capital de giro	
(+) Contratação de empréstimos e financiamentos	
(-) Pagamento de empréstimos e financiamentos	
Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE)	

Fonte: DAMODARAN (2002)

2.2.1.3 DDM (*Dividend Discount Model*)

O Modelo de Dividendos Descontados (ou DDM, do inglês *Dividend Discount Model*) assemelha-se ao DCFE, mas enquanto este se baseia nos fluxos de caixa disponíveis para os acionistas, o DDM se baseia nos dividendos que são distribuídos aos acionistas, sendo que a taxa de desconto empregada continua sendo o K_e e soma dos valores presentes obtidos resulta no *Equity Value*.

Equação 5 - Cálculo do *Equity Value* através do DDM

$$Equity Value = \sum_{t=1}^{t=n} \left(\frac{Dividendos_t}{(1 + K_e)^t} \right) + \frac{Perpetuidade}{(1 + K_e)^n}$$

Fonte: DAMODARAN (2002)

Onde:

$Dividendos_t$ = dividendos esperados a serem distribuídos aos acionistas no período t

K_e = custo do capital dos acionistas, a ser aprofundado posteriormente

Perpetuidade = valor da empresa na perpetuidade no fim do ano n, a ser aprofundado posteriormente

n = número de períodos em que fluxos de dividendos são projetados para a empresa

Segundo Damodaran (2002), o DDM é aplicável para empresas que já possuem uma taxa de crescimento estável e uma política de dividendos bem estabelecida que deve continuar para o futuro. O DDM subvaloriza empresas que distribuem menos dividendos do que sua capacidade e acumulam caixa e nesse caso resulta em um valor menor do que o DCFE.

2.2.1.4 Abordagem do fluxo de caixa descontado a ser utilizada

Segundo Damodaran (2002), o método do fluxo de caixa descontado é a metodologia mais fundamentalista que realiza uma avaliação intrínseca do ativo, permitindo também a elaboração de diversos cenários de desempenho através de análises de sensibilidade, além de não depender de empresas ou transações comparáveis. Como contrapartida, a metodologia apresenta grande sensibilidade em relação às premissas adotadas, que dependem de fatores mais ou menos previsíveis e que dessa forma podem afetar a acuracidade do resultado. Apesar disso, o estudo seguirá com a metodologia do fluxo de caixa descontado como forma de realizar uma análise fundamentalista e mais detalhada.

Com relação às 3 variações do método do fluxo de caixa descontado já apresentadas nesse capítulo, sendo elas o FCFF, FCFE e DDM, na teoria, todas deveriam resultar em resultados suficientemente próximos em caso de adoção de premissas consistentes. Na prática, entretanto, dependendo do ativo que está sendo avaliado, premissas específicas necessárias para cada um dos tipos de fluxo de caixa descontado podem ser mais ou menos previsíveis. Assim, Damodaran (2002) esclarece em quais cenários o uso de cada uma delas se mostra mais propício:

- FCFF: (i) companhia com estrutura de capital já ideal, pois a empresa basicamente irá se refinarciar ao longo dos anos, sem impacto significativo nos fluxos de dívida; (ii) companhia com estrutura de capital altamente imprevisível, pois torna-se bastante desafiador projetar os fluxos de dívida, que dependem de uma série de premissas incertas; (iii) companhia com alto nível de alavancagem, pois o FCFF leva em conta os benefícios do uso de empréstimos no custo de capital da companhia;
- FCFE: (i) companhia que ainda não se encontra com uma estrutura de capital ideal, podendo estar tanto em processo de desalavancagem quanto de alavancagem para atingir uma estrutura de capital considera ideal e cuja trajetória futura até o nível ideal de alavancagem pode ser prevista com certa confiabilidade; (ii) companhia sujeita a restrições regulatórias que impactam o fluxo de caixa livre gerado para o acionista; e
- DDM: (i) companhia que já se encontra com crescimento em estágio de maturidade e que apresenta uma política de distribuição de dividendos regular e bem estabelecida.

Dessa forma, mostra-se mais propício o uso do FCFE. Isto pois a Intermédica, apesar de apresentar uma estrutura de capital já próxima do ideal (em linha com os últimos anos), está sujeita a restrições regulatórias (a serem exploradas adiante) que estabelecem um caixa mínimo a ser observado, não podendo tal valor ser distribuído aos acionistas e impactando assim o fluxo de caixa livre que é gerado para os mesmos. Além disso, a Intermédica se encontra em fase de crescimento acelerado e não apresenta uma política de distribuição de dividendos regular, invalidando o uso do DDM.

2.2.1.5 Taxas de Desconto

Os fluxos de caixa projetados devem ser descontados a valor presente através de taxas de desconto apropriadas. Dessa forma, as taxas de desconto devem refletir o risco associado aos fluxos de caixa futuros da empresa sendo avaliada, de forma que, quanto maior o risco, maior será a taxa de desconto, e por sua vez menor será o valor presente obtido.

Conforme visto anteriormente, o método do FCFF utiliza o WACC, ao passo que o FCFE e o DDM utilizam o K_e como taxas de desconto para obter o valor presente dos fluxos de caixa projetados. Tendo em vista que o FCFE foi a abordagem de fluxo de caixa escolhida para ser aplicada no presente estudo, para fins de concisão, serão detalhados os conceitos e a forma de cálculo apenas do K_e .

2.2.1.5.1 Cálculo do Custo do Capital Próprio (K_e)

O Custo do Capital Próprio pode ser entendido como o retorno que os acionistas esperam obter ao investirem na companhia, devendo incluir uma taxa livre de risco somada a um prêmio de risco de mercado (DAMODARAN, 2002). O modelo mais tradicional para cálculo do custo do capital próprio é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), baseado na fórmula a seguir.

Equação 6 - Cálculo do K_e através do CAPM

$$K_e = R_f + \beta_{\text{companhia}} * R_p$$

Fonte: DAMODARAN (2002)

Onde:

K_e = custo do capital próprio

R_f = taxa livre de risco

$\beta_{companhia}$ = coeficiente beta da companhia

R_p = prêmio de risco

2.2.1.5.2 Beta

O beta consiste na medição do risco da empresa em relação ao índice de mercado ou a média das empresas do mercado em que atua (DAMODARAN, 2002). O beta pode ser representado algebricamente pela covariância do retorno da empresa (r_i) com o retorno do índice de mercado (r_m) dividido pela variância do retorno do índice de mercado.

Equação 7 - Cálculo do beta

$$\beta_i = \frac{\text{Covariância } (r_i, r_m)}{\text{Variância } (r_m)}$$

Fonte: DAMODARAN (2002)

Considerando que a fórmula acima depende de preços históricos da ação da empresa sendo avaliada, o método só é aplicável para empresas listadas em bolsas de valores. A prática mais usual consiste em adotar a bolsa de valores em que a companhia é listada como referência de índice de mercado (no caso do Brasil é mais comumente utilizado o índice Ibovespa para cálculo do beta).

Quanto maior a covariância da empresa com relação ao índice de mercado, maior é o seu beta e portanto maior é o seu risco. Companhias com beta igual a 1 apresentam risco igual à média das empresas dos mercados em que atuam, ao passo que o beta maior ou menor que 1 representa um risco maior ou menor que a média do mercado, respectivamente. O beta da média das empresas do mercado é, por definição, igual a 1.

A abordagem convencional de cálculo do beta, conforme Damodaran (2002) é através do uso de dados históricos dos preços de mercado da empresa e do índice de mercado escolhido para se calcular a regressão entre o retorno da empresa (r_i) e o retorno do índice de mercado (r_m). Como resultado da equação a seguir, a representa o intercepto da regressão e b representa o beta da companhia, sendo a inclinação da curva obtida.

Equação 8 - Cálculo do beta pelo método da regressão

$$r_i = a + b * r_m$$

Fonte: DAMODARAN (2002)

Para o cálculo pelo método da regressão, Damodaran (2002) explica três decisões chaves que devem ser tomadas:

- Definição do tamanho do período utilizado para coleta de dados históricos. Apesar de quanto maior for o período utilizado, mais informações serão coletadas, a companhia pode ter sofrido alterações relevantes em suas características ao longo do tempo que tenham alterado o seu risco e dessa forma informações mais antigas não mais reflitam a realidade atual da companhia;
- Definição do intervalo de retorno utilizado, podendo ser anual, mensal, semanal ou diário. Quanto menor o intervalo de retorno utilizado, mais observações de regressões são feitas, mas como contrapartida o beta de empresas com menor liquidez sofre distorções relevantes; e
- Definição do índice de mercado a ser utilizado como referência. O mesmo deve capturar o risco intrínseco a que a empresa está exposta mas também deve refletir o risco sob o ponto de vista do investidor.

Considerando grandes diferenças de resultado que podem ser obtidas no beta a partir de escolhas diferentes com relação às variáveis acima citadas, Damodaran (2002) propõe uma forma alternativa de cálculo a partir da análise dos fundamentos da empresa. O beta de uma companhia, segundo o autor, é determinado por três variáveis:

- O setor de atuação da empresa, sendo que quanto mais sensível a condições de mercado, maior será seu beta. Assim, pode-se esperar que empresas cíclicas, que variam mais conforme o momento econômico, apresentem um beta maior do que empresas não-cíclicas. Quanto maior a dependência da companhia das condições de mercado, menos previsível será sua receita, o que se traduz em um risco maior e portanto um beta maior;
- A alavancagem operacional da empresa, definida como o percentual de custos fixos em relação aos custos totais da empresa, isto é, a soma dos custos fixos com os custos variáveis. Quanto maior a alavancagem operacional da empresa, maior é a variabilidade de seus resultados, o que se traduz em um risco maior e portanto em um beta maior; e

- A alavancagem financeira da empresa, definida como o percentual da estrutura de capital da empresa que é composta por dívida. Quanto maior a alavancagem financeira da empresa, maior é a despesa com juros e maior é a variabilidade de seus resultados, o que se traduz em um risco maior e portanto em um beta maior. Além disso, intuitivamente, quanto maior a alavancagem financeira de uma empresa, mais arriscado torna-se a mesma conseguir pagar todos os seus credores, e assim a empresa passa a apresentar um risco maior e portanto um beta maior.

Os cinco passos, portanto, para cálculo do beta a partir do método dos fundamentos são:

- i) Identificação de uma amostra de empresas comparáveis à empresa sendo avaliada que sejam listadas em bolsas de valores
- ii) Cálculo do beta das empresas comparáveis através do método da regressão descrito anteriormente
- iii) Cálculo do beta desalavancado das empresas comparáveis, ou seja, eliminando o risco associado à alavancagem financeira de cada companhia

Equação 9 - Cálculo do beta desalavancado

$$\beta_{desalavancado} = \frac{\beta_{alavancado}}{(1 + (1 - t) * \frac{D}{E})}$$

Fonte: DAMODARAN (2002)

Onde:

D = valor da dívida da companhia

E = valor do patrimônio líquido da companhia

t = alíquota de imposto

- iv) Cálculo do beta do setor, a partir da média, mediana ou média ponderada pelo valor de mercado das companhias a partir do beta desalavancado
- v) Cálculo do beta da companhia, aplicando-se o beta desalavancado do setor ao risco da alavancagem financeira apresentado pela companhia

Equação 10 - Cálculo do beta alavancado

$$\beta_{alavancado} = \beta_{desalavancado} * (1 + (1 - t) * \frac{D}{E})$$

Fonte: DAMODARAN (2002)

Vale ressaltar que, ao contrário do método da regressão, o método dos fundamentos permite calcular o beta para empresas não listadas em bolsa pois não exige a análise histórica dos preços da ação da empresa sendo avaliada mas sim de um grupo de empresas comparáveis listadas em bolsa.

2.2.1.5.3 Taxa Livre de Risco

A Taxa Livre de Risco é baseada no retorno de ativos considerados livres de risco, isto é, onde sempre o retorno observado é igual ao retorno esperado (DAMODARAN, 2002). Para tanto, o supracitado autor define duas condições que um ativo deve observar para poder ser considerado livre de risco:

- Ausência de risco de inadimplência. Tal critério desclassifica ativos relacionados a empresas privadas, já que até as maiores e mais seguras empresas privadas possuem algum risco de inadimplência. Os únicos ativos que podem ser considerados livres de risco de inadimplência são os governamentais, considerando que no limite os governos conseguem imprimir dinheiro para pagarem as dívidas. Entretanto, nem todos os governos podem ser considerados livres de risco de inadimplência, especialmente aqueles que possuem histórico de não honrarem com obrigações de governos ou regimes antecedentes; e
- Ausência de risco de reinvestimento. Para um ativo livre de risco de inadimplência ser considerado livre de risco, o mesmo não deve apresentar pagamentos intermediários de amortização e juros entre a data de emissão e vencimento, dado que haveria a incerteza em relação a taxa que esses pagamentos intermediários seriam reinvestidos.

A taxa mais comumente utilizada como livre de risco é a taxa de juros dos *Treasury Bonds* emitidos pelo governo dos Estados Unidos da América. Isso pois os EUA é o país com melhor risco de crédito do mundo e os títulos citados não possuem pagamentos intermediários. Além disso cabe ressaltar que a taxa de juros possui pouca variação no país, o que ajuda a tornar mais previsível ainda os retornos de tal ativo. Por fim, Damodaran (2002) ainda ressalta que os ativos devem possuir maturidade semelhante com os fluxos de caixa sendo projetados. É mais comumente utilizado então o título do governo americano com vencimento em dez anos.

2.2.1.5.4 Prêmio de Risco

Investimentos com maior grau de risco devem possuir retornos esperados maiores do que investimentos menos arriscados. Quanto maior a variância dos retornos obtidos em relação aos retornos esperados, maior será considerado o nível de risco do investimento. Assim, o retorno esperado de qualquer investimento pode ser entendido como a soma de uma taxa livre de risco com um prêmio de risco demandado pelos investidores para compensar o risco que estão incorrendo ao investirem em determinado ativo (DAMODARAN, 2002).

O método tradicional para se medir prêmios de risco consiste em analisar os retornos obtidos historicamente por um conjunto ou classe de ativos e compará-los com os retornos obtidos historicamente por ativos livres de risco (DAMODARAN, 2002). Podem haver diferenças significativas nos resultados obtidos por três razões principais, ainda segundo Damodaran (2002):

- O período histórico utilizado para cálculo dos prêmios, geralmente variando de 10 até 50 anos;
- A taxa livre de risco utilizada, podendo variar a partir da maturidade do ativo escolhido como livre de risco; e
- O cálculo dos prêmios históricos, podendo ser calculados através de médias aritméticas ou geométricas.

Apesar de amplamente utilizado, o método de cálculo de prêmios históricos se torna duvidoso e incerto em mercados emergentes (o que inclui o Brasil), que possuem históricos mais curtos e voláteis (DAMODARAN, 2002). Assim, nesses países o prêmio de risco pode ser entendido como a soma do prêmio de risco em um país com um mercado já maduro (geralmente é utilizado os EUA como referência) somado a um prêmio de risco associado ao país em questão.

Equação 11 - Cálculo do prêmio de risco

$$R_p^{\text{mercado não maduro}} = R_p^{\text{mercado maduro}} + \text{Prêmio de risco país}$$

Fonte: DAMODARAN (2002)

O prêmio de risco país pode ser estimado principalmente por quatro métodos:

- CDS (*Country Default Spread*) do país, que consiste em um derivativo que remunera seu portador em caso de inadimplência, sendo considerado como o prêmio de risco do país

- EMBI (*Emerging Markets Bond Index*), índice calculado pelo banco JP Morgan que reflete a diferença nas taxas de retorno de títulos emitidos por países emergentes com relação a títulos emitidos pelo tesouro americano;
- *Spread* entre taxas de juros de títulos públicos em dólar com vencimento similar emitidos pelos governos brasileiro e americano; e
- Cálculo do risco país baseado em *ratings* atribuídos ao mesmo pelas principais agências de *rating* (Standard & Poors, Fitch, Moody's).

2.2.1.5.5 Do K_e em dólar ao K_e em real

Após o cálculo do K_e em moeda americana, é necessário convertê-lo para a moeda brasileira. Isso pois a taxa livre de risco, para a qual foi usado o título de dívida do governo americano como referência, é quem determina a moeda em que o K_e foi calculado. A conversão leva em conta o diferencial de inflação entre os dois países tendo em vista que a inflação pode ser vista como um risco ao investimento, sendo que quanto maior a inflação, maior é a desvalorização do dinheiro.

Equação 12 - Conversão do K_e em dólar para o K_e em real

$$K_e^{real} = K_e^{dólar} * \frac{(1 + Inflação_{Brasil})}{(1 + Inflação_{EUA})} - 1$$

Fonte: DAMODARAN (2002), adaptado pelo autor

2.2.1.6 A Perpetuidade

Considerando que é impossível estimar fluxos de caixa infinitamente, o método do fluxo de caixa descontado realiza projeções de fluxos de caixa durante determinado período e então calcula o valor da companhia no fim desse período, chamado de valor residual ou terminal, trazendo-o também a valor presente (DAMODARAN, 2002).

Existem três formas principais de calcular o valor terminal, sendo elas (DAMODARAN, 2002):

- Assumir que a empresa, no ano terminal, encerrará suas atividades e liquidará todos os seus ativos, estimando assim o valor que a empresa arrecadaria com a venda;
- Aplicar um múltiplo de saída no ano terminal da companhia relacionado a receita, EBITDA, lucro líquido, valor patrimonial ou geração de caixa; e
- Aplicar um crescimento estável para os fluxos de caixa da companhia no futuro.

O presente estudo adotará a terceira alternativa, uma vez que corrobora com a finalidade da metodologia de fluxo de caixa de buscar avaliar o valor intrínseco da empresa e não o valor relativo da mesma.

No desenvolvimento da metodologia de fluxo de caixa, nenhuma variável afeta mais o valor da empresa do que a taxa de crescimento estável na perpetuidade (DAMODARAN, 2002). Isto pois o valor da perpetuidade de uma empresa representa na maioria dos casos a maior parte do valor presente obtido.

Conforme as companhias crescem, torna-se cada vez mais difícil manter o mesmo ritmo de crescimento e eventualmente todas as empresas atingem a maturidade, quando passam a apresentar uma taxa de crescimento estável igual ou inferior à taxa de crescimento da economia. Por definição, nenhuma empresa pode apresentar crescimento maior que o da economia na perpetuidade pois nenhuma empresa conseguirá crescer para sempre mais rápido do que a economia em que atua (DAMODARAN, 2002).

Ao se escolher o horizonte de projeção dos fluxos de caixa, é fundamental que seja longo o suficiente para que a empresa consiga atingir um crescimento estável até o fim da projeção. Projeções com horizontes de tempo demasiado curtos farão com que a empresa apresente crescimento na perpetuidade maior do que efetivamente terá capacidade de apresentar.

O valor terminal de uma companhia no FCFE no último ano de projeção de fluxo de caixa após n anos de projeção pode ser calculado a partir da fórmula a seguir.

Equação 13 - Cálculo do valor terminal no FCFE

$$Valor\ terminal = \frac{FCFE_n * (1 + g_{FCFE})}{(K_e - g_{FCFE})}$$

Fonte: DAMODARAN (2002), adaptado pelo autor

O crescimento na perpetuidade no FCFE deve também refletir o quanto de reinvestimento a companhia realiza em seu negócio, representado pelo percentual do lucro líquido que não é distribuído na forma de dividendos, e pode ser calculado pela fórmula a seguir.

Equação 14 - Cálculo do g no FCFE

$$g_{FCFE} = \left(1 - \frac{Dividendos}{Lucro\ Líquido}\right) * ROE$$

Fonte: DAMODARAN (2002), adaptado pelo autor

O ROE (em inglês, *Return on Equity*) é um bom parâmetro para se analisar, no FCFE, se os retornos que a companhia está produzindo são satisfatórios tendo em vista o seu K_e . Se o ROE superar o K_e , significa que a companhia está gerando retornos maiores do que a expectativa de seus acionistas. Caso seja inferior ao K_e , a companhia está produzindo retornos abaixo da expectativa de seus acionistas.

Equação 15 - Cálculo do ROE

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Fonte: DAMODARAN (2002), adaptado pelo autor

2.2.2 Avaliação por Empresas Comparáveis

A Avaliação por Empresas Comparáveis se baseia na avaliação de um ativo a partir de como o mercado está atualmente precificando ativos similares com relação a variáveis comuns (DAMODARAN, 2002). De acordo com Assaf Neto (2014), a metodologia consiste em aplicar múltiplos de empresas semelhantes cotadas em bolsas de valores sobre a empresa sendo avaliada, que pode ou não ser listada em bolsa de valores.

A popularidade da avaliação por empresas comparáveis se deve, segundo Damodaran (2002), por alguns fatores:

- Menor quantidade de premissas necessárias e mais rapidamente executável do que a metodologia do fluxo de caixa descontado;
- Mais simples de entender e de apresentar para terceiros do que a metodologia do fluxo de caixa descontado; e
- Mais provável de refletir o sentimento atual do mercado ao passo que foca na avaliação relativa e não no valor intrínseco.

A grande limitação da avaliação relativa, no entanto, se dá justamente pelo fato de que duas empresas nunca são 100% comparáveis (DAMODARAN, 2002). Em alguns casos, inclusive, o método pode se mostrar inválido caso seja verificado que existe uma amostra demasiada pequena de empresas que podem ser consideradas comparáveis à empresa sendo avaliada.

O passo a passo a ser seguido, de acordo com Holthausen (et al, 2014), consiste em:

- Identificação de companhias comparáveis, isto é, empresas da mesma indústria e com os mesmos *drivers* de valor;

- Escolha dos múltiplos de mercado que fazem sentido serem aplicados considerando o setor em que a empresa atua;
- Coleta de informações para cálculo dos múltiplos, sendo elas históricas (normalmente relativas aos últimos doze meses) ou projeções por analistas do mercado (normalmente relativas aos próximos doze meses);
- Cálculo da média ou mediana dos múltiplos das empresas comparáveis; e
- Aplicação da média ou mediana de cada múltiplo para a empresa sendo avaliada, obtendo-se um intervalo para o valor justo.

Os múltiplos consistem na divisão de uma métrica financeira (*Enterprise Value* ou *Equity Value*) por uma métrica operacional (geralmente receita, EBITDA, lucro líquido ou valor patrimonial). Quanto maior o valor de um múltiplo, mais sobrevalorizada a empresa tende a estar.

Damodaran (2002) ressalta que os múltiplos devem ser consistentes, isto é, caso o numerador seja o valor da companhia como um todo (*Enterprise Value*), o denominador deve ser uma métrica operacional disponível para acionistas e credores (receita e EBITDA). Caso o numerador seja o valor da companhia para os seus acionistas (*Equity Value*), o denominador deve ser uma métrica operacional disponível apenas para os acionistas (lucro líquido e valor patrimonial).

O múltiplo Preço / Lucro Líquido (ou P/E, do inglês *Price To Earnings*) consiste na divisão do *Equity Value* da companhia pelo lucro líquido atribuído aos acionistas controladores. É considerado o múltiplo mais simples de ser entendido e o que melhor representa a rentabilidade da empresa pois leva em conta todas os custos e despesas operacionais e não operacionais. Entretanto, não é recomendado para empresas que ainda não são lucrativas ou então para empresas que possuem alavancagem alta ou estão expostas a variações cambiais significativas pois nesses casos o lucro líquido pode apresentar grandes distorções.

Equação 16 - Cálculo do múltiplo Preço / Lucro Líquido (P/E)

$$P/E = \frac{\text{Equity Value}}{\text{Lucro Líquido}}$$

Fonte: DAMODARAN (2002), adaptado pelo autor

O múltiplo Preço / Valor Patrimonial (ou P/BV, do inglês *Price to Book Value*) consiste na divisão do *Equity Value* da companhia pelo seu patrimônio líquido. Indica qual a relação do preço de mercado da companhia com o seu patrimônio líquido, sendo que uma companhia na

teoria deveria valer no mínimo o seu patrimônio líquido. É mais comumente utilizado no setor financeiro pois grande parte dos ativos e passivos são negociados em mercado e dessa forma possuem valores atualizados, o que implica que o valor de mercado da empresa deve convergir para o valor de seu patrimônio líquido.

Equação 17 - Cálculo do múltiplo Preço / Valor Patrimonial (P/BV)

$$P/BV = \frac{\text{Equity Value}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Fonte: DAMODARAN (2002), adaptado pelo autor

O múltiplo Valor da Empresa / EBITDA (ou EV/EBITDA, do inglês *EV to EBITDA*) consiste na divisão do *Enterprise Value* da companhia pelo EBITDA. É comumente utilizado para empresas com diferentes estruturas de capital pois não leva em consideração o montante de dívida que a companhia possui ou então para empresas de diferentes países pois não é impactado pelo regime de impostos que a companhia está sujeita, podendo variar significativamente no caso de companhias de diferentes países.

Equação 18 - Cálculo do múltiplo Valor da Empresa / EBITDA (EV/EBITDA)

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}}$$

Fonte: DAMODARAN (2002), adaptado pelo autor

O múltiplo Valor da Empresa / Receita (ou EV/Sales, do inglês *EV to Sales*) consiste na divisão do *Enterprise Value* da companhia pela receita líquida. É comumente utilizado para empresas que não apresentam lucratividade, como empresas incipientes ainda em fase de crescimento acelerado ou empresas em reestruturações financeiras.

Equação 19 - Cálculo do múltiplo Valor da Empresa / Receita (EV/Sales)

$$EV/Sales = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Receita Líquida}}$$

Fonte: DAMODARAN (2002), adaptado pelo autor

2.2.3 Avaliação por Transações Comparáveis

Conforme explica Assaf Neto (2014), a metodologia de transações comparáveis consiste em aplicar múltiplos pagos em vendas de ativos semelhantes sobre a empresa sendo avaliada. Geralmente são aplicados os mesmos múltiplos utilizados na metodologia de avaliação por empresas comparáveis.

A avaliação por transações comparáveis, assim como a avaliação por empresas comparáveis, é um método de avaliação relativa que apresenta maior simplicidade, menor quantidade de premissas necessárias e maior probabilidade de refletir o sentimento atual de mercado, mas também não reflete uma avaliação intrínseca da companhia sendo avaliada.

É esperado que a avaliação por transações comparáveis apresente um resultado maior do que a avaliação por empresas comparáveis e por DCF pois aquisições envolvem prêmio pela aquisição do controle da companhia e por sinergias decorrentes da transação.

Além disso, a metodologia é muitas vezes afetada pela quantidade pequena de transações comparáveis ou então com informações públicas. Não obstante, transações antigas podem não mais se mostrarem válidas por não mais refletirem o sentimento atual de mercado. Apesar disso, ao contrário da avaliação por empresas comparáveis, a avaliação por transações comparáveis pode fazer uso de informações envolvendo empresas privadas.

2.2.4 Abordagem de avaliação relativa a ser utilizada

As metodologias de avaliação por empresas e transações comparáveis, apesar de refletirem o sentimento atual de mercado e serem de mais fácil execução devido a uma menor quantidade de premissas necessárias, apresentam uma amostra limitada de empresas e transações efetivamente comparáveis. Além disso, a avaliação por transações comparáveis resulta em valores maiores por conta de prêmio de controle e sinergias. Assim, como avaliação do resultado obtido no FCFE, será utilizada a metodologia de empresas comparáveis.

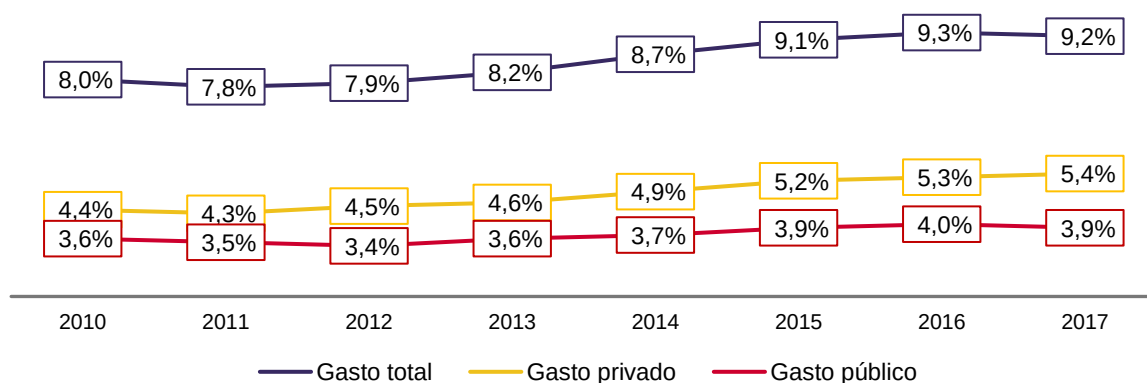
3 ANÁLISE SETORIAL

3.1 SETOR DE SAÚDE NO BRASIL

O sistema de saúde brasileiro é formado por três componentes: o setor público, que compreende os serviços que são financiados e fornecidos pelo Estado nos níveis federal, estadual e municipal; o setor privado, que visa ou não o lucro, que envolve os serviços financiados de diversas formas com recursos públicos ou privados; o setor de saúde suplementar, que corresponde aos diferentes tipos de planos e seguros privados de saúde (BARBOSA, 2013).

Além de responsável por diversos produtos e serviços essenciais à população, o setor de saúde é responsável por parcela considerável do PIB e dos postos de empregos formais no país. No ano de 2017, o setor foi responsável por 7,1% das ocupações de emprego e 9,6% do total das remunerações, ao passo que as despesas com consumo final de bens e serviços de saúde representaram 9,2% do PIB (IBGE, 2019).

Gráfico 1 - Participação do gasto do setor de saúde no PIB do Brasil (%)



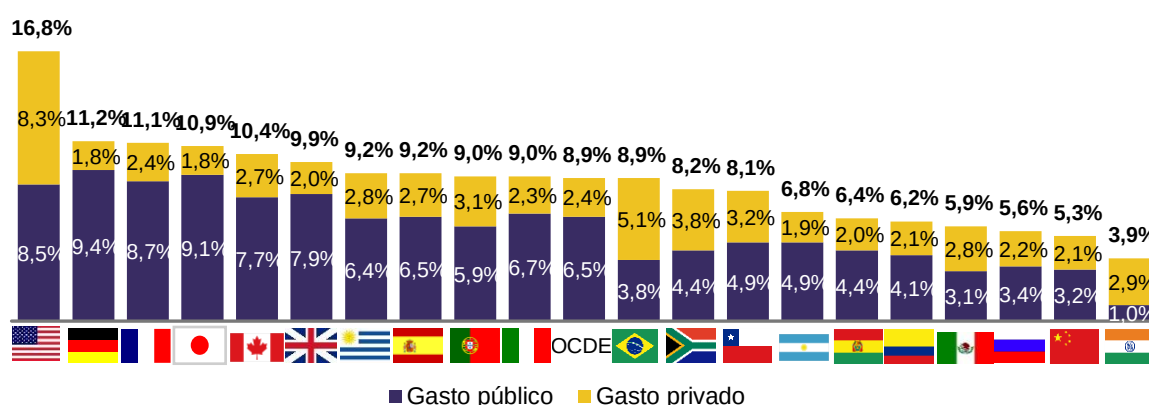
Fonte: IBGE (2019)

No ano de 2019 o Brasil observou R\$658 bilhões em despesas com saúde, ou 9,1% do PIB, dos quais (ANAHP, 2020): R\$372 bilhões (57%) referentes a gastos privados, divididos em R\$172 bilhões (26%) de gastos particulares e R\$199 bilhões (30%) de gastos com planos de saúde; R\$286 bilhões (43%) referentes a gastos públicos, divididos em R\$121 bilhões (18%) gastos pelo governo federal, R\$73 bilhões (11%) gastos pelos governos estaduais e R\$91 bilhões (14%) gastos pelos governos municipais.

A constituição brasileira define que a partir de 2020 o governo federal deve aplicar pelo menos 15% de sua receita corrente líquida na saúde pública (comparado a 14,5% em 2019), ao passo que os estados e municípios devem investir pelo menos 12% e 15%, respectivamente, das arrecadações no setor (CONASS, 2016).

Enquanto que, no Brasil os gastos privados superam os gastos públicos com saúde, nota-se uma dinâmica inversa em diversos países ao redor do mundo, tanto desenvolvidos quanto em desenvolvimento. Os países integrantes da OCDE (Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico) apresentam em média gastos públicos quase 3 vezes maiores que os gastos privados com o setor de saúde.

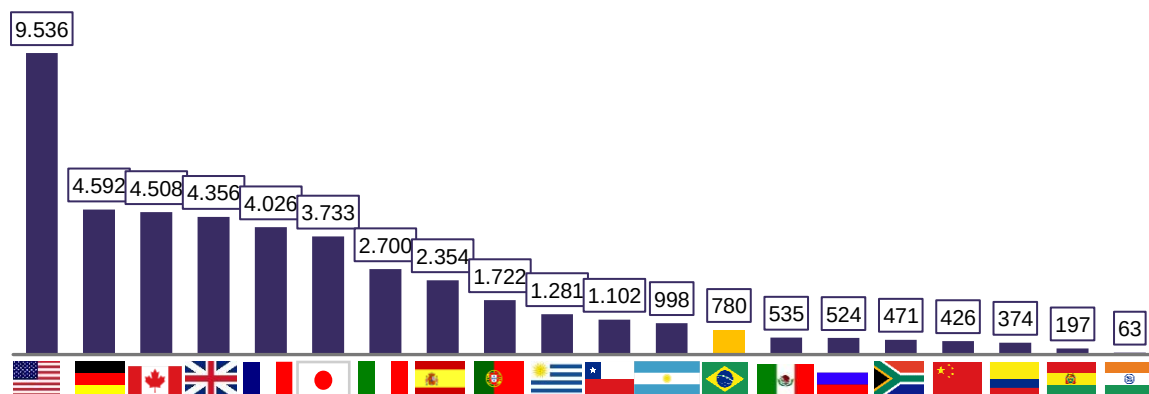
Gráfico 2 - Despesas com saúde como proporção do PIB em 2015 (%)



Fonte: OMS (2020)

Ainda em 2015, o Brasil apresentou uma despesa *per capita* com saúde no valor de US\$780, significativamente inferior quando comparada a países desenvolvidos como Estados Unidos, Alemanha, Canadá e Reino Unido.

Gráfico 3 - Despesa per capita com saúde em 2015 (US\$)



Fonte: OMS (2020)

O Brasil possui uma infraestrutura formada por 322.367 estabelecimentos de saúde cadastrados, sendo distribuídos nas regiões norte (5%), nordeste (20%), sudeste (45%), sul (22%) e centro-oeste (8%) e mais detalhadamente formada principalmente por: 6.928 hospitais, 37.736 centros de saúde/unidades básicas de saúde, 155.236 consultórios e 9.044 postos de saúde (DATASUS, 2020).

A cadeia de valor no setor de saúde, de acordo com Morgan Stanley (2018), é formada principalmente por corretoras de planos de saúde, operadoras de planos de saúde, hospitais e clínicas, laboratórios e clínicas de diagnóstico, produtores de medicamentos e cosméticos e distribuidores e varejistas dos mesmos. Mais detalhadamente:

- Corretoras de planos de saúde: são responsáveis por venderem planos de saúde de terceiros à população, buscando obter melhores condições de negociação para seus clientes. No Brasil, o principal exemplo de corretora de planos de saúde é a Qualicorp;
- Operadoras de planos de saúde: são responsáveis por venderem planos de saúde à população, estes que dão acesso à serviços de saúde em determinados provedores, e em troca remuneram os provedores de serviços de acordo com os serviços que estes prestaram a seus beneficiários. No Brasil, os principais exemplos de operadoras de planos de saúde são: Notredame Intermédica, Hapvida, SulAmérica, Amil, Bradesco, Unimed, Porto Seguro, Odontoprev e Prevent Senior;
- Hospitais e clínicas: são responsáveis por proverem a população com serviços médico-hospitalares, sejam eles consultas, exames, pequenos procedimentos e

cirurgias. No Brasil, as principais redes de hospitais são: Rede D'Or, Ímpar e Kora Saúde;

- Laboratórios e clínicas de diagnóstico: são responsáveis por proverem a população com serviços de exames de diagnóstico, sejam eles por amostra, imagem etc. No Brasil, os principais exemplos de laboratórios e clínicas de diagnóstico são: Fleury, Alliar, Hermes Pardini, DASA;
- Produtores de medicamentos e cosméticos: são responsáveis pela produção de medicamentos e cosméticos, muitos usados em prevenção e tratamentos de problemas de saúde e doenças. No Brasil, as principais redes farmacêuticas são: Eurofarma, EMS, Hypera, Sanofi, Cimed e Aché; e
- Distribuidores e varejistas: são responsáveis por venderem medicamentos e cosméticos dos farmacêuticos para a população, através de lojas físicas (farmácias) e canais de venda online. No Brasil, os principais exemplos de distribuidores e varejistas de medicamentos são: Raia Drogasil, Drogaria São Paulo, Dimed, Profarma, Grupo SC, Panvel e Pague Menos.

3.1.1 O público e o privado

O Sistema Único de Saúde (SUS), o sistema público de assistência à saúde, foi definido pela Constituição de 1988 e instituído pela Lei 8.080 de 19 de setembro de 1990 com o objetivo central de promover a saúde pública no Brasil baseada em universalidade, integralidade e descentralização (NISHIJIMA; CYRILLO; JUNIOR, 2010). Apesar de ter nascido como um sistema universal e “único”, a própria constituição estabelece espaço para o setor privado sob a forma de um sistema suplementar (ALMEIDA, 1998).

O SUS foi criado de forma tardia em relação aos países desenvolvidos europeus e, ao contrário do cenário de crescimento que estes países observavam quando da criação de seus sistemas de seguridade social, o Brasil enfrentava uma crise econômica mundial nos anos 80 configurada por queda das taxas de lucro, desaceleração do crescimento da produtividade e desemprego (BARBOSA, 2013).

O financiamento do SUS é promovido por meio de recursos da Seguridade Social (Previdência, Assistência e Saúde) cabendo à União as atividades de planejamento, acompanhamento, fiscalização e controle e aos Estados e Municípios o comando da execução dos serviços. Assim, embora o financiamento do sistema público de saúde seja majoritariamente

dependente do governo federal, a operação do sistema é comandada prioritariamente de forma local, o que acaba originando tensões dentro do sistema de saúde (BARBOSA, 2013).

O SUS apresenta uma oferta insuficiente de bens e serviços de saúde para a população e indicadores inferiores aos níveis recomendados pela Organização Mundial da Saúde na maior parte das regiões do país (FARIAS; MELAMED, 2003). A oferta insuficiente de bens públicos para fins de assistência médica aumenta o tempo de espera por tratamentos, principalmente aqueles não configurados como emergência, e acaba por reduzir a resolutividade do sistema e limitar o seu acesso (NISHIJIMA; CYRILLO; JUNIOR, 2010).

O avanço do SUS depende primordialmente da solução de dois problemas fundamentais: a dificuldade de acesso, esta que ocorre devido à distribuição desigual da oferta de serviços entre as Regiões, Estados e Municípios e à baixa oferta de serviços nos grandes centros populacionais do Brasil; o problema do financiamento do sistema público de saúde (BARBOSA, 2013).

De acordo com pesquisa realizada pelo Datafolha, 54% dos brasileiros classificam a saúde pública como ruim ou péssima, 28% como regular e 17% como ótima ou boa, enquanto que os principais problemas observados são o tempo de espera demorado, a falta de recursos e a má gestão (FOLHA DE SÃO PAULO, 2018).

A saúde como política pública incentivou e nunca renunciou ao crescimento do capital privado no Brasil, sendo que este último sempre dependeu de subsídios do fundo público. O crescimento dos subsetores privados da saúde foi historicamente sempre acompanhado de benefícios fiscais oferecidos pelo Estado (CISLAGHI, 2019).

De acordo com dados da Receita Federal (2018), do total de R\$306 bilhões de renúncia tributária estimada para o ano de 2019, 13,5% ou então R\$41 bilhões se referem a renúncias fiscais com o setor de saúde, destacando-se a dedução de gastos de saúde no imposto de renda das pessoas físicas e jurídicas, que representa mais de um terço desse valor.

Segundo Barbosa (2013), o incentivo concedido à saúde privada pelo governo federal traz consequências para a discussão da equidade do acesso à saúde, esta bastante relevante para a sobrevivência do SUS.

É possível verificar a interligação entre o público e o privado no setor de saúde no Brasil de diversas outras formas. O SUS faz uso de dependências privadas para atendimento de seus usuários, ao passo que o sistema privado também faz uso do SUS para assistência de seus pacientes (NISHIJIMA; CYRILLO; JUNIOR, 2010).

Segundo Bahia e Scheffer (2010) é equivocado afirmar que os planos e seguros de saúde privados desoneram o SUS. Usuários continuam utilizando o sistema público para procedimentos mais complexos e caros não cobertos por seus planos de saúde.

3.2 SETOR DE PLANOS DE SAÚDE NO BRASIL

Apesar de ser chamado de setor de saúde suplementar, o setor de planos de saúde é na verdade substitutivo, isto pois, para quem pode pagar, é oferecido um nível de tratamento, possibilidade de escolha de localidade e rapidez no acesso superior ao encontrado no sistema público de saúde (BAHIA; SCHEFFER, 2010).

Segundo pesquisa realizada pelo Ibope a pedido do IESS (2015), plano de saúde é o terceiro bem mais desejado pelos brasileiros, atrás apenas de educação e casa própria. A pesquisa ainda mostrou que:

- 75% da população detentora de planos de saúde está satisfeita ou muito satisfeita;
- 86% da população detentora de planos de saúde provavelmente ou com certeza continuará possuindo um plano de saúde;
- 74% da população não detentora de planos de saúde gostaria de possuir um plano de saúde, sendo que em 74% dos casos o preço alto é o principal motivo de ainda não possuírem um plano de saúde; e
- 86% da população não detentora de planos de saúde considera importante ou muito importante possuir um plano de saúde.

O setor de planos de saúde funciona sob a forma de um sistema mutualista, isto é, diversas pessoas contribuem, a partir do pagamento de uma mensalidade fixa, para que algumas pessoas utilizem os serviços, e assim os custos da utilização dos procedimentos pelos integrantes da cadeia se diluem entre o grupo (ANS, 2020).

3.2.1 Características dos planos de saúde

De acordo com a ANS (2020), as principais características que variam entre os diversos tipos de planos de saúde disponíveis no mercado são:

- Preço: valor fixo mensal a ser pago à operadora, independentemente dos serviços de saúde utilizados no período;
- Segmentação assistencial: a cobertura do plano pode ser ambulatorial (consultas, exames e terapias), hospitalar sem obstetrícia (apenas internação, sem cobertura para

parto), hospitalar com obstetrícia (apenas internação, com cobertura para parto), ambulatorial e hospitalar sem obstetrícia (consultas, exames, terapias e internações, sem cobertura para parto), ambulatorial e hospitalar com obstetrícia (consultas, exames, terapias e internações, com cobertura de parto), odontológico (exclusivamente para consultas e exames odontológicos) e referência (consultas, exames, terapias, internações, com cobertura de parto e cobertura total após 24 horas de adesão ao plano para atendimentos de urgência e emergência);

- Rede assistencial: profissionais e estabelecimentos que fazem parte da rede assistencial da operadora, ou seja, que aceitam o convênio. Alguns planos possuem contratos de livre escolha de prestador, com reembolso posterior da operadora;
- Abrangência geográfica: os planos de saúde podem ter cobertura nacional ou regionalizada;
- Período de carência: período previsto em contrato no qual a mensalidade é paga mas ainda não se tem acesso a determinadas coberturas previstas. O motivo por trás da existência do período de carência, regulamentado pela ANS, é evitar que planos de saúde sejam utilizados para ocorrências já decorridas no momento da contratação, mas sim para as ocorrências incertas, aleatórias e futuras;
- Coparticipação: valor a ser pago pelo consumidor à operadora, em adição ao valor fixo mensal, em razão da realização de um procedimento ou evento em saúde;
- Franquia: valor estabelecido no contrato do plano de saúde até o qual a operadora não tem responsabilidade de cobertura; e
- Limite de exposição financeira: valor máximo a ser pago por um beneficiário em razão da incidência de coparticipação ou franquia.

É direito do beneficiário: realizar a contratação de planos de saúde sem qualquer restrição de acesso, seja por idade ou doença; independentemente do plano de saúde contratado, ter acesso a determinadas consultas, exames e tratamentos mínimos previstos pela ANS; atendimento dentro dos prazos máximos estabelecidos pela ANS; reembolso em caso de contrato de livre escolha ou falta de atendimento coberto; portabilidade para outro plano sem cumprir carências. Como deveres, o beneficiário deve: declarar doenças e lesões preexistentes no ato da contratação; estar ciente de que a operadora pode aplicar reajustes anuais e por faixa etária.

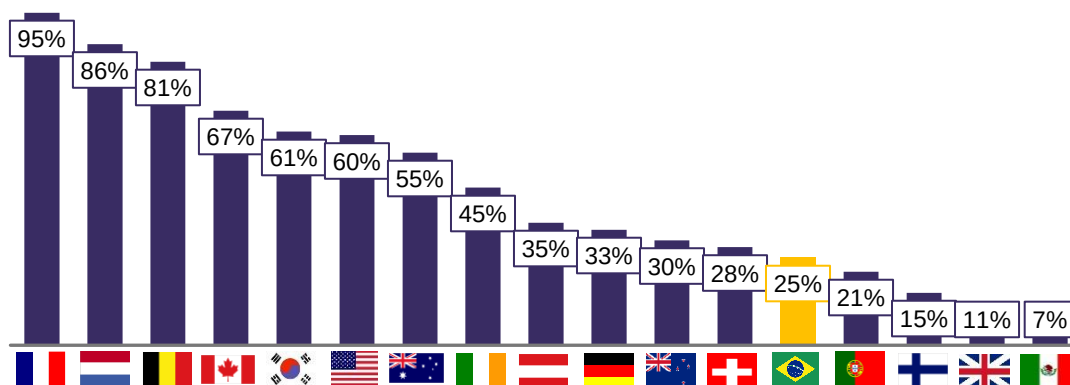
Ainda de acordo com a ANS (2020), os planos de saúde podem ser classificados em:

- Individual/familiar: plano de saúde contratado por pessoas físicas/famílias diretamente da operadora de planos de saúde ou através de uma corretora;
- Coletivo por adesão: plano de saúde contratado por pessoa jurídica que representa um grupo de pessoas de adesão voluntária definido de acordo com categoria profissional ou área de atuação, sendo que a contratação deve ser feita através de uma corretora; e
- Coletivo empresarial: plano de saúde contratado por empresas, diretamente da operadora de planos de saúde ou através de uma corretora, para assistência aos funcionários, muitas vezes se estendendo aos familiares dos mesmos.

3.2.2 Penetração dos planos de saúde

O Brasil apresentou, no ano de 2013, uma taxa de cobertura de planos privados de saúde de 25%, significativamente inferior a diversos países desenvolvidos como França (95%), Canadá (67%), Estados Unidos (60%), Austrália (55%) e Alemanha (33%).

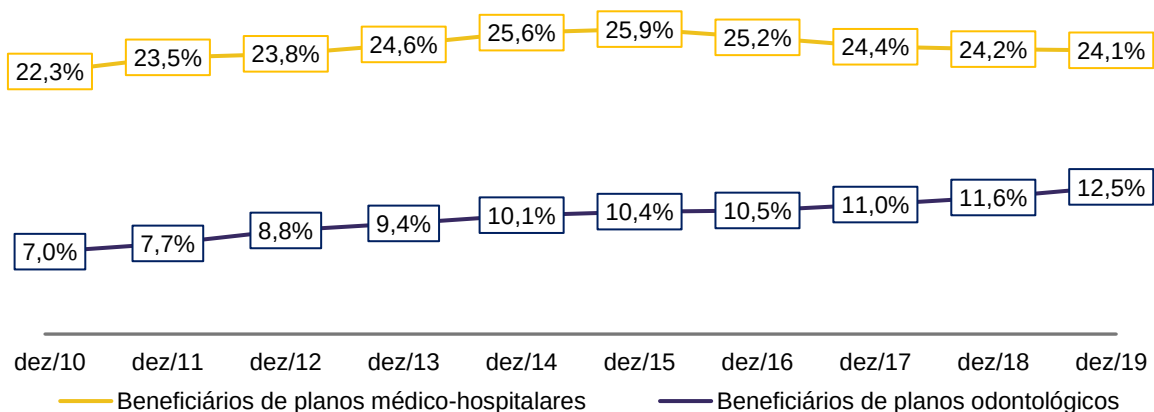
Gráfico 4 - Taxa de cobertura de planos privados de saúde no mundo em 2013



Fonte: Bradesco BBI (2018)

Atualmente, 24,1% da população brasileira é beneficiária de algum tipo de plano privado de assistência médica, podendo incluir ou não serviços de odontologia, totalizando 47,0 milhões de pessoas, ao passo que 12,5% da população possui acesso a algum tipo de plano privado exclusivamente odontológico, totalizando 25,8 milhões de pessoas.

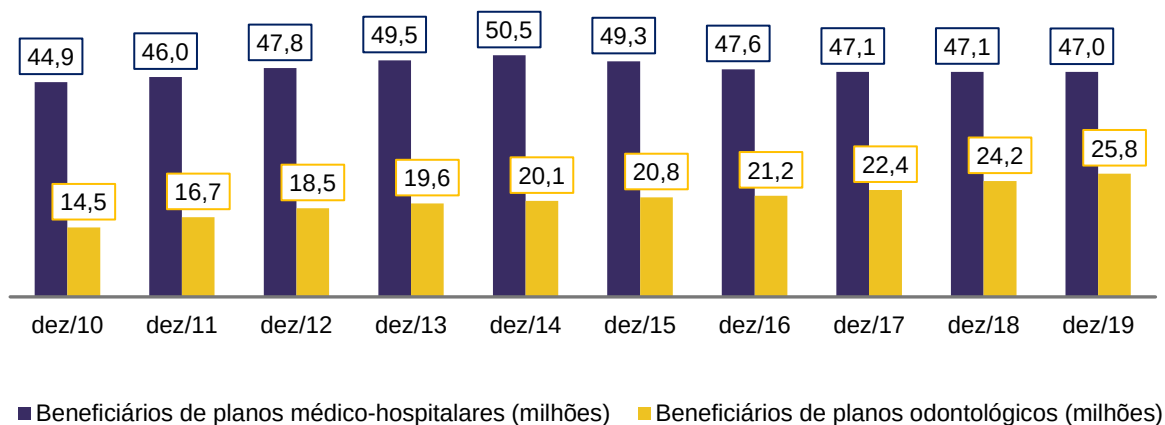
Gráfico 5 - Taxa de cobertura de planos privados de saúde no Brasil



Fonte: ANS (2020)

O número de beneficiários de planos médico-hospitalares apresentou um CAGR (do inglês, *Compound Annual Growth Rate*) de 0,5% no período entre 2010 e 2019, ao passo que o número de beneficiários de planos odontológicos apresentou um CAGR de 6,6% no mesmo período.

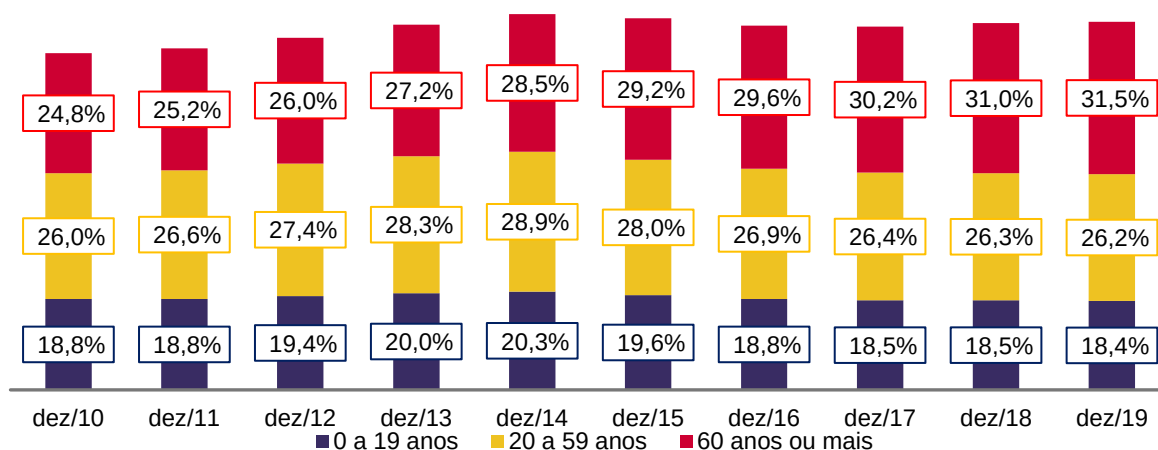
Gráfico 6 - Número de beneficiários de planos privados de saúde no Brasil



Fonte: ANS (2020)

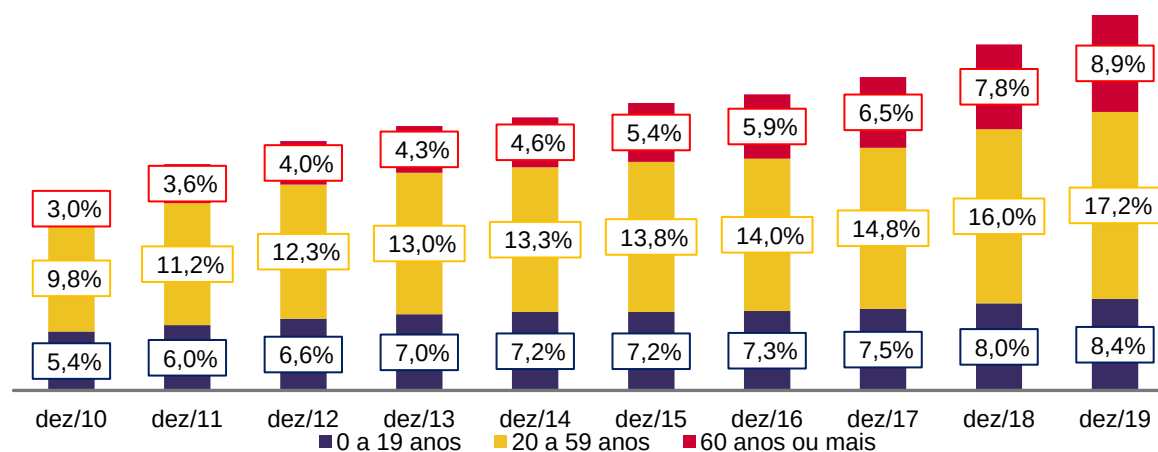
A taxa de cobertura de planos médico-hospitalares no Brasil é maior entre a população de 60 anos ou mais (31,5%), seguido da população entre 20 e 59 anos (26,2%) e da população entre 0 e 19 anos (18,4%). Já para os planos exclusivamente odontológicos, a taxa de cobertura é maior entre a população de 20 a 59 anos (17,2%), seguido da população de 60 anos ou mais (8,9%) e da população entre 0 e 19 anos (8,4%).

Gráfico 7 - Cobertura de planos médico-hospitalares por faixas etárias no Brasil



Fonte: IESS (2020)

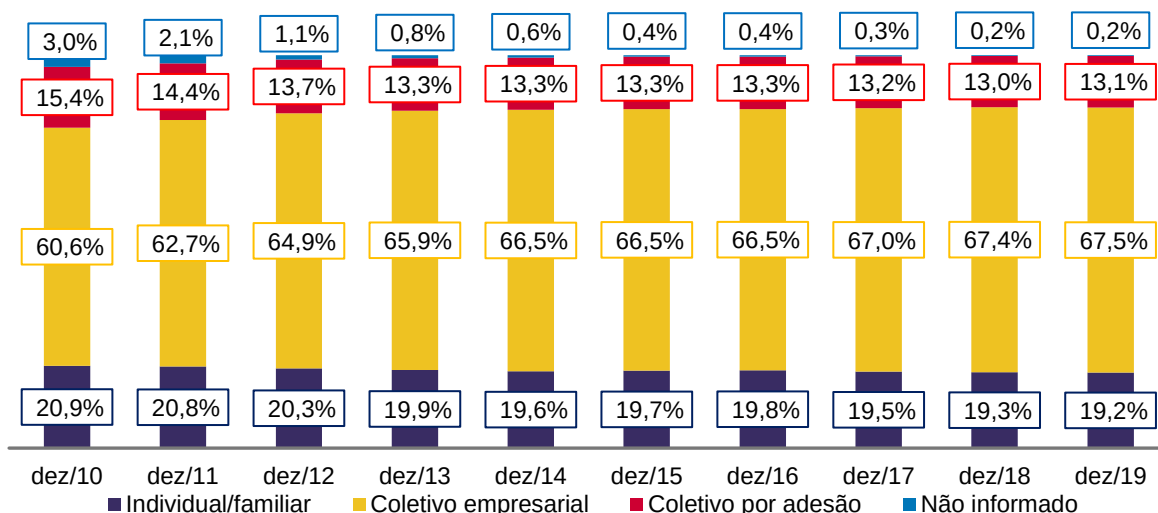
Gráfico 8 - Cobertura de planos odontológicos por faixas etárias no Brasil



Fonte: IESS (2020)

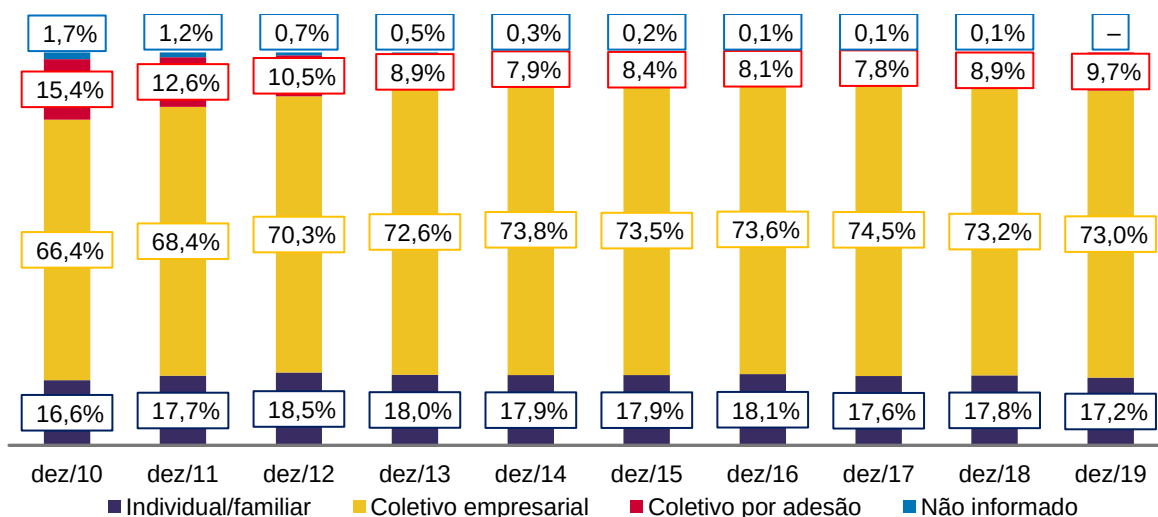
Com relação aos planos médico-hospitalares, 19,2% são do tipo individual/familiar, 67,5% do tipo coletivo empresarial e 13,1% do tipo coletivo por adesão. Já com relação aos planos odontológicos, 17,2% são do tipo individual/familiar, 73,0% do tipo coletivo empresarial e 9,7% do tipo coletivo por adesão.

Gráfico 9 - Distribuição de beneficiários de planos médico-hospitalares por contratação



Fonte: IESS (2020)

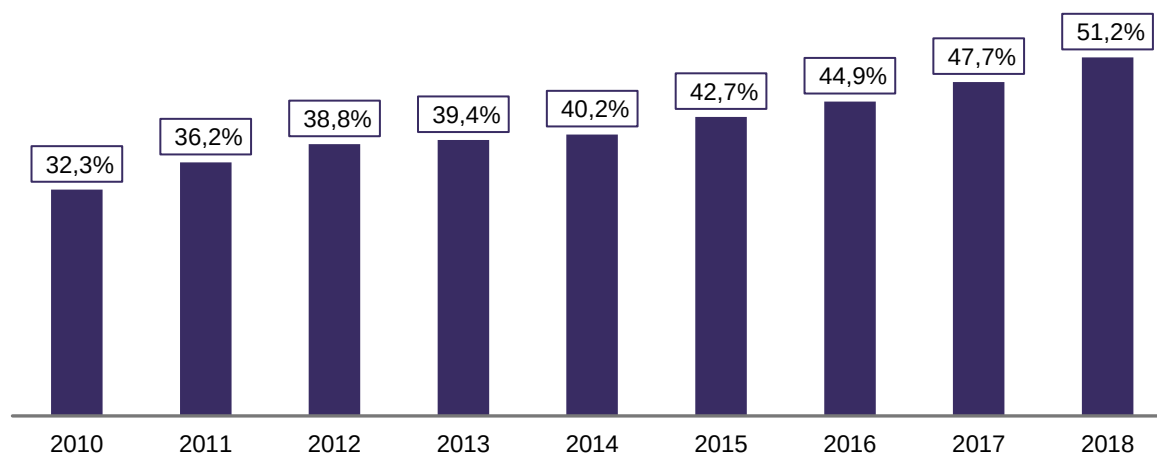
Gráfico 10 - Distribuição de beneficiários de planos odontológicos por contratação



Fonte: IESS (2020)

O *cross-selling* (do inglês, venda cruzada) de planos médico-hospitalares com planos odontológicos, isto é, a penetração de planos odontológicos em beneficiários de planos médico-hospitalares, aumentou de 32,3% em 2010 para 51,2% em 2018.

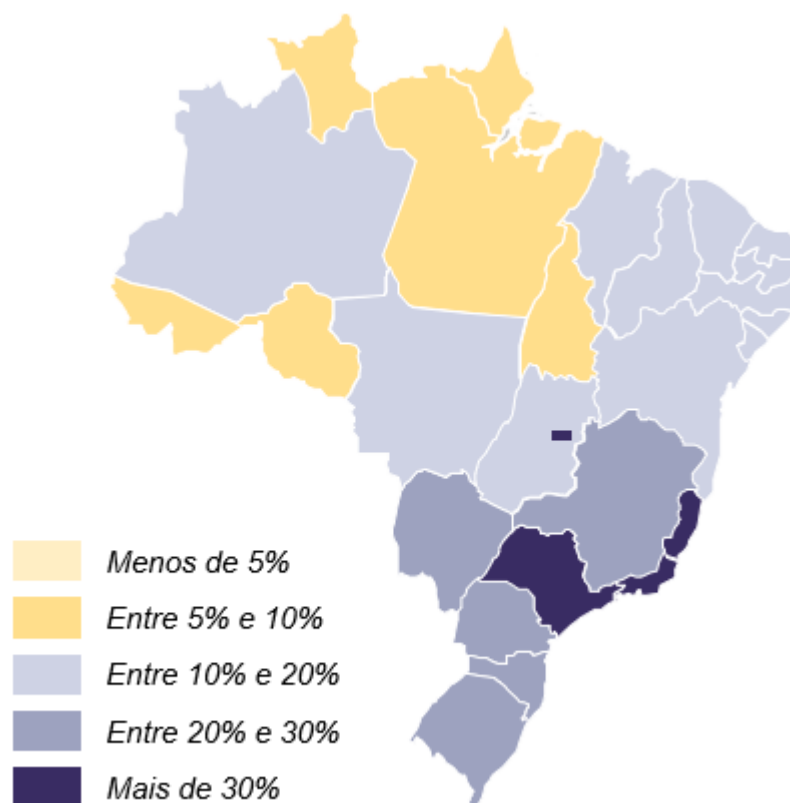
Gráfico 11 - Venda cruzada de planos médico-hospitalares com planos odontológicos



Fonte: ANS (2020)

A taxa de cobertura de planos privados de saúde apresenta grande variação por geografia no Brasil. As geografias com maior cobertura de planos de saúde são as regiões sudeste e sul, destacando-se os estados de São Paulo, Rio de Janeiro e Espírito Santo, ao passo que a região norte é a que apresenta menor penetração de planos de saúde privados, destacando-se os estados de Acre, Rondônia, Roraima, Pará, Amapá e Tocantins.

Figura 1 - Taxa de cobertura de planos privados de saúde por estado no Brasil

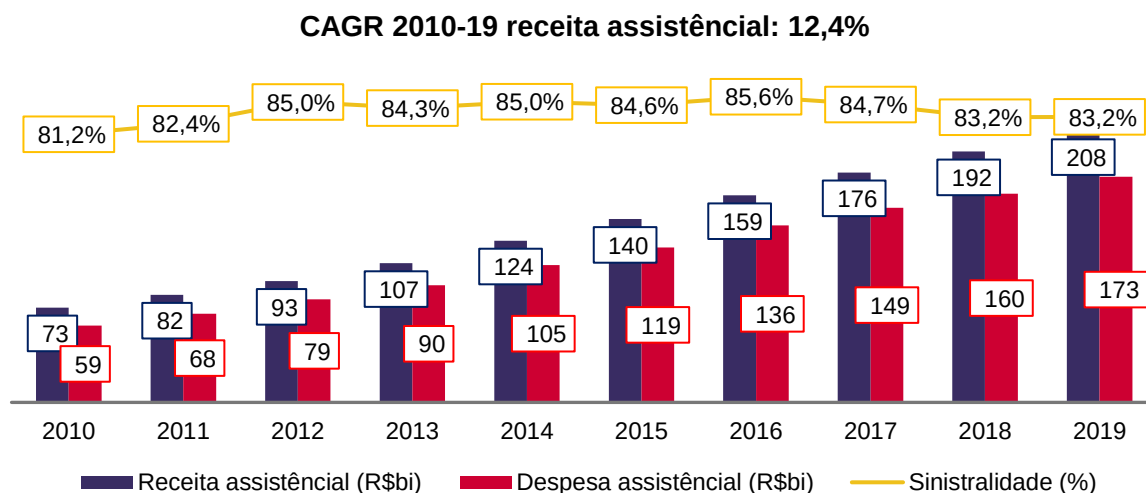


Fonte: ANS (2020)

3.2.3 Receita e custos dos planos de saúde

As operadoras médico-hospitalares apresentaram receita total de contraprestações no valor de R\$208 bilhões e despesas assistenciais no valor de R\$173 bilhões em 2019, traduzindo-se em uma sinistralidade (percentual que as despesas assistenciais representam das receitas assistenciais) de 83,2%. A receita de contraprestações apresentou um CAGR de 12,4% no período de 2010 a 2019.

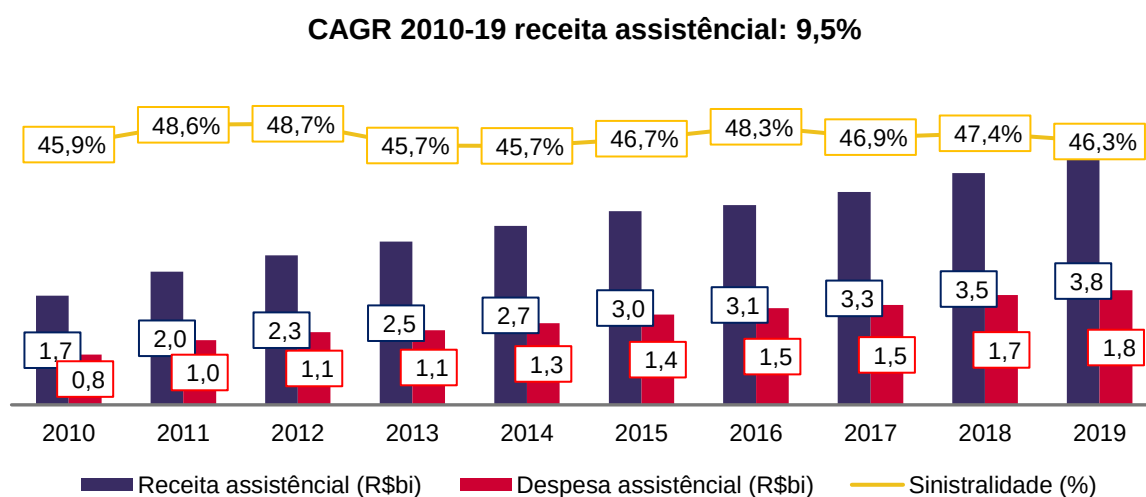
Gráfico 12 - Receitas e despesas assistenciais de operadoras médico-hospitalares



Fonte: ANS (2020)

Já as operadoras odontológicas apresentaram receita total de contraprestações no valor de R\$3,8 bilhões e despesas assistenciais no valor de R\$1,8 bilhões em 2019, resultando em uma sinistralidade de 46,3%. A receita de contraprestações apresentou um CAGR de 9,5% no período de 2010 a 2019.

Gráfico 13 - Receitas e despesas assistenciais de operadoras odontológicas

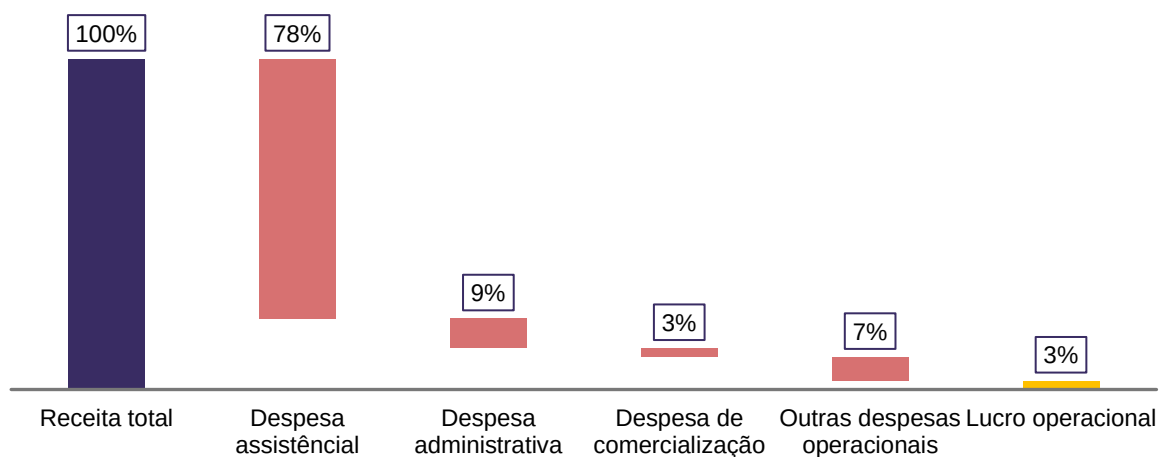


Fonte: ANS (2020)

As principais despesas das operadoras de planos de saúde se referem a despesas assistenciais, administrativas e comerciais. Para a média das operadoras médico-hospitalares no ano de 2019, as despesas assistenciais, administrativas e comerciais representaram 78%, 9%

e 3% da receita total incorrida no período, respectivamente. Ainda, foram observadas outras despesas operacionais representando 7% da receita total. Como resultado, a média das operadoras médico-hospitalares observou um lucro operacional de 3% da receita total.

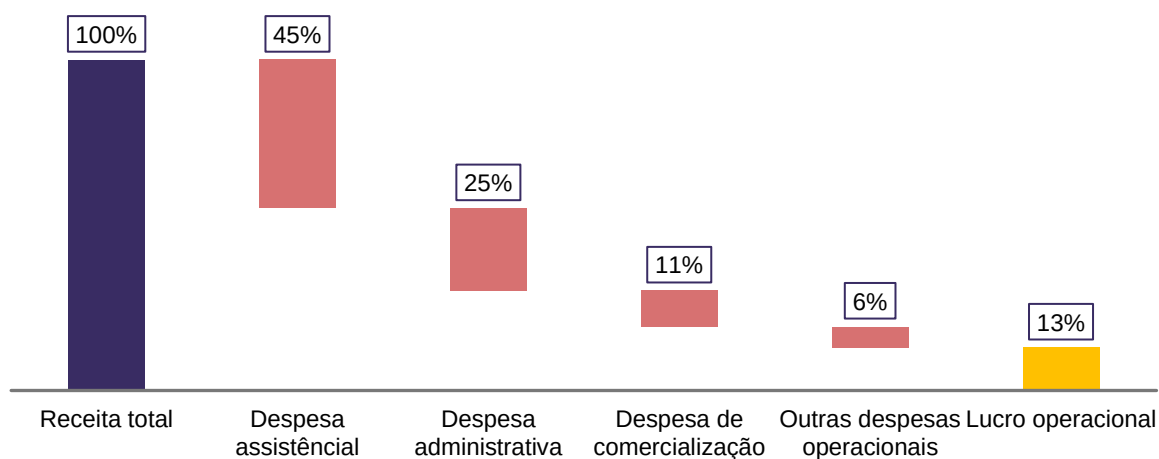
Gráfico 14 - Estrutura de custos de operadoras médico-hospitalares em 2019



Fonte: ANS (2020)

Para a média das operadoras odontológicas no ano de 2019, as despesas assistenciais, administrativas e comerciais representaram 45%, 25% e 11% da receita total incorrida no período, respectivamente. Outras despesas operacionais representaram 6% da receita total. Como resultado, a média das operadoras odontológicas observou um lucro operacional de 13% da receita total.

Gráfico 15 - Estrutura de custos de operadoras odontológicas em 2019



Fonte: ANS (2020)

Por operarem com margens operacionais baixas próximas ao *breakeven* (do inglês, ponto de equilíbrio), muitas operadoras médico-hospitalares foram forçadas a saírem do mercado por venda compulsória determinada pelo órgão regulador devido à falta de atendimento de exigências regulatórias (nível de serviço mínimo e reserva mínima de capital, a ser explorado adiante) ou então tendo sido adquiridas por operadoras maiores e mais bem capitalizadas (JP MORGAN, 2018). Por operarem com margens operacionais em níveis mais saudáveis, as operadoras exclusivamente odontológicas enfrentam menor pressão para saírem do mercado (JP MORGAN, 2019).

3.2.4 Variação dos custos médico-hospitalares

O índice de variação dos custos médico-hospitalares (VCMH) mede a variação *per capita* dos custos incorridos pelas operadoras de planos de saúde com internações, consultas, terapias e exames, ou seja, os custos para prover aos beneficiários os serviços assistenciais cobertos pelo plano de saúde, entre dois períodos consecutivos de 12 meses cada (IESS, 2020). Para tanto, a VCMH leva em conta a variação nos preços praticados e na quantidade consumida, ou seja, a frequência de uso, e como base de dados utiliza aproximadamente 10% dos beneficiários de planos de saúde individuais distribuídos em todas as regiões do Brasil (IESS, 2020).

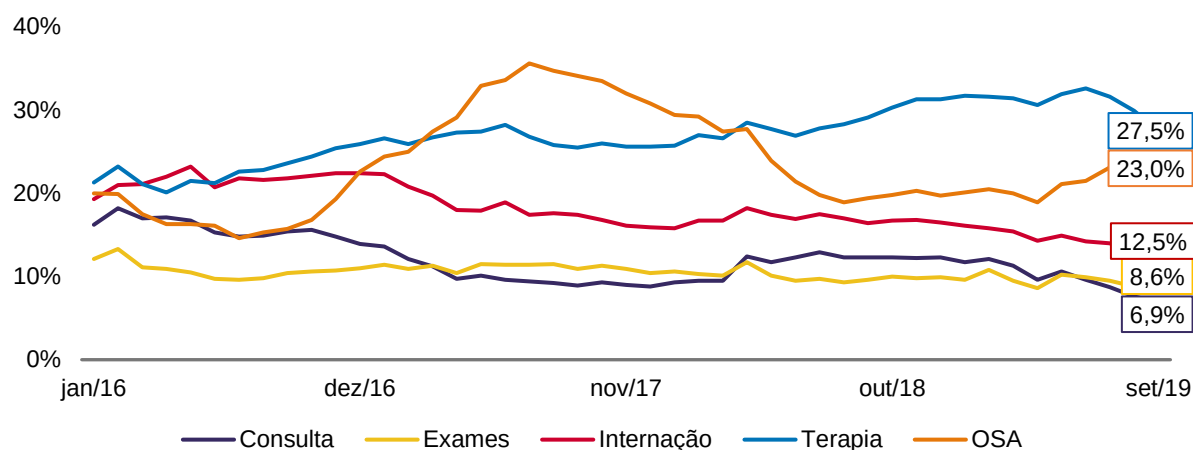
Equação 20 - Cálculo do VCMH para produto/serviço

$$VCMH = (1 + \Delta \text{ preço}) * (1 + \Delta \text{ frequência de uso}) - 1$$

Fonte: IESS (2020), adaptado pelo autor

Os custos com assistência à saúde que são cobertos pelas operadoras e seus respectivos pesos na composição da VCMH em set/19 são, de acordo com IESS (2020): internações (60%); terapia (13%); exames (12%); consultas (9%); outros serviços ambulatoriais – OSA (6%).

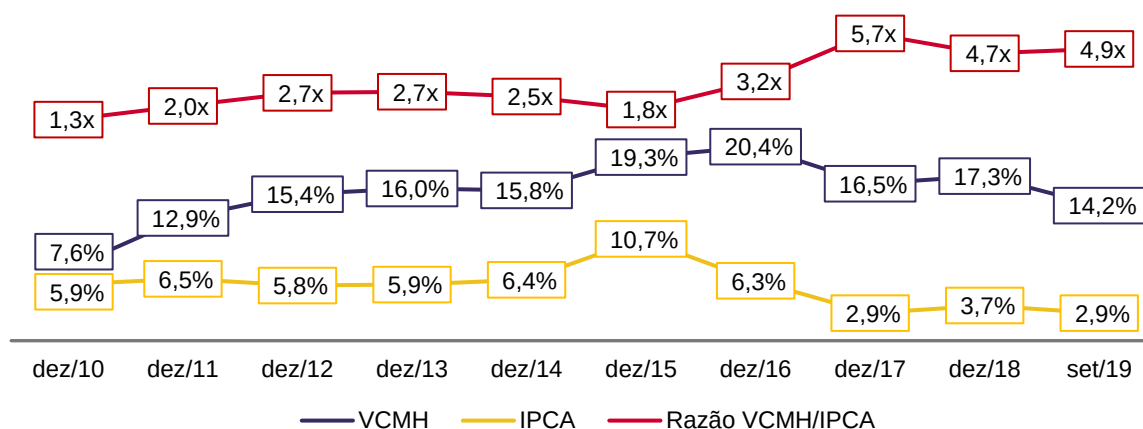
Gráfico 16 - Evolução da variação nos custos dos componentes da VCMH



Fonte: IESS (2020)

Mostra-se equivocado comparar a VCMH com outros índices de preços da economia como o índice de preços ao consumidor amplo (IPCA), ou mesmo o seu componente de saúde, uma vez que estes levam em conta tão somente a variação de preços e desconsideram a variação na frequência de uso, que tem importante impacto no resultado (IESS, 2019).

Gráfico 17 - Evolução da VCMH e IPCA

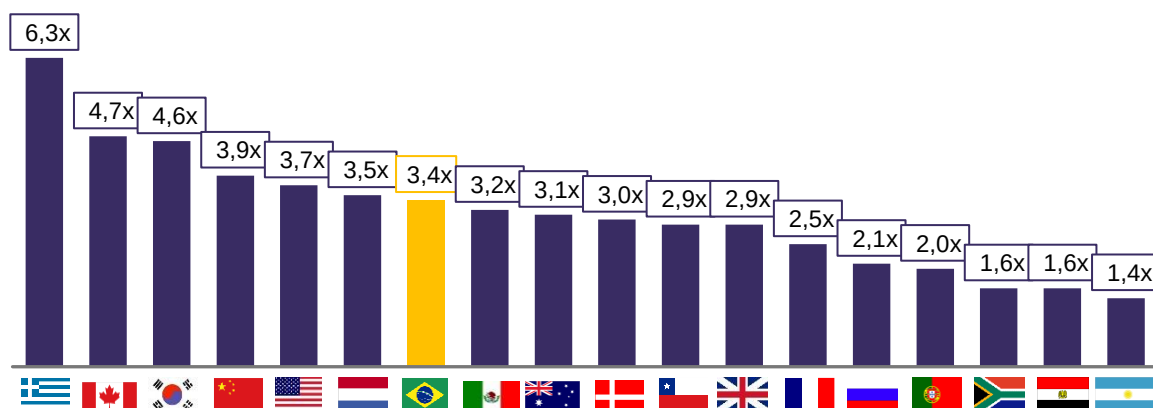


Fonte: IESS (2020)

A VCMH acima da inflação geral da economia é um fenômeno mundial que ocorre tanto em países em desenvolvimento quanto em países desenvolvidos e com economias estáveis e estabelece desafios à sustentabilidade econômica, financeira e assistencial do sistema de saúde público e privado (IESS, 2018). Segundo estudo realizado pela IESS (2018) com base em dados de consultorias internacionais, o Brasil apresentou relação entre VCMH e inflação geral da economia de 3,4x em 2017 que, apesar de alta, se encontra abaixo inclusive de países

desenvolvidos como Canadá (4,7x) e Estados Unidos (3,7x). Segundo a consultoria Aon Hewitt (2018), a VCMH global em 2017 foi de 8,2%, 2,9x a taxa média da inflação mundial de 2,8%.

Gráfico 18 - Relação entre VCMH e IPCA no mundo em 2017



Fonte: IESS (2018)

O mesmo estudo indicou que as principais causas da VCMH elevada em relação à inflação se relacionam à: modelos de pagamentos aos prestadores de serviços de saúde baseados em quantidade e não qualidade; fenômeno de envelhecimento populacional sendo observado em diversos países ao redor do mundo, aumentando a frequência de utilização do sistema de saúde e a complexidade de tratamentos; incorporação de novas tecnologias no setor de saúde, muitas das quais pouco benéficas e pouco comprovadas. No caso específico do Brasil, o país ainda é afetado principalmente pela judicialização da saúde e pela falta de critérios consistentes na adoção de novas tecnologias.

Como forma de amenizar a situação, algumas possíveis soluções indicadas pelo estudo são: modelos de pagamentos baseados no valor e na qualidade dos serviços recebidos; investimentos para prevenção de problemas de saúde; aumento das franquias e coparticipação nos planos de saúde.

3.2.5 Modelos de pagamentos

Um dos principais fatores que impactam o aumento de custos *per capita* de assistência à saúde é o modelo de pagamentos aos prestadores de serviços de saúde adotado (IESS, 2018). Os principais modelos de pagamentos vigentes são (PORTER; KAPLAN, 2015):

- *Fee for service (FFS)*: predominante no Brasil, Estados Unidos e em diversos outros países ao redor do mundo, remunera os prestadores de serviços de saúde de acordo com a quantidade de procedimentos, consultas, exames e internações realizadas.

Cria-se um incentivo para prestadores aumentarem a quantidade de serviços prestados sem focarem no aumento da qualidade e na melhora do resultado final ao beneficiário, levando a desperdícios, exageros e foco em serviços mais rentáveis e não mais eficientes;

- *Capitation*: remunera os prestadores de serviços de saúde a partir de uma quantia fixa por paciente por período e os prestadores se tornam responsáveis por todas as necessidades assistenciais dos beneficiários. Motiva os prestadores a serem mais eficientes mas pode levar os mesmos a racionalizarem e negarem acesso a procedimentos mais caros e complexos, mesmo que necessários;
- *Global budget*: remunera os prestadores de serviços de saúde a partir de um orçamento anual fixo alocado a cada prestador, baseado em volume e *mix* de pacientes e serviços estimados. Os provedores devem atender todos os beneficiários que buscarem assistência. Motiva os prestadores a serem mais eficientes mas pode levar a falta de investimentos em inovação e tecnologia, longas filas de espera e desestabilidade financeira de provedores que observarem alta demanda;
- *Bundled payments*: remunera os prestadores de serviços de saúde a partir de um único pagamento por episódio de cuidado, definido como um conjunto (“pacote”) de serviços prestados durante certo período de tempo. Motiva os prestadores a melhorarem a coordenação de cuidados e limitarem os serviços mais caros e desnecessários;
- *Diagnosis-related group (DRG)*: remunera os prestados de serviços de saúde a partir de um único pagamento por episódio de cuidado, definido como um conjunto (“pacote”) de serviços prestados durante certo período de tempo, a partir da classificação dos beneficiários em grupos clinicamente significativos e economicamente homogêneos, ponderando a remuneração ao risco que o beneficiário apresenta; e
- *Pay for performance (P4P)*: remunera os prestadores de serviços de saúde a partir de metas de desempenho atreladas a qualidade e eficiência, penalizando resultados ruins, erros médicos e aumento de custos desnecessários.

Porter e Kaplan (2015) ainda citam que o modelo de pagamentos *valued-based bundled payments* (em inglês, pagamentos agrupados com base em valor) é o mais apropriado para acabar com o ciclo vicioso de reembolsos por volume e não por valor e alinhar os interesses de pagadores, provedores e fornecedores para aumentar o valor gerado ao paciente.

Seus componentes essenciais são: reembolso dos provedores por todos os medicamentos, dispositivos, testes, materiais, instalações e serviços necessários (“pacote”) para tratar determinada condição médica durante um ciclo completo de cuidados; reembolso condicionado ao atingimento de um conjunto de resultados e métricas de desempenho relevantes ao beneficiário; reembolso baseado no custo de atendimento eficiente e eficaz e não em cobranças passadas; limites de responsabilidade especificados para necessidades de cuidados não relacionados à condição médica coberta pelo pacote de serviços e eventos catastróficos.

Apesar disso, as dificuldades para implementação do *value-based bundled payments* se relacionam primordialmente à: organização ineficiente de provedores; provedores fragmentados com baixo volume por condição médica; informações inadequadas ou ausentes sobre resultados de tratamentos por condições médicas; medições imprecisas de custos de tratamentos por condições médicas; resistência à mudança de pagadores com uma infraestrutura complexa de administração de contratos *fee for service*.

Como outras alternativas, Porter e Kaplan (2015) ainda defendem o aumento da franquia e da coparticipação, tornando os gastos dos beneficiários com planos mais dependente da quantidade de serviços consumida.

Surge também o conceito de *value based healthcare* (em inglês, saúde baseada em valor) que, independentemente do modelo alternativo ao *fee for service* a ser empregado, defende a substituição da remuneração por volume pela remuneração por valor. O modelo de *value based healthcare* defende a remuneração do prestador de serviço conforme a melhora do paciente e enfatiza uma abordagem coordenada e integrada, onde todas as informações do paciente sejam encontradas em um só lugar e possam ser acessadas a qualquer momento (TOTVS, 2019).

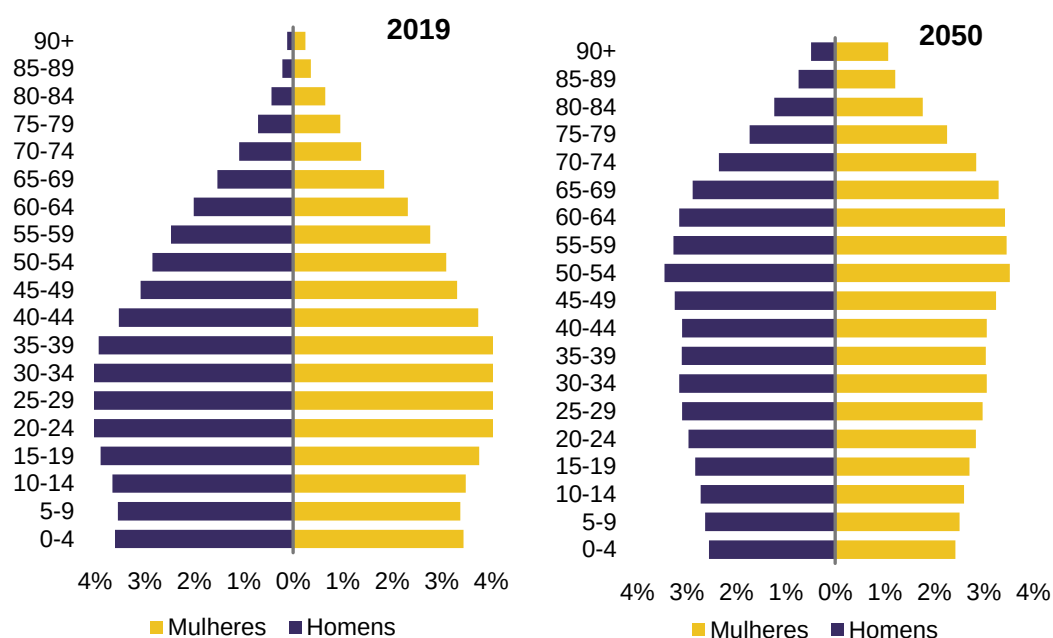
O IESS (2018) estima que no ano de 2017 foram incorridos R\$16 bilhões com fraudes em contas hospitalares e R\$12 bilhões em pedidos de exames desnecessários no Brasil, representando aproximadamente 20% das despesas assistenciais totais do setor.

3.2.6 Envelhecimento populacional

Nas próximas décadas, o Brasil passará por um fenômeno já em andamento de inversão da pirâmide etária populacional, a partir da diminuição da proporção dos mais jovens e aumento da proporção dos mais velhos, caracterizando o envelhecimento populacional. A pirâmide etária

populacional sofrerá um achatamento em sua base, composta pela população mais jovem, e um alargamento em seu topo, composto pela população com idade mais elevada.

Gráfico 19 - Pirâmide etária brasileira em 2019 e 2050

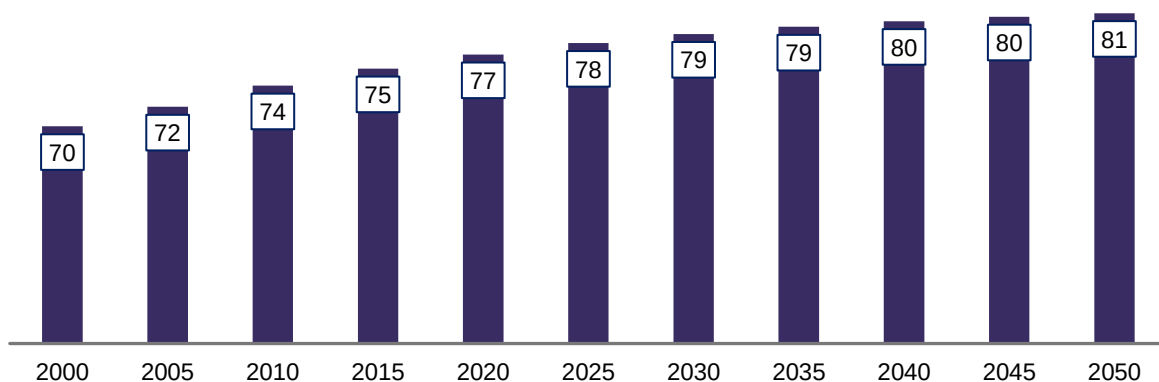


Fonte: IBGE (2020)

O mesmo fenômeno de envelhecimento populacional foi ou está sendo observado em diversos outros países ao redor do mundo. No Brasil, todavia, o processo ocorrerá à uma velocidade significativamente superior à grande maioria dos outros países como Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Austrália, Japão e China (JP MORGAN, 2018).

O principal motivo do envelhecimento populacional é o aumento da expectativa de vida, que no caso do Brasil deverá evoluir de 70 anos em 2000 para 81 anos em 2050, de acordo com estimativas do IBGE.

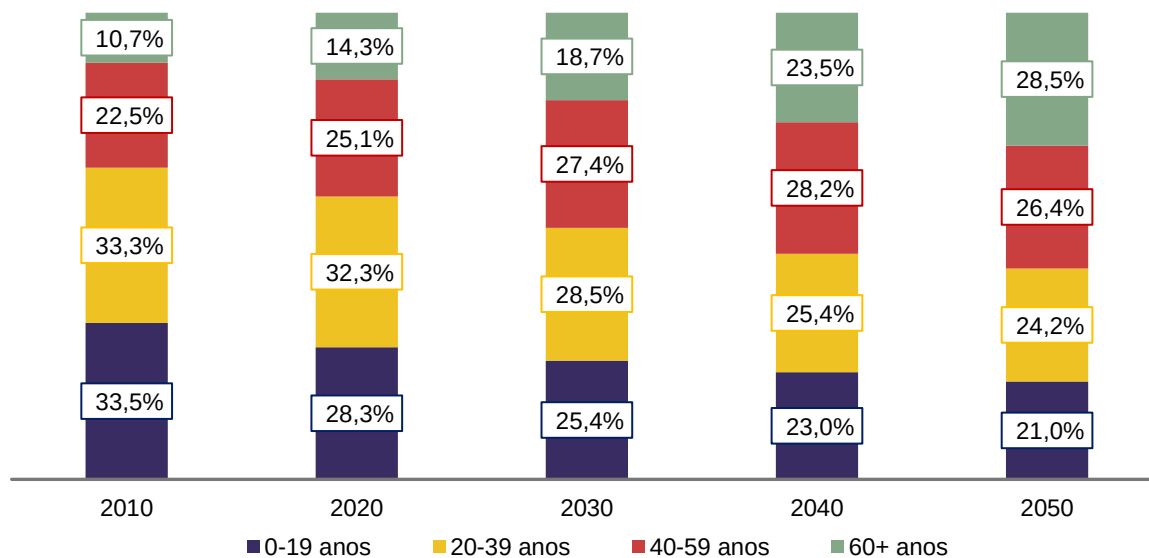
Gráfico 20 - Expectativa de vida ao nascer no Brasil



Fonte: IBGE (2020)

No período de 2010 a 2050, a proporção da população com 60 anos de idade ou mais aumentará de 10,7% para 28,5%. A proporção da população com idade de 40 a 59 anos aumentará de 22,5% para 26,4%. Já as proporções das populações com idade de 0 a 19 anos e 20 a 39 anos sofrerão expressiva redução de 33,5% para 21,0% e de 33,3% para 24,2%, respectivamente.

Gráfico 21 - Evolução das faixas etárias entre 2010 e 2050 no Brasil



Fonte: IBGE (2020)

O principal efeito esperado do envelhecimento populacional no setor de saúde é um aumento na demanda à medida que a população idosa necessita de serviços mais frequentes e com maior complexidade (JP MORGAN, 2018). Consequentemente, a população idosa

apresenta custos mais altos para as operadoras de planos de saúde, que não são acompanhados por aumento de preços nos planos na mesma proporção. Isto pois a ANS não permite que operadoras ajustem preços de planos de saúde por variação de faixa etária após os 59 anos, apesar dos custos dos beneficiários com idade mais elevada crescer em um ritmo muito mais acelerado (JP MORGAN, 2018).

Ainda, a expectativa de vida é maior para a população com acesso a planos de saúde, o que piora ainda mais a situação. Como consequência, para compensar a situação, operadoras tendem a repassar um reajuste de preço médio maior para a base de beneficiários e passam a cobrar preços de entrada maiores para novos beneficiários (JP MORGAN, 2018).

A população com idade de 59 anos ou mais é hospitalizada com uma frequência aproximadamente duas vezes maior que a população com idade entre 34 e 38 anos, ao passo que as despesas por hospitalização de um paciente com 59 anos ou mais também se mostram aproximadamente duas vezes maior comparando com um paciente com idade entre 34 e 38 anos (JP MORGAN, 2018). Já sob o ponto de vista de serviços odontológicos, a população com idade mais avançada não apresenta uma tendência clara de demandar um maior volume de serviços (JP MORGAN, 2018). Após apresentar crescimento no início do período contratual devido a uma demanda reprimida, o custo assistencial de planos odontológicos tende a manter-se estável ao longo do tempo independentemente da idade do beneficiário (INTERMÉDICA, 2020).

De acordo com IESS (2010), no ano de 2006 a população detentora de planos médico-hospitalares com idade até 18 anos e entre 19 e 58 anos apresentou uma sinistralidade média de 79,5% e 70,3%, respectivamente. Já a população com idade superior a 58 anos apresentou uma sinistralidade média de 85,4%.

3.2.7 Regulamentação do setor

O sistema de saúde é atualmente regulado pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), agência reguladora criada em 2000 pela Lei nº 9.961 e vinculada ao Ministério da Saúde, que realiza um conjunto de medidas e ações a fim de criar normas, controlar e fiscalizar segmentos de mercado explorados por empresas a fim de assegurar o interesse público.

Um dos principais pontos regulados pela ANS é o reajuste de mensalidades, isto é, a atualização da mensalidade com o objetivo de manter a prestação do serviço contratado. Os dois reajustes possíveis são: reajuste por variação de faixa etária; reajuste anual por variação de custos.

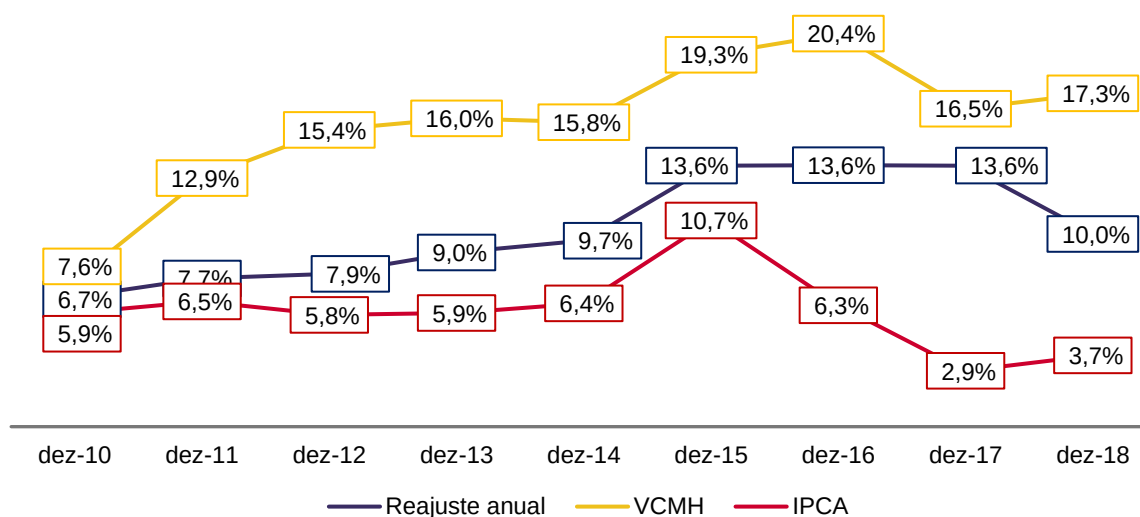
Para o reajuste por variação de faixa etária, é estabelecido pela ANS que podem ocorrer reajustes de preços por cada mudança de faixa etária, sendo as regras as mesmas para todos os tipos de planos e as faixas etárias variando conforme a data de contratação do plano. Os percentuais de variação precisam estar expressos nos contratos.

São definidas 10 faixas etárias pela ANS: 0 a 18 anos; 19 a 23 anos; 24 a 28 anos; 29 a 33 anos; 34 a 38 anos; 39 a 43 anos; 44 a 48 anos; 49 a 53 anos; 54 a 58 anos; 59 anos ou mais. O valor do plano da última faixa etária não pode ser superior a seis vezes o valor do plano da primeira faixa etária. Além disso, a variação de preços acumulada entre a 7ª e 10ª faixas não pode ser superior à variação de preços acumulada entre a 1ª e 7ª faixas.

Para o reajuste anual por variação de custos, as regras variam de acordo com o tipo de plano, sendo elas:

- Plano de saúde médico-hospitalar individual/familiar: o percentual máximo de reajuste anual é determinado pela ANS;
- Plano de saúde médico-hospitalar coletivo por adesão: para todos os planos deve ser aplicado o mesmo reajuste anual, a ser definido livremente pela operadora;
- Plano de saúde médico-hospitalar coletivo empresarial: para todos os planos com menos de 30 beneficiários, deve ser aplicado o mesmo reajuste anual, a ser definido livremente pela operadora; para todos os planos com 30 ou mais beneficiários, a operadora deverá aplicar o reajuste definido por livre negociação com cada contratante; e
- Plano de saúde exclusivamente odontológico: sejam eles individuais/familiares ou coletivos, o percentual de reajuste anual é definido pela operadora.

Gráfico 22 - Reajuste anual de planos individuais/familiares definido pela ANS



Fonte: ANS (2020)

Além disso, a ANS exige que as operadoras apresentem um capital mínimo regulatório, representado pelo patrimônio líquido consolidado ajustado, e provisões técnicas pré-estabelecidas e garantidas por determinados ativos, a fim de mitigar a possibilidade de insolvência. Tais exigências regulatórias serão exploradas mais detalhadamente adiante.

3.2.8 Modelos de negócios

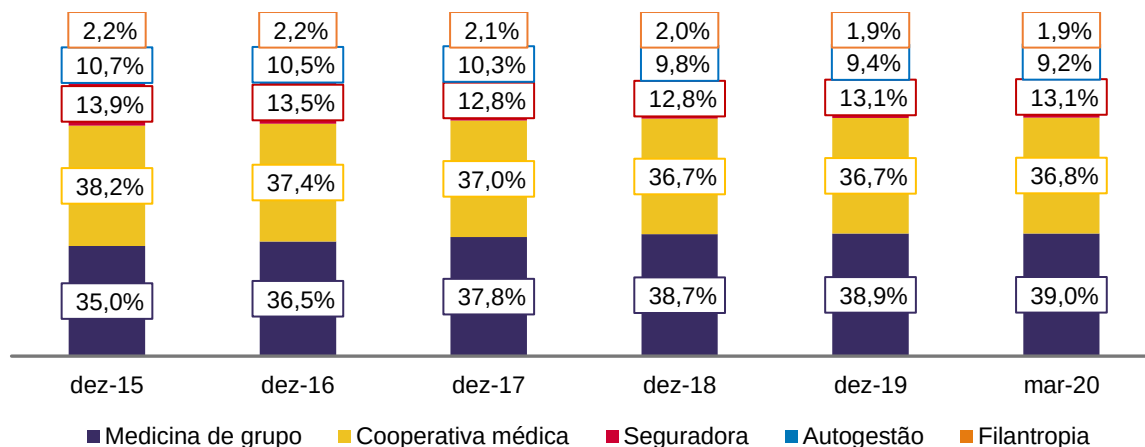
A ANS (2020) classifica as operadoras de planos de saúde nas seguintes modalidades:

- Medicina/odontologia de grupo: empresa que opera planos de saúde e presta serviços de saúde, possuindo uma rede própria de provedores formada por hospitais, clínicas e laboratórios, sendo denominada também como operadora verticalizada;
- Cooperativa médica/odontológica: entidade sem fins lucrativos formada por um grupo de provedores de serviços de saúde que se unem para comercializar planos de saúde;
- Seguradora: sociedade seguradora autorizada a operar planos de saúde, constituída como seguradora especializada nesse tipo de seguro, contratando uma rede de provedores de serviços de saúde;
- Autogestão: empresa que opera planos de saúde exclusivamente para empregados ativos, aposentados, pensionistas ou ex-empregados, de uma ou mais empresas, ou para participantes e dependentes de associações de pessoas físicas ou jurídicas; e

- Filantropia: entidade sem fins lucrativos que opera planos de saúde.

No mercado de planos médico-hospitalares, as modalidades mais representativas são medicina de grupo e cooperativa médica. No período entre dez/15 e mar/20, a modalidade de medicina de grupo ganhou 4,0% de participação de mercado, ao passo que todas as outras modalidades observaram perda de participação de mercado.

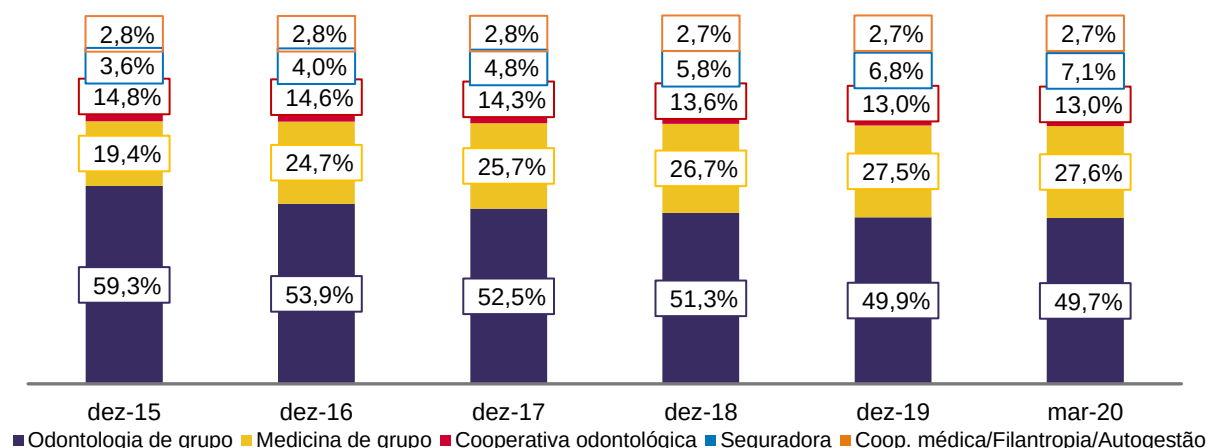
Gráfico 23 - Distribuição de beneficiários de planos médico-hospitalares por modalidade de operadora



Fonte: ANS (2020)

No mercado de planos odontológicos, as modalidades mais representativas são odontologia de grupo e medicina de grupo. No período entre dez/15 e mar/20, as modalidades de medicina de grupo e seguradora ganharam 8,2% e 3,5% de participação de mercado, respectivamente, ao passo que as modalidades de odontologia de grupo e cooperativa odontológica perderam 9,6% e 1,8% de participação de mercado, respectivamente.

Gráfico 24 - Distribuição de beneficiários de planos odontológicos por modalidade de operadora



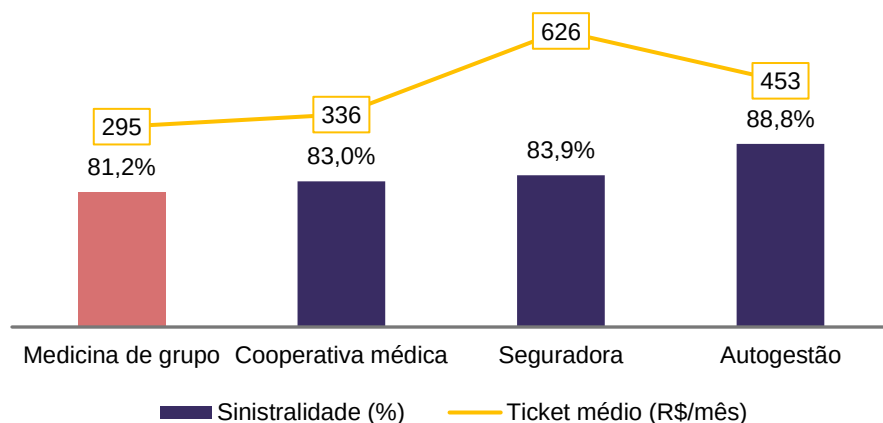
Fonte: ANS (2020)

3.2.9 A estratégia de verticalização

A verticalização empresarial pode ser entendida como a atuação em diferentes fases ou etapas dos produtos e/ou serviços de uma indústria. No caso da indústria de planos de saúde, a verticalização é comumente referida como a estratégia de comercialização de planos de saúde e operação de uma rede de prestadores de serviços de saúde, incluindo hospitais, clínicas e laboratórios.

De acordo com Bradesco BBI (2018), empresas verticalizadas necessitam possuir uma infraestrutura mínima em determinada região para atuarem de forma competitiva, tendendo assim a apresentarem presença relevante concentrada em algumas regiões do país e oferecerem planos com cobertura regional. Já empresas não verticalizadas, por não necessitarem possuir uma infraestrutura em cada região de atuação, possuem capacidade de apresentar presença relevante em diversas regiões do país e oferecer planos com cobertura nacional.

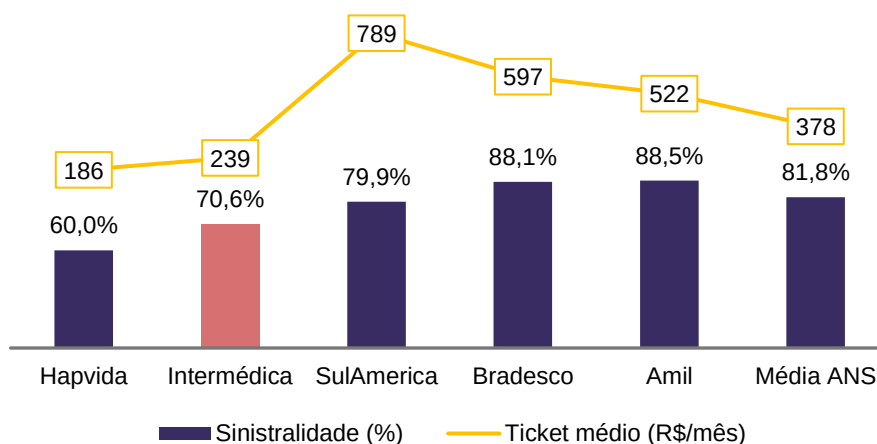
De acordo com dados da ANS (2020), a modalidade de medicina de grupo, composta pelas operadoras verticalizadas, é a que apresenta menor sinistralidade e menor *ticket* médio, seguida pelas modalidades de cooperativa médica, seguradora e autogestão.

Gráfico 25 - Sinistralidade e *ticket* médio por modalidade de operadora em 2019

Fonte: ANS (2020)

De acordo com JP Morgan (2018), operadoras com rede de atendimento proprietária, dentre elas a Intermédica e Hapvida, vêm se distanciando dos competidores em termos de sinistralidade, uma vez que possuem maior capacidade de evitarem consultas e procedimentos desnecessários ao possuírem um maior controle e acompanhamento do paciente dentro da rede própria, além de limitarem as possibilidades de fraudes e cobranças abusivas, uma vez que a operadora verticalizada é a própria pagadora dos serviços prestados pela sua rede assistencial.

Hapvida e Intermédica, as maiores operadoras verticalizadas em número de vidas e faturamento, apresentaram sinistralidade de 60,0% e 70,6%, respectivamente, em 2019, ao passo que as maiores operadoras não verticalizadas (Bradesco e SulAmerica) e semi-verticalizadas (Amil) apresentaram sinistralidade significativamente superior. Ainda, Hapvida e Intermédica oferecem planos com um nível de preço significativamente inferior às grandes operadoras não verticalizadas e à média de todas as operadoras do mercado.

Gráfico 26 - Sinistralidade e *ticket* médio das principais operadoras em 2019

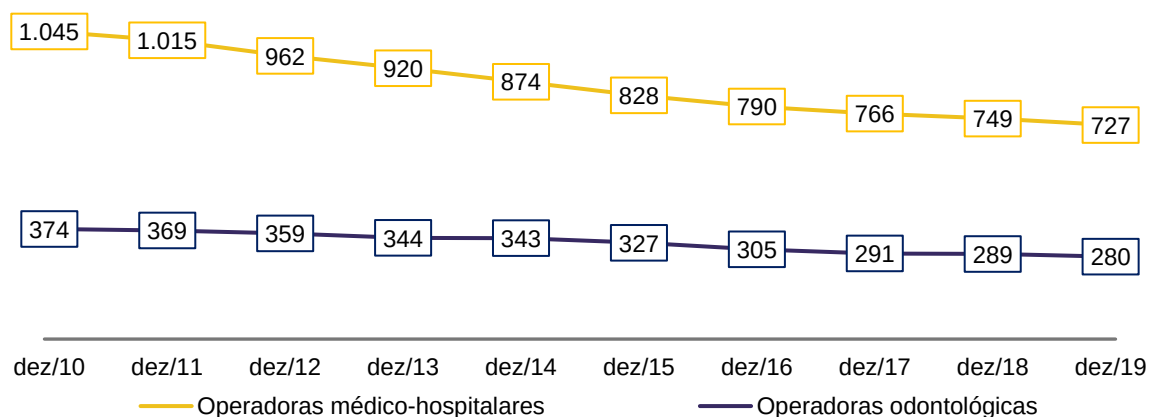
Fonte: ANS (2020)

Segundo Bank of America (2020), as grandes seguradoras, principalmente Bradesco e SulAmerica, iniciaram recentemente um movimento de mudança do modelo de *fee-for-service* para outros modelos de contratos com prestadores de serviços de saúde, o que tende a reduzir a diferença de nível de sinistralidade das grandes seguradoras com as grandes operadoras verticalizadas, apesar das seguradoras apresentarem uma sinistralidade estruturalmente maior do que as operadoras verticalizadas. Ainda segundo Bank of America (2020), outro movimento observado por parte das grandes seguradoras é a oferta de planos mais baratos e consequentemente com uma rede assistencial mais restrita, a fim de possibilitar a competição nesse mercado com operadoras verticalizadas.

3.2.10 Empresas

Atualmente, existem 727 operadoras médico-hospitalares e 280 operadoras odontológicas cadastradas na ANS. Entre o período de dezembro de 2010 e dezembro de 2019 houve uma queda de 30% e 26% no número de operadoras médico-hospitalares e operadoras odontológicas, respectivamente.

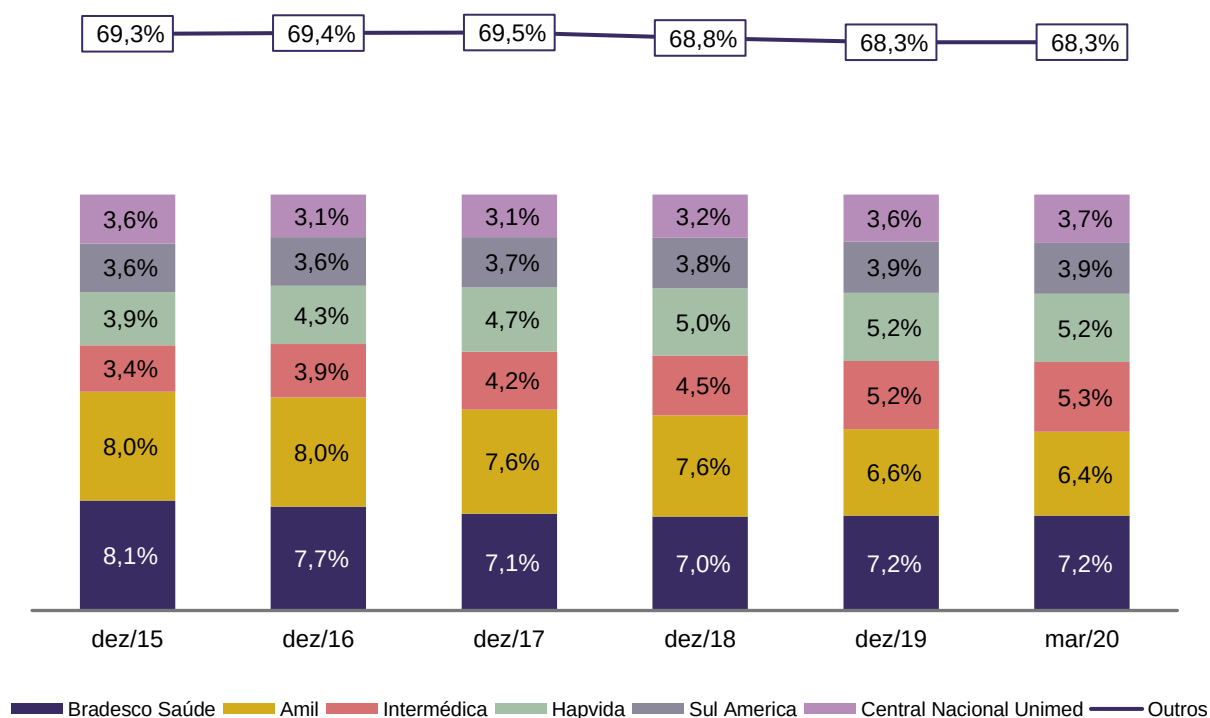
Gráfico 27 - Operadoras médico-hospitalares e odontológicas com beneficiários



Fonte: ANS (2020)

O setor de planos de saúde, tanto na perspectiva de planos médico-hospitalares quanto de planos odontológicos, ainda se mostra bastante fragmentado. No caso dos planos médico-hospitalares, as 6 maiores operadoras possuem conjuntamente 31,7% de participação de mercado, sendo elas: Bradesco Saúde, Amil, Intermédica, Hapvida, Sul America e Central Nacional Unimed. Vale notar, dentre as 6 maiores operadoras do setor, o crescimento de participação de mercado de 1,9% e 1,3% de Intermédica e Hapvida, respectivamente, e o decréscimo de participação de mercado de 1,6% e 0,9% de Amil e Bradesco Saúde, respectivamente, no período de dezembro de 2015 a março de 2020.

Gráfico 28 - Evolução da participação de mercado das operadoras de planos médico-hospitalares por número de beneficiários

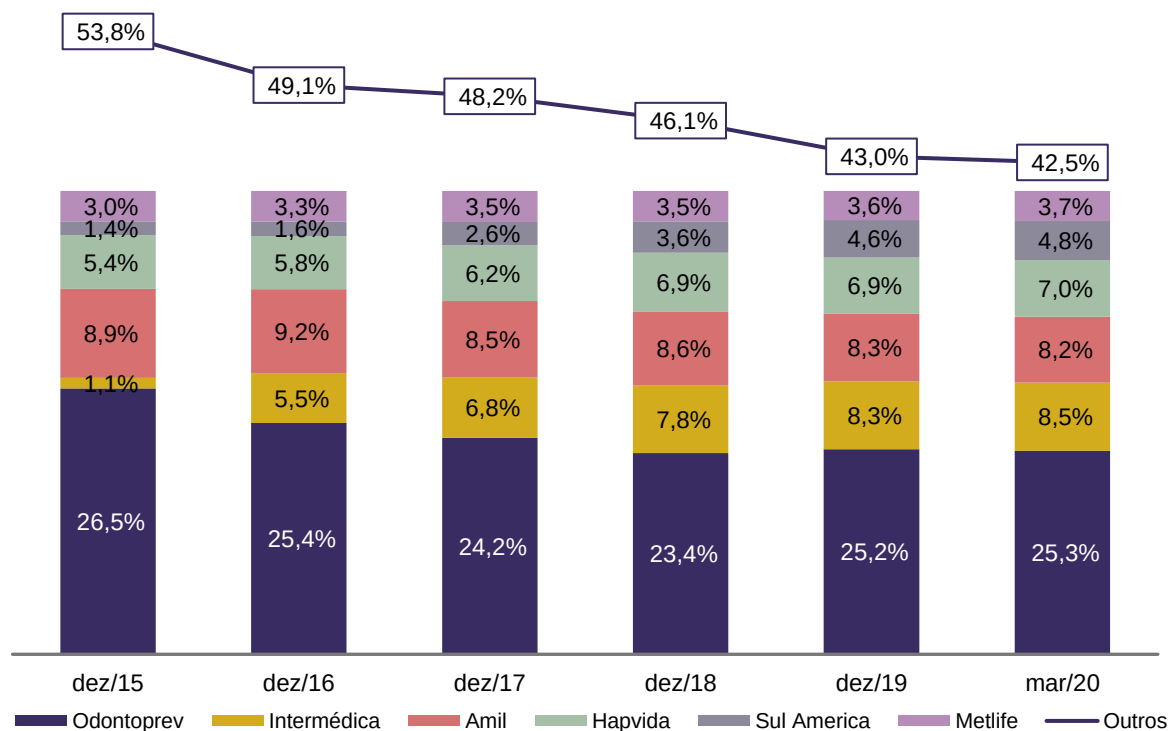


Fonte: ANS (2020)

Do total de 723 operadoras que comercializam planos de saúde médico-hospitalares, 410 operadoras possuem até 20.000 beneficiários, 239 operadoras possuem entre 20.000 e 100.000 beneficiários, 58 operadoras possuem entre 100.000 e 500.000 beneficiários e apenas 16 operadoras possuem mais de 500.000 beneficiários.

No caso dos planos odontológicos, as 6 maiores operadoras possuem conjuntamente 57,5% de participação de mercado, sendo elas: Odontoprev, Intermédica, Amil, Hapvida, Sul America e Metlife. Vale notar, dentre as 6 maiores operadoras do setor, o crescimento de participação de mercado de 7,4%, 3,4% e 1,6% de Intermédica, Sul America e Hapvida, respectivamente, e o decréscimo de participação de mercado de 1,2% de Odontoprev, a líder de planos odontológicos, no período de dezembro de 2015 a março de 2020.

Gráfico 29 - Evolução da participação de mercado das operadoras de planos odontológicos por número de beneficiários



Fonte: ANS (2020)

Do total de 723 operadoras que comercializam planos de saúde odontológicos, 239 operadoras possuem até 20.000 beneficiários, 89 operadoras possuem entre 20.000 e 100.000 beneficiários, 33 operadoras possuem entre 100.000 e 500.000 beneficiários e apenas 15 operadoras possuem mais de 500.000 beneficiários.

4 APRESENTAÇÃO DA INTERMÉDICA

4.1 HISTÓRIA

O Grupo Notre Dame Intermédica é uma das maiores operadoras de planos de saúde no Brasil, com aproximadamente 6,2 milhões de beneficiários. Foi fundada no ano de 1968 pelo Dr. Paulo Sérgio Barbanti, que permaneceu como presidente e principal acionista da companhia até sua venda integral em 2014 para o fundo de investimentos norte-americano Bain Capital. Este fundo realizou a abertura de capital da companhia na bolsa brasileira em 2018 e ainda se encontra como acionista.

A companhia é uma operadora verticalizada, possuindo uma extensa rede própria de atendimento à saúde, além de uma rede credenciada terceirizada. É a terceira maior companhia em número de leitos no país. Um dos pilares que sustenta a estratégia de verticalização é a aquisição de diversos hospitais, clínicas, laboratórios, entre outros, para comporem a rede própria.

A verticalização proporciona um controle maior dos custos a partir de uma maior racionalização da frequência de uso, uma integração maior das informações dos pacientes, uma maior responsabilização pela saúde dos pacientes e uma estrutura de incentivos alinhada, permitindo que a companhia ofereça serviços de alta qualidade a preços e custo benefício atrativos para a classe média brasileira. Os beneficiários são incentivados a utilizarem a rede própria em detrimento da rede credenciada.

A Intermédica opera planos de saúde e planos odontológicos nos estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Paraná, Santa Catarina e Minas Gerais, com foco na venda de planos coletivos empresariais para pequenas, médias e grandes empresas, e com operações e instalações concentradas principalmente nos estados de São Paulo e Rio de Janeiro, mercados que juntos concentram 48% e 49% dos beneficiários de planos médico-hospitalares e odontológicos no país, respectivamente. Para otimizar o nível de ocupação de suas instalações, a companhia oferece também serviços médico-hospitalares para outras operadoras de planos de saúde.

4.2 COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA

A Intermédica é, desde sua abertura de capital na bolsa, listada no segmento do Novo Mercado da B3, o mais alto nível de governança corporativa da bolsa brasileira. Isso implica

em possuir apenas ações ordinárias em circulação. A companhia, em 01 de novembro de 2020, possui 609.787.507 ações ordinárias em circulação, sendo 308.099 mantidas em tesouraria.

O maior acionista da companhia é o Alkes II, veículo de investimento do fundo norte-americano de investimentos Bain Capital, com 20,1% das ações em circulação. Além disso, outros acionistas relevantes na companhia são os fundos Capital Research Global Investors (5,0%) e Capital World Investors (4,6%), ambos pertencentes ao grupo norte-americano de investimentos Capital Group, o fundo norte-americano de investimentos BlackRock (4,8%) e um grupo de administradores da companhia, detentor de 3,8% das ações em circulação.

Tabela 7 - Composição acionária da Intermédica

Acionista	Quantidade de ações	Participação (%)
Alkes II	122.818.754	20,1%
Capital Research	30.485.162	5,0%
BlackRock	29.459.362	4,8%
Capital World Investors	28.175.487	4,6%
Administradores	22.872.937	3,8%
Tesouraria	308.099	0,1%
Outros	375.667.706	61,6%
Total	609.787.507	100,0%

Fonte: INTERMÉDICA (2020)

O regulamento do Novo Mercado exige que as companhias apresentem um *free float* (do inglês, livre circulação), ou seja, ações em livre negociação no mercado que não se encontram na mão dos controladores da companhia, administradores e em tesouraria, de no mínimo 25%, exigência que se reduz para 15% caso o volume financeiro médio diário de negociações nos 12 meses anteriores seja superior a R\$25 milhões.

A ação da Intermédica apresentou um volume financeiro médio diário de negociações de R\$235 milhões nos 12 meses anteriores à 01 de novembro de 2020. O *free float* representa 76,2% do total das ações. Desse montante, 97,7% é detido por investidores institucionais e 2,3% por investidores não-institucionais, ou então 70,7% por investidores estrangeiros e 29,3% por investidores nacionais.

4.3 OPERAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS

No dia 23 de abril de 2018, a Notre Dame Intermédica Participações S.A. realizou sua abertura de capital na bolsa de valores brasileira B3. A oferta pública inicial (IPO, do inglês *initial public offering*) avaliou a companhia em um valor de mercado de R\$8,06 bilhões e precificou o valor da ação em R\$16,50. Foram captados R\$341 milhões de oferta primária, isto é, novas ações emitidas pela companhia, dinheiro que de fato entra no caixa da companhia. Além disso, foram captados R\$2.378 milhões de oferta secundária, isto é, vendas de ações já existentes de um acionista atual para outras partes, onde o fundo norte-americano Bain Capital, que havia adquirido a companhia em 2014 por R\$2 bilhões, reduziu sua participação de 100% para aproximadamente 70%. Apenas no primeiro dia de negociações, as ações observaram valorização de 23%.

Após o IPO da Intermédica na B3, a Bain Capital foi sujeita a um período de 180 dias de *lock-up* (do inglês, travar), período no qual é proibida de vender ações que detinha no momento do IPO. O período de *lock-up* visa reduzir a volatilidade da ação no curto prazo e durou até 20 de outubro de 2018.

Em 25 de novembro de 2018, com a ação valendo R\$25,99, a companhia anunciou a realização de uma oferta subsequente de ações (em inglês, *follow-on*) majoritariamente secundária. A oferta foi precificada em R\$26,00 por ação e consistiu em R\$312 milhões de oferta primária e R\$2.742 milhões de oferta secundária, com o principal acionista Bain Capital reduzindo novamente sua participação em pouco mais de 20%.

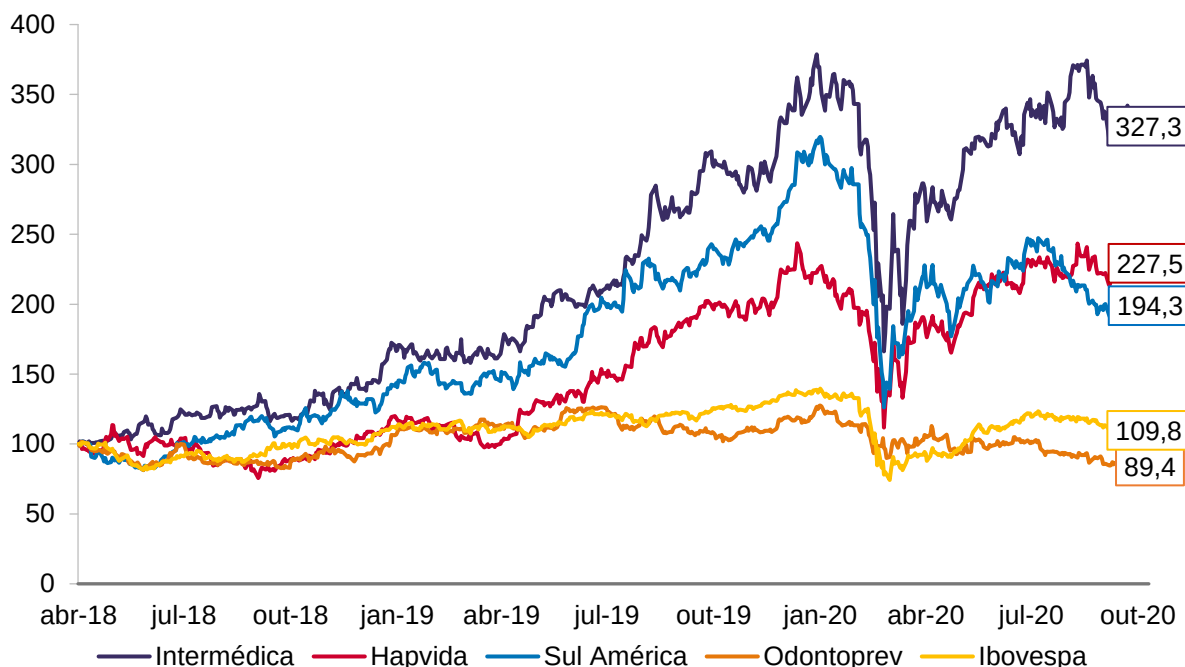
Em 14 de junho de 2019, com a ação valendo R\$40,76, a companhia anunciou a realização de uma oferta subsequente de ações exclusivamente secundária. A oferta foi precificada em R\$39,50 e consistiu em R\$2.666 milhões embolsados pelo Bain Capital, que vendeu pouco mais de 10% de participação.

Em 29 de novembro de 2019, com a ação valendo R\$56,50, a companhia anunciou a realização de uma oferta subsequente de ações majoritariamente primária. Ao contrário dos *follow-ons* antecedentes que consistiram em ofertas majoritariamente secundárias, a oferta buscou repor o caixa da companhia após a aquisição da Clinipam por R\$2,6 bilhões, tendo sido precificada em R\$57,00 por ação e levantado R\$3.705 milhões de recursos primários para a companhia, além de R\$1.297 milhões de oferta secundária de ações vendidas pela Bain Capital.

A ação da Intermédica vem apresentando uma performance extremamente satisfatória para seus acionistas, com uma valorização de 227% desde seu IPO até 01 de novembro de 2020, em comparação com uma valorização de 10% do Ibovespa no mesmo período. Já a ação da

Hapvida valorizou-se 128% desde sua oferta pública inicial. As ações de Sul América e Odontoprev apresentaram valorização de 94% e desvalorização de 11% no mesmo período, respectivamente.

Gráfico 30 - Performance das empresas de planos de saúde na bolsa de valores brasileira



Fonte: CAPITAL IQ (2020)

Observa-se que mesmo com o acionista controlador reduzindo sua participação na companhia substancialmente de 100% antes do IPO para aproximadamente 20% atualmente, o preço da ação não foi pressionado tendo em vista que os *follow-ons* realizados foram precificados em linha com níveis de preços antes dos anúncios das ofertas, mostrando uma forte demanda pela ação. O valor de mercado da companhia, desde seu IPO, se multiplicou mais de 5 vezes, principalmente devido à performance da ação, mas também devido às ofertas primárias realizadas desde o IPO.

4.4 ESTRUTURA SOCIETÁRIA

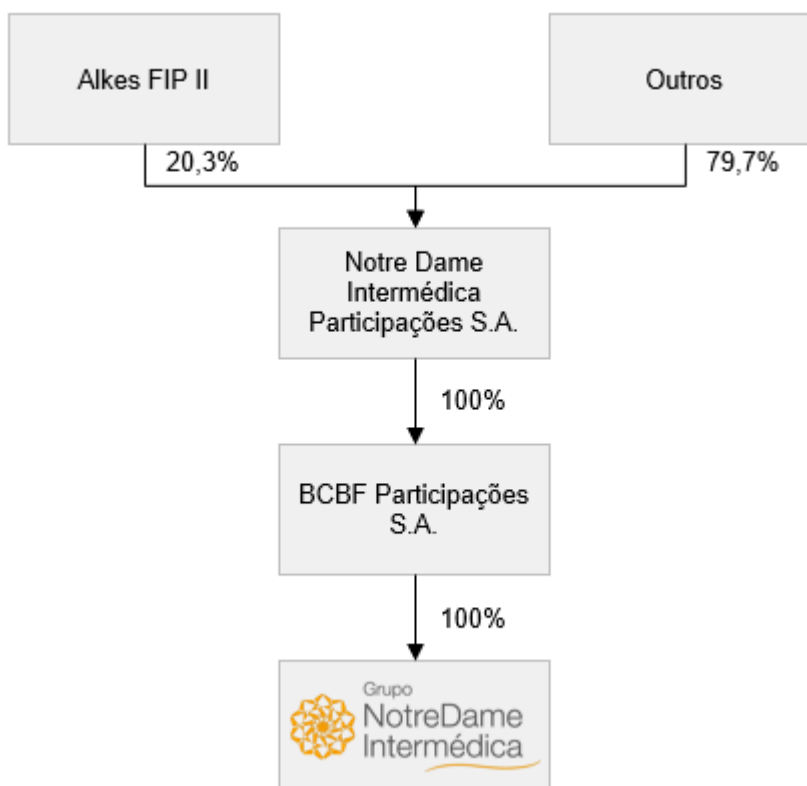
A estrutura societária da companhia é composta por 3 entidades principais:

- Notre Dame Intermédica Participações S.A.: é a companhia listada na bolsa de valores, que contabiliza as despesas relacionadas a *stock-option plans* (do inglês,

plano de opções de compra de ações) e detém os *sellers' note financing* (do inglês, financiamento do proprietário)

- BCBF Participações S.A.: é a companhia cuja função principal é realizar emissões de dívida e injetar os montantes sob a forma de aporte de capital na Notre Dame Intermédica Saúde S.A., principalmente para financiar fusões e aquisições. A razão por trás de tal estrutura é diminuir as despesas financeiras no nível da Notre Dame Intermédica Saúde S.A. e dessa forma, reduzir as exigências regulatórias de capital na entidade, permitindo um volume maior de emissão de dívida considerando o grupo como um todo
- Notre Dame Intermédica Saúde S.A.: é a companhia que detém as operações de planos de saúde, incluindo hospitais e ativos relacionados, sendo a única entidade do grupo sujeita à regulação imposta a operadoras privadas de planos de saúde

Figura 2 - Estrutura societária do Grupo Notre Dame Intermédica



Fonte: INTERMÉDICA (2020)

4.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa da Intermédica é sustentada por um conselho de administração, um conselho fiscal e um comitê de auditoria. Por ser listada no segmento do Novo Mercado da B3, ao menos 2 membros ou 20% dos membros do conselho de administração, o que for maior, deverão ser conselheiros independentes, isto é, membros que não são envolvidos em outras funções na companhia. De acordo com o estatuto social da companhia, o conselho de administração deve ser formado por 5 a 7 membros, eleitos e destituíveis por assembleia geral, por mandatos de 2 anos, com reeleição permitida.

Atualmente, o conselho de administração é composto pelo diretor presidente, 3 membros da Bain Capital, sendo um deles o presidente do conselho, e 2 membros independentes. Desde seu investimento na companhia em 2014, a Bain Capital reuniu uma equipe de executivos e conselheiros com ampla experiência no setor de saúde nacional e internacional.

Tabela 8 - Composição da diretoria executiva e conselho de administração

Nome / Cargo	Bibliografia
Irlau Machado Filho Diretor Presidente / CEO e Membro do Conselho	Graduou-se em Administração de Empresas pelo Augustana College. Exerce o cargo de diretor presidente do GNDI desde ago/14. Atuou previamente como CEO do A.C. Camargo Câncer Center e em cargos de liderança na Medial Saúde, no Banco Santander e no Citibank.
Marcelo Marques Moreira Filho Diretor Financeiro / CFO	Graduou-se em Economia pela UFRJ. Exerce o cargo de diretor financeiro do GNDI desde jul/16. Atuou como diretor presidente da TIBA Agro, como diretor financeiro e posteriormente como diretor presidente da DASA, como diretor financeiro da Fotóptica, como diretor de planejamento estratégico da Drogasil e como auditor sênior da Arthur Anderson.
Glauco Desiderio Diretor de Relações com Investidores	Graduou-se em Administração pela FAAP e cursou MBA em Finanças pela FGV. Exerce o cargo de diretor de relações com investidores do GNDI desde abr/17. Atuou como gerente corporativo financeiro da COSAN, como diretor de relações com investidores e de desenvolvimento de negócios da Netshoes, além de experiências nos setores privados de logística, energia, tecnologia e consultivo no Brasil.
Christopher Riley Gordon Presidente do Conselho	Graduou-se em Economia pela Harvard College e cursou MBA em Administração pela Harvard Business School. Possui experiência no setor de saúde norte-americano e exerce o cargo de conselheiro do GNDI desde mai/14, atuando como diretor da Bain Capital desde 1997, tendo atuado anteriormente como consultor da Bain & Company.
Michel David Freund Membro do Conselho	Graduou-se em Engenharia Comercial pela Solvay Business School, em Bruxelas, na Bélgica, e cursou MBA em Administração pela Harvard Business School. Exerce o cargo de conselheiro do GNDI desde fev/18, atuando como sócio da Bain Capital desde 2015, tendo atuado anteriormente como membro sênior da equipe de operações da CVC Capital Partners e como associado da McKinsey & Company.
T. Devin O'Reilly Membro do Conselho	Graduou-se em Economia pela Princeton University e cursou MBA em Administração pela University of Pennsylvania. Possui experiência em finanças e negócios, bem como no setor de saúde norte-americano. Exerce o cargo de conselheiro do GNDI desde mai/14, atuando como diretor da Bain Capital desde 2005. Atuou como consultor da Bain & Company e como administrador em companhias do setor de software e tecnologia.
José Luiz Teixeira Rossi Membro Independente do Conselho	Graduou-se em Engenharia Mecânica pela UFRJ. Exerce o cargo de conselheiro independente do GNDI desde jun/17, e, desde 2014, atua como CEO da Serasa Experian no Brasil e como diretor na América Latina. Foi sócio da PWC e responsável pelos serviços de negócios globais da IBM na América Latina e Europa e CEO da Capgemini Brasil.
Plínio Villares Musetti Membro Independente do Conselho	Graduou-se em engenharia civil e administração de empresas pela Universidade Mackenzie. É sócio da Janos Holding, tendo anteriormente atuado como gerente de projetos e diretor financeiro do Grupo Villares, diretor presidente da Elevadores Atlas Schindler, sócio da JP Morgan Partners e diretor presidente da Satipel Industrial. É membro efetivo do Conselho de Administração da Raia Drogasil.

Fonte: INTERMÉDICA (2020)

4.6 MODELO DE NEGÓCIOS

A companhia apresenta 3 fontes de receita, sendo elas:

- Mensalidades dos beneficiários de planos médico-hospitalares;
- Mensalidades dos beneficiários de planos odontológicos; e
- Serviços hospitalares prestados para terceiros, ou seja, não-beneficiários de planos de saúde da Intermédica, na rede assistencial própria da companhia, de forma a se aumentar a utilização e consequentemente a rentabilidade da mesma.

Os principais custos e despesas incorridos pela companhia são:

- Custos assistenciais, que englobam todos os custos com consultas, exames, procedimentos, tratamentos e materiais para assistência à saúde dos beneficiários da Intermédica no caso de custos relacionados a planos de saúde (incorridos em rede assistencial própria e/ou rede assistencial terceirizada) e dos não-beneficiários da Intermédica no caso de custos relacionados a serviços hospitalares (incorridos somente em rede assistencial própria);
- Despesas comerciais, que englobam as despesas incorridas com vendas de planos de saúde pela equipe interna ou pela equipe terceirizada; e
- Despesas administrativas, que englobam as despesas incorridas com água, luz, energia, equipamentos de escritório, aluguel, dentre outros.

No segmento de planos médico-hospitalares, a companhia possui 4 opções de planos:

- *Smart*: cobertura regional abrangendo rede própria e rede credenciada, com ou sem coparticipação;
- *Advance*: cobertura nacional abrangendo rede própria, rede credenciada e profissionais credenciados em todas as especialidades médicas, contemplando assistência em viagens nacionais e possibilidade de contratação de reembolso;
- *Premium*: cobertura nacional abrangendo rede própria e rede credenciada com maior liberdade de escolha, valores diferenciados de reembolso no Brasil e no exterior e cobertura em viagens nacionais e internacionais; e
- *Infinity*: cobertura nacional abrangendo rede própria e rede credenciada, contemplando programas de imunização por vacinas, check-up anual preventivo, teste de incompatibilidade alimentar e transplantes, além de valores diferenciados de reembolso no Brasil e no exterior e cobertura em viagens nacionais e internacionais.

No segmento de planos odontológicos, a companhia possui 4 opções de planos:

- *Smart odonto*: cobertura do rol mínimo de cobertura definido pela ANS;
- *Premium Plus DO*: cobertura do rol mínimo de cobertura definido pela ANS com uma rede ampliada de atendimento;
- *Select*: cobertura do rol mínimo de cobertura definido pela ANS e confecção de próteses; e
- *Excelence*: cobertura do rol mínimo de cobertura definido pela ANS, confecção de próteses e ortodontia completa.

A estratégia de comercialização, tanto de planos médico-hospitalares quanto de planos odontológicos, consiste em uma equipe interna de vendas de planos coletivos empresariais com foco em médios e grandes clientes corporativos, e uma equipe de aproximadamente 12 mil corretores independentes e não exclusivos, vendendo planos coletivos empresariais para clientes corporativos de todos os portes. O canal de corretores é responsável atualmente pela quase totalidade das vendas de novos contratos corporativos. Atualmente, a companhia não realiza a comercialização de planos coletivos por adesão e planos individuais. A companhia acredita que o principal pilar de crescimento das vendas dos planos odontológicos é o *cross-selling*.

O foco no segmento corporativo se deve pelo menor risco regulatório, possibilidade de negociações de preço livres, possibilidade de coparticipação, alinhando os interesses com os beneficiários, e direito de rescisão de contrato caso-a-caso.

4.7 BASE DE BENEFICIÁRIOS

A base de clientes da Intermédica é composta por 6,2 milhões de beneficiários, sendo 3,6 milhões de beneficiários de planos médico-hospitalares e 2,6 milhões de beneficiários de planos odontológicos. Além do crescimento orgânico, isto é, venda de planos para clientes novos, o crescimento inorgânico, isto é, aquisição de carteiras de beneficiários de concorrentes, se mostrou desde 2018 como um fator relevante no crescimento da base de beneficiários.

A companhia adota uma estratégia de *cross-selling*, buscando vender aos beneficiários de planos médico-hospitalares seus planos odontológicos. A evolução da base de beneficiários de planos médico-hospitalares que também possuía um plano odontológico foi de 57% no 1T17 para 66% no 2T20. Os planos médico-hospitalares apresentam um *ticket* médio de R\$227, comparado a R\$10 para os planos odontológicos. O preço médio dos planos de saúde é 59,6% abaixo da média brasileira.

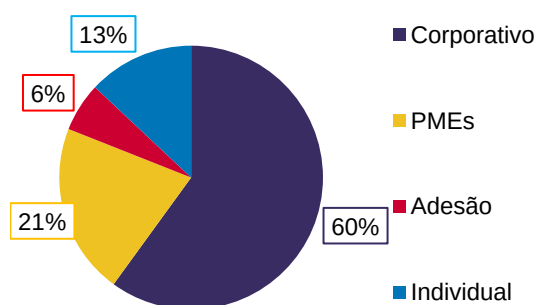
Tabela 9 - Base de beneficiários e *ticket* médio

Base de beneficiários ('000)	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20
Beneficiários totais	3,464	3,548	3,637	3,596	3,732	3,991	4,028	4,095	4,657	4,919	5,420	5,583	6,127	6,177
Planos médico-hospitalares	2,041	2,076	2,073	2,056	2,127	2,127	2,148	2,211	2,704	2,873	2,945	3,032	3,564	3,607
Adições/reduções líquidas	11	35	(2)	(17)	23	(0)	21	(21)	21	89	72	70	93	3
M&A	–	–	–	–	48	–	–	84	472	80	–	17	439	40
Planos odontológicos	1,423	1,473	1,564	1,540	1,605	1,864	1,881	1,884	1,953	2,046	2,475	2,551	2,563	2,570
Adições/reduções líquidas	241	50	91	(24)	64	259	17	3	69	93	71	77	(1)	7
M&A	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	358	–	12	–
Cross-sell	57%	55%	59%	60%	61%	66%	69%	72%	72%	71%	72%	73%	65%	66%
Ticket médio saúde	184	188	192	200	203	209	214	217	214	218	221	227	224	227
Ticket médio odonto	11	11	11	10	11	10	10	9	9	10	10	10	10	10

Fonte: INTERMÉDICA (2020)

A idade média dos beneficiários da Intermédica é de 34,1 anos e 9,7% de seus membros apresentam idade média superior a 60 anos, comparado a 34,5 anos e 11,4%, respectivamente para a média dos beneficiários regulados pela ANS. A base de beneficiários é composta por 60% de planos corporativos, isto é, empresas com mais de 100 beneficiários, 21% de planos de PMEs (pequenas e médias empresas), isto é, empresas com até 99 beneficiários, 6% de planos por adesão e 13% de planos individuais.

Gráfico 31 - Base de beneficiários por tipo de cliente



Fonte: INTERMÉDICA (2020)

4.8 REDE DE ATENDIMENTO

A companhia possui uma rede própria composta por 87 centros clínicos, 23 unidades de pronto atendimento, 14 unidades de medicina preventiva e 24 hospitais, totalizando 2.827 leitos. Adicionalmente, conta com 68 pontos de coleta de análises clínicas, 12 unidades para exames

de imagem e 2 centros de saúde exclusivamente dedicado aos idosos. Desde 2017, a companhia apresenta uma taxa de ocupação média (leitos ocupados / leitos ativos) de 77%.

Tabela 10 - Rede própria de atendimento e índice de verticalização

Rede própria	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20
Centros clínicos	65	66	65	64	67	66	64	67	77	75	75	73	87	87
Unidades de pronto atendimento	17	19	20	21	23	24	24	26	36	20	20	20	23	23
Unidades de medicina preventiva	9	9	9	10	10	10	10	10	10	10	10	11	14	14
Hospitais	13	16	17	17	18	18	17	18	19	21	21	20	23	24
Leitos totais	1,275	1,632	1,707	1,707	1,861	1,854	1,791	1,888	2,436	2,659	2,659	2,489	2,702	2,827
Taxa de ocupação	77%	79%	77%	78%	80%	85%	77%	76%	80%	81%	78%	81%	79%	58%
Verticalização dos custos	53%	55%	59%	59%	58%	58%	59%	61%	63%	66%	68%	70%	68%	72%
Internações	57%	58%	61%	60%	59%	61%	61%	64%	69%	71%	71%	70%	69%	65%
Consultas	68%	66%	66%	64%	70%	71%	70%	71%	70%	71%	70%	70%	68%	69%

Fonte: INTERMÉDICA (2020)

No 2T20, a companhia apresentou um índice de verticalização de 72%, isto é, a porcentagem dos custos assistenciais que são incorridos na rede própria, comparado a 53% no 1T17. Quanto maior o índice de verticalização, maior a porcentagem de serviços de assistência à saúde que a companhia realiza em sua rede própria e menor é esperada que seja a sinistralidade. De acordo com a companhia, procedimentos médicos realizados em redes de terceiros apresentam na média custos 53% superiores a procedimentos realizados na rede própria.

A companhia conta também com uma rede credenciada formada por aproximadamente 1.600 hospitais e prontos-socorros, 7.506 centros clínicos e 5.880 unidades de diagnóstico, além de mais de 15.000 dentistas em mais de 1.000 municípios.

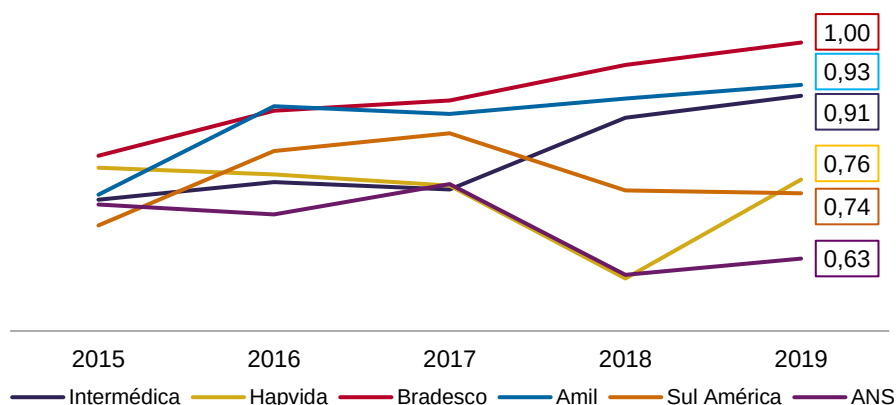
4.9 MEDICINA PREVENTIVA

Um dos pilares do modelo verticalizado é a medicina preventiva, isto é, a realização de tratamento preventivo de pacientes com doenças crônicas e outros pacientes com custos potencialmente elevados. A companhia possui aproximadamente 147 mil beneficiários inscritos em programas de cuidados preventivos, representando 94% dos beneficiários que são classificados como de alto risco. Segundo a companhia, a cada R\$1,00 investidos em medicina preventiva, são economizados R\$7,34 em despesas médicas.

4.10 QUALIDADE DO SERVIÇO

O principal indicador de qualidade das operadoras de planos de saúde é o IDSS (Índice de Desempenho da Saúde Suplementar), calculado anualmente pela ANS para todas as operadoras ativas, baseando-se nas dimensões de qualidade em atenção à saúde, garantia de acesso, sustentabilidade no mercado e gestão de processos e regulação. O índice varia de 0 a 1 e apresentou valor de 0,91 para a Intermédica em 2019 (referente ao período de 2018), comparado à uma média de 0,63 para as operadoras ativas registradas na ANS.

Gráfico 32 - IDSS



Fonte: ANS (2020)

4.11 HISTÓRICO DE AQUISIÇÕES

Desde 2018, a companhia executa uma estratégia agressiva de crescimento por aquisições de carteiras de beneficiários e hospitais, tendo concluído 18 aquisições desde então, que totalizam 1.847 leitos de hospitais e 2,1 milhões de beneficiários. A estratégia de aquisições tem o foco em áreas com alta concentração de beneficiários mas com rede própria restrita, mercados geograficamente adjacentes e empresas integradas de assistência à saúde que contam com carteira de beneficiários e rede própria com potencial de sinergia.

Tabela 11 - Histórico de aquisições

Companhia-alvo	Região	Data da transação	# de leitos	# de beneficiários ('000)
Grupo Samed	SP	jun-18	102	80
Grupo Mediplan Sorocaba	SP	jul-18	156	80
Grupo GreenLine	SP	set-18	557	464
Hospital AMIU	RJ	abr-19	67	–
Belo Dente	MG / ES	mai-19	–	350
Grupo Ghelfond	SP	jul-19	–	–
Grupo SMEDSJ	RJ	set-19	106	17
Grupo São Lucas	SP	out-19	80	87
Grupo Clinipam	PR / SC	nov-19	133	333
Ecole	SP	dez-19	–	45
Hospital do Coração	SC	mai-20	58	–
Grupo Santa Mônica	MG	jun-20	265	41
Climepe	MG	ago-20	119	49
Bio Saúde	SP	ago-20	–	100
Grupo Medisanitas	MG	ago-20	58	343
Lifeday	SC/RS	out-20	–	57
Hospital Santa Brígida	PR	out-20	72	–
Grupo Serpram	MG	out-20	74	57
Total			1.847	2.103

Fonte: INTERMÉDICA (2020)

4.12 BP HISTÓRICO

A seguir é apresentada a evolução histórica do balanço patrimonial da Intermédica desde 2017.

Do lado dos ativos, a conta mais relevante é a linha de intangível, composta majoritariamente por ágio em aquisições. Já a linha de imobilizado, segunda conta mais relevante do lado dos ativos, é composta majoritariamente por terrenos e imóveis.

Do lado dos passivos, a conta mais relevante é a linha de provisões técnicas, composta majoritariamente por provisão de eventos / sinistros a liquidar para SUS, provisão de eventos / sinistros a liquidar para outros prestadores de serviços assistenciais e provisão para eventos ocorridos e não avisados (PEONA). Com relação ao patrimônio líquido, nota-se o crescimento

da linha de capital social, reflexo dos aumentos de capital realizados pela companhia desde sua abertura de capital.

Os demonstrativos passam a considerar a partir de 2019 as normas do IFRS16 onde, ao invés de ser contabilizada uma linha de despesas de arrendamento na DRE, os contratos de arrendamento passam a ser capitalizados no balanço patrimonial do lado dos ativos sob a forma de direito de uso, enquanto que do lado dos passivos é reconhecido um passivo de arrendamento, que representa o valor presente das obrigações futuras de arrendamentos.

Tabela 12 - Balanço Patrimonial histórico da Intermédica

R\$m	2017	2018	2019	2T20
Ativo circulante	1.874	2.296	5.973	3.593
Caixa e equivalentes de caixa	28	137	3.514	322
Aplicações financeiras	1.230	1.234	1.285	1.665
Contas a receber de clientes	266	332	493	516
Estoques	29	38	51	114
Despesas de comercialização diferidas	106	144	186	215
Créditos tributários e previdenciários	39	62	121	354
Outros ativos	175	350	323	407
Ativo não-circulante	2.948	3.460	7.175	10.711
Aplicações financeiras	49	28	–	151
Impostos diferidos ativo	275	215	312	380
Despesas de comercialização diferidas	117	113	179	214
Depósitos judiciais e fiscais	228	265	493	669
Outros ativos	74	165	611	712
Investimentos	–	0	0	0
Imobilizado	672	931	1.759	2.053
Direito de Uso	–	–	479	499
Intangível	1.533	1.742	3.342	6.033
Ativo total	4.822	5.756	13.148	14.305
Passivo circulante	1.556	1.899	2.434	3.000
Fornecedores	65	88	134	141
Salários a pagar	113	116	165	221
Tributos e encargos sociais a recolher	187	248	360	549
Dividendos a pagar	–	79	101	101
Empréstimos e financiamentos	308	139	221	268
Debêntures	120	479	170	137
Provisões de IR e CSLL	19	7	57	277
Provisões técnicas	685	693	945	1.095
Parcela diferida do preço de aquisição	–	–	119	–
Arrendamento Mercantil	–	–	33	38
Outros passivos	60	50	129	173
Passivo não-circulante	1.914	1.517	4.344	4.529
Tributos e encargos sociais a recolher	2	26	62	65
Empréstimos e financiamentos	334	141	35	733
Debêntures	726	179	1.753	797
Provisões técnicas	10	107	343	459
Parcela diferida do preço de aquisição	236	223	–	79
Impostos diferidos passivos	200	207	263	307
Provisões para ações judiciais	291	424	888	838
Arrendamento Mercantil	–	–	464	491
Outros passivos	116	210	536	760
Patrimônio líquido	1.351	2.340	6.370	6.776
Capital Social	1.037	1.749	5.412	5.410
Ações em tesouraria	(3)	(3)	(3)	(3)
Reserva de capital e opções outorgadas	29	56	101	985
Reservas de lucros	289	538	861	–
Lucro líquido do período	–	–	–	384
Participação de não controlador	–	–	–	1
Passivo + Patrimônio Líquido	4.822	5.756	13.148	14.305

Fonte: INTERMÉDICA (2020)

4.13 DRE HISTÓRICA

A seguir é apresentada a evolução histórica da DRE da Intermédica desde 2017, evidenciando as principais linhas de receitas, custos e despesas.

Tabela 13 - Demonstração do Resultado do Exercício histórico da Intermédica

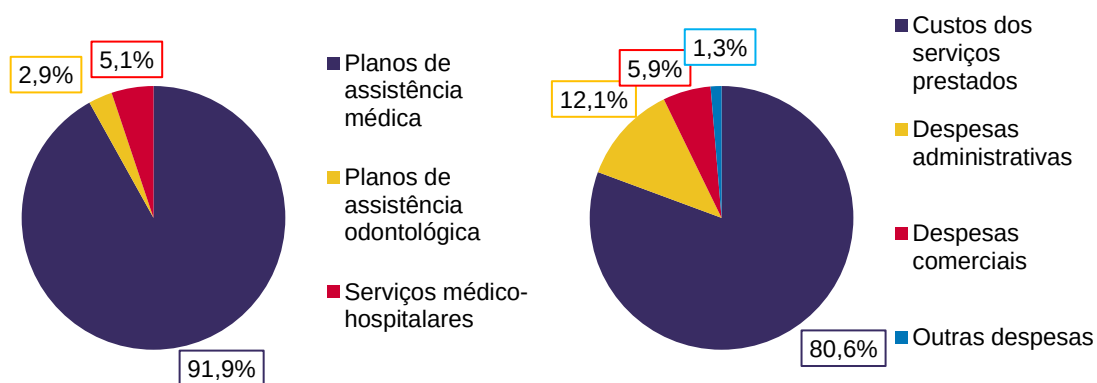
R\$m	2017	2018	2019	1S20
(+) Receita operacional líquida	5.305	6.135	8.412	5.164
Planos de assistência médica	4.707	5.419	7.482	4.746
Planos de assistência odontológica	187	211	260	151
Serviços médico-hospitalares	411	505	670	266
(-) Custos dos serviços prestados	(3.909)	(4.472)	(6.104)	(3.572)
Contas Médicas Caixa	(3.843)	(4.389)	(5.939)	(3.430)
Outros	(65)	(83)	(166)	(142)
<i>Sinistralidade Caixa</i>	72,5%	71,5%	70,6%	66,4%
(=) Lucro bruto	1.396	1.663	2.308	1.591
<i>Margem bruta</i>	26,3%	27,1%	27,4%	30,8%
(-) Despesas totais	(894)	(1.046)	(1.401)	(857)
Despesas administrativas	(668)	(750)	(944)	(538)
Despesas comerciais	(204)	(299)	(424)	(260)
Perdas com créditos de liquidação duvidosa	(56)	(42)	(67)	(55)
Outras receitas (despesas) líquidas	35	45	33	(4)
(+) Depreciação e amortização	114	127	231	152
(=) EBITDA	616	745	1.138	886
<i>Margem EBITDA</i>	11,6%	12,1%	13,5%	17,2%
(-) Depreciação e amortização	(114)	(127)	(231)	(152)
(=) EBIT	502	617	907	734
<i>Margem EBIT</i>	9,5%	10,1%	10,8%	14,2%
(+) Resultados financeiros	(101)	(79)	(188)	(62)
Receitas financeiras	102	111	165	81
Despesas financeiras	(203)	(190)	(352)	(143)
(=) EBT	401	538	719	672
<i>Margem EBT</i>	7,6%	8,8%	8,5%	13,0%
(+) Impostos sobre o lucro	(163)	(204)	(296)	(288)
IR e CSLL corrente	(112)	(131)	(268)	(272)
IR e CSLL diferido	(51)	(73)	(27)	(16)
Lucro líquido	238	334	424	384
<i>Margem líquida</i>	4,5%	5,4%	5,0%	7,4%

Fonte: INTERMÉDICA (2020)

A receita líquida da companhia durante o 1S20 é composta por 91,9% de planos de assistência médica, 2,9% de planos de assistência odontológica e 5,1% de serviços médico-hospitalares. Os custos e despesas operacionais durante o 1S20 são compostos por 80,6% de

custos dos serviços prestados, 12,1% de despesas administrativas, 5,9% de despesas comerciais e 1,3% de outras despesas.

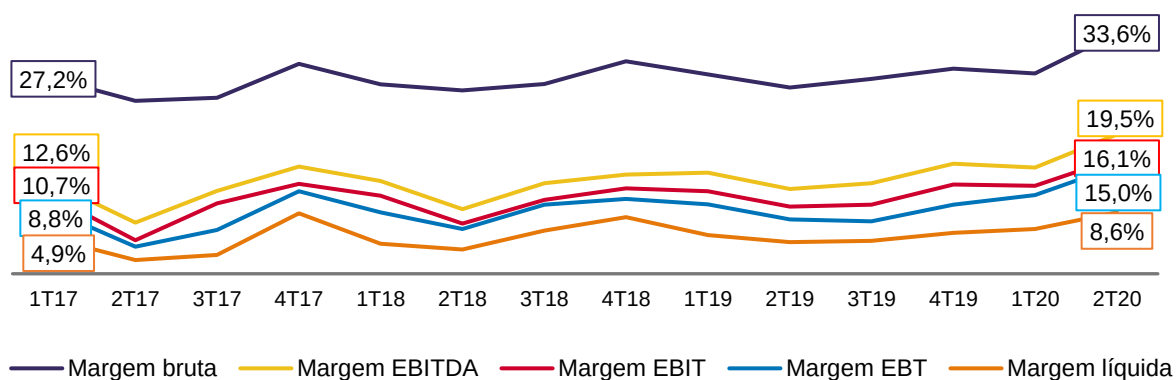
Gráfico 33 - Composição da receita, custos e despesas



Fonte: INTERMÉDICA (2020)

Observa-se que, adicionalmente ao crescimento de receita, as margens bruta, EBITDA, EBIT, EBT e líquida apresentaram crescimento durante o período, elevando-se o nível de rentabilidade da companhia.

Gráfico 34 - Evolução histórica das margens



Fonte: INTERMÉDICA (2020)

4.14 EXIGÊNCIAS REGULATÓRIAS

De acordo com normas regulamentadas pela ANS, a companhia deve apresentar um capital regulatório, representado pelo patrimônio líquido consolidado ajustado, de no mínimo o maior valor entre 75% da margem de solvência e o cálculo baseado em risco.

O patrimônio líquido consolidado ajustado é calculado como o total do patrimônio líquido da operadora de saúde, descontados ativos não circulantes intangíveis, patrimônio em entidade regulada, créditos tributários decorrentes de prejuízos fiscais, despesas de comercialização diferidas e despesas antecipadas.

A margem de solvência é calculada como o maior valor entre: (i) 20% da soma dos últimos 12 meses de: (a) 100% das contraprestações líquidas na modalidade de preço pré-estabelecido e; (b) 50% das contraprestações líquidas na modalidade de preço pós-estabelecido; ou (ii) 33% da média anual dos últimos 36 meses da soma de: (a) 100% dos eventos indenizáveis líquidos na modalidade de preço pré-estabelecido e; (b) 50% dos eventos indenizáveis líquidos na modalidade de preço pós-estabelecido.

Adicionalmente, a companhia deve apresentar as seguintes provisões técnicas, valores contabilizados nas contas do passivo com o objetivo de refletir obrigações futuras da empresa: (i) Provisão de Eventos/Sinistros a Liquidar (PESL), referente ao montante de eventos/sinistros já ocorridos e avisados, mas que ainda não foram pagos pela operadora de saúde; (ii) Provisão para Eventos/Sinistros Ocorridos e Não Avisados (PEONA), referente ao montante de eventos/sinistros que já tenham ocorrido e que não tenham sido avisados à operadora de saúde; (iii) Provisão para Remissão, referente às obrigações decorrentes das cláusulas contratuais de remissão das contraprestações/prêmios referentes à cobertura de assistência à saúde, quando existentes; (iv) Provisão para Prêmios/Contraprestações Não Ganhas (PPCNG), referente à parcela de prêmio/contraprestação cujo período de cobertura do risco ainda não decorreu; e (v) Outras Provisões Técnicas, necessárias à manutenção do equilíbrio econômico-financeiro. A companhia deve lastrear as provisões técnicas em ativos garantidores, que podem ser compostos em até 20% por imóveis assistenciais.

No 2T20, a companhia apresentava uma exigência regulatória de R\$1.310 milhões de patrimônio líquido consolidado ajustado e R\$1.428 milhões em provisões técnicas.

Tabela 14 - Exigências regulatórias

Exigências regulatórias (R\$m)	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20
Margem de solvência	853	904	952	993	1.023	1.060	1.115	1.164	1.221	1.269	1.316	1.380	1.710	1.747
Diferimento	57,6%	59,5%	61,3%	63,1%	65,0%	66,8%	68,7%	70,5%	72,4%	74,2%	76,1%	77,9%	75,0%	75,0%
Solvência exigida	492	538	583	627	665	709	765	821	883	941	1.001	1.075	1.283	1.310
Patrimônio líquido ajustado	803	766	821	818	788	1.203	1.310	1.264	1.245	1.195	1.126	1.620	1.384	1.561
Suficiência de solvência	311	228	237	191	123	494	545	443	362	253	125	545	102	251
Provisões Técnicas	577	649	671	640	702	713	735	699	903	953	1.003	1.158	1.500	1.428
Ativos Garantidores	815	832	872	1.412	1.134	1.315	1.410	1.233	1.490	1.270	1.972	1.796	1.933	2.549
Caixa vinculada a ANS	232	235	228	232	237	251	252	257	391	408	455	488	598	664

Fonte: INTERMÉDICA (2020)

4.15 ENDIVIDAMENTO

No final do 2T20, a companhia apresentou uma dívida bruta de R\$2.015 milhões, 97% denominada em moeda nacional e 3% em moeda estrangeira e composta por 20% de obrigações de curto prazo e 80% de obrigações de longo prazo. A posição de caixa e equivalentes era de R\$1.987 milhões, resultando em uma dívida líquida de R\$27 milhões. A companhia apresenta historicamente uma alavancagem baixa, medida pelo índice Dívida Líquida / EBITDA. No 4T19, o índice foi de (2,20x), explicado pelo aumento de capital realizado durante o trimestre para financiamento da aquisição da Clinipam, cujo pagamento só ocorreu no 1T20. No 2T20, o índice foi de 0,02x.

Tabela 15 - Endividamento histórico da Intermédica

Endividamento (R\$m)	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20
(+) Dívida bruta	1.383	1.217	1.212	1.160	1.989	1.923	2.625	2.297	1.551	2.015
Empréstimos e financiamentos	489	333	333	279	270	204	200	256	543	1.002
Curto prazo	222	134	133	139	134	135	133	221	331	268
Longo prazo	267	200	199	141	136	69	66	35	212	733
Debêntures	656	658	658	658	1.497	1.513	2.246	1.922	923	934
Curto prazo	67	69	128	479	485	501	494	170	126	137
Longo prazo	589	589	529	179	1.012	1.013	1.751	1.753	797	797
Parcela diferida do preço de aquisição	237	226	222	223	223	205	180	119	84	79
Curto prazo	—	—	—	—	—	205	180	119	84	—
Longo prazo	237	226	222	223	223	—	—	—	—	79
(-) Caixa e equivalentes	933	1.140	1.206	1.371	1.486	1.129	1.802	4.800	1.409	1.987
Caixa e equivalentes de caixa	36	63	34	137	191	64	271	3.514	231	322
Aplicações financeiras	897	1.076	1.171	1.234	1.295	1.066	1.531	1.285	1.177	1.665
(=) Dívida líquida	450	78	6	(211)	504	793	823	(2.503)	142	27
EBITDA LTM	648	690	729	745	827	931	1.009	1.138	1.249	1.515
Dívida líquida / EBITDA	0,69x	0,11x	0,01x	(0,28x)	0,61x	0,85x	0,82x	(2,20x)	0,11x	0,02x

Fonte: INTERMÉDICA (2020)

Algumas dívidas da companhia apresentam *covenants* (do inglês, cláusulas restritivas) que podem gerar o vencimento antecipado ou o refinanciamento das dívidas em caso de não

cumprimento. O *covenant* mais restritivo a que a companhia está sujeita é a manutenção do índice Dívida Líquida / EBITDA igual ou inferior a 2,5x.

4.16 IMPACTO DO COVID-19

Durante a pandemia foi implementada a telemedicina, propiciando a realização de consultas médicas por videoconferência. Desde então, foram realizadas mais de 290 mil consultas e 285 mil prescrições na modalidade, onde 90% dos pacientes obtiveram alta na própria consulta, sem necessidade de contato físico.

O principal impacto negativo gerado pelo COVID-19, segundo JP Morgan (2020), foi a piora econômica, que tende a impactar o principal *driver* da indústria de planos de saúde, a criação de empregos formais. Isto pois o segmento corporativo é o mais representativo no setor de planos médico-hospitalares e odontológicos e o crescimento de beneficiários no setor se mostra historicamente altamente correlacionado com a criação de empregos formais, uma vez que grande parte destes acompanha o benefício de um plano de saúde ao funcionário.

Apesar disso, ainda segundo JP Morgan (2020), o COVID-19 gerou um impacto positivo para as operadoras de planos de saúde, sendo este a redução no volume de procedimentos e tratamentos de baixa complexidade e não essenciais, cobertos pelos planos de saúde, por parte dos beneficiários, reduzindo os custos incorridos pelos prestadores de serviços de saúde.

5 AVALIAÇÃO DA INTERMÉDICA

Nos capítulos anteriores, foram apresentados o setor de planos de saúde e a Intermédica, destacando suas principais características operacionais e financeiras. No presente capítulo, será realizada a avaliação econômico-financeira da Intermédica, fazendo uso da metodologia de fluxo de caixa descontado para o acionista (FCFE) apresentada anteriormente no capítulo de revisão bibliográfica. Assim, o presente capítulo será dividido em 4 partes: a primeira parte consistirá no detalhamento das premissas que foram utilizadas para a realização das projeções; a segunda parte consistirá no detalhamento do cálculo da taxa de desconto aplicada para trazer a valor presente os fluxos de caixa projetados; a terceira parte consistirá no detalhamento do cálculo do valor justo da Intermédica e na comparação dos múltiplos implícitos obtidos com múltiplos de negociação de empresas comparáveis; a quarta parte consistirá na realização de análises de sensibilidade com as premissas mais relevantes para a avaliação.

Importante ressaltar que a avaliação utilizou como insumo apenas informações públicas disponíveis sobre o setor e sobre a companhia, as quais se mostram muitas vezes limitadas, impedindo uma maior granularidade nas análises visto que tal opção demandaria a adoção de uma série de premissas adicionais que tornariam a avaliação mais imprecisa.

5.1 PRINCIPAIS PREMISSAS PARA AS PROJEÇÕES

A modelagem financeira da Intermédica foi feita a partir das projeções de receitas, custos, despesas e alguns itens do balanço patrimonial. As projeções foram realizadas com valores nominais por um período de 10 anos e 6 meses, de 2020 a 2030, quando então espera-se que a companhia tenha atingido a maturidade, ou seja, passe a apresentar crescimento estável e em linha com a economia. Atualmente, a companhia se encontra em fase de crescimento acelerado e significativamente superior ao crescimento da economia.

5.1.1 Projeções de receitas

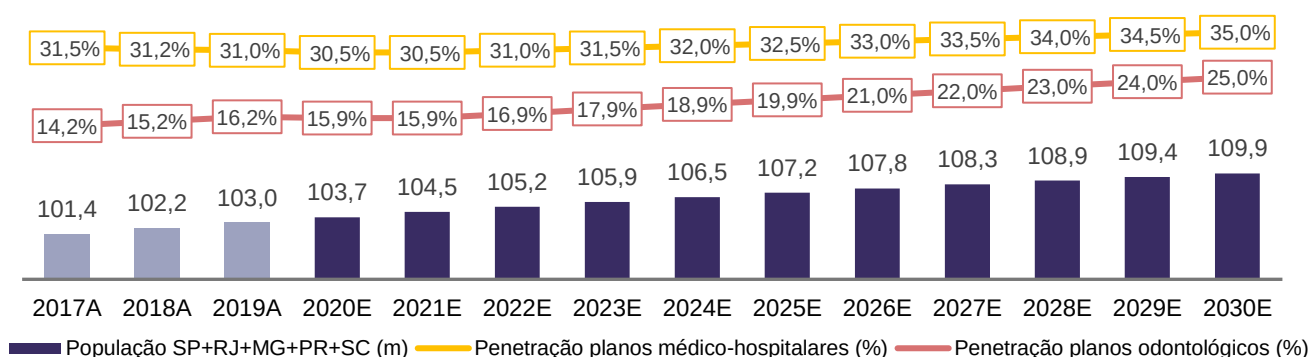
Para a projeção da receita líquida da Intermédica nos segmentos de planos médico-hospitalares e planos odontológicos, primeiramente foi feita a projeção do número de vidas da Intermédica em cada segmento. O mercado de planos de saúde foi dividido em dois grupos. O primeiro grupo é composto pelos estados de SP, RJ, MG, PR e SC, sendo os estados onde a Intermédica possui presença e rede assistencial atualmente e nos quais deve focar sua expansão

nos próximos anos. O segundo grupo é composto por todos os outros estados do Brasil, sendo os estados onde a Intermédica possui presença inexistente ou insignificante atualmente e nos quais deve passar a focar a sua expansão após mais alguns anos de foco para ganho de *market share* nos estados em que já está presente. Não à toa, os 5 estados em que a companhia está presente atualmente estão entre os estados com o maior nível de penetração de planos de saúde.

As projeções consideraram um crescimento na penetração de planos de saúde no Brasil tendo em vista que: (i) o Brasil apresenta um nível de gastos públicos com saúde como porcentagem do PIB significativamente inferior a diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento; (ii) a qualidade do SUS é reprovada pela maioria dos brasileiros; (iii) planos de saúde são o terceiro bem mais desejado pelos brasileiros; e (iv) o Brasil apresenta uma penetração de planos de saúde significativamente inferior a países desenvolvidos.

Nos estados em que a Intermédica já possui presença atualmente, foi projetado que a penetração de planos médico-hospitalares irá decrescer em 0,5% para 30,5% em 2020 e se manterá no mesmo nível em 2021, quando então em 2022 passará a crescer linearmente até 35,0% em 2030. A penetração de planos odontológicos irá decrescer em 0,3% para 15,9% em 2020 e se manterá no mesmo nível em 2021, quando então em 2022 passará a crescer linearmente até 25,0% em 2030. O menor nível de penetração projetado para os anos de 2020 e 2021 se deve aos efeitos esperados da pandemia, cujo impacto econômico deve levar a redução na quantidade de empregos formais, um dos principais *drivers* do setor.

Gráfico 35 - Projeção da população e penetração de planos em SP, RJ, MG, PR e SC

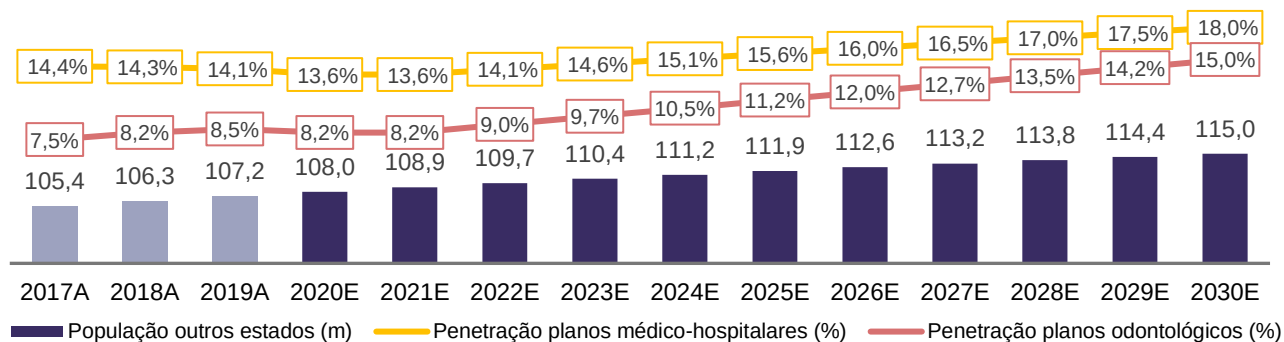


Fonte: Estimativas do autor

Nos estados em que a Intermédica ainda não possui presença significativa atualmente, foi projetado que a penetração de planos médico-hospitalares irá decrescer em 0,5% para 13,6% em 2020 e se manterá no mesmo nível em 2021, quando então em 2022 passará a crescer linearmente até 18,0% em 2030. A penetração de planos odontológicos irá decrescer em 0,3%

para 8,2% em 2020 e se manterá no mesmo nível em 2021, quando então em 2022 passará a crescer linearmente até 15,0% em 2030. Analogamente às projeções de penetração nos estados em que a Intermédica já possui presença, o menor nível de penetração projetado para os anos de 2020 e 2021 busca refletir os efeitos esperados da pandemia.

Gráfico 36 - Projeção da população e penetração de planos em outros estados



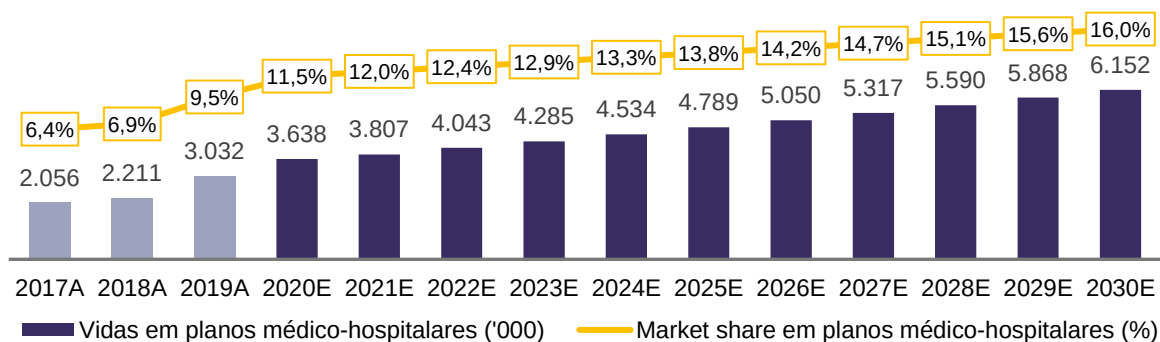
Fonte: Estimativas do autor

O *market share* da Intermédica deve continuar crescendo de forma a refletir sua estratégia de crescimento inorgânico em um setor ainda bastante fragmentado e em tendência de consolidação a partir de uma grande quantidade de operadoras pressionadas a saírem do mercado por não cumprirem imposições regulatórias e/ou por apresentarem fragilidade financeira a partir de resultados operacionais insatisfatórios. Além disso, conforme também visto na análise setorial, a Intermédica oferece planos de saúde a preços significativamente inferiores à média do mercado, posicionando a companhia em um patamar mais favorável no ambiente competitivo.

Nos estados em que a Intermédica já possui presença atualmente, foi projetado que o *market share* em planos médico-hospitalares irá evoluir de 9,5% em 2019, representando 3.032 vidas, para 16,0% em 2030, representando 6.152 vidas. Já nos planos odontológicos, foi projetado que o *market share* irá evoluir de 15,3% em 2019, representando 2.551 vidas, para 25,0% em 2030, representando 6.866 vidas.

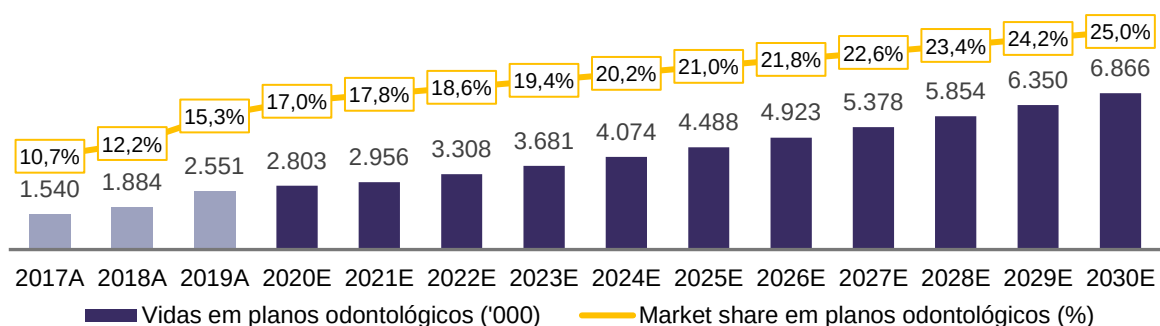
O racional por trás do crescimento mais acelerado de *market share* em planos odontológicos se deve ao crescimento mais acelerado observado nos últimos trimestres e à estratégia de *cross-selling* em execução, ou seja, esforços para venda de planos odontológicos para beneficiários atuais que possuem apenas planos médico-hospitalares. O índice de *cross-selling*, conforme visto no capítulo de apresentação da Intermédica, evoluiu de 57% no 1T17 para 66% no 2T20, com significativo espaço para maior evolução.

Gráfico 37 - Projeção de vidas e *market share* da Intermédica em planos médico-hospitalares em SP, RJ, MG, PR e SC



Fonte: Estimativas do autor

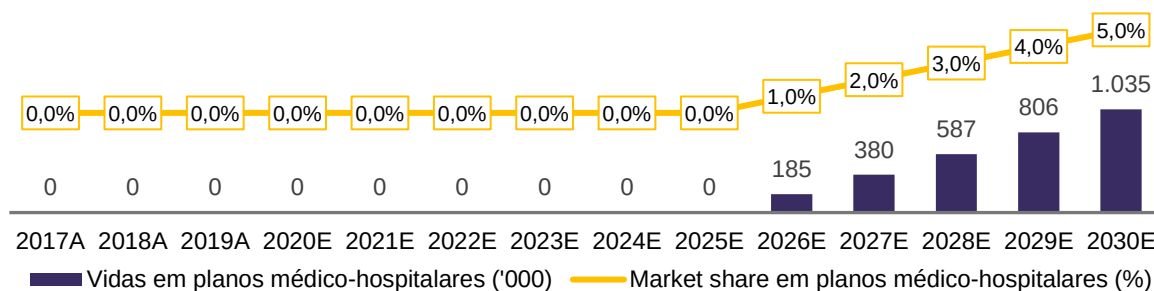
Gráfico 38 - Projeção de vidas e *market share* da Intermédica em planos odontológicos em SP, RJ, MG, PR e SC



Fonte: Estimativas do autor

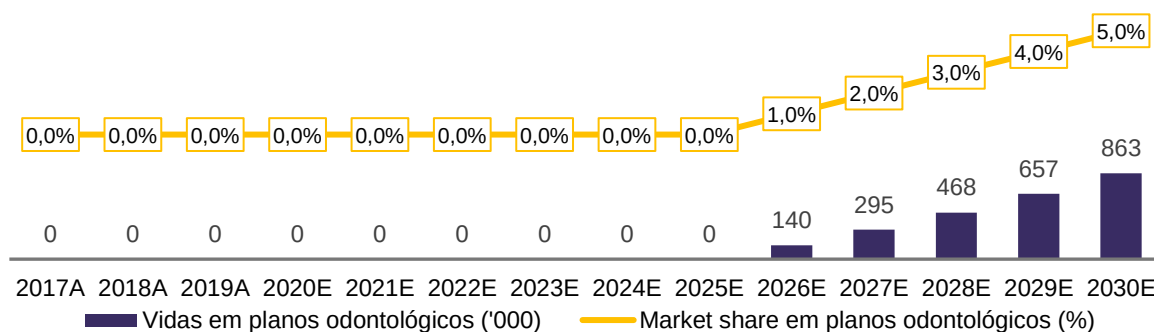
Nos estados em que a Intermédica ainda não possui presença significativa atualmente, foi considerado que a companhia iniciará seu plano de expansão apenas em 2026 para essas regiões, quando então já apresentará um *market share* significativo nos estados em que está presente atualmente. Foi projetado que o *market share* em planos médico-hospitalares irá evoluir linearmente de 0% em 2025 para 5,0% em 2030, representando 1.035 vidas. Já nos planos odontológicos, foi projetado que o *market share* irá evoluir linearmente de 0% em 2025 para 5,0% em 2030, representando 863 vidas.

Gráfico 39 - Projeção de vidas e *market share* da Intermédica em planos médico-hospitalares em outros estados



Fonte: Estimativas do autor

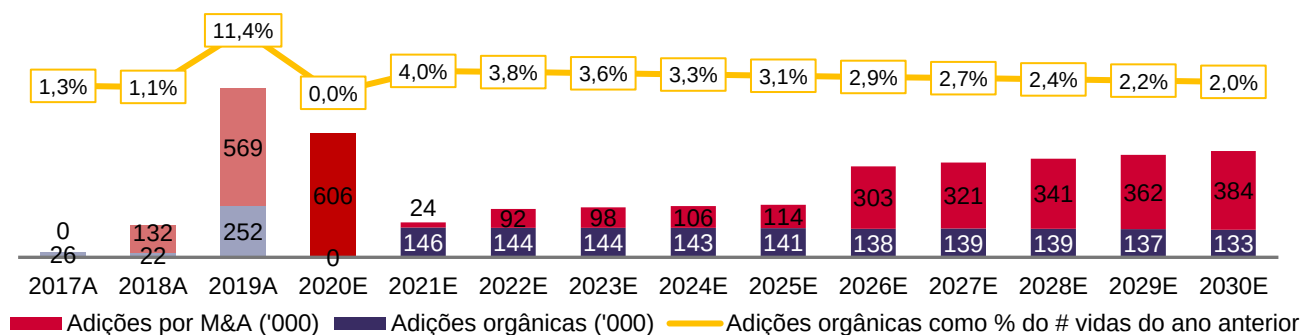
Gráfico 40 - Projeção de vidas e *market share* da Intermédica em planos odontológicos em outros estados



Fonte: Estimativas do autor

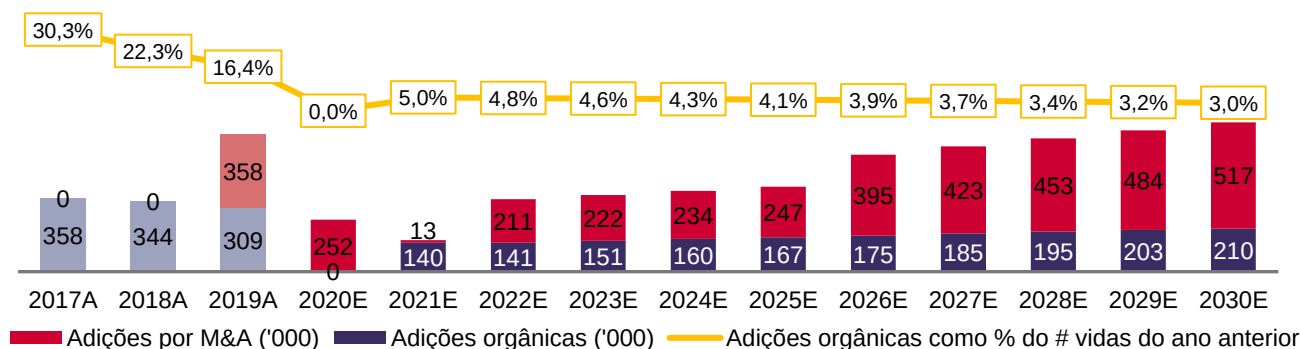
A Intermédica não divulga a abertura de adições e cancelamentos de planos de saúde, apenas as adições orgânicas líquidas e adições inorgânicas. Foi então projetado que as adições orgânicas líquidas de planos médico-hospitalares e odontológicos serão nulas em 2020 devido aos impactos econômicos da pandemia, ao passo que entre 2021 e 2030 as adições orgânicas líquidas decrescerão linearmente de 4,0% para 2,0% e de 5,0% para 3,0% nos planos médico-hospitalares e planos odontológicos, respectivamente. O restante das adições de vidas projetadas em ambos os segmentos se dará através de aquisições de concorrentes.

Gráfico 41 - Projeção de adições orgânicas e inorgânicas de planos médico-hospitalares



Fonte: Estimativas do autor

Gráfico 42 - Projeção de adições orgânicas e inorgânicas de planos odontológicos



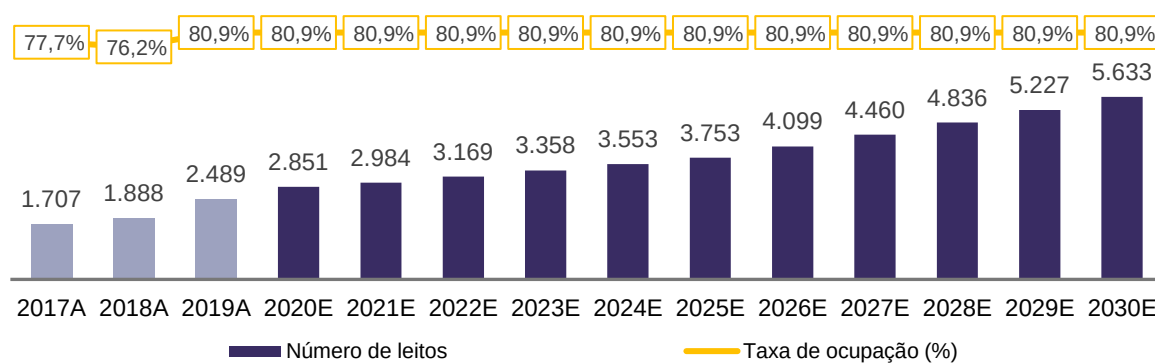
Fonte: Estimativas do autor

Com relação aos preços dos planos de saúde, foi projetado que o *ticket* médio mensal dos planos médico-hospitalares crescerá a um múltiplo de 0,6x VCMH e o *ticket* médio mensal dos planos odontológicos crescerá a um múltiplo de 0,5x IPCA, em linha com os últimos anos. Tal mecanismo reflete a variação nos custos dos planos médico-hospitalares significativamente mais acelerada do que a variação nos custos dos planos odontológicos, ao mesmo tempo que a Intermédica, por apresentar um controle maior sobre seus custos, é capaz de aplicar correções mais suaves nos preços dos planos. O VCMH, por sua vez, foi projetado como 3,5x IPCA, em linha com o observado nos últimos anos no Brasil.

Para a projeção da receita líquida da Intermédica no segmento de serviços hospitalares, foi projetado que a razão de 1,28 mil beneficiários / leitos observada em 2T20 se manterá constante ao longo dos anos da projeção, refletindo a necessidade da companhia de expandir sua rede de atendimento própria conforme sua base de beneficiários cresce. Foi projetado que a taxa de ocupação dos leitos se manterá constante em 80,9% com relação a 2019. Apesar de não divulgado oficialmente pela companhia, foi feita uma estimativa com base em analistas de

mercado de que 90% das camas ocupadas são referentes a serviços para beneficiários da Intermédica e 10% são referentes a serviços para terceiros, os quais refletem a receita do segmento de serviços hospitalares. Por fim, foi estimado que o *ticket* médio mensal das camas ocupadas por terceiros apresentará um crescimento de 0,5x VCMH, em linha com os últimos anos.

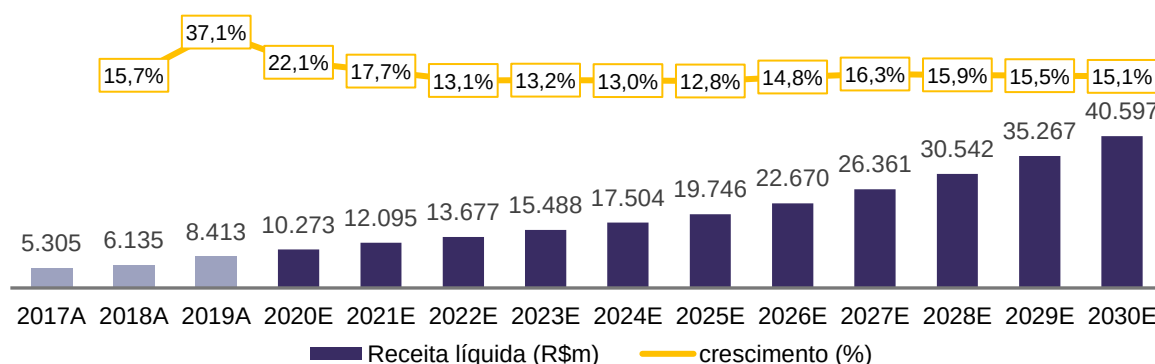
Gráfico 43 - Projeção de leitos e taxa de ocupação



Fonte: Estimativas do autor

Finalmente, tem-se a projeção da receita líquida consolidada dos segmentos de planos médico-hospitalares, planos odontológicos e serviços hospitalares, atingindo o valor de R\$40.597 milhões em 2030.

Gráfico 44 - Projeção da receita líquida

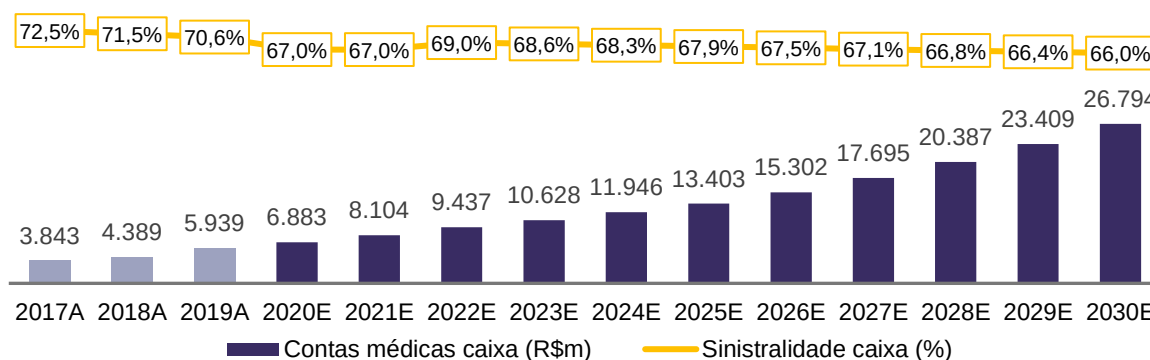


Fonte: Estimativas do autor

5.1.2 Projeções de custos e despesas

As contas médicas caixa, a principal linha de custos que representa os custos dos serviços de saúde prestados aos beneficiários, foi projetada de forma que a sinistralidade em 2020 e 2021 seja de 67,0%, refletindo a redução nos custos assistenciais observados pelas operadoras durante a pandemia em função da redução no volume de procedimentos não essenciais. Tal efeito pode ser observado na sinistralidade apresentada pela Intermédica durante o primeiro semestre de 2020 de 66,4%. A partir de 2022 é projetada uma sinistralidade de 69,0% decrescendo linearmente até 66,0% em 2030, refletindo: (i) os esforços para aumento no nível de verticalização da companhia, isto é, a porcentagem dos custos assistências que são incorridos na rede própria, cuja evolução foi de 53% no 1T17 para 72% no 2T20, uma vez que procedimentos realizados na rede de terceiros apresentam custos 53% acima de procedimentos realizados na rede própria; (ii) as iniciativas de medicina preventiva em desenvolvimento pela companhia, cujos resultados indicam a redução de R\$7,34 nas despesas médicas a cada R\$1,00 gastos com cuidados preventivos, sendo que atualmente menos de 3% dos beneficiários da companhia fazem parte do programa.

Gráfico 45 - Projeção de contas médicas caixa



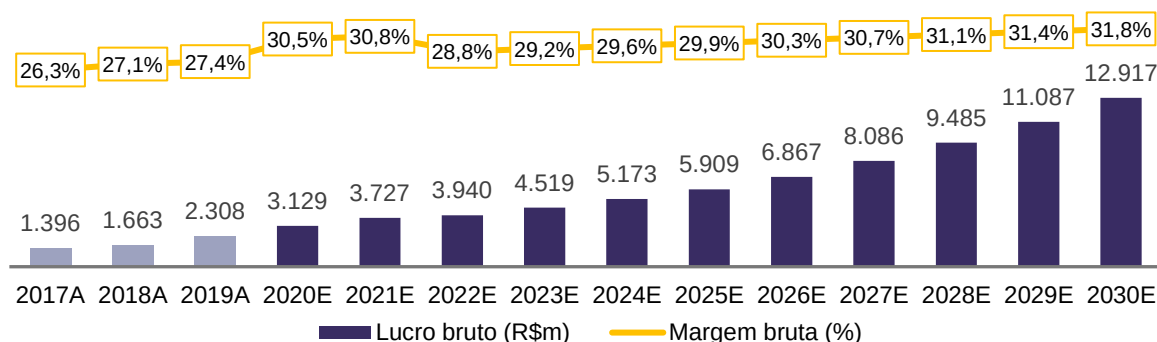
Fonte: Estimativas do autor

O fenômeno de envelhecimento populacional apresentado no capítulo da análise setorial, apesar de relevante para o setor de planos de saúde uma vez que deverá contribuir para um aumento na sinistralidade das operadoras, não foi refletido nas projeções uma vez que o horizonte de projeção de 10 anos captura apenas pequena parte das mudanças na pirâmide etária populacional que ocorrerão gradualmente ao longo de diversas décadas.

Após descontadas, além da projeção das contas médicas caixa, projeções de outras linhas de custos menos significativas, sendo elas as variações na provisão de eventos ocorridos

e não avisados e na provisão de ressarcimento ao SUS (ambas projetadas como 0,7% da receita líquida durante todo o período da projeção, em linha com os últimos anos), além da depreciação e amortização (a ser detalhada mais adiante), obtém-se a projeção do lucro bruto, cuja margem é projetada evoluindo de 27,4% em 2019 para 31,8% em 2030.

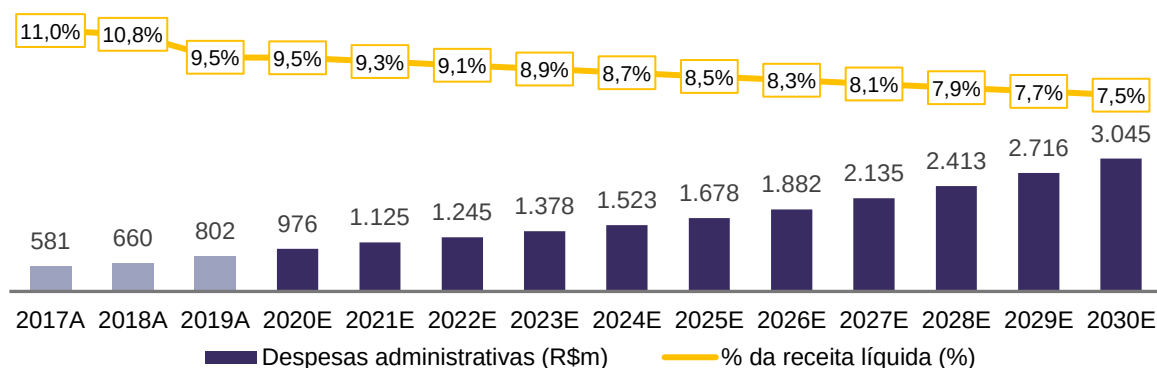
Gráfico 46 - Projeção do lucro bruto



Fonte: Estimativas do autor

As despesas administrativas são projetadas como um percentual da receita líquida, decrescendo linearmente de 9,5% em 2020 para 7,5% em 2030, refletindo alavancagem operacional ao longo dos anos, isto é, diluição das despesas administrativas fixas conforme a companhia cresce.

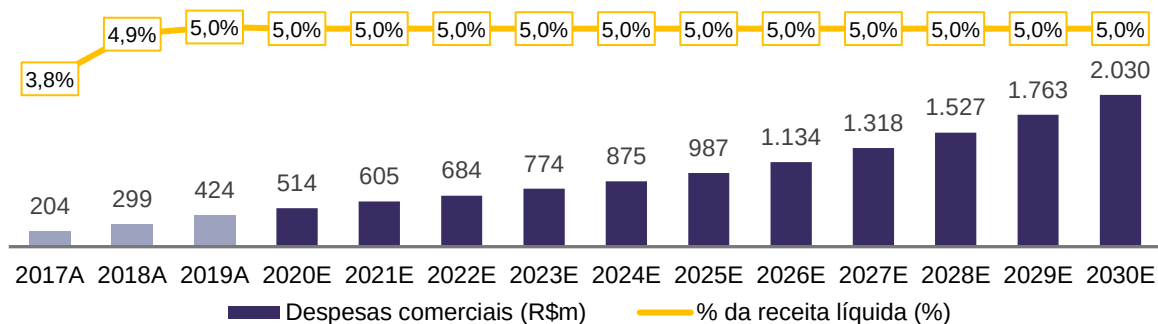
Gráfico 47 - Projeção de despesas administrativas



Fonte: Estimativas do autor

As despesas comerciais são projetadas como um percentual da receita líquida, mantendo-se os 5,0% observados em 2019 constantes ao longo do horizonte de projeção.

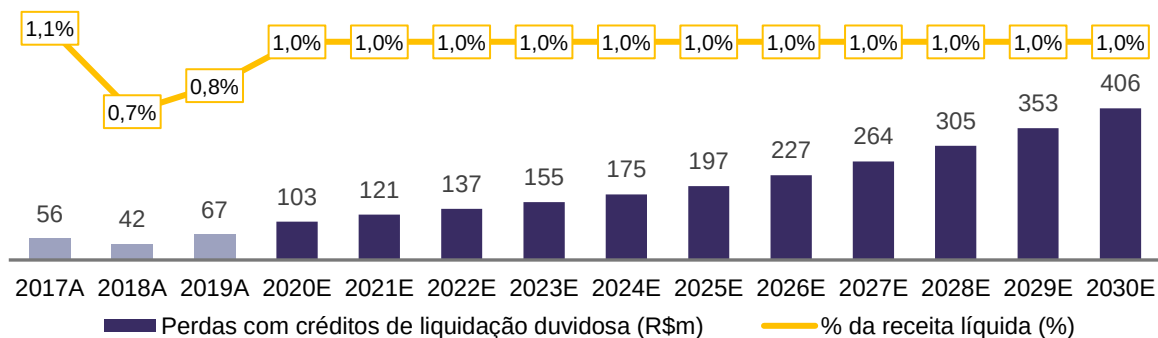
Gráfico 48 - Projeção de despesas comerciais



Fonte: Estimativas do autor

As despesas de perdas com créditos de liquidação duvidosa são projetadas como um percentual fixo de 1,0% da receita líquida ao longo do horizonte de projeção.

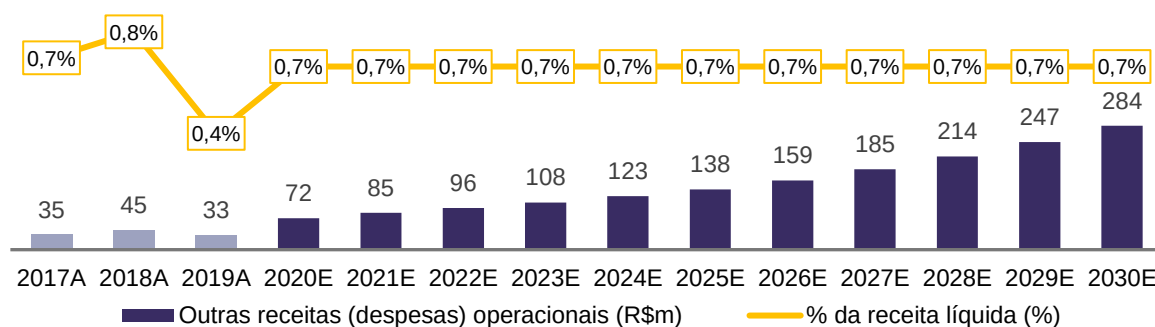
Gráfico 49 - Projeção de perdas com créditos de liquidação duvidosa



Fonte: Estimativas do autor

As outras receitas / despesas operacionais são projetadas como um percentual fixo de 0,7% da receita líquida ao longo do horizonte de projeção.

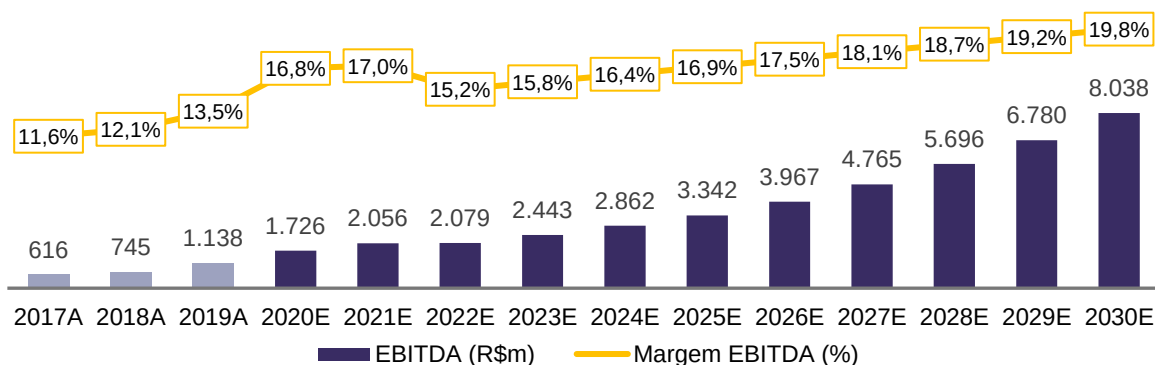
Gráfico 50 - Projeção de outras receitas e despesas operacionais



Fonte: Estimativas do autor

Descontadas as despesas do lucro bruto, com exceção das despesas com depreciação e amortização, é obtida a projeção do EBITDA, cuja margem evolui de 13,5% em 2019 para 19,8% em 2030.

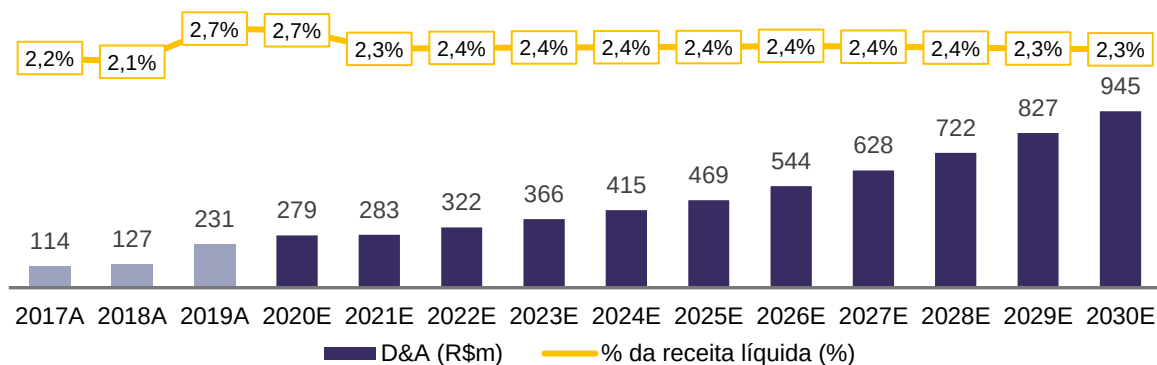
Gráfico 51 - Projeção do EBITDA



Fonte: Estimativas do autor

A projeção dos custos e despesas com depreciação e amortização para os ativos imobilizados e intangíveis atualmente contabilizados foi realizada a partir de estimativa das taxas médias anuais de depreciação e amortização de 5,0% e 2,0%, respectivamente, com base nas informações presentes nos demonstrativos financeiros da Intermédica. Analogamente, os montantes de *Capex* projetados foram incorporados ao imobilizado e intangível e inclusos no cálculo da depreciação e amortização ao longo da projeção.

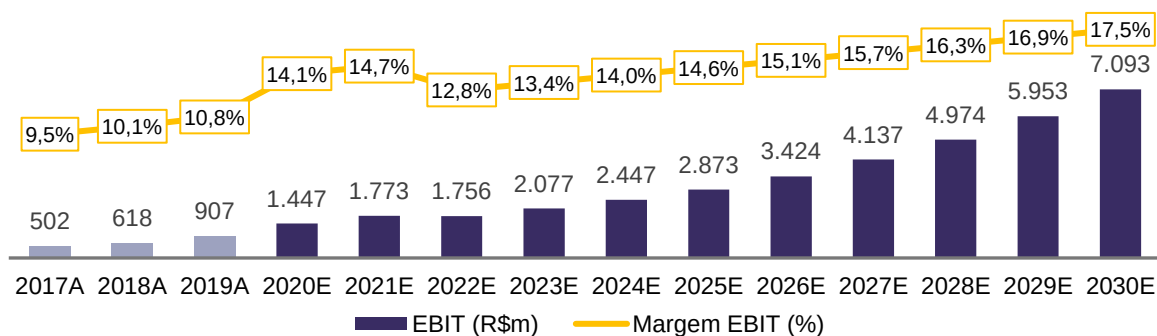
Gráfico 52 - Projeção da depreciação e amortização



Fonte: Estimativas do autor

Descontadas os custos e despesas com depreciação e amortização, é obtida a projeção do EBIT, cuja margem evolui de 10,8% em 2019 para 17,5% em 2030.

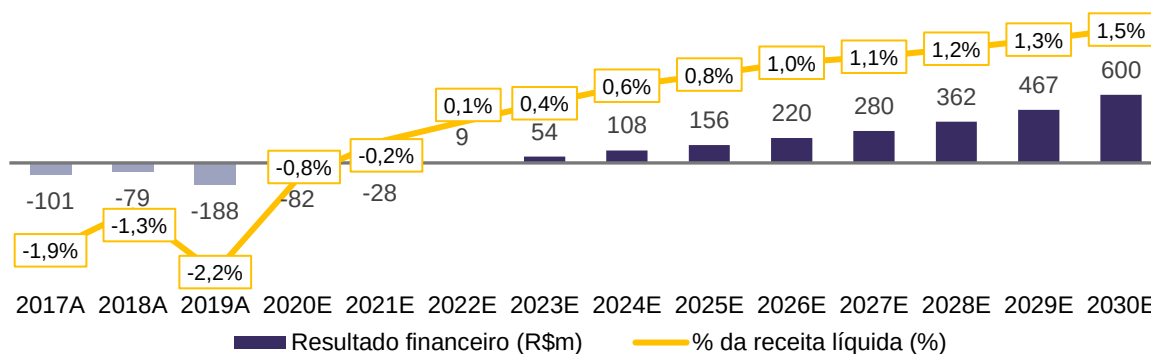
Gráfico 53 - Projeção do EBIT



Fonte: Estimativas do autor

A projeção do resultado financeiro foi feita a partir da projeção dos pagamentos de juros das dívidas atualmente contabilizadas, bem como a partir da projeção de receita financeira de 100% do CDI sobre a posição de caixa e equivalentes. Nota-se que o resultado financeiro se torna um importante contribuinte para o resultado da companhia uma vez que as despesas financeiras se reduzem a partir do pagamento das dívidas atualmente contabilizadas e não são projetadas novas emissões de dívida (a ser explorado adiante).

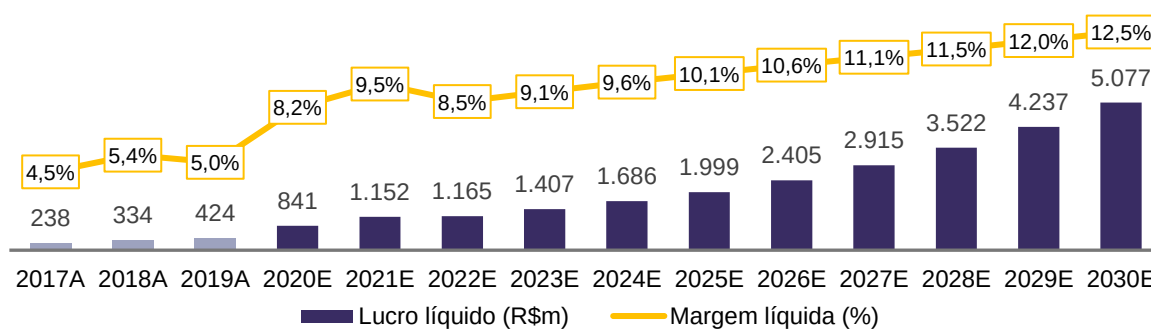
Gráfico 54 - Projeção do resultado financeiro



Fonte: Estimativas do autor

Descontados o resultado financeiro e os impostos sobre o lucro, cuja alíquota foi projetada em 34%, obtém-se finalmente a projeção do lucro líquido, cuja margem evolui de 5,0% em 2019 para 12,5% em 2030.

Gráfico 55 - Projeção do lucro líquido



Fonte: Estimativas do autor

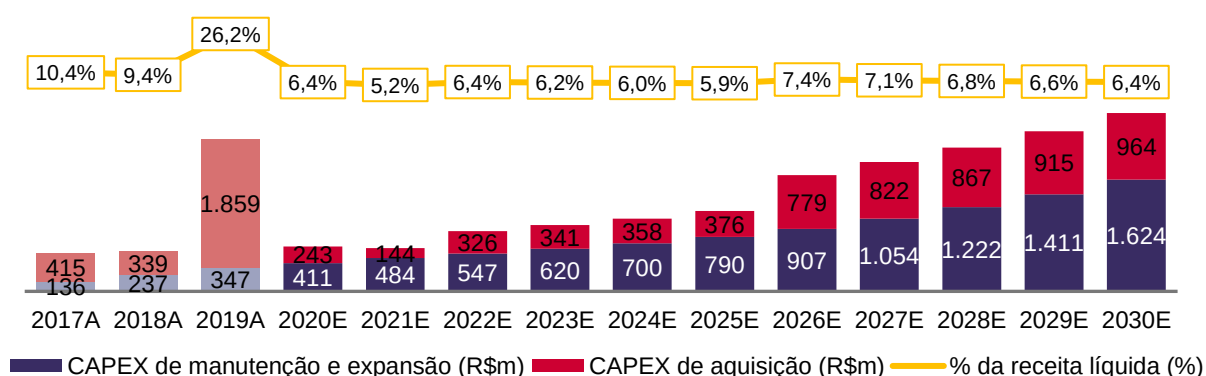
5.1.3 Projeções de Capex

A projeção do Capex foi dividida em duas partes. O Capex de manutenção e expansão foi projetado como um percentual fixo de 4,0% da receita líquida ao longo do horizonte de projeção, em linha com os anos anteriores. O Capex de aquisição é composto pela aquisição de vidas médico-hospitalares, vidas odontológicas e leitos. Conforme visto no detalhamento da projeção da receita líquida, a projeção de vidas médico-hospitalares e odontológicas a serem adquiridas anualmente é obtida pela subtração das adições orgânicas líquidas das adições totais

projetadas a cada ano. Já a projeção de leitos a serem adquiridos segue a lógica da manutenção da razão de 1,28 mil beneficiários / leitos observada no 2T20.

Os preços de aquisições foram estimados a partir dos preços pagos em aquisições recentes realizadas pela Intermédica. Dessa forma, foi estimado que em 2020 o valor desembolsado por vida médico-hospitalar, vida odontológica e leito adquiridos será de R\$1.250,00, R\$250,00 e R\$800.000,00, respectivamente, sendo tais valores corrigidos pelo IPCA anualmente.

Gráfico 56 - Projeção do Capex



Fonte: Estimativas do autor

5.1.4 Projeções de itens do balanço patrimonial

A tabela a seguir reflete a projeção das contas de capital de giro da Intermédica, sendo elas contas a receber de clientes, estoques e despesas de comercialização diferidas do lado dos ativos e fornecedores, salários a pagar, tributos e encargos sociais a recolher e provisões técnicas do lado dos passivos. As projeções foram realizadas a partir de métricas históricas de prazos médios, dividindo-se o saldo histórico de cada conta de capital de giro pelo volume total da conta da DRE a ela relacionada. Observa-se que a Intermédica opera com capital de giro negativo, ou seja, suas operações são financiadas em maior parte com capital de terceiros do que com capital próprio. As projeções indicam redução no capital de giro, explicada principalmente pela redução projetada na sinistralidade.

Tabela 16 - Projeção das contas de capital de giro

Projeção do capital de giro	Unid.	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Contas do ativo												
Contas a receber de clientes	R\$m	547	644	728	825	932	1.051	1.207	1.404	1.626	1.878	2.162
Dias de receita líquida	dias	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
Estoques	R\$m	56	66	76	86	97	108	124	143	165	189	217
Dias de contas médicas caixa	dias	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Desp. de comercialização diferidas	R\$m	405	477	539	611	690	778	894	1.039	1.204	1.390	1.600
Dias de receita líquida	dias	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
Contas do passivo												
Fornecedores	R\$m	147	173	201	227	255	286	326	377	435	499	571
Dias de contas médicas caixa	dias	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Salários a pagar	R\$m	181	213	248	280	314	352	402	465	536	616	705
Dias de contas médicas caixa	dias	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Tributos e encargos sociais a recolher	R\$m	395	465	542	610	686	769	878	1.016	1.170	1.344	1.538
Dias de contas médicas caixa	dias	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
Provisões técnicas	R\$m	1.412	1.663	1.937	2.181	2.451	2.750	3.140	3.631	4.184	4.804	5.498
Dias de contas médicas caixa	dias	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Capital de giro	R\$m	(1.128)	(1.328)	(1.584)	(1.776)	(1.987)	(2.220)	(2.523)	(2.904)	(3.329)	(3.804)	(4.333)
Δ no capital de giro	R\$m	(89)	(200)	(256)	(192)	(211)	(232)	(303)	(381)	(426)	(475)	(529)

Fonte: Estimativas do autor

A tabela a seguir reflete a projeção do cronograma de pagamentos da dívida atualmente contabiliza no balanço patrimonial da Intermédica. Importante ressaltar que nenhuma captação de dívida foi considerada durante a projeção, tendo em vista que a companhia é geradora de caixa e não apresenta necessidade de captações em nenhum momento da projeção.

Tabela 17 - Projeção da dívida

Projeção da dívida	Unid.	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Juros acruados	R\$m	45	59	62	42	18	2	2	2	2	2	2
Juros pagos	R\$m	37	65	65	48	25	2	2	2	2	2	2
Amortização	R\$m	347	345	551	405	330	–	–	–	–	–	–
(+) Dívida bruta	R\$m	1.675	1.324	770	360	23	23	23	23	23	23	23
Circulante	R\$m	351	554	411	337	–	–	–	–	–	–	–
Não-circulante	R\$m	1.324	770	360	23	23	23	23	23	23	23	23
(-) Caixa e equivalentes	R\$m	(1.249)	(1.639)	(1.686)	(1.953)	(2.477)	(3.545)	(4.546)	(5.909)	(7.660)	(9.875)	(12.636)
(=) Dívida líquida	R\$m	426	(315)	(916)	(1.593)	(2.454)	(3.522)	(4.524)	(5.886)	(7.637)	(9.853)	(12.614)
EBITDA LTM	R\$m	1.726	2.056	2.079	2.443	2.862	3.342	3.967	4.765	5.696	6.780	8.038
Dívida líquida / EBITDA	x	0,2x	(0,2x)	(0,4x)	(0,7x)	(0,9x)	(1,1x)	(1,1x)	(1,2x)	(1,3x)	(1,5x)	(1,6x)

Fonte: Estimativas do autor

Conforme visto no capítulo de apresentação da Intermédica, a companhia deve cumprir uma série de exigências regulatórias, dentre elas a cobertura das provisões técnicas através de ativos garantidores e a cobertura da margem de solvência através do patrimônio líquido consolidado ajustado. Na tabela a seguir, é possível observar que as exigências regulatórias

citadas são atendidas ao longo de todo o horizonte da projeção, uma vez que os ativos garantidores são sempre maiores ou iguais às provisões técnicas, o patrimônio líquido consolidado ajustado é sempre maior ou igual à solvência exigida e o caixa em excesso é sempre maior ou igual a zero.

Tabela 18 - Projeção das exigências regulatórias

Projeção das exigências regulatórias	Unid.	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Provisões técnicas												
Provisões técnicas	R\$m	1.294	1.523	1.774	1.998	2.245	2.519	2.876	3.326	3.832	4.400	5.036
Ativos garantidores	R\$m	1.784	2.219	2.317	2.629	3.202	4.325	5.398	6.850	8.703	11.032	13.920
Caixa restrito	R\$m	556	740	940	1.119	1.318	1.537	1.822	2.182	2.587	3.041	3.550
Caixa em excesso	R\$m	692	899	746	833	1.160	2.008	2.724	3.727	5.073	6.834	9.086
Margem de solvência												
Solvência exigida	R\$m	1.422	1.683	1.904	2.158	2.440	2.755	3.162	3.680	4.267	4.931	5.681
Patrimônio líquido consolidado aj.	R\$m	1.898	2.771	3.593	4.586	5.782	7.202	8.750	10.647	12.975	15.816	19.261
Suficiência de solvência	R\$m	476	1.088	1.689	2.429	3.341	4.447	5.588	6.967	8.708	10.885	13.581

Fonte: Estimativas do autor

Por fim, foi estimado que ao longo de todo o horizonte da projeção a companhia distribuirá apenas o mínimo obrigatório de dividendos a que está sujeita, de 25% do lucro líquido, tendo em vista que ainda se encontra em fase acelerada de crescimento que acompanha necessidade relevante de *Capex*.

5.1.5 Demonstrativos financeiros projetados

Como resultado das projeções descritas nesse capítulo, os demonstrativos financeiros projetados no apêndice do presente estudo.

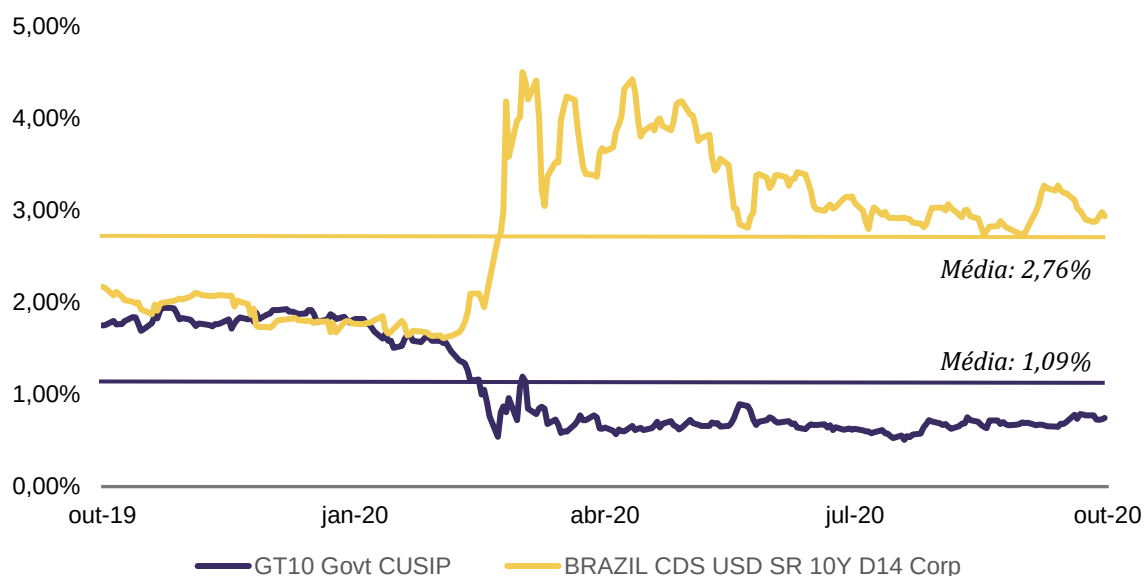
5.2 CÁLCULO DA TAXA DE DESCONTO

Conforme apresentado no capítulo de revisão bibliográfica, a metodologia escolhida para avaliação da Intermédica foi o FCFE, sendo que a taxa de desconto a ser utilizada é o custo de capital próprio (K_e), cujo cálculo segue a metodologia do CAPM. A data base para os parâmetros utilizados é 16 de outubro de 2020.

Para cálculo da taxa livre de risco, foi considerado o retorno do título emitido pelo governo americano com vencimento em 10 anos, sendo que foi considerada a média diária dos últimos 12 meses de negociação, resultando no valor de 1,09%. Já o prêmio de risco país foi calculado a partir do CDS (*Country Default Spread*) do Brasil, sendo que analogamente à taxa

livre de risco, foi considerada a média diária dos últimos 12 meses de negociação, resultando no valor de 2,76%. Para o prêmio de risco de mercado, foi utilizado o valor de 6,14% com base em estudos independentes da Duff & Phelps Valuation Handbook (2020).

Gráfico 57 - Taxa livre de risco e prêmio de risco país



Fonte: BLOOMBERG (2020)

Para cálculo do beta, foi feita uma seleção de companhias comparáveis à Intermédica. Como resultado, foram selecionadas no Brasil, além da Intermédica, a Hapvida e SulAmerica, expostas ao mesmo ambiente econômico e competitivo da Intermédica e com modelos de negócios similares. Internacionalmente, foram selecionadas a Anthem, Humana e UnitedHealth, empresas dos Estados Unidos que apesar de estar expostas a ambientes econômicos e competitivos distintos da Intermédica, apresentam modelos de negócios similares.

Foi então feito o cálculo do beta alavancado das companhias comparáveis selecionadas a partir de um período de 2 anos, com intervalos semanais. Os betas alavancados foram então desalavancados considerando a estrutura de capital de cada companhia, e então a mediana dos betas desalavancados foi aplicada sobre a estrutura de capital da Intermédica para obtenção do beta alavancado da mesma, resultando no valor de 0,93.

Tabela 19 - Cálculo do beta alavancado

Companhia	Beta alavancado	Alíquota de IR	D/(D+E)	Beta desalavancado
Notre Dame Intermedica	1,07	34,0%	5,1%	1,03
Hapvida	0,94	34,0%	5,5%	0,90
SulAmerica	1,31	34,0%	9,5%	1,22
Anthem Inc	0,97	27,0%	18,4%	0,83
Humana Inc	0,91	27,0%	1,6%	0,90
UnitedHealth Group Inc	0,68	27,0%	7,7%	0,64
Média			8,0%	0,92
Mediana			6,6%	0,90

Cálculo do beta alavancado	
Beta desalavancado - mediana das companhias comparáveis	0,90
Alíquota de IR	34%
Estrutura de capital da Intermédica - D/(D+E)	5,1%
Beta alavancado	0,93

Fonte: Elaboração do autor com base em BLOOMBERG (2020) e CAPITAL IQ (2020)

Dessa forma, tem-se ilustrado na tabela a seguir o detalhamento do cálculo do K_e , cujo resultado é de 10,8%, taxa que será usada para descontar a valor presente os fluxos de caixa livres para o acionista obtidos no FCFE.

Tabela 20 - Cálculo do custo de capital próprio

Taxa de desconto		
Taxa livre de risco EUA	a	1,1%
Beta Alavancado	b	0,93
Prêmio de Risco de Mercado	c	6,1%
Prêmio de Risco País	d	2,8%
Ke (US\$ nominal)	$e = a + b * (c + d)$	9,4%
Inflação de longo prazo EUA (US\$)	f	2,0%
Inflação de longo prazo Brasil (R\$)	g	3,3%
Diferencial de inflação	$h = (1 + g) / (1 + f) - 1$	1,2%
Ke (R\$ nominal)	$i = (1 + e) * (1 + h) - 1$	10,8%

Fonte: Elaboração do autor

5.3 DETERMINAÇÃO DO VALOR JUSTO DA INTERMÉDICA

Os fluxos de caixa livres para o acionista levam em conta o lucro líquido, depreciação e amortização, *Capex*, variação no capital de giro, variação na dívida e ainda, no caso da Intermédica, variação no caixa restrito por conta de variação nas provisões técnicas. Os cálculos dos valores presentes consideram que, em cada ano, o fluxo de caixa foi gerado no meio do período. Foram descontados os fluxos de caixa livres para o acionista a partir do ano de 2021, sendo que portanto o preço justo para as ações da companhia se referirá à 31 de dezembro de 2020.

O crescimento na perpetuidade pode ser estimado através do método teórico, conforme visto na revisão bibliográfica, ou através do método prático, que consiste na utilização da projeção do crescimento nominal do PIB de longo prazo. Tendo em vista que o método teórico resulta em crescimento na perpetuidade de 9,54%, substancialmente acima do crescimento nominal do PIB no longo prazo, e tendo em vista que nenhuma companhia é capaz de crescer mais rápido do que a economia no longo prazo, foi adotado o resultado do método prático de 5,75% para crescimento na perpetuidade.

Tabela 21 - Crescimento nominal na perpetuidade

Método prático	Unidade		Método teórico	Unidade	
Inflação no longo prazo	% a.a.	3,25%	Payout no longo prazo	% a.a.	50,00%
Crescimento PIB no longo prazo	% a.a.	2,50%	ROE	% a.a.	19,07%
(=) Crescimento na perpetuidade	% a.a.	5,75%	(=) Crescimento na perpetuidade	% a.a.	9,54%

Fonte: Estimativas do autor

Tabela 22 - Cálculo do FCFE

FCFE	Unid.	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Perp.
Lucro líquido	R\$m	1.152	1.165	1.407	1.686	1.999	2.405	2.915	3.522	4.237	5.077	5.077
(+) D&A	R\$m	283	322	366	415	469	544	628	722	827	945	945
(-) Capex	R\$m	(627)	(873)	(961)	(1.058)	(1.165)	(1.686)	(1.877)	(2.089)	(2.325)	(2.588)	(945)
(-) Δ Capital de giro	R\$m	200	256	192	211	232	303	381	426	475	529	529
(+) Δ na dívida	R\$m	(345)	(551)	(405)	(330)	—	—	—	—	—	—	—
(-) Δ no caixa restrito	R\$m	(184)	(201)	(179)	(198)	(219)	(286)	(360)	(405)	(454)	(509)	(509)
(=) FCFE	R\$m	479	119	421	727	1.316	1.280	1.687	2.176	2.760	3.454	5.097
Valor Terminal	R\$m											109.489
Período	Anos	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	9,5
Fator de desconto	x	0,95x	0,86x	0,77x	0,70x	0,63x	0,57x	0,51x	0,46x	0,42x	0,38x	0,38x
(=) VPL do FCFE	R\$m	455	102	326	508	831	730	869	1.011	1.158	1.308	41.476

Fonte: Estimativas do autor

Dessa forma, obtém-se que a soma dos valores presentes dos fluxos de caixa livres para o acionista é de R\$48.773 milhões. Dividindo-se tal montante pela quantidade de ações em circulação da Intermédica, obtém-se que o valor justo por ação é de R\$80,02, representando um potencial de valorização de 24,4% sobre o preço de fechamento de R\$64,34 em 23 de outubro de 2020. O resultado da metodologia indica, portanto, uma recomendação de compra das ações da Intermédica, uma vez que apresenta um potencial significativo de valorização de 24,4% para 31 de dezembro de 2020, comparado a um custo de capital próprio de 10,8%.

Tabela 23 - Cálculo do valor justo por ação e potencial de *upside / downside*

(+) VPL dos fluxos de caixa explícitos	R\$m	7.297
(+) VPL do valor terminal	R\$m	41.476
(=) Equity Value	R\$m	48.773
Quantidade de ações	m	609,5
Valor por ação	R\$	80,02
Preço por ação em 23/10/2020	R\$	64,34
Upside / downside	%	24,4%

Fonte: Estimativas do autor

Atualmente, analistas de 8 diferentes entidades avaliam a Intermédica, resultando em 7 recomendações de compra e 1 recomendação neutra, representando também um preço-alvo médio de R\$77,23.

Tabela 24 - Recomendação dos analistas de mercado

Firma	Preço-alvo (R\$)	Recomendação	Última atualização
JP Morgan	86,00	Compra	28-out-20
Bradesco BBI	80,00	Compra	27-out-20
Itaú BBA	73,00	Compra	27-out-20
Grupo Santander	86,00	Compra	26-out-20
Morgan Stanley	76,00	Compra	07-out-20
Credit Suisse	76,00	Neutro	09-set-20
BTG Pactual	75,00	Compra	07-ago-20
Banco Safra	65,80	Compra	13-abr-20
Média	77,23		

Fonte: BLOOMBERG (2020)

O resultado observado no FCFE resulta em múltiplos implícitos para 2020 e 2021 de 4,8x e 4,1x EV / Receita, 28,6x e 24,0x EV/EBITDA e 58,0x e 42,3x P/L, respectivamente.

Tabela 25 - Múltiplos implícitos do FCFE

Múltiplos implícitos do FCFE	EV / Receita		EV / EBITDA		P / L	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Intermédica	4,8x	4,1x	28,6x	24,0x	58,0x	42,3x

Fonte: Estimativas do autor

Analisando-se os múltiplos de negociação das empresas comparáveis utilizadas para cálculo do beta, é possível notar que os múltiplos implícitos obtidos se encontram próximos dos múltiplos de negociação da Hapvida, ao mesmo tempo que diferem significativamente dos múltiplos de negociação da SulAmerica, Anthem, Humana e UnitedHealth. A SulAmerica apresenta um modelo de negócios não verticalizado e não vem sendo capaz de ganhar *market share* nos últimos anos, o que pode justificar em parte os múltiplos mais baixos. Já Anthem, Humana e UnitedHealth atuam no mercado de planos de saúde dos EUA que apresenta uma dinâmica muito diferente do mercado brasileiro e uma maturidade muito maior, uma vez que a penetração de planos de saúde nos EUA é quase 3 vezes maior do que no Brasil. Já a Hapvida, além de também atuar no mercado brasileiro, apresenta um modelo de negócios bastante similar com o da Intermédica, justificando a comparabilidade dos múltiplos.

Tabela 26 - Múltiplos de negociação de empresas comparáveis

		Mkt Cap	EV	EV / Receita			EV / EBITDA			P / L			
		R\$m	R\$m	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
Brasil													
Hapvida	Brasil	48.056	50.870	9,3x	6,0x	5,2x	44,7x	25,5x	22,3x	54,8x	51,4x	41,8x	
SulAmerica	Brasil	15.510	17.131	0,8x	0,8x	0,8x	n.a.	n.a.	n.a.	14,0x	9,8x	15,8x	
Mediana				5,0x	3,4x	3,0x	44,7x	25,5x	22,3x	34,4x	30,6x	28,8x	
Internacional													
Anthem Inc	EUA	425.003	531.289	0,9x	0,8x	0,7x	11,5x	9,9x	9,7x	14,9x	13,2x	12,0x	
Humana Inc	EUA	326.336	331.570	0,9x	0,8x	0,7x	15,6x	13,7x	13,1x	24,4x	23,4x	20,0x	
UnitedHealth Group Inc	EUA	1.784.330	1.942.571	1,4x	1,3x	1,2x	15,5x	13,7x	13,1x	21,9x	19,8x	18,2x	
Mediana				0,9x	0,8x	0,7x	15,5x	13,7x	13,1x	21,9x	19,8x	18,2x	

Fonte: CAPITAL IQ (2020)

5.4 ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

A avaliação da Intermédica utilizou diversas premissas descritas nesse capítulo que podem se mostrar diferentes na prática. Cabe, assim, a realização de algumas análises de sensibilidade de forma a variar as premissas mais importantes para a modelagem de forma a se analisar diferentes resultados possíveis em cenários alternativos.

Primeiramente, foram sensibilizadas as duas variáveis mais impactantes para a avaliação da Intermédica, quais sejam o custo de capital próprio e o crescimento real na perpetuidade. Ambas as premissas foram variadas em intervalos de 0,5%. Observa-se que pequenas variações em qualquer uma das premissas gera um impacto grande no resultado, todavia a grande maioria dos resultados indica potencial de valorização no preço da ação da Intermédica.

Tabela 27 - Sensibilidade entre custo de capital próprio e taxa de crescimento real na perpetuidade

		Custo do capital próprio (% a.a.)						
		9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
Crescimento perpetuidade (% a.a.)	1,0%	37,8%	21,9%	8,9%	(2,1%)	(11,4%)	(19,3%)	(26,2%)
	1,5%	52,0%	33,1%	17,8%	5,2%	(5,4%)	(14,3%)	(22,0%)
	2,0%	70,0%	46,9%	28,7%	13,9%	1,7%	(8,5%)	(17,2%)
	2,5%	93,4%	64,4%	42,0%	24,4%	10,1%	(1,7%)	(11,5%)
	3,0%	125,1%	87,1%	58,9%	37,3%	20,3%	6,4%	(4,9%)
	3,5%	170,4%	117,9%	81,0%	53,7%	32,8%	16,3%	2,9%
	4,0%	240,7%	162,0%	110,9%	75,1%	48,7%	28,5%	12,5%

Fonte: Elaboração do autor

Em seguida, foram sensibilizadas as premissas de penetração de planos médico-hospitalares nos estados de SP, RJ, MG, PR e SC em 2030 e o *market share* da Intermédica em planos médico-hospitalares em tais estados, também no ano de 2030. Ambas as premissas foram variadas em intervalos de 2,5%. Novamente, observa-se que variações em ambas as premissas gera um impacto grande no resultado, todavia a grande maioria dos resultados indica recomendação de compra da ação da Intermédica.

Tabela 28 - Sensibilidade entre penetração de planos médico-hospitalares em SP, RJ, MG, PR e SC e *market share* da Intermédica em planos médico-hospitalares nesses estados

		Penetração planos médico-hospitalares (SP + RJ + MG + PR + SC)						
		27,5%	30,0%	32,5%	35,0%	37,5%	40,0%	42,5%
Market share GNDI planos médico-hospitalares (SP + RJ + MG + PR + SC)	8,5%	(23,2%)	(19,9%)	(16,6%)	(13,3%)	(10,0%)	(6,7%)	(3,6%)
	11,0%	(12,5%)	(8,4%)	(4,2%)	(0,2%)	3,6%	7,4%	11,2%
	13,5%	(1,8%)	3,0%	7,6%	12,2%	16,8%	21,4%	26,0%
	16,0%	8,2%	13,6%	19,0%	24,4%	29,8%	35,2%	40,6%
	18,5%	17,9%	24,1%	30,3%	36,6%	42,8%	49,0%	55,2%
	21,0%	27,7%	34,7%	41,7%	48,7%	55,7%	62,7%	69,7%
	23,5%	37,5%	45,3%	53,1%	60,9%	68,7%	76,5%	84,3%

Fonte: Elaboração do autor

Por fim, foram sensibilizadas as premissas de variação anual no preço dos planos médico-hospitalares e sinistralidade caixa da companhia em 2030. Observa-se que novamente a grande maioria dos resultados indica recomendação de compra da Intermédica, confirmando-se assim a recomendação de compra apresentada.

Tabela 29 - Sensibilidade entre variação no preço dos planos médico-hospitalares e sinistralidade caixa

		Preço planos médico-hospitalares (x VCMH)						
		0,3x	0,4x	0,5x	0,6x	0,7x	0,8x	0,9x
Sinistralidade caixa (%)	63,0%	3,6%	15,8%	29,3%	44,2%	60,7%	78,8%	98,7%
	64,0%	(1,4%)	10,3%	23,3%	37,6%	53,4%	70,8%	89,9%
	65,0%	(6,3%)	4,9%	17,3%	31,0%	46,1%	62,8%	81,1%
	66,0%	(11,3%)	(0,6%)	11,3%	24,4%	38,8%	54,8%	72,3%
	67,0%	(16,3%)	(6,0%)	5,3%	17,8%	31,5%	46,7%	63,5%
	68,0%	(21,3%)	(11,5%)	(0,7%)	11,1%	24,3%	38,7%	54,7%
	69,0%	(26,2%)	(17,0%)	(6,8%)	4,5%	17,0%	30,7%	45,9%

Fonte: Elaboração do autor

Adicionalmente, existem outras variáveis que podem impactar o desempenho da Intermédica no futuro que não foram usadas como premissas na modelagem financeira e assim não podem ser sensibilizadas quantitativamente. Cabe, todavia, um apontamento qualitativo das principais questões adicionais que podem gerar cenários alternativos de desempenho da companhia.

Primeiramente, o ambiente macroeconômico é um importante fator tendo em vista que, conforme visto no capítulo de apresentação da companhia, a criação de empregos formais é um dos principais *drivers* do setor. Assim, o crescimento econômico, aumento da renda *per capita* e criação de empregos formais são variáveis importantes para o desempenho da companhia.

A evolução da pandemia no país é outro fator importante, sendo que a ocorrência de novas ondas de contaminações e o desenvolvimento de uma vacina para o COVID-19 são variáveis relevantes para o setor em que a Intermédica está inserida. Além da questão de até quando durará a pandemia, cujos efeitos já notados no desempenho da Intermédica, conforme visto no capítulo da apresentação da companhia, foram uma redução no crescimento orgânico da base de beneficiários e na sinistralidade, há também a questão de possíveis mudanças nos hábitos da população com relação ao uso de planos de saúde. Caso mudanças nesse sentido ocorram, empresas do setor como a Intermédica possivelmente irão buscar adaptações nos modelos de negócios. Um exemplo é o aumento do uso da telemedicina, com realização de consultas e prescrições de forma virtual, que conforme visto no capítulo de apresentação da companhia, já vem ocorrendo no caso da Intermédica e inclusive de forma mais acelerada por conta da pandemia, todavia ainda sem uma visibilidade clara do impacto no desempenho operacional e financeiro da companhia.

Por fim, tendo em vista o desafio do aumento acelerado de custos no setor e o fraco desempenho de diversas operadoras de planos de saúde, mudanças na estrutura do setor principalmente a partir do surgimento de novos modelos de negócios concorrentes é outro fator importante. Como exemplo, foi fundada recentemente a Qsaúde, operadora não verticalizada de planos de saúde com foco grande na telemedicina e em atendimento mais personalizado a partir de um melhor acompanhamento da ficha médica e histórico de informações de cada paciente.

6 CONCLUSÕES

O objetivo do presente Trabalho de Formatura, desenvolvido no âmbito da conclusão do curso de Engenharia de Produção, é realizar a avaliação econômico-financeira da Intermédica, explorando o setor de planos de saúde com foco especial no problema da alta inflação de custos e no modelo de gestão verticalizada e obtendo-se insumos, conjuntamente com a análise operacional, financeira e estratégica da Intermédica, para construção de um modelo financeiro e obtenção do valor justo de suas ações. Conforme mencionado na introdução do presente trabalho, a Intermédica foi escolhida devido ao seu modelo de negócios verticalizado e ao seu desempenho excepcional na bolsa de valores, além de ser uma das líderes na consolidação de *market share* do setor.

Dessa forma, foi apresentado no capítulo da Revisão Bibliográfica toda a base teórica estudada para aplicação da metodologia utilizada. Foram apresentados os conceitos de contabilidade e finanças, com enfoque na interpretação de demonstrativos financeiros, e por fim os conceitos de avaliação de empresas, apresentando as metodologias mais comumente utilizadas, suas principais variações e indicando as mais aplicáveis no caso da Intermédica.

No capítulo seguinte, procedeu-se à apresentação do estudo do setor de planos de saúde. Foram apresentadas as principais características do sistema de saúde brasileiro e do setor de planos de saúde no Brasil, incluindo dados históricos, regulamentação vigente, modelos de negócio, modelos de remuneração a prestadores de serviços de saúde, a alta inflação de custos do setor, o envelhecimento populacional no Brasil, a estratégia de verticalização e as principais empresas do setor.

No capítulo seguinte, procedeu-se à apresentação do estudo da Intermédica. Foram apresentadas as principais características operacionais, financeiras e estratégicas da companhia, seu histórico de atuação e modelo de negócios, destacando seu desempenho na bolsa de valores e sua agressiva estratégia de crescimento através de aquisição de concorrentes.

Assim, foi concluído o primeiro grande objetivo do trabalho, sendo ele a análise e entendimento a fundo da alta inflação de custos do setor e do modelo verticalizado. Uma das principais causas da alta inflação de custos do setor é o conflito de interesses entre operadoras de planos de saúde e prestadores de serviços de saúde, conflito que é eliminado no modelo verticalizado uma vez que a operadora também assume o papel de prestadora de serviços assistenciais à saúde. Ademais, o modelo verticalizado permite outros ganhos de eficiência como investimentos em medicina preventiva e em telemedicina. Com isso, o modelo proporciona uma melhor saúde operacional e financeira para as operadoras a partir de melhor

controle dos custos e consequentemente possibilita menores reajustes nos níveis de preços dos planos de saúde, tornando o produto mais acessível à população.

Na sequência, de posse dos conhecimentos obtidos a partir do estudo do setor e da companhia, foi desenvolvida a avaliação da Intermédica a partir do método do fluxo de caixa descontado para o acionista. Primeiramente, foram detalhadas todas as premissas utilizadas, que refletem principalmente o grande potencial de crescimento a que a companhia está sujeita, majoritariamente através de aquisições de concorrentes mais fragilizados, além da resiliência do modelo de negócios verticalizado com relação ao controle do aumento de custos assistenciais. Em seguida, foi detalhado o cálculo da taxa de desconto utilizada para trazer a valor presente os fluxos de caixa futuros projetados. Procedeu-se então ao cálculo do valor justo da ação da Intermédica, cujo resultado indicou um potencial de valorização de 24,4% das ações até 31 de dezembro de 2020. O resultado obtido foi verificado a partir da metodologia de avaliação relativa por empresas comparáveis, bem como sensibilizado através de variações nas premissas mais relevantes de forma a se testar possíveis resultados em cenários alternativos, confirmando o resultado obtido. Foram também apontadas variáveis que não foram utilizadas como premissas no modelo financeiro mas que podem impactar o desempenho da Intermédica no futuro. Dessa forma, procedeu-se a recomendação de compra das ações da Intermédica, tendo sido concluído o segundo grande objetivo do presente estudo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **ANS TABNET**. Disponível em: <<http://www.ans.gov.br/anstabnet/>> Acesso em 04 de agosto de 2020.

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **Caminho do Consumidor**. Disponível em: <<http://www.ans.gov.br/planos-de-saude-e-operadoras/espaco-do-consumidor/caminho-do-consumidor>> Acesso em 15 de maio de 2020.

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **Dados Gerais**. Disponível em: <<http://www.ans.gov.br/perfil-do-setor/dados-gerais>> Acesso em 28 de maio de 2020.

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **Em quais modalidades se classificam as operadoras?** Disponível em: <http://ans.gov.br/planos-de-saude-e-operadoras/espaco-da-operadora/central-de-atendimento-a-operadoras-e-prestadores/index.php?option=com_centraldeatendimento&view=operadora&resposta=404&historico=22756768> Acesso em 01 de junho de 2020.

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **Entenda a necessidade da carência**. Disponível em: <<https://www.ans.gov.br/planos-de-saude-e-operadoras/espaco-do-consumidor/carencia>> Acesso em 01 de junho de 2020.

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **Formas de contratação de planos de saúde**. Disponível em: <<https://www.ans.gov.br/planos-de-saude-e-operadoras/contratacao-e-troca-de-plano/dicas-para-escolher-um-plano/formas-de-contratacao-de-planos-de-saude>> Acesso em 01 de junho de 2020.

ALMEIDA, C. **O mercado privado de serviços de saúde no Brasil: panorama atual e tendências da Assistência Médica Suplementar**. Rio de Janeiro: Ipea, 1998. (Texto para Discussão, n. 599).

AON HEWITT. **2017 Global Medical Trend Rates**. Londres, 2018.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. Atlas, 7ª ed., 2014.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE HOSPITAIS PRIVADOS. **Observatório 2020**. São Paulo, 2020.

BAHIA, L.; SCHEFFER, M. **Planos e seguros de saúde: o que todos devem saber sobre a assistência médica suplementar no Brasil**. São Paulo: Unesp, 2010.

BANK OF AMERICA. **A hard pill to swallow: Qualicorp and Pardini our only Buys**. São Paulo, 2020.

BARBOSA, E. C. 25 anos do sistema único de saúde: conquistas e desafios. **Revista de Gestão em Sistemas de Saúde – RGSS**. São Paulo, v. 2, n. 2, p. 85-102, jul/dez., 2013.

BLOOMBERG. **Terminal Bloomberg**. Disponível em: <www.bloomberg.com>. Acesso em 16 de outubro de 2020.

BRADESCO BBI. **Notre Dame Intermédica: Initiating at Outperform – Attractive Growth Model.** São Paulo, 2018.

CISLAGHI, J. F. Privatização da saúde no Brasil: da ditadura do grande capital aos governos do PT. **Revista em Pauta.** Rio de Janeiro – 1º Semestre de 2019 – n. 43, v. 17, p. 60-73.

CONASS. **Aplicação de recursos em ações e serviços de saúde.** Disponível em: <<https://www.conass.org.br/guiainformacao/aplicacao-de-recursos-em-acoes-e-servicos-de-saude/>> Acesso em 05 de agosto de 2020.

DAMODARAN, A. **Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset.** 2ª edição, Nova York: Wiley, 2002.1008 p.

DATASUS. Disponível em: <<http://www2.datasus.gov.br/DATASUS/index.php?area=02>> Acesso em 17 de junho de 2020.

DUFF & PHELPS. **Valuation Handbook – International Guide to Cost of Capital.** New York, 2020.

FARIAS, L. O.; MELAMED, C. **Segmentação de mercados na assistência à saúde.** Rio de Janeiro: Escola Nacional de Saúde Pública, Fiocruz, 2003.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Maioria dos brasileiros avalia saúde como ruim ou péssima, diz Datafolha.** Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/cotidiano/2018/06/maioria-dos-brasileiros-avalia-saude-como-ruim-ou-pessima-diz-datafolha.shtml>> Acesso em 17 de junho de 2020.

HOLTHAUSEN, Robert W., Zmijewski, Mark E. **Corporate Valuation Theory, Evidence and Practice.** Cambridge Business Publishers, 2014

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Conta-Satélite de Saúde: Brasil 2010-2017.** Rio de Janeiro, 2019.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao/>> Acesso em 30 de junho de 2020.

INSTITUTO DE ESTUDOS DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **Avaliação de Planos de Saúde.** Rio de Janeiro, 2015.

INSTITUTO DE ESTUDOS DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **Envelhecimento populacional: Uma nova realidade social.** Rio de Janeiro, 2010.

INSTITUTO DE ESTUDOS DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **IESS DATA.** Disponível em: <<https://iessdata.iess.org.br/home>> Acesso em 01 de agosto de 2020.

INSTITUTO DE ESTUDOS DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **Impacto das fraudes e dos desperdícios sobre gastos da Saúde Suplementar – estimativa 2017.** São Paulo, 2018.

INSTITUTO DE ESTUDOS DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **Nota sobre a Variação dos Custos Médico-Hospitalares (VCMH).** São Paulo, 2019.

INSTITUTO DE ESTUDOS DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **Tendências da variação de custos médico-hospitalares:** comparativo internacional. São Paulo, 2018.

INSTITUTO DE ESTUDOS DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **VCMH/IESS:** Variação de custos médico-hospitalares. São Paulo, 2020.

INSTITUTO DE ESTUDOS DE SAÚDE SUPLEMENTAR. <<https://www.iess.org.br/?p=setor&grupo=Numeros>> Acesso em 10 de junho de 2020.

INTERMÉDICA. **Relações com investidores.** Disponível em <<https://ri.gndi.com.br/>>. Acesso em 15 de setembro de 2020.

IUDÍCIBUS, S. DE et al. **Contabilidade Introdutória.** 11ª edição, São Paulo: Atlas, 2010. 335 p.

J.P. MORGAN. **Brazil Healthcare Services:** Digging Behind Major Industry Drivers – Top Picks Are FLRY and GNDI. São Paulo, 2019.

J.P. MORGAN. **Intermédica:** Healing Drivers for a Healthy Growth Case. Initiating Coverage with an Overweight Rating. São Paulo, 2018.

J.P. MORGAN. **Intermédica:** Navigating COVID-19 – Potential ST Tailwinds, But Lower MT Growth. Still OW. São Paulo, 2020.

MORGAN STANLEY. **Addressing Brazil Medical Inflation:** Initiating at Overweight. São Paulo, 2018.

NISHIKIMA, M.; CYRILLO, C. D.; JUNIOR, B. G. Análise econômica de intervenção entre a infraestrutura da saúde pública e privada no Brasil. **Economia e Sociedade.** Campinas, v. 19, n. 3 (40), p. 589-611, dez., 2010.

ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DA SAÚDE. Disponível em: <<https://www.who.int/data/gho>> Acesso em 04 de agosto de 2020.

PORTER, M; KAPLAN, R. (2015, Fevereiro). **How Should We Pay for Health Care?** Harvard Business School Working Papers, 15(041).

RECEITA FEDERAL. **Demonstrativo dos Gastos Tributários PLOA 2019.** Brasília, 2018.

STANDARD & POORS. **S&P Capital IQ Global Market Intelligence.** Disponível em: <www.capitaliq.com>. Acesso em 07 de agosto de 2020.

TOTVS. **Value Based Healthcare:** O que significa e como funciona? Disponível em: <<https://www.totvs.com/blog/instituicoes-de-saude/value-based-healthcare-o-que-significa-e-como-funciona/>> Acesso em 04 de agosto de 2020.

APÊNDICE A – PREMISSAS MACROECONÔMICAS

Premissas macroeconômicas		Unid.	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Crescimento do PIB Brasil		% a.a.	(5,1%)	3,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Inflação Brasil - IPCA		% a.a.	1,9%	3,0%	3,5%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Inflação EUA - CPI		% a.a.	0,7%	1,7%	1,9%	2,2%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Taxa de juros - Selic AoP		% a.a.	2,7%	2,2%	4,0%	5,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Taxa de juros - Selic EoP		% a.a.	2,0%	2,5%	4,5%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Taxa de câmbio - USD / BRL EoP		x	5,18	5,05	4,90	4,95	4,95	4,93	5,00	5,06	5,13	5,20	5,27
Taxa de câmbio - USD / BRL AoP		x	5,25	5,00	4,90	4,90	4,90	4,96	5,03	5,10	5,16	5,23	5,30

APÊNDICE B – BALANÇO PATRIMONIAL PROJETADO

Balanço patrimonial	Unid.	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Ativo circulante	R\$m	2.815	3.348	3.522	3.931	4.613	5.856	7.086	8.737	10.816	13.401	16.578
Caixa e equivalentes de caixa	R\$m	202	265	273	316	401	574	737	957	1.241	1.600	2.048
Aplicações financeiras	R\$m	1.046	1.373	1.413	1.636	2.076	2.970	3.810	4.951	6.419	8.275	10.589
Contas a receber de clientes	R\$m	547	644	728	825	932	1.051	1.207	1.404	1.626	1.878	2.162
Estoque	R\$m	56	66	76	86	97	108	124	143	165	189	217
Despesas de comerc. diferidas	R\$m	203	239	270	306	346	390	448	521	604	697	802
Créditos tributários e previdenciários	R\$m	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354
Outros ativos	R\$m	407	407	407	407	407	407	407	407	407	407	407
Ativo não-circulante	R\$m	11.052	11.396	11.941	12.534	13.180	13.882	15.043	16.326	17.736	19.288	21.016
Aplicações financeiras	R\$m	151	151	151	151	151	151	151	151	151	151	151
Impostos diferidos ativo	R\$m	362	325	288	251	214	176	137	98	59	20	–
Despesas de comerc. diferidas	R\$m	202	238	269	304	344	388	446	518	600	693	798
Depósitos judiciais e fiscais	R\$m	669	669	669	669	669	669	669	669	669	669	669
Outros ativos	R\$m	712	712	712	712	712	712	712	712	712	712	712
Investimentos	R\$m	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Imobilizado	R\$m	2.388	2.799	3.346	3.933	4.564	5.246	6.218	7.285	8.460	9.755	11.182
Direito de Uso	R\$m	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499
Intangível	R\$m	6.069	6.002	6.007	6.014	6.025	6.040	6.211	6.392	6.584	6.788	7.004
Ativo total	R\$m	13.868	14.744	15.463	16.465	17.793	19.738	22.129	25.063	28.552	32.688	37.594
Passivo circulante	R\$m	2.556	3.064	3.254	3.477	3.469	3.833	4.307	4.904	5.576	6.330	7.175
Fornecedores	R\$m	147	173	201	227	255	286	326	377	435	499	571
Salários a pagar	R\$m	181	213	248	280	314	352	402	465	536	616	705
Tributos e encargos sociais a recolh.	R\$m	395	465	542	610	686	769	878	1.016	1.170	1.344	1.538
Dividendos a pagar	R\$m	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Empréstimos e financiamentos	R\$m	289	287	140	65	–	0	–	–	–	–	0
Debêntures	R\$m	62	267	271	273	–	–	–	–	–	–	–
Provisões de IR e CSLL	R\$m	277	277	277	277	277	277	277	277	277	277	277
Provisões técnicas	R\$m	995	1.172	1.365	1.537	1.727	1.938	2.213	2.559	2.948	3.385	3.874
Parcela diferida do preço de aquis.	R\$m	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Arrendamento Mercantil	R\$m	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
Outros passivos	R\$m	173	173	173	173	173	173	173	173	173	173	173
Passivo não-circulante	R\$m	4.187	3.677	3.318	3.023	3.073	3.131	3.214	3.328	3.459	3.611	3.800
Tributos e encargos sociais a recolh.	R\$m	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
Empréstimos e financiamentos	R\$m	514	227	87	23	23	23	23	23	23	23	23
Debêntures	R\$m	810	543	273	–	–	–	–	–	–	–	–
Provisões técnicas	R\$m	417	491	572	644	724	812	927	1.072	1.236	1.419	1.624
Parcela diferida do preço de aquis.	R\$m	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Impostos diferidos passivos	R\$m	293	263	233	203	173	142	111	79	47	16	(0)
Provisões para ações judiciais	R\$m	838	838	838	838	838	838	838	838	838	838	838
Arrendamento Mercantil	R\$m	491	491	491	491	491	491	491	491	491	491	491
Outros passivos	R\$m	760	760	760	760	760	760	760	760	760	760	760
Patrimônio líquido	R\$m	7.125	8.003	8.892	9.964	11.250	12.775	14.608	16.831	19.517	22.747	26.619
Capital Social	R\$m	5.410	5.410	5.410	5.410	5.410	5.410	5.410	5.410	5.410	5.410	5.410
Ações em tesouraria	R\$m	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Reserva de capital e opções outorg.	R\$m	985	985	985	985	985	985	985	985	985	985	985
Reservas de lucros	R\$m	733	1.611	2.500	3.572	4.858	6.382	8.216	10.439	13.124	16.355	20.227
Lucro líquido do período	R\$m	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Participação de não controlador	R\$m	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Passivo + Patrimônio Líquido	R\$m	13.868	14.744	15.463	16.465	17.793	19.738	22.129	25.063	28.552	32.688	37.594

APÊNDICE C – DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO PROJETADA

Demonstração do resultado do ex.	Unid.	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Receita líquida	R\$m	10.273	12.095	13.677	15.488	17.504	19.746	22.670	26.361	30.542	35.267	40.597
<i>crescimento</i>	<i>R\$m</i>	<i>22,1%</i>	<i>17,7%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,2%</i>	<i>13,0%</i>	<i>12,8%</i>	<i>14,8%</i>	<i>16,3%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,1%</i>
Planos médico-hospitalares	R\$m	9.163	10.875	12.309	13.950	15.780	17.819	20.458	23.822	27.640	31.962	36.846
Planos odontológicos	R\$m	317	346	383	434	490	549	622	710	807	911	1.024
Serviços hospitalares	R\$m	794	874	985	1.104	1.234	1.378	1.590	1.829	2.096	2.394	2.726
(-) Custos	R\$m	(7.144)	(8.368)	(9.737)	(10.968)	(12.331)	(13.837)	(15.803)	(18.275)	(21.057)	(24.181)	(27.680)
Variação da PEONA	R\$m	(72)	(85)	(96)	(108)	(123)	(138)	(159)	(185)	(214)	(247)	(284)
Variação da prov. de ressarc. ao SUS	R\$m	(72)	(85)	(96)	(108)	(123)	(138)	(159)	(185)	(214)	(247)	(284)
D&A	R\$m	(117)	(95)	(109)	(123)	(140)	(158)	(183)	(211)	(243)	(278)	(318)
Contas médicas caixa	R\$m	(6.883)	(8.104)	(9.437)	(10.628)	(11.946)	(13.403)	(15.302)	(17.695)	(20.387)	(23.409)	(26.794)
Lucro bruto	R\$m	3.129	3.727	3.940	4.519	5.173	5.909	6.867	8.086	9.485	11.087	12.917
<i>Margem bruta</i>	<i>%</i>	<i>30,5%</i>	<i>30,8%</i>	<i>28,8%</i>	<i>29,2%</i>	<i>29,6%</i>	<i>29,9%</i>	<i>30,3%</i>	<i>30,7%</i>	<i>31,1%</i>	<i>31,4%</i>	<i>31,8%</i>
(-) Despesas	R\$m	(1.682)	(1.953)	(2.183)	(2.442)	(2.726)	(3.036)	(3.444)	(3.949)	(4.510)	(5.133)	(5.823)
Despesas administrativas	R\$m	(1.137)	(1.312)	(1.459)	(1.621)	(1.798)	(1.989)	(2.242)	(2.552)	(2.892)	(3.264)	(3.672)
Despesas comerciais	R\$m	(514)	(605)	(684)	(774)	(875)	(987)	(1.134)	(1.318)	(1.527)	(1.763)	(2.030)
Perdas com créditos de liq. duvidosa	R\$m	(103)	(121)	(137)	(155)	(175)	(197)	(227)	(264)	(305)	(353)	(406)
Outras rec. (desp.) operacionais	R\$m	72	85	96	108	123	138	159	185	214	247	284
EBIT	R\$m	1.447	1.773	1.756	2.077	2.447	2.873	3.424	4.137	4.974	5.953	7.093
<i>Margem EBIT</i>	<i>%</i>	<i>14,1%</i>	<i>14,7%</i>	<i>12,8%</i>	<i>13,4%</i>	<i>14,0%</i>	<i>14,6%</i>	<i>15,1%</i>	<i>15,7%</i>	<i>16,3%</i>	<i>16,9%</i>	<i>17,5%</i>
(+) D&A	R\$m	279	283	322	366	415	469	544	628	722	827	945
EBITDA	R\$m	1.726	2.056	2.079	2.443	2.862	3.342	3.967	4.765	5.696	6.780	8.038
<i>Margem EBITDA</i>	<i>%</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,0%</i>	<i>15,2%</i>	<i>15,8%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,9%</i>	<i>17,5%</i>	<i>18,1%</i>	<i>18,7%</i>	<i>19,2%</i>	<i>19,8%</i>
(-) D&A	R\$m	(279)	(283)	(322)	(366)	(415)	(469)	(544)	(628)	(722)	(827)	(945)
(+) Receitas financeiras	R\$m	105	31	72	96	126	158	222	282	364	469	602
(-) Despesas financeiras	R\$m	(187)	(59)	(62)	(42)	(18)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
EBT	R\$m	1.365	1.745	1.766	2.131	2.555	3.029	3.644	4.417	5.336	6.420	7.693
<i>Margem EBT</i>	<i>%</i>	<i>13,3%</i>	<i>14,4%</i>	<i>12,9%</i>	<i>13,8%</i>	<i>14,6%</i>	<i>15,3%</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,5%</i>	<i>18,2%</i>	<i>19,0%</i>
(-) IR / CSLL	R\$m	(524)	(593)	(600)	(725)	(869)	(1.030)	(1.239)	(1.502)	(1.814)	(2.183)	(2.616)
Lucro líquido	R\$m	841	1.152	1.165	1.407	1.686	1.999	2.405	2.915	3.522	4.237	5.077
<i>Margem líquida</i>	<i>%</i>	<i>8,2%</i>	<i>9,5%</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,1%</i>	<i>9,6%</i>	<i>10,1%</i>	<i>10,6%</i>	<i>11,1%</i>	<i>11,5%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,5%</i>

APÊNDICE D – DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA PROJETADA

Demonstração do fluxo de caixa	Unid.	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
(+) Lucro líquido	R\$m	457	1.152	1.165	1.407	1.686	1.999	2.405	2.915	3.522	4.237	5.077
(+) D&A	R\$m	127	283	322	366	415	469	544	628	722	827	945
(+) IR / CSLL diferido	R\$m	3	7	7	7	7	7	7	7	7	7	4
(+) Juros acruados	R\$m	45	59	62	42	18	2	2	2	2	2	2
(-) Receitas financeiras	R\$m	(24)	(31)	(72)	(96)	(126)	(158)	(222)	(282)	(364)	(469)	(602)
(+) Δ WK	R\$m	(279)	200	256	192	211	232	303	381	426	475	529
(+) Δ outros ativos e passivos op.	R\$m	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
(=) Fluxo de caixa operacional	R\$m	328	1.670	1.742	1.918	2.211	2.552	3.039	3.651	4.315	5.080	5.955
(-) CAPEX de manutenção e expansão	R\$m	(255)	(484)	(547)	(620)	(700)	(790)	(907)	(1.054)	(1.222)	(1.411)	(1.624)
(-) CAPEX de aquisição de imobilizado	R\$m	(146)	(86)	(196)	(205)	(215)	(225)	(468)	(493)	(520)	(549)	(579)
(-) CAPEX de aquisição de intangível	R\$m	(97)	(57)	(131)	(136)	(143)	(150)	(312)	(329)	(347)	(366)	(386)
(=) Fluxo de caixa de investimentos	R\$m	(498)	(627)	(873)	(961)	(1.058)	(1.165)	(1.686)	(1.877)	(2.089)	(2.325)	(2.588)
(-) Amortizações	R\$m	(347)	(345)	(551)	(405)	(330)	–	–	–	–	–	–
(-) Juros pagos	R\$m	(37)	(65)	(65)	(48)	(25)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
(+) Receitas financeiras	R\$m	24	31	72	96	126	158	222	282	364	469	602
(-) Dividendos	R\$m	(209)	(274)	(277)	(334)	(401)	(475)	(571)	(692)	(836)	(1.006)	(1.206)
(=) Fluxo de caixa de financiamentos	R\$m	(569)	(653)	(821)	(690)	(629)	(319)	(351)	(412)	(475)	(539)	(606)
(=) Fluxo de caixa	R\$m	(739)	390	47	267	524	1.067	1.002	1.362	1.752	2.215	2.761