

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
ESCOLA DE ENGENHARIA DE SÃO CARLOS

GABRIEL LUTFFALLA ESTEVAM

Avaliação de Empresas: estudo aplicado ao caso Hapvida e
sua fusão com a NotreDame Intermédica

São Carlos
2023

GABRIEL LUTFFALLA ESTEVAM

Avaliação de Empresas: estudo aplicado ao caso Hapvida e sua fusão com a NotreDame Intermédica

Monografia apresentada ao Curso de Engenharia Mecatrônica, da Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, como parte dos requisitos para obtenção do Título de Engenheiro Mecatrônico

Orientador(a): Prof. Dr. Rodrigo Nicoletti

VERSÃO CORRIGIDA

São Carlos
2024

AUTORIZO A REPRODUÇÃO TOTAL OU PARCIAL DESTE TRABALHO,
POR QUALQUER MEIO CONVENCIONAL OU ELETRÔNICO, PARA FINS
DE ESTUDO E PESQUISA, DESDE QUE CITADA A FONTE.

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca Prof. Dr. Sérgio Rodrigues Fontes da
EESC/USP com os dados inseridos pelo(a) autor(a).

E79a Estevam, Gabriel
 Avaliação de Empresas: estudo aplicado ao caso
Hapvida e sua fusão com a NotreDame Intermédica /
Gabriel Estevam; orientador Rodrigo Nicoletti. São
Carlos, 2023.

 Monografia (Graduação em Engenharia Mecatrônica)
-- Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade
de São Paulo, 2023.

 1. Valuation. 2. Saúde Suplementar. 3. DCF. 4.
Hapvida Notredame Intermédica. I. Título.

FOLHA DE AVALIAÇÃO

Candidato: Gabriel Lutffalla Estevam

Título: Avaliação de Empresa: estudo aplicado ao caso Hapvida e sua fusão com a NotreDame Intermédica

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Escola de Engenharia de São Carlos da
Universidade de São Paulo
Curso de Engenharia Mecatrônica

BANCA EXAMINADORA

Professor Dr. Rodrigo Nicoletti
(orientador)
(Vídeo conferência)
Nota atribuída: 9 (nove)

DocuSigned by:
Rodrigo Nicoletti
C6F38E41EB8F47B...

Eng. Ícaro Ostan
(Vídeo conferência)
Nota atribuída: 9 (nove)

DocuSigned by:
Ícaro Ostan
7BF6A9BF81A842A...

Eng. Henrique de Andrade
(Vídeo conferência)
Nota atribuída: 9 (nove)

DocuSigned by:
Henrique Andrade
D54B91099469479...

Média: 9 (nove)

Resultado: APROVADO

Data: 20/12/2023.

Este trabalho tem condições de ser hospedado no Portal Digital da Biblioteca da EESC
Visto do orientador _____
DocuSigned by:
Rodrigo Nicoletti
C6F38E41EB8F47B...

*Este trabalho é dedicado às crianças adultas que,
quando pequenas, sonharam em se tornar cientistas.*

RESUMO

Estevam, Gabriel. **Avaliação de Empresas**: estudo aplicado ao caso Hapvida e sua fusão com a NotreDame Intermédica. 2023. Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2023.

O presente trabalho tem por objetivo apresentar e demonstrar os principais métodos de avaliação de empresa, aplicando quantitativamente o método do *Discounted Cash Flow* (DCF) ao Grupo Hapvida NotreDame Intermédica, empresa combinada de planos de saúde resultante da fusão entre o Sistema Hapvida e o Grupo NotreDrame Intermédica no início de 2022. Busca-se estimar o valor justo da companhia e determinar se ele está abaixo ou acima do valor negociado atualmente. Para isso, foi analisado o histórico financeiro da empresa, através de seus Demonstrativos de Resultado, para embasar premissas de projeção e estimativas de resultado futuro que permitiram a aplicação do método. Além disso, pretende-se avaliar qualitativamente a companhia combinada, resgatando sua evolução histórica, sinergias, racional para a fusão, governança corporativa e vantagens competitivas. Com isso, é buscado inseri-la no contexto do mercado de saúde suplementar no Brasil e analisar comparativamente seu modelo de negócios verticalizado *versus* o modelo *fee-for-service* predominante no mercado brasileiro. Adicionalmente, são discutidas e contextualizadas as falhas de mercado da indústria, elencando as principais vantagens e desvantagens da adoção do modelo verticalizado como resposta a tais falhas.

Palavras-chave: *Valuation*. Saúde Suplementar. DCF. Hapvida Notredame Intermédica.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Evolução Beneficiários de Planos de Saúde Privados	18
Figura 2 – Tipo de Contratação de Planos Privados de Saúde (2023)	19
Figura 3 – Série Histórica do IPCA e do VCMH (2014 a 2022)	23
Figura 4 – Hapvida - Evolução da Estrutura Hospitar pré-fusão	25
Figura 5 – Hapvida - Evolução Receita Líquida e Margem EBITDA	26
Figura 6 – GNDI - Evolução da Estrutura Hospitar pré-fusão	27
Figura 7 – GNDI - Evolução Receita Líquida e Margem EBITDA	28
Figura 8 – Complementaridade Geográfica	29
Figura 9 – Demonstrativo de Resultados Históricos Hapvida	32
Figura 10 – Projeção do Demonstrativo de Resultados	34
Figura 11 – Estrutura de Capital	34
Figura 12 – Custo de Dívida - K_d	35
Figura 13 – Custo de Capital Próprio - K_e	36
Figura 14 – Custo Ponderado de Capital - WACC	36
Figura 15 – Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF)	37

LISTA DE SIGLAS

ANS	Agência Nacional de Saúde Suplementar
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i> (Taxa de Crescimento Anual Composta)
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
EBITDA	<i>Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
FCF	<i>Free Cash Flow</i> (Fluxo de Caixa Descontado)
FCFE	<i>Free Cash Flow to Firm</i> (Fluxo de Caixa Descontado do Acionista)
FCFF	<i>Free Cash Flow to Firm</i> (Fluxo de Caixa Descontado da Firma)
GNDI	Grupo Notredame Intermédica
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IESS	Instituto de Estudos de Saúde Suplementar
IPCA	Índice Geral de Preços ao Consumidor
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
MLR	<i>Medical Losses Ratio</i> (Índice de Sinistros Médicos)
SUS	Sistema Único de Saúde
TIR	Taxa Interna de Retorno
VCMH	Variação de Custos Médicos Hospitalares
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i> (Custo de Capital Ponderado)

SUMÁRIO

Lista de ilustrações	6	
1	INTRODUÇÃO	10
1.1	Estrutura do Trabalho	10
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA - VALUATION	11
2.1	Breve Histórico dos Métodos de Avaliação de Empresas	11
2.2	Valor Intrínseco	12
2.3	<i>Enterprise Value e Equity Value</i>	12
2.4	Fluxo de Caixa Descontado	13
2.4.1	Fluxo de Caixa Livre da Firma	13
2.4.2	Fluxo de Caixa Livre do Acionista	14
2.5	Taxa de Desconto	14
2.5.1	Custo Médio Ponderado de Capital	14
2.5.2	Custo de Capital Próprio (K_e)	15
2.5.3	Custo de Dívida (K_d)	15
2.5.4	Perpetuidade e Modelo de Gordon	16
2.6	Múltiplos de Mercado	16
2.6.1	EV / Receita	17
2.6.2	EV / EBITDA	17
3	ANÁLISE QUALITATIVA	18
3.1	O Mercado de Saúde Suplementar no Brasil	18
3.1.1	Definição e Visão Geral do Mercado	18
3.1.2	O Modelo Tradicional e o Risco Moral	20
3.1.3	O Modelo Verticalizado	21
3.2	Hapvida Notredame Intermédica	23
3.2.1	Hapvida: breve histórico pré-fusão	23
3.2.2	Intermédica: breve histórico pré-fusão	25
3.2.3	Proposta de Fusão e Sinergias Esperadas	28
4	ANÁLISE QUANTITATIVA	31
4.1	Aplicação do Fluxo de Caixa Descontado da Firma (FCFF)	31
4.1.1	Análise do Resultado Histórico e Bases de Projeção	31
4.1.2	Projeções do Demonstrativo de Resultados	33
4.1.3	Determinação do Custo Ponderado de Capital (WACC)	34
4.1.4	Determinação do <i>Free Cash Flow to Firm</i> (FCF)	36

5	CONCLUSÃO	38
	REFERÊNCIAS	39

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objetivo aplicar o método do Fluxo de Caixa Descontado ao Grupo Hapvida NotreDame Intermédica, empresa resultante da combinação de negócios do Sistema Hapvida com o Grupo Notredame Intermédica. Busca-se avaliar quantitativamente a companhia combinada a fim de estimar-se seu valor justo e compará-lo com o preço de mercado atual da companhia, cujo valor sofreu considerável depreciação após a fusão das duas empresas. Pretende-se, também, avaliá-la qualitativamente, analisando seu posicionamento estratégico dentro do contexto do mercado de Saúde Suplementar no Brasil e discutindo como seu modelo de negócios vertilizado se diferencia do modelo *fee-for-service* predominante no mercado brasileiro, elencando suas vantagens e desvantagens. Dessa forma, busca-se determinar, através de fatores qualitativos e quantitativos, se a companhia se constitui como uma oportunidade de investimento de longo prazo.

1.1 Estrutura do Trabalho

- Capítulo 2: Revisão bibliográfica dos principais métodos de avaliação de empresas
- Capítulo 3: Análise qualitativa da companhia e seu setor
- Capítulo 4: Aplicação da metodologia e resultados da análise quantitativa da companhia
- Capítulo 5: Resultados e conclusão

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA - VALUATION

2.1 Breve Histórico dos Métodos de Avaliação de Empresas

A determinação do valor de uma companhia é objeto de estudo teórico desde meados do século XX, quando a consolidação de grandes corporações de capital aberto e a popularização dos investimentos em ações, em especial nos Estados Unidos, tornou necessária a sistematização de métodos quantitativos que ajudassem a estimar o valor intrínseco de companhias, especialmente aquelas cujas ações eram negociadas em bolsa de valores (MACEDO et al., 2019).

Abandonava-se gradualmente, assim, os achismos e vieses de massa que guiavam as análises feitas até então e passava-se a considerar fatores numéricos concretos e internos às companhias, em especial seus balanços, demonstrativos financeiros e níveis de endividamento.

[...] pelo menos subconscientemente, eles calcularam que qualquer preço era alto demais para tais empresas [...] Da mesma forma, em 1929 a teoria similar relativa aos blue chips dizia que nenhum preço era alto demais para essas ações porque suas possibilidades futuras eram ilimitadas. Ambas as visões eram exageradas e induziram a graves erros de investimento (GRAHAM, 2007, p. 212)

Em sua obra *Security Analysis* (GRAHAM, 2007), Benjamin Graham lançou as bases e tornou-se o expoente desse movimento que, junto das contribuições teóricas de Harry Markovitz (MARKOWITZ, 1952) e William Sharpe (SHARPE, 1964), daria origem ao que hoje é conhecida como Análise Fundamentalista.

A partir da década de 80, capitaniados por Philip Fischer, fatores externos e qualitativos, tais como participação de mercado, expectativas da taxa de juros e, especialmente, o posicionamento estratégico da companhia, com suas vantagens e desvantagens competitivas, passaram a incorporar a análise, tornando-a mais abrangente e menos atrelada somente aos resultados da companhia (FISCHER, 2003). Nesse contexto, o posicionamento da empresa diante de seus concorrentes no mercado passou a ter peso relevante na avaliação de seu valor.

Atualmente, apesar de por vezes apresentarem relevantes componentes subjetivos de análise, as técnicas de *Valuation* são amplamente utilizadas por instituições financeiras, casas de *research* e investidores Pessoa Física, sendo consideradas ferramentas essenciais na tomada de decisões de investimento e na avaliação dos níveis de geração de valor de companhias.

No presente trabalho serão utilizadas as duas principais ferramentas que compõem uma análise de *Valuation: Free Cash Flow* (FCF), ou Fluxo de Caixa Descontado, e Múltiplos

de Mercado. Enquanto a primeira se baseia em características internas da companhia, a segunda a avalia sob a perspectiva de seus concorrentes de mercado.

2.2 Valor Intrínseco

O *Valuation* de uma companhia define-se como o processo pelo qual se busca estimar o valor justo a ser atribuído a certo negócio (DAMODARAN, 2012). Para além de considerar-se tão somente a soma dos valores contabilmente reconhecidos de seus ativos, almeja-se, utilizando-se metodologias definidas, incorporar as expectativas de crescimento do negócio e seu potencial de geração de ganhos futuros, determinando-se o que é definido como valor intrínseco do ativo.

O valor intrínseco, por sua vez, servirá como referência teórica e balizará negociações de preço em processos de compra e venda de companhias e decisões de investimento em ações. Logo, o preço pelo qual um ativo é negociado em determinado momento não necessariamente refletirá seu valor intrínseco, podendo estar abaixo ou acima desse, a depender das condições e expectativas gerais de mercado (GRAHAM, 2007).

2.3 Enterprise Value e Equity Value

Uma companhia, desconsiderando a geração de caixa de suas operações, é capaz de obter recursos através de duas fontes:

- **Capital Próprio:** representa os aportes feitos pelos acionistas na companhia, integrados em seu capital social.
- **Capital Terceiro:** representa os recursos captados pela companhia junto a bancos e/ou através da emissão de títulos de dívida.

Uma empresa é composta de todos os seus detentores de direitos e inclui, além dos investidores em patrimônio líquido, os detentores de obrigações. Os fluxos de caixa para a empresa são, portanto, os fluxos de caixa acumulados de todos esses detentores de direitos (DAMODARAN, 2012, p. 134)

A proporção entre Capital Próprio ou Capital Terceiro determina a Estrutura de Capital da Companhia.

Em caso de liquidação por falência, os detentores de dívida tem preferência frente aos acionistas no recebimento de seus recursos. Logo, o Capital Terceiro é menos arriscado e, por definição, mais barato que o Capital Próprio. Consequentemente, a presença de certo nível de Capital Terceiro é benéfico à companhia, pois barateia sua estrutura de capital (DAMODARAN, 2012).

O processo de *Valuation* pode fornecer, a depender do método utilizado, dois tipos de valoração:

- **Enterprise Value:** engloba os valores detidos tanto pelos titulares do Capital Próprio (acionistas) como do Capital Terceiro (bancos, detentores de debêntures e outras obrigações, etc) → Resultado do Fluxo de Caixa Livre da Firma.
- **Equity Value:** engloba somente os valores detidos pelos titulares do Capital Próprio (acionistas) → Resultado do Fluxo de Caixa Livre do Acionista.

O *Enterprise Value* relaciona-se com o *Equity Value* pela seguinte relação:

$$\text{Enterprise Value} = \text{Equity Value} + \text{Dívida Líquida}$$

sendo,

$$\text{Dívida Líquida} = \text{Dívida Bruta} - \text{Caixa}$$

Em que *Caixa* representa todas as disponibilidades (recursos disponíveis para uso imediato) da companhia.

2.4 Fluxo de Caixa Descontado

O método de Fluxo de Caixa Descontado - FCF (*Free Cash Flow*) define o valor da empresa como o somatório de todos os fluxos de caixa gerados durante determinado período, descontados a valor presente por uma taxa de desconto definida (DAMODARAN, 2012). Via de regra, define-se o período como indeterminado, tomando como premissa a expectativa de que a operação da companhia se perpetue no futuro.

O método é adequado especialmente nos cenários de empresas com fluxos de caixa positivos e relativamente estáveis, e que possuam a expectativa de assim se manterem, sendo valorizado, em especial, por investidores de longo prazo, cujo horizonte de investimentos permite que o mercado convirja seu preço para o valor intrínseco ao longo do tempo (DAMODARAN, 2012).

Representam desafios para a aplicação dessa metodologia as empresas com resultados atrelados ao ciclo econômico, de difícil previsão, ou que estejam em dificuldades operacionais, resultando em geração de caixa negativa.

2.4.1 Fluxo de Caixa Livre da Firma

O FCFF (*Free Cash Flow to Firm*) é utilizado no cálculo do *Enterprise Value*, pois considera, além dos fluxos de caixa que irão remunerar os acionistas da empresa, também os que irão honrar a amortização de sua dívida e outros direitos de terceiros. Ou seja, é a renda residual após a companhia honrar as despesas e custos operacionais e impostos, porém antes do pagamento da dívida.

Damodaran (2012) define o *FCFF* como:

$$\begin{aligned}
 & \text{EBIT} * (1 - \text{Imposto de Renda}) \\
 & (+) \text{ Depreciação e Amortização} \\
 & \quad (+/-) \Delta \text{ Capital de Giro} \\
 & \quad (-) \text{ CAPEX} \\
 & = \text{Fluxo de Caixa da Firma}
 \end{aligned}$$

Em que EBIT = Lucro Operacional antes de Juros e Impostos (*Earning Before Interest and Taxes*).

2.4.2 Fluxo de Caixa Livre do Acionista

O FCFE (*Free Cash Flow to Equity*) é utilizado no cálculo do *Equity Value*, pois considera somente os fluxos de caixa que irão remunerar os acionistas da empresa. Ou seja, é a renda residual após a companhia honrar todas as suas obrigações, incluindo as despesas e custos operacionais, impostos, juros e amortização da dívida.

Damodaran (2012) define o *FCFF* como:

$$\begin{aligned}
 & \text{Fluxo de Caixa Livre da Empresa} \\
 & \quad (+/-) \text{ Resultado Financeiro} \\
 & \quad (+/-) \text{ Benefício Fiscal} \\
 & \quad (-) \text{ Amortização da Dívida} \\
 & (=) \text{ Fluxo de Caixa do Acionista}
 \end{aligned}$$

Para fins do presente trabalho, será utilizado o Fluxo de Caixa Descontado da Firma para determinar o *Enterprise Value* da companhia.

2.5 Taxa de Desconto

Para o cálculo do *Valuation*, os Fluxos de Caixa acima descritos devem ser descontados a valor presente e somados. No caso do *FCFE*, a taxa de desconto é o Custo de Capital Próprio (K_e). No caso do *FCFF*, a taxa aplicada é o WACC - *Weighted Average Cost of Capital*.

2.5.1 Custo Médio Ponderado de Capital

O WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) é definido como a média ponderada entre o Capital Próprio (K_e), retorno esperado pelo acionista, e o Custo de Dívida (K_d), custos dos financiamentos tomados pela companhia. Na prática, reflete as diferentes fontes de captação de recursos da empresa, ponderados pelas respectivas participações na estrutura de capital total.

$$\text{WACC} = K_e \times \frac{D}{(D+PL)} + K_d \times \frac{PL}{(PL+D)}$$

K_e = Custo de Capital Próprio

K_i = Custo de Dívida Líquido de impostos

PL = Patrimônio Líquido

D = Dívida Bruta

2.5.2 Custo de Capital Próprio (K_e)

O Custo de Capital Próprio (K_e) é definido como a expectativa mínima de remuneração esperada pelos acionistas para aportarem na companhia, sendo calculada através do modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) (SHARPE, 1964).

O modelo CAPM leva em conta que o investidor exigirá da companhia a remuneração livre de risco, equivalente à de um título público lastrado pelo governo, acrescida de um prêmio de risco. Tal prêmio de risco é definido como diferença entre o retorno de mercado, equivalente ao índice de ações local, e o retorno livre de risco. Tal diferença é ponderada por um fator multiplicativo β , que reflete o quanto o setor da empresa acompanha as variações gerais do mercado (ou seja, setores mais voláteis que o mercado terão $\beta > 1$, enquanto setores menos voláteis que o mercado terão $\beta < 1$). Matematicamente, tem-se:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

K_e = Custo de Capital Próprio

R_f = Retorno Livre de Risco

R_m = Retorno de Índice de Mercado

β = Beta — fator de ponderação atrelado ao setor da empresa

Podemos chamar a diferença $R_m - R_f$ de Prêmio de Risco de Mercado R_m , sendo este a remuneração adicional sobre a taxa livre de risco que é esperada ao se optar por investimentos atrelados à variação geral do mercado.

2.5.3 Custo de Dívida (K_d)

O Custo de Dívida (K_d) é definido como a taxa de juros exigida da empresa ao captar recursos com terceiros. Pode ser calculada a partir da média ponderada das taxas contratadas nas dívidas já contraídas, ou estimada a partir das condições atuais do mercado na simulação de contratação de novos empréstimos.

No caso de empresas abertas de grande porte, que possuem títulos de dívida negociados a mercado, pode-se tomar a Taxa Interna de Retorno (TIR) de tais títulos.

Como o pagamento de Juros diminui a base tributável da companhia, deve-se calcular o Custo de Dívida líquido de impostos K_i , que será utilizado no WACC. Tal efeito é comumente chamado de Escudo Tributário (*Tax Shield*). Matematicamente, temos:

$$K_i = K_d \times (1 - IR)$$

K_i = Custo de Dívida Líquido de impostos

K_d = Custo de Dívida Bruto

IR = Alíquota Imposto de Renda

2.5.4 Perpetuidade e Modelo de Gordon

A aplicação do Fluxo de Caixa Livre associado à Taxa de Desconto permite calcular o valor presente de uma companhia considerando o período de projeção (via de regra entre 5 e 10 anos). Porém, o valor intrínseco da empresa não se concentra apenas nos próximos 5 ou 10 anos já que, após esse tempo, ela continua existindo e gerando caixa. Logo, a fim de se obter o valor real da companhia, é necessário calcular os fluxos de caixa referentes aos períodos posteriores à projeção e trazê-los a valor presente.

A forma mais comumente empregada para se realizar esse cálculo é através do Modelo de Gordon, ou Modelo de Crescimento Perpétuo, desenvolvido pelos economistas Myron J. Gordon e Eli Shapiro. Tal método considera crescimento a uma taxa constante repetindo-se por “N” ciclos (anos) e é definido pela fórmula:

$$P = \frac{FC_n \times (1 + g)}{WACC - g}$$

P = Valor Residual na Perpetuidade

FC_n = Fluxo de Caixa projetado no ano n

g = Taxa de crescimento constante na perpetuidade

WACC = Taxa de desconto (Custo Ponderado de Capital)

É importante salientar que, após o cálculo do valor da companhia na Perpetuidade, é necessário trazer o mesmo a valor presente. Ou seja, o valor residual na Perpetuidade também é descontado pela Taxa de Desconto elevada à N, sendo N o ano do fluxo de caixa projetado a partir do qual calculou-se o valor na perpetuidade.

2.6 Múltiplos de Mercado

A metodologia de Múltiplos de Mercado define-se como a análise relativa entre a companhia e seus pares comparáveis. Via de regra, companhias ditas comparáveis são aquelas que atuam no mesmo mercado e apresentam modelo de negócios e tamanho similares.

Damodaran (2012) diz que, para comparar ativos similares no mercado, faz-se necessário normalizar os valores de alguma maneira. Para isso, tomam-se variáveis comuns entre companhias, tais como Receita, Lucro, Ativos, Valor Patrimonial e Fluxo de Caixa, e definem-se razões, normalmente utilizando-se o *Enterprise Value* (EV) como numerador. Além disso, tem-se como premissa que o valor da companhia sendo avaliada será similar aos de empresas ditas comparáveis e que, em média, o mercado as precifica adequadamente.

A utilização de Múltiplos de Mercado busca, então, posicionar relativamente a empresa dentro de seu mercado de atuação, constituindo-se como um método em que fatores externos à companhia adquirem peso relevante. Seu uso conjungado com o Método do Fluxo de Caixa Descontado, em que fatores internos à empresa são predominantes, é complementar e de grande valia em uma análise abrangente de valor.

2.6.1 EV / Receita

A normalização do *Enterprise Value* pela Receita permite a comparação de empresas sujeitas a regras contábeis distintas, já que a Receita, sendo a primeira linha do resultado, é pouco influenciada por manobras contábeis. Matematicamente, define-se:

$$\frac{EV}{Receita} = \frac{(\text{Preço da Ação} \times \text{Quantidade de Ações}) + \text{Dívida Líquida}}{Receita}$$

2.6.2 EV / EBITDA

O EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, ou Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), pode ser considerado, em empresas com baixo dispêndio em Depreciação e Amortização, uma *proxy* para o fluxo de caixa. Sua utilização é preferível à utilização do Lucro Líquido pois este é fortemente influenciado pelo pagamento de juros, lançamentos não-operacionais e alíquotas de impostos. Matematicamente, define-se:

$$\frac{EV}{Receita} = \frac{(\text{Preço da Ação} \times \text{Quantidade de Ações}) + \text{Dívida Líquida}}{EBITDA}$$

3 ANÁLISE QUALITATIVA

3.1 O Mercado de Saúde Suplementar no Brasil

3.1.1 Definição e Visão Geral do Mercado

A saúde suplementar no Brasil é constituída pelo conjunto de seguradoras, operadoras de planos de saúde e prestadores médico-hospitalares que fornecem serviços e cuidados assistenciais sem vínculo ou subsídio direto do Sistema Único de Saúde (SUS).

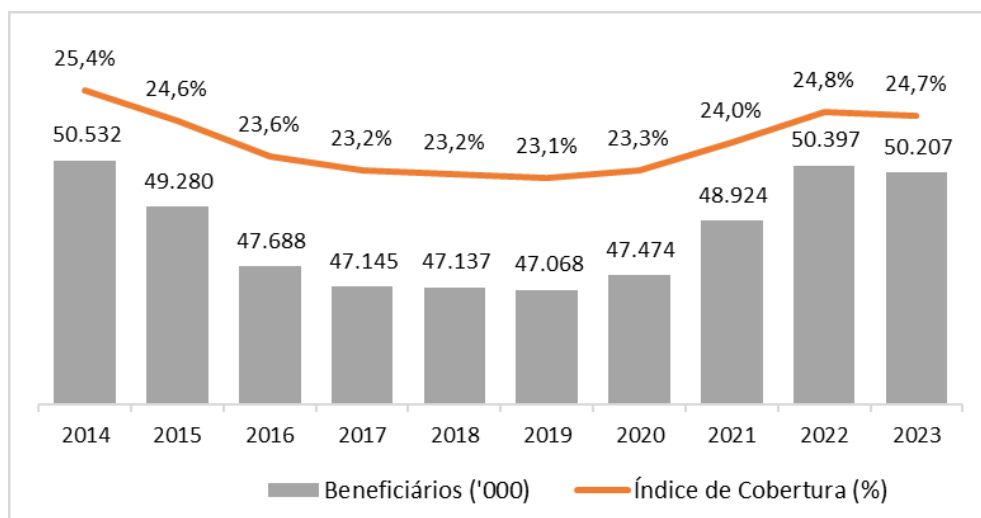
Apesar de o SUS tornar o Brasil o único país, dentre aqueles com mais de 200 milhões de habitantes, a oferecer um sistema de saúde universal e gratuito a todos os cidadãos, historicamente o sistema público tem-se mostrado incapaz de cumprir com eficiência sua missão constitucional.

Mais recentemente, os choques econômicos causados pela recessão de 2015-16 e a pandemia de Covid-19 levaram à queda na arrecadação, aprofundando a crise fiscal e levando o setor público a postergar investimentos e realizar cortes orçamentários, agravando a incapacidade do SUS de suprir adequadamente a demanda por assistência (SANTOS; VIEIRA, 2018).

Nesse cenário, a saúde suplementar tornou-se fundamental na viabilização do acesso à saúde para parcela relevante da população brasileira. Atualmente, 24,7% da população brasileira é beneficiária de algum plano ou seguro de saúde (ANS, 2023), movimentando cerca de 3% do PIB (R\$ 220 bilhões de reais) (LEANDRO et al., 2022).

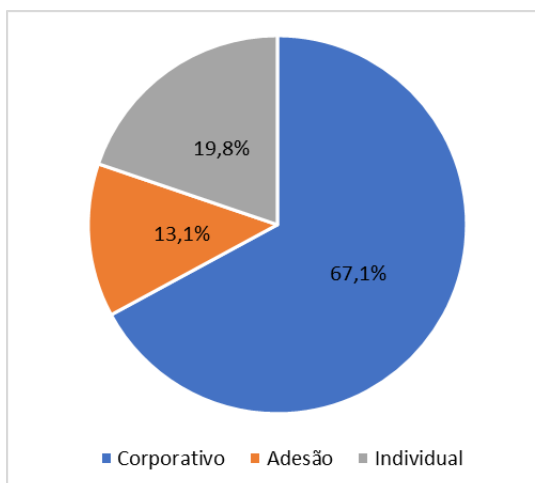
Existem 3 modalidades de contratação de planos de saúde no mercado brasileiro: (i) Corporativo, em que o contrato é firmado entre a operadora e uma empresa contratante para o fornecimento de planos a seus funcionários, (ii) por Adesão, em que uma entidade

Figura 1 – Evolução Beneficiários de Planos de Saúde Privados



Fonte: ANS. Elaboração Própria

Figura 2 – Tipo de Contratação de Planos Privados de Saúde (2023)



Fonte: ANS. Elaboração Própria

de classe (sindicato ou associação, por exemplo) firma o contrato com a operadora, de forma a oferecer a seus associados a opção ao plano de saúde, cuja adesão é opcional e de escolha do associado e (iii) Individual, em que o contrato é firmado diretamente entre a operadora e o indivíduo que irá usufruir do plano.

Em 2023, 67,1% dos planos privados em vigor eram Corporativos (ANS, 2023), como ilustrado na Figura 2. Ou seja, o acesso dos beneficiários à saúde suplementar estava vinculada a seus contratos empregatícios. Dessa forma, o índice de cobertura da saúde suplementar está diretamente ligado à criação e manutenção de empregos formais.

Em períodos de recessão e alto desemprego, como no triênio 2015-2018, a cobertura tende a cair à medida que, no momento do desligamento, o empregado perde também o acesso ao benefício. Em períodos de recuperação econômica, por outro lado, a cobertura tende a se reestabelecer. O índice de cobertura verificado em 2023, 24,7%, ainda que próximo, não retornou ao patamar pré-recessão de 25,4% em 2014, como indica a Figura 1, sinalizando uma década de estagnação no índice de cobertura privada no Brasil.

No Brasil, a venda de planos de saúde e suas interações com diferentes *players* de mercado é regulada pela ANS (Agência Nacional de Saúde Suplementar), assim como a fiscalização e o controle da prestação de serviços. Vinculada ao Ministério da Saúde, a agência é responsável pela edição de regras e portarias normativas que regulam o mercado e estabelecem, entre outros pontos, índices de reajustes de planos individuais, regras de credenciamento de prestadores e coberturas de procedimentos.

Nesse contexto, através da ANS, o setor de saúde se configura como um dos mais regulados do país, com as operadoras operando em um ambiente de negócios restrito, no qual devem reportar dados operacionais, financeiros e índices de solvência regularmente à ANS que, por sua vez, tem a prerrogativa de suspender a venda de planos ou decretar intervenção em operadoras que não cumprirem a legislação.

3.1.2 O Modelo Tradicional e o Risco Moral

O modelo tradicional de saúde suplementar é definido pela interação independente entre 3 atores: (i) a operadora, que oferta o plano de saúde, (ii) o segurado, que contrata o plano fornecida pela seguradora, e (iii) os prestadores médico-hospitalares que, sob o financiamento da operadora, fornecem os serviços assistenciais ao segurado.

Nessa dinâmica, o segurado, ao pagar as contraprestações de seu plano à operadora, passa a ter direito a um rol pré-definido de cobertura de procedimentos, consultas e exames oferecidos pelos prestadores médico-hospitalares que, por sua vez, serão reembolsados pela operadora pelos serviços utilizados pelos segurados.

Nesse contexto, a independência existente entre operadoras e prestadores médico-hospitalares, que impede monitoramento efetivo da operadora sobre os prestadores, e a vinculação direta da receita dos prestadores ao volume e complexidade dos procedimentos realizados pelos segurados e pagos pela operadora (*fee-for-service*), leva ao surgimento do incentivo aos prestadores de, estrategicamente, induzir o segurado a uma sobreutilização de serviços (GAYNOR; VOGT, 2000).

Em outras palavras, as operadoras, que têm seus custos afetados pelo volume de tratamentos realizados na rede médico-hospitalar contratada, não conseguem monitorar, de forma assertiva, se as orientações dos prestadores médico-hospitalares são uma resposta adequada às necessidades do segurado, ou se, por outro lado, são um meio de aumentar a renda advinda dos serviços médicos prestados, com indicações desnecessárias de tratamentos aos pacientes (LEANDRO et al., 2022).

Esse cenário de desalinhamento de interesses, ao aumentar os ganhos financeiros dos prestadores médico-hospitalares, leva a um aumento artificial dos custos assistenciais das operadoras, obrigando-as, por sua vez, a elevar os preços praticados dos planos de saúde, tornando-os menos acessíveis, e acelerando a inflação dos serviços médico-hospitalares acima do índice geral de preços (IPCA).

Essa disfunção, marcadamente presente no modelo tradicional de seguros privados de saúde, se sustenta no risco moral inerente à relação médico-paciente na prestação de serviços médicos-hospitalares. Tal risco é definido pela existência de acesso notadamente assimétrico à informação entre os agentes: enquanto o médico possui informações privilegiadas sobre o estado de saúde do paciente, eficácia de tratamentos, exames, diagnósticos e procedimentos mais adequados, o paciente será profundamente influenciado por aquele e sua escolha será, essencialmente, baseada nas informações dadas pelo médico. Assim, o médico tem grande capacidade de influenciar a demanda dos pacientes por tratamento.

Risco moral pode ocorrer quando uma parte de uma transação, o agente, pode tomar decisões que afetem o resultado da transação para a outra parte, o principal, o qual não consegue observar ou controlar perfeitamente as ações e o esforço do agente (LEANDRO et al., 2022, p. 3)

Nesse contexto, a real capacidade do segurado em julgar a eficácia ou necessidade do tratamento prescrito é limitada e, via de regra, restrita ao entendimento que o médico ou prestador médico-hospitalar, sujeito ao desalinhamento de interesses financeiros acima descrito, lhe forneceu.

Um dos autores que se debruçaram sobre a dinâmica competitiva do mercado de saúde e a interação entre os diferentes agentes de mercado foi Michael Porter, destacado acadêmico norte-americano conhecido por sua pesquisa voltada à análise de estratégias de negócio e vantagens competitivas.

Em sua obra *Repensando a saúde: Estratégias para melhorar a qualidade e reduzir os custos* (PORTER; TEISBERG, 2007), Porter traça uma clara diferença entre a dinâmica competitiva presente no mercado de saúde e outros ramos de negócios: enquanto em outros setores existe uma "competição baseada em valor", marcada pela busca constante pelo aumento da qualidade, inovação, eficiência e redução dos preços entre os agentes inseridos no mercado, na saúde existiria uma "competição de soma zero", que se manifesta no conflito entre os agentes (via de regra operadoras de saúde e prestadores médico-hospitalares) para o compartilhamento e delegação de custos e responsabilidades, que se traduz em desequilíbrios negociais e podem culminar na restrição de escolha dos clientes ou redução forçada de custos por meio da restrição de serviços.

[...] a competição em assistência à saúde não está focalizada em entregar valor aos pacientes. Em lugar disso, ela se tornou uma competição de soma zero: os participantes do sistema lutam para dividir o valor, enquanto o poderiam estar aumentando. Embora a assistência à saúde ofereça um enorme valor, os custos desnecessários da competição de soma zero solapam e corrompem esse valor. Foi a competição de soma zero na assistência à saúde que criou [...] altos custos, qualidade baixa ou variável, tratamento insuficiente ou em demasia, muitos erros evitáveis em diagnósticos e tratamentos, [...] racionamento de serviços e uma enorme quantidade de ações judiciais (PORTER; TEISBERG, 2007, p.45-46).

Dentro desse contexto e, em parte, em resposta ao quadro de conflito negocial perene entre os agentes descrito por Porter, ganhou força no mercado a verticalização dos serviços médicos-hospitalares pelas operadoras de saúde, que passou a representar um modelo alternativo ao *fee-for-service* predominante no modelo tradicional de assistência

3.1.3 O Modelo Verticalizado

A integração vertical de uma atividade qualquer é definida por Porter como "a combinação de processos de produção, distribuição, vendas e outros processos econômicos tecnologicamente distintos dentro das fronteiras de uma mesma organização" (PORTER, 2004, p. 300). Segundo Porter, ao optar por esse movimento estratégico, uma companhia pode visar uma série de objetivos, passando pelo aumento da eficiência, economias de escala, absorção de novas tecnologias, diferenciação, entrada em novos mercados rentáveis

e, em especial para o setor de saúde, evitar desvantagens negociais ou distorções de custo de prestadores terceiros.

Na prática, podemos enxergar o modelo verticalizado na saúde como o resultado da busca, por parte das operadoras de saúde, pela integração vertical de suas operações. Em outras palavras, pelos investimentos em hospitais, clínicas, laboratórios e centros de terapias próprios, visando atender seus beneficiários dentro de estruturas próprias, sem a contratações de prestadores médico-hospitalares externos ao seu grupo econômico.

Tal integração pode ser realizado diretamente, através de investimentos diretos na implantação de novas estruturas, ou indiretamente, através da aquisição de participações acionárias em prestadores médico-hospitalares já existentes.

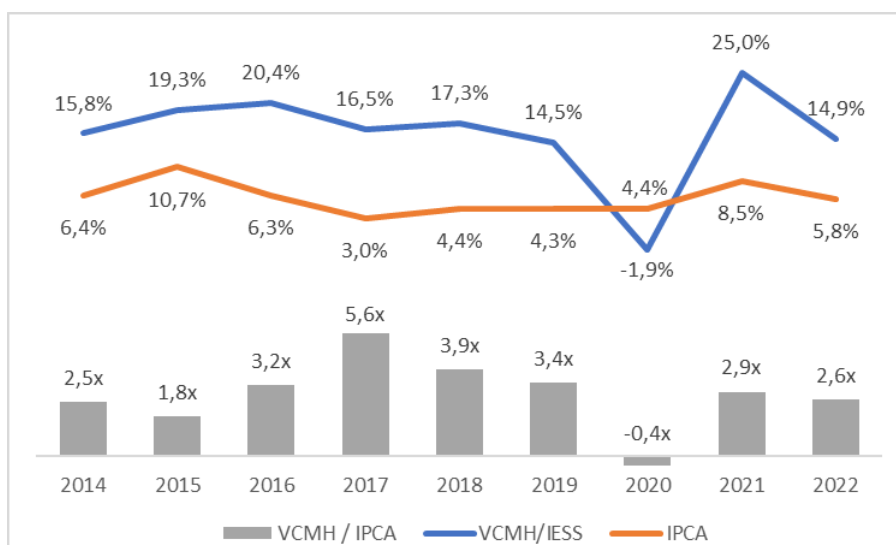
Ao possuir e administrar uma estrutura assistencial própria, seja um hospital, clínica ou laboratório, a operadora não somente evita o problema de agência entre si e os prestadores médico-hospitalares antes terceiros, extinguindo o pagamento de margem outrora feita aos prestadores, mas passa também a dispor de um leque de estratégias de alinhamento de interesses e redução do uso impróprio de recursos.

A principal delas passa pela contratação de médicos próprios, incorporados ao quadro hospitalar e cuja remuneração dispensa o modelo *fee-for-service*, ou seja, não está atrelada à quantidade de procedimentos ou consultas realizadas. Além disso, o grupo pode adotar protocolos e diretrizes de conduta pré-estabelecidos, a serem implementados pelo chamados médicos *gatekeepers*, que irão monitorar as decisões clínicas de outros médicos e determinar se são apropriadas ou não. Dessa forma, tende-se a reduzir a possibilidade de sobreutilização de serviços médico-hospitalares e o dispêndio desnecessários de recursos (LEANDRO et al., 2022).

A tendência à verticalização no setor de saúde se acentuou a partir de meados da década de 2000, à medida que o aumento crescente dos custos assistenciais das operadoras pressionou suas margens e passou a exigir reajustes cada vez maiores nos contratos Corporativos e por Adesão.

De fato, entre 2014 e 2022, a Variação do Custo Médico Hospitalar (VCMH), elaborado pelo Instituto de Estudos de Saúde Suplementar (IESS) — índice referência que mede a variação do custo médico-hospitalar per capita das operadoras de planos de saúde — apresentou aumento consistentemente acima do índice oficial de inflação, o IPCA, como ilustrado na Figura 3. No triênio 2017-2019, em especial, o VCHM registrado foi em média 4,3 vezes o maior que o IPCA. Durante o período analisado, foi 2,8 vezes a variação do IPCA. Somente em 2020, ano marcado pela queda na utilização de consultas, cirurgias e exames eletivos em meio à pandemia de Covid-19, o VCMH de -1,9% registrado foi menor que o IPCA de 4,4% divulgado naquele ano.

Figura 3 – Série Histórica do IPCA e do VCMH (2014 a 2022)



Fonte: IESS e IBGE. Elaboração Própria

Se por um lado a verticalização diminui o desalinhamento de interesses entre operadora e prestadores médico-hospitalares e evita a sobre-utilização dos serviços, por outro, porém, pode exacerbar outro desalinhamento igualmente preocupante: o risco moral entre médicos, agora integrantes e colaboradores a serviço do mesmo grupo econômico da operadora, e beneficiários, na condições de pacientes agora atendidos dentro de estruturas próprias da operadora.

Tal novo arranjo de assistência pode, a depender dos protocolos adotados, priorizar a eficiências de custos em detrimento do bem-estar do paciente e, com isso, desencorajar a realização de procedimentos necessários, não somente aqueles impróprios ou dispensáveis, gerando restrições ao beneficiário em seu acesso à saúde em nome de uma economia forçada de recursos. (LEANDRO et al., 2022).

Nesse contexto, o modelo verticalizado, caso não devidamente regulado, também pode recair na lógica de "competição de soma zero" descrita por Porter (PORTER; TEISBERG, 2007, p.45-46) e discutida na seção anterior. Nesse novo arranjo, porém, o paciente encontra-se agora sozinho em um dos lados da equação.

3.2 Hapvida Notredame Intermédica

3.2.1 Hapvida: breve histórico pré-fusão

A Hapvida Assistência Médica foi fundada em 1979, pelo médico oncologista Cândido Pinheiro, com a abertura de uma clínica oncológica em Fortaleza-CE. Durante os primeiros anos, a companhia expandiu suas atividades em Fortaleza, de modo que a clínica tornou-se o Hospital Antônio Prudente. Em 1993, a companhia inicia suas atividades como operadora de saúde suplementar, visando aumentar a receita do Hospital Antônio Prudente. Inicial-

mente, foi tomada a decisão estratégica de separar as unidades de negócio hospitalar e operadora, visando maximizar o valor de ambos os segmentos de maneira apartada. Logo, contudo, a decisão foi revertida, com a companhia passando a combinar as duas unidades, tornando a operadora a principal geradora de receita do grupo e passando a empregar os hospitais como um meio de prestação de serviços aos beneficiários da operadora, com custos competitivos. Em 2000 a companhia já passava, então, a atuar como uma operadora de saúde suplementar verticalizada.

Os 15 anos seguintes foram marcados pela expansão regional da companhia, baseada em aquisições inorgânicas, com aquisições de carteiras e hospitais em novas localidades. Logo a companhia deixa de atuar apenas no seu estado de origem, o Ceará, expandindo-se inicialmente para o Rio Grande do Norte, Amazonas, Pará e Pernambuco, seguidos de Maranhão, Bahia e Alagoas. Em pouco tempo, a companhia já era a maior operadora de saúde suplementar das regiões Norte e Nordeste, uma das maiores provedoras de serviços médico-hospitalares, através de suas rede de hospitais próprios, que possui estruturas próprias em todas as capitais do nordeste (HAPVIDA, 2023).

Em 2018, a companhia se expande pela primeira vez para além do Norte e Nordeste, abrindo seu primeiro hospital próprio em Joinville-SC. No mesmo ano, a companhia realiza seu IPO, movimentando R\$3,43bi, o maior IPO da história da saúde suplementar no Brasil. A partir de então, 29,7% das ações de emissão da companhia passaram a ser negociadas em bolsa. A família Pinheiro, detendo os 70,3% de ações restantes, permanecia como acionista controladora da companhia. Os recursos levantados na operação seriam utilizados para financiar a expansão da companhia para novas regiões, incluindo:

(i) a aquisição do **Grupo São Francisco** em 2019, que adicionou 1,8 milhão de vidas (800 mil saúde e 1,0 milhão odontológicas) à carteira da companhia, concentradas principalmente no interior de São Paulo. A operação marcou a entrada da companhia no estado com maior mercado em saúde suplementar do país.

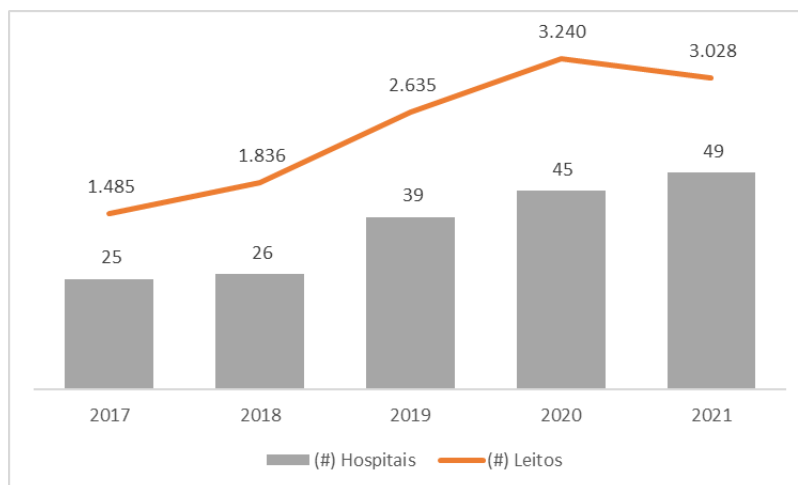
(ii) a aquisição do **Grupo América** em 2019, operadora com 190 mil vidas concentradas em Goiânia e cidades do entorno, marcando a consolidação da companhia no Centro-Oeste. A operação adicionou 3 hospitais à rede própria da companhia, totalizando 140 leitos, além de clínicas e laboratórios.

(iii) a aquisição de 75% da **RN Saúde** em 2019, que incorporou 50 mil beneficiários, concentrados na região do Triângulo Mineiro.

(iv) a aquisição da **PROMED** em 2020, grupo de operadoras sediada em Belo Horizonte, com cerca de 280 mil beneficiários. O negócio incluiu a incorporação de dois hospitais, que totalizam 240 leitos de internação e 7 clínicas de atendimento primário, marcando a entrada da companhia como *player* relevante na região metropolitana de Belo Horizonte.

(v) a aquisição da **Premium Saúde** em 2020, operadora com cerca de 125 mil beneficiários concentrados majoritariamente nas regiões de Belo Horizonte e Brasília, consolidando a presença da companhia nessas regiões.

Figura 4 – Hapvida - Evolução da Estrutura Hospitalar pré-fusão



Fonte: Relações com Investidores HAPV3. Elaboração Própria

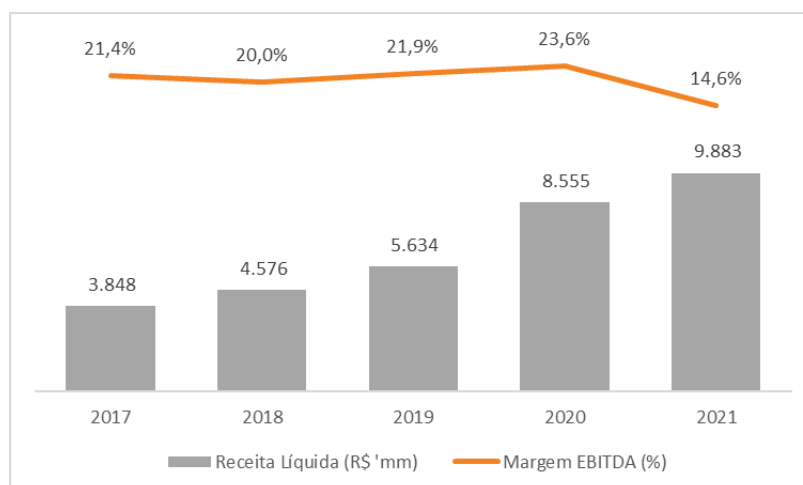
(v) a aquisição da **HB Saúde** em 2021, operadora com cerca de 110 mil beneficiários concentrados na região de São José do Rio Preto, no interior de São Paulo, consolidando a presença da companhia nessa região após a compra do Grupo São Francisco dois anos antes.

No começo de 2021, às vésperas do anúncio de fusão com a Notredame Intermédica, a companhia valia R\$ 57 bilhões (SAMOR, 2021), tendo dobrado sua estrutura hospitalar nos 4 anos precedentes: passando de 25 Hospitais com 1.485 leitos instalados em 2017, para 49 hospitais e 3.028 leitos instalados em 2021 (Figura 4). A Receita Líquida, por sua vez, passou de R\$3,8bi em 2017 para R\$9,9bi em 2021 (Figura 5), um CAGR de 26,6% no período, fruto de expansão inorgânica, a partir da compra de carteiras existentes, e expansão orgânica, fruto da venda de planos em novas regiões e ganho de *market-share* em praças em que a empresa já atuava (HAPVIDA, 2023). Ao final de 2021 a companhia contava com 4,278 milhões de beneficiários, tendo registado um aumento de 92,2% frente aos 2,226 milhões presentes em sua carteira em 2017. A essa altura, a companhia era a 3ª maior operadora de planos de saúde no país em número de vidas, atrás somente dos sistemas Unimed e da Notredame Intermédica, com quem viria a fundir-se no ano seguinte (ANS, 2023).

3.2.2 Intermédica: breve histórico pré-fusão

A Intermédica saúde foi fundada em 1968 em São Paulo, pelo médico Paulo Barbanti. Em 1972, era inaugurado seu primeiro Centro Clínico próprio. Ao longo das décadas seguintes, a companhia expandiu sua atuação: em 1972, deu início ao seu programa pioneiro de Medicina Preventiva; em 1990, fundou a Notredrama Seguradora, voltada a operar planos não verticalizados; em 1993, fundou a Interodonto, braço voltado a oferecer planos odontológicos, a serem vendidos em *cross-sell* com os planos de saúde; em 2007,

Figura 5 – Hapvida - Evolução Receita Líquida e Margem EBITDA



Fonte: Relações com Investidores HAPV3. Elaboração Própria

adquiriu a RH Vida, que se tornaria sua unidade de negócios voltada à saúde ocupacional e preventiva.

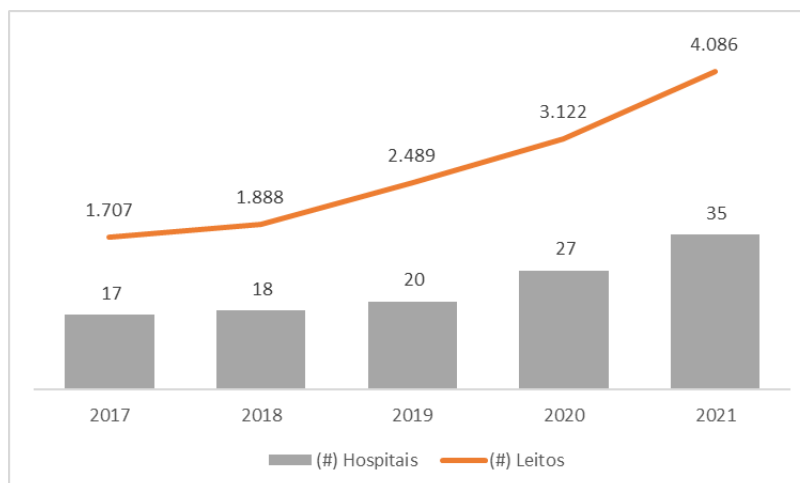
O Grupo Notredame Intermédica (GNDI) chega em 2014, ainda sob o comando de seu fundador Paulo Barbanti, como composição de 4 unidades de negócios: (i) Intermédica Saúde, operadora de planos verticalizados e hospitais; (ii) Notredame Seguros, seguradora que oferece planos não-verticalizados; (iii) Interodonto, operadora de planos odontológicos e (iv) RH Vida, de saúde ocupacional e preventiva. Naquele ano, o grupo possuía 8 hospitais com 823 leitos instalados e atendia, entre planos verticalizados da Intermédica e não-verticalizados da Notredame, 1,6 milhão de vidas. Tais vidas, concentradas em São Paulo Capital, Interior de São Paulo e Rio de Janeiro, representavam 3,1% de *market share* à época.

Naquele ano, o fundo de *private equity* norte-americano Bain Capital adquire, por R\$ 2 bilhões de reais, 100% das quotas de emissão do grupo e assume o controle da operação. A partir da aquisição, a companhia passa por uma série de mudanças: (i) Notredame Seguradora é incorporada à Intermédica, passando a comercializar planos verticalizados e não-verticalizados sob uma única entidade; (ii) RH Vida é vendida, com o grupo passando a concentrar esforços em seu *core-business*; (iii) é adotada uma estratégia agressiva de investimentos em rede própria e aquisições, que se tornaria a base do crescimento acelerado do grupo nos anos seguintes.

Já em 2015, a companhia adquire a Santamália Saúde, incorporando 250 mil vidas na região metropolitana de São Paulo, além de 2 hospitais, 17 centros clínicos e 2 mil colaboradores. Esta seria a primeira de cerca de 31 operações que a companhia viria a completar até 2022, entre hospitais, operadoras de saúde, operadoras odontológicas e laboratórios. Entre as mais relevantes, estão:

(i) aquisição da **Greenline** em 2019, operadora com 350 mil na Região Metropolitana de

Figura 6 – GNDI - Evolução da Estrutura Hospitalar pré-fusão



Fonte: Relações com Investidores GNDI3. Elaboração Própria

São Paulo. Na operação, foi incorporado o Hospital Salvalus, com mais de 500 leitos, que passaria a ser o maior hospital da rede própria da companhia;

(ii) aquisição da **Clinipam** em 2020, maior operadora independente da região Sul do Brasil, que adicionou 351 mil vidas à carteira do grupo, concentradas nos estados do Paraná e Santa Catarina, marcando a entrada da companhia nesse mercado;

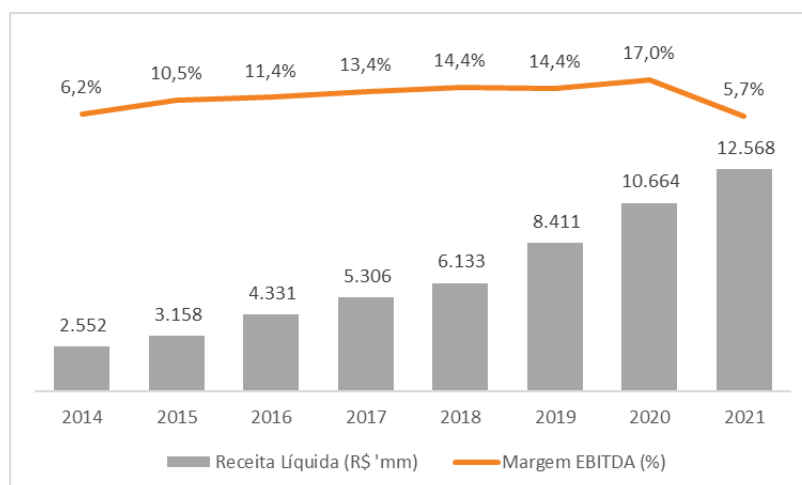
(iii) aquisição da **Vitallis - Medsanitas Brasil** em 2021, que incorporou 340 mil beneficiários de planos de saúde e 3 mil de planos odontológicos, concentrados principalmente em Minas Gerais, marcando a entrada da companhia nesse mercado. A operação incluiu a rede própria da Vitallis, que inclui um hospital com 58 leitos, além de pronto-socorro autônomo e 5 centros clínicos;

(iv) aquisição do **Centro Clínico Gaúcho** em 2021, operadora verticalizada com 175 mil beneficiários, 20 centros clínicos, 13 unidades de análises clínicas, além do Hospital Humaniza, em Porto Alegre, com 90 leitos, marcando a entrada da companhia no mercado de saúde do Rio Grande do Sul;

Em 2018 a empresa abriu seu capital no segmento do Novo Mercado da B3, levantando R\$ 2,7bi de reais, momento em que 25,9% de seu capital passou a ser negociado em bolsa. Em 2019, a empresa realizaria mais dois *follow-ons*, levantando R\$2,7bi e R\$3,7bi, respectivamente. Em 2020, seu quarto *follow-on* se tornaria a maior operação de *equity* no setor de saúde da América Latina, levantando R\$ 3,8bi de reais. Naquele ponto, a Bain Capital, que reduziu gradualmente sua participação nos sucessivos *follow-ons*, detinha 11% da companhia, permanecendo como sua acionista de referência, apesar de ter deixado de ser majoritária.

No começo de 2021, às vésperas do anúncio de fusão com a Hapvida, a companhia valia R\$ 52,7bi (SAMOR, 2021). Àquela altura, o GNDI havia quadruplicado sua estrutura hospitalar: sua rede própria contava então com 34 hospitais, frente a 8 quando da aquisição

Figura 7 – GNDI - Evolução Receita Líquida e Margem EBITDA



Fonte: Relações com Investidores GNDI3. Elaboração Própria

da Bain Capital em 2014, totalizando aproximadamente 3.500 leitos instalados e mais de 30 mil colaboradores. A Receita Líquida, por sua vez, passou de R\$2,5bi em 2014 para R\$ 12,5bi em 2021, um CAGR de 25,6% no período (Figura 7). Sua carteira de vidas, com 4,4 milhões de vidas (vs 1,6 milhões em 2014), era a 2ª do país, atrás apenas dos sistemas Unimed (ANS, 2023). Levando em conta a natureza descentralizada e cooperativista do sistema Unimed, o GNDI poderia ser considerado, àquela altura, o maior grupo privado centralizado do país em número de vidas.

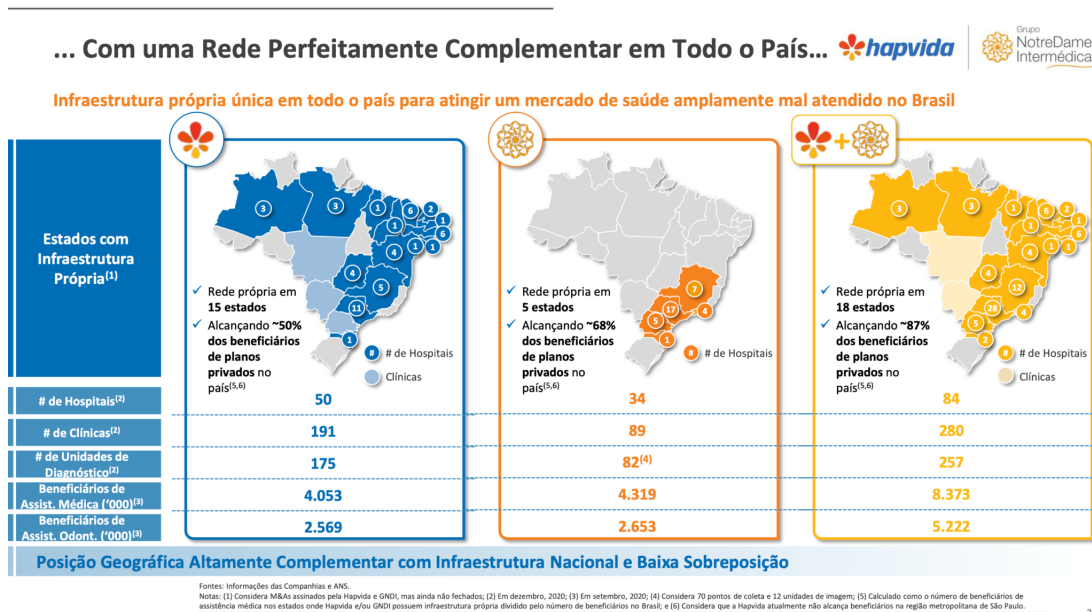
3.2.3 Proposta de Fusão e Sinergias Esperadas

Após 5 anos de crescimento agressivo por meio de aquisições e aumento de rentabilidade através de estratégias de verticalização, as companhias chegam a 2021 como os dois maiores *players* verticalizados da indústria, disputando a liderança do mercado em Receita e Número de Vidas.

Nesse contexto, em Janeiro de 2021, a Hapvida enviou uma proposta de fusão ao Conselho de Administração da Notredame Intermédica. A proposta inicial contemplava a consolidação das bases acionárias das duas companhias, em que os acionistas da Hapvida passariam a deter 53,1% da companhia combinada, enquanto os do GNDI deteriam 46,9%. Nesse modelo, haveria somente troca de ações, sem pagamento de valores monetários, e a família Pinheiro, acionista majoritária da Hapvida, passaria a ser a acionista de referência da companhia combinada.

Após dois meses de negociação, em Fevereiro de 2021 foi anunciado o acordo definitivo: a base acionária original da Hapvida passaria a representar 53,6% da companhia combinada, a do GNDI, 46,4%. Em troca da maior diluição e da perda de controle, os acionistas da Intermédica receberiam, em troca, R\$4 bilhões de reais em uma parcela-caixa. Na prática, a Intermédica seria incorporada e a Hapvida, na condição de entidade sobrevivente, emitiria

Figura 8 – Complementaridade Geográfica



Fonte: Relações com Investidores HAPV3.

novas ações de titularidade dos acionista da Intermédica, e somente o *HAPV3* continuaria a ser negociado em bolsa.

A governança da empresa combinada seria estruturada de forma a manter a gestão independente entre as duas verticais: os respectivos CEOs da Hapvida e GNDI, Jorge Pinheiro e Irlau Machado, permaneceriam à frente de suas respectivas operações por um período de 2 anos, atuando como co-CEOs da companhia combinada.

O racional para a junção das operações girava em torno de 4 eixos principais:

(i) **Alta complementaridade geográfica**: enquanto a operação da Hapvida se concentrava no Norte, Nordeste, Minas Gerais e Interior de São Paulo, a Intermédica mantinha operações na Região Metropolitana de São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Região Sul. As regiões de *overlap* (cidades onde ambas a companhias possuíam vidas e rede própria) se limitavam a algumas cidades de Minas Gerais e Santa Catarina.

(ii) **Crescimento potencial de receita**, com o oferecimento de um único produto nacional, permitindo a vendas de planos corporativos e individuais verticalizados atrelados a rede própria presente em todas as regiões do país (Figura 8).

(iii) **Redução da sinistralidade combinada**, através do compartilhamento das redes próprias, diminuindo dependência da rede credenciada e aumentando a verticalização, além de trocas de melhoras práticas, padronização de protocolos e maior poder de barganha com fornecedores na compra de materiais e suprimentos hospitalares.

(iv) **Redução do SG&A**, com unificação das operações de *back-office* e serviços de terceiros, eliminando duplicidades, além da geração de sinergias comerciais com unificação dos times e estratégias de vendas.

Em Janeiro de 2022, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) aprova a operação, e a fusão é consumada no mês seguinte, com as ações da Intermédica deixando de ser negociadas na bolsa de valores. A empresa combinada passa a se chamar Grupo Hapvida Notredame Intermédica, se consolidando como o maior conglomerado de saúde privado do país, com 8,9 milhões de beneficiários em planos de saúde (excluindo planos odontológicos), representando aproximadamente 18% de *market share*, conforme dados coletados em março-23.

4 ANÁLISE QUANTITATIVA

4.1 Aplicação do Fluxo de Caixa Descontado da Firma (FCFF)

4.1.1 Análise do Resultado Histórico e Bases de Projeção

Como discutido no Capítulo 2, o método do Fluxo de Caixa Descontado para a Firma determina o valor intrínseco de uma empresa através da soma de todos os fluxos de caixa que se esperam que sejam gerados pela companhia no futuro. Para a adequada aplicação prática do método, é necessário, portanto, analisar o resultado histórico da empresa, buscando o entendimento de seu momento atual, a fim de se estabelecer premissas críveis de projeção, já que tais projeções, por sua vez, determinarão os fluxos de caixa esperados.

Para construção do *FCFF* da empresa surgida após a pós-fusão Hapvida + GNDI, a análise será baseada nos dados históricos da Hapvida pré-fusão, já que são os acionistas de referência e time executivo desta quem hoje controlam e tomam as decisões estratégicas da empresa combinada. Ou seja, é a gestão Hapvida que hoje se impõe na operação fundida. Com isso, é esperado que os resultados futuros reflitam em maior grau as margens e eficiência da Hapvida pré-fusão do que aquelas do GNDI, cujo time executivo, em sua maioria, deixou o negócio após a renúncia do co-CEO Irlau Machado, em dezembro de 2022.

Na Figura 9, temos o Demonstrativo de Resultado da Hapvida desde 2017. Os valores de 2022, por sua vez, já representam os números do primeiro ano de operação da empresa combinada.

Destacamos a linha de *Medical Losses Ratio* (MLR), ou Sinistros Médicos, que representam todos os custos incorridos pela operadora na prestação de serviços assistenciais aos seus beneficiários, incluindo os custos de financiamento da rede própria e contas médicas da rede credenciada. O MLR, por determinar a margem bruta da companhia, é a principal alavanca de rentabilidade do negócio.

Nota-se que os resultados históricos pré-pandemia indicam um MLR abaixo dos 60%. Em 2022, vê-se que, após o pico de utilização e aumento de preços causado pela pandemia e, em especial, a incorporação da operação GNDI (que historicamente operou com MLR em patamares mais altos), esse número saltou para 74,1%. É factível esperar que, com a superação da pandemia e a imposição dos protocolos Hapvida em todo o grupo, junto dos ganhos de eficiência e escala projetados na fusão, o MLR tenda a retornar a níveis históricos de aproximadamente 60% do período pré-fusão e pré-pandemia.

Da mesma forma, pode-se esperar certa diluição nas Despesas SG&A, fruto da eliminação de duplicidades de *back-office* e ganhos de escala. É factível, portanto, esperar que a operação combinada convirja gradualmente para 10 a 15% de margem líquida, à medida que as sinergias de integração são capturadas.

Com relação à variação da Receita, é possível observar, a partir da variação do Ticket

Médio, que os reajustes aplicados são, via de regra, acima da inflação, com exceção do ano de 2021. Isso é possível pois 82% dos planos Hapvida-NDI são planos Corporativos ou por Adesão, cujos reajustes são definidos por negociação direta entre a operadora e clientes, ao contrário dos planos Individuais, cujos reajustes são definidos pela ANS. Logo, os reajustes tendem a acompanhar ou estar acima da inflação dos serviços médicos que, como apresentado na Figura 3, têm crescido consistentemente acima do IPCA nos últimos anos.

Tal fato, junto da expansão contínua no número de beneficiários atendidos, leva a um crescimento histórico expressivo de Receita ano após ano (26,6% CAGR entre 2017 e 2021). Para o futuro, é esperado que a companhia continue a adotar reajustes médios acima da inflação em seus planos Corporativos e por Adesão, conforme indicado pela gestão (ALVES, 2023). A adição de novas vidas, porém, deve desacelerar nos próximos anos, à medida que o foco do grupo deixa de ser a realização de novas aquisições e passa a ser a integração e captura de sinergias internas das diversas empresas já adquiridas nos últimos anos, em especial, do próprio GNDI (ALVES, 2023). Dessa forma, é factível projetar o crescimento da receita absoluta em níveis acima da inflação esperada, porém em nível menor que os observados no histórico, dado o menor crescimento esperado na adição de novas de vidas.

Figura 9 – Demonstrativo de Resultados Históricos Hapvida

	Realizado HAPV	Realizado HAPV	Realizado HAPV	Realizado HAPV	Realizado HAPV	Realizado HAPV + GNDI
DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO (R\$ 'mm)	2017	2018	2019	2020	2021	2022F
Ticket Médio Saúde	148,4	166,3	182,1	196,4	202,5	223,3
% Crescimento a.a.		12,1%	9,5%	7,8%	3,1%	10,3%
(=) Receita Operacional Líquida	3.848	4.576	5.634	8.555	9.883	23.749
% Crescimento a.a.		18,9%	23,1%	51,8%	15,5%	140,3%
(-) Custo dos Serviços Prestados	(2.226)	(2.719)	(3.307)	(5.046)	(6.630)	(17.601)
% Medical Losses (MLR)	-57,9%	-59,4%	-58,7%	-59,0%	-67,1%	-74,1%
(=) Lucro Bruto	1.622	1.857	2.327	3.509	3.254	6.147
% Margem Bruta	42,1%	40,6%	41,3%	41,0%	32,9%	25,9%
(-) SG&A	(797)	(944)	(1.094)	(1.489)	(1.815)	(4.116)
% Receita Líquida	-20,7%	-20,6%	-19,4%	-17,4%	-18,4%	-17,3%
(=) EBITDA	824	913	1.233	2.020	1.438	2.031
% Margem EBITDA	21,4%	20,0%	21,9%	23,6%	14,6%	8,6%
(-) D&A	(41)	(42)	(200)	(752)	(895)	(2.187)
% Crescimento a.a.		3,5%	371,2%	276,5%	18,9%	144,4%
(=) EBIT	783	871	1.033	1.267	543	(156)
% Margem EBIT	20,4%	19,0%	18,3%	14,8%	5,5%	-0,7%
(+) Resultado Financeiro	112	172	96	(134)	(50)	(1.292)
(=) EBT	895	1.042	1.129	1.133	493	(1.448)
% Margem EBT	23,3%	22,8%	20,0%	13,2%	5,0%	-6,1%
(-) IRPJ/CSLL	(244)	(254)	(278)	(347)	7	672
% do EBIT	-27,3%	-24,4%	-24,6%	-30,7%	1,5%	-46,4%
(=) Lucro Líquido	651	788	852	785	500	(776)
% Margem Líquida	16,9%	17,2%	15,1%	9,2%	5,1%	-3,3%

Fonte: Relação com Investidores HAPV3. Elaboração Própria

4.1.2 Projeções do Demonstrativo de Resultados

Considerando os comentários da seção anterior, temos as seguintes premissas de projeção, demonstradas na Figura 10:

(i) **Receita**: crescimento médio de 15% ao ano ao longo dos 5 anos de projeção, refletindo reajustes médios acima da inflação e expansão mais lenta do número de vidas da carteira.

(ii) **Medical Losses (MLR)**: diminuição de 2,5 pontos percentuais (p.p) ao ano a partir de 2024, atingindo 61,1% ao final de 2028, em linha com o MLR histórico registrado pela operação Hapvida e refletindo a captura esperada de sinergias, imposição dos protocolos na carteira GNDI e normalização da utilização e do preço de insumos pós-pandemia.

(iii) **Despesas SG&A**: diluição de 0,25p.p. ao ano, atingindo 16,1% da Receita Líquida em 2028, refletindo a captura de sinergias da unificação de *back-offices* à medida que a integração operacional entre Hapvida e GNDI se consolida, além da diluição de custos fixos com a expansão esperada da Receita.

(iii) **Depreciação e Amortização**: aumento de 5% a.a. Tal crescimento menor busca refletir e compensar, ao longo da projeção, a base inflada registrada em 2023, fruto da mais-valia de imobilizado e intangível decorrente da incorporação do GNDI ao balanço Hapvida.

(iv) **CAPEX**: crescimento de 10% a.a., nível abaixo do registrado no histórico, refletindo o menor ritmo esperado de investimentos na expansão da Rede Própria à medida que a companhia foca na rentabilização da carteira e estruturas existentes.

(v) **Variação de Capital de Giro**: definido como 5,0% da Receita Líquida ao longo dos 5 anos de projeção, nível abaixo da média observada no histórico, refletindo melhoria esperada da gestão de estoque e eficiência operacional.

Figura 10 – Projeção do Demonstrativo de Resultados

	Forecast	Projeção	Projeção	Projeção	Projeção	Projeção
	HAPV + GNDI	HAPV + GNDI	HAPV + GNDI	HAPV + GNDI	HAPV + GNDI	HAPV + GNDI
DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO (R\$ 'mm)	2023F	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
(=) Receita Operacional Líquida	27.264	31.353	36.056	41.465	47.685	54.837
% Crescimento a.a.	14,8%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
(-) Custo dos Serviços Prestados	(20.076)	(22.303)	(24.747)	(27.423)	(30.344)	(33.525)
% Medical Losses (MLR)	-73,6%	-71,1%	-68,6%	-66,1%	-63,6%	-61,1%
(=) Lucro Bruto	7.188	9.050	11.309	14.042	17.341	21.313
% Margem Bruta	26,4%	28,9%	31,4%	33,9%	36,4%	38,9%
(-) SG&A	(4.740)	(5.372)	(6.088)	(6.898)	(7.813)	(8.848)
% Receita Líquida	-17,4%	-17,1%	-16,9%	-16,6%	-16,4%	-16,1%
(=) EBITDA	2.449	3.678	5.221	7.145	9.528	12.465
% Margem EBITDA	9,0%	11,7%	14,5%	17,2%	20,0%	22,7%
(-) D&A	(2.102)	(2.207)	(2.317)	(2.433)	(2.555)	(2.682)
% Crescimento a.a.	-3,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
(=) EBIT	347	1.471	2.904	4.712	6.973	9.783
% Margem EBIT	1,3%	4,7%	8,1%	11,4%	14,6%	17,8%
(+) Resultado Financeiro	(1.398)	(1.488)	(1.204)	(1.064)	(819)	(613)
(=) EBT	(1.051)	(17)	1.700	3.647	6.154	9.169
% Margem EBT	-3,9%	-0,1%	4,7%	8,8%	12,9%	16,7%
(-) IRPJ/CSLL	100	6	(578)	(1.240)	(2.092)	(3.118)
% do EBIT	-9,5%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%
(=) Lucro Líquido	(951)	(11)	1.122	2.407	4.062	6.052
% Margem Líquida	-3,5%	0,0%	3,1%	5,8%	8,5%	11,0%

Fonte: Elaboração Própria

4.1.3 Determinação do Custo Ponderado de Capital (WACC)

a. Proporção entre Capital Próprio e Capital Terceiro: levando em conta a dívida financeira bruta de R\$10,98 bilhões de reais divulgada no 3T23 (HAPVIDA, 2023), frente ao Patrimônio Líquido de R\$42,12 bilhões no mesmo período, temos uma proporção de 81,8% Capital Próprio vs. 18,7% Capital Terceiro. Para a projeção, foi adotada a proporção de 80/20 entre Capital Próprio/Terceiro.

Figura 11 – Estrutura de Capital

Estrutura de Capital da Companhia	2023F	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	Perpetuidade
% Dívida	18,2%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
% Capital Próprio	81,8%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%

Fonte: Elaboração Própria

b. Custo de Dívida (K_d): no Resultado do 3T23 (HAPVIDA, 2023), é informado que o custo médio dos empréstimos e debêntures da companhia é de CDI + 1,55%. Adotamos, então, o valor previsto de 11,75% do CDI para o final de 2023, junto de sua projeção para os anos seguintes divulgada pelo Banco Central (Boletim Focus) (CENTRAL, 2023). Dessa forma, tomando o *spread* divulgada pela companhia como constante e somando-o à projeção do CDI, temos o custo de dívida K_d médio esperado para a projeção. Conforme teoria discutida no Capítulo 2, é descontada desse valor a alíquota de imposto de renda, de

forma a levar em consideração o efeito do *Tax-Shield* das despesas financeiras. Dessa forma, chegamos no K_d após IRPJ/CSLL (Imposto de Renda Pessoa Jurídica e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido), que diminui na projeção em decorrência da expectativa de queda da Taxa Selic nos próximos meses.

Figura 12 – Custo de Dívida - K_d

Custo da Dívida (Kd)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	Perpetuidade
Custo da Dívida (Kd)	13,3%	10,8%	10,1%	10,1%	9,6%	9,6%	9,6%
Projeção SELIC	11,8%	9,3%	8,5%	8,5%	8,0%	8,0%	8,0%
Spread da Companhia	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Alíquota de IRPJ/ CSLL	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
Custo da Dívida depois de IRPJ/ CSLL	8,8%	7,1%	6,6%	6,6%	6,3%	6,3%	6,3%

Fonte: Elaboração Própria

c. Custo de Capital Próprio (K_d): para calcular do custo de capital próprio, utilizamos o modelo CAPM definido na seção 2.5.2 do Capítulo 2. Para aplicá-lo, adotamos os seguintes *inputs*:

(i) **Taxa Livre de Risco (R_f):** para 2023, adotamos a remuneração de 11,02%, conforme dados consultados em Nov/23, do *Brazil 10-yr bond*, consultada no site Trading Economics (ECONOMICS, 2023). Na projeção, são consideradas as expectativas para a Taxa Selic informadas pelo Boletim Focus, divulgado pelo Banco Central (CENTRAL, 2023). Tais taxas não são 100% livres de risco, estando implícitas nelas o risco local de inadimplência do Brasil. Descontou-se, então, o Risco Implícito de Inadimplência, adotado como o *Brazil 10-yr CDS rate* (INVESTING, 2023), para se chegar à taxa livre de risco de mercados maduros, cujos riscos de inadimplência são desprezíveis.

(ii) **Beta Alavancado (β_a):** como fator de ponderação atrelado ao setor da empresa discutido no Capítulo 2, adota-se o Beta Alavancado, que leva em conta, além do setor de atuação da empresa, também o seu nível de endividamento. Toma-se, então, o Beta Desalavancado β_d de 1,09 (Nov/23) do setor de *Healthcare Products*, calculado pelo Damodaran (DAMODARAN, 2023a). Levando em conta a proporção de 20% de capital terceiro na estrutura de capital da companhia e a alíquota de 34% de IRPJ/CSLL vigente, calcula-se o Beta Alavancado para cada período seguindo a fórmula abaixo:

$$\beta_a = \beta_d \times (1 + D \times (1 - IR))$$

β_a = Beta Alavancado

β_d = Beta Desalavancado

D = Proporção de Dívida da companhia

IR = Alíquota Imposto de Renda

(iii) **Prêmio de Risco de Mercado (R_m):** toma-se o Prêmio de Risco para Mercado Maduros de 4,5% (Nov/23) disponibilizado pelo Damodaran (DAMODARAN, 2023c) e,

levando em conta que as operações da companhia estão localizadas no Brasil, somou-se a ele o Prêmio de Risco País (Brasil) de 4,6%, conforme dados coletados em Nov/23 (DAMODARAN, 2023b), de forma a refletir o risco e volatilidade do mercado local.

Com as premissas descritas acima e aplicando a fórmula apresentada na seção 2.5.2, é possível calcular o Custo de Capital Próprio K_e para 2023 e projeção dos anos seguintes, conforme tabela resumo da Figura 13.

Figura 13 – Custo de Capital Próprio - K_e

Custo de Capital Próprio (K_e)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	Perpetuidade
Taxa Livre de Risco	8,7%	6,9%	6,1%	6,1%	5,6%	5,6%	5,6%
Título público de 10 anos (Brasil)	11,0%	9,3%	8,5%	8,5%	8,0%	8,0%	8,0%
Risco implícito de inadimplência (Brasil)	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Beta Alavancado	1,22	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23
Beta Desalavancado	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09
% Dívida	18,2%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Alíquota de IRPJ/ CSLL	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
Prêmio de Risco de Mercado	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
Prêmio de Risco de Mercado Maduro (ex. Covid)	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Prêmio de Risco do País Ajustado (Brasil)	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Custo do Capital Próprio (K_e)	19,8%	18,1%	17,4%	17,4%	16,9%	16,9%	16,9%

Fonte: Elaboração Própria

d. Custo Ponderado de Capital (WACC): tendo determinado a proporção entre Dívida e *Equity*, o Custo de Dívida (K_d) e o Custo de Capital Próprio (K_e), é possível calcular o WACC para 2023 e cada um dos períodos da projeção seguindo o conceito apresentado na Seção 2.5.1. Os resultados são mostrados na Figura 14.

Figura 14 – Custo Ponderado de Capital - WACC

WACC	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	Perpetuidade
Custo da Dívida depois de IRPJ/ CSLL	8,8%	7,1%	6,6%	6,6%	6,3%	6,3%	6,3%
% Dívida	18,2%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Custo do Capital Próprio	19,8%	18,1%	17,4%	17,4%	16,9%	16,9%	16,9%
% Capital Próprio	81,8%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%
WACC	17,8%	15,9%	15,2%	15,2%	14,8%	14,8%	14,8%

Fonte: Elaboração Própria

4.1.4 Determinação do *Free Cash Flow to Firm* (FCF)

Tendo determinado o WACC e com base nas premissas de projeção de Resultado, Depreciação (D&A), CAPEX e Capital de Giro descritas nas seções anteriores, é possível aplicar o conceito de Fluxo de Caixa Livre da Firma definido na Seção 2.4.1 do Capítulo 2. Para o cálculo do Valor Residual na Perpetuidade, definida na seção 2.5.4, foi assumido um crescimento constante de 5% a.a., aplicado sobre o fluxo de caixa livre do ano 5 de projeção. Os resultados são descritos na Figura 15.

Figura 15 – Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF)

Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF)	2023F	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	Perpetuidade
EBIT	347	1.471	2.904	4.712	6.973	9.783	
(-) IRPJ/CSLL		(500)	(987)	(1.602)	(2.371)	(3.326)	
NOPAT		971	1.917	3.110	4.602	6.457	
(+) D&A		2.207	2.317	2.433	2.555	2.682	
(-) CAPEX		(499)	(549)	(604)	(664)	(730)	
(-) Δ Capital de Giro		(1.568)	(1.803)	(2.073)	(2.384)	(2.742)	
Fluxo de Caixa Livre		1.111	1.882	2.866	4.109	5.667	60.989
WACC (%)		15,9%	15,2%	15,2%	14,8%	14,8%	14,8%
Crescimento Perpetuidade (%)							5,0%
Período de Desconto (mid-year adjustment)		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Valor Presente Líquido (VPL)		1.032	1.522	2.011	2.538	3.050	32.829

Fonte: Elaboração Própria

O Valor da Empresa será, então, a soma dos Valores Presentes Líquidos dos anos de projeção e Perpetuidade. Tais valores foram calculados descontando-se os Fluxos de Caixa Livres de cada período de projeção a N vezes, sendo N o ano de projeção subtraído 0,5. Ou seja, o Ano 1 será descontado 0,5x, Ano 2 à 1,5x e assim por diante. Esse ajuste é chamado de *mid-year adjustment*: como na prática a geração de caixa da companhia é distribuída ao longo de todo o ano, ao descontar-se o fluxo no meio do respectivo período, ele é feito sobre a média de geração de caixa ao longo dos meses.

A partir do Valor da Empresa, descontando o endividamento líquido, chegamos no Valor do *Equity* que, dividido pelo número de ações emitidos pela companhia, fornecerá o valor justo da ação (Figura ??). Logo, o valor justo calculado de R\$5,04 representa um potencial de valorização de 16,0% frente ao valor de R\$4,35 a que a companhia é cotada atualmente.

5 CONCLUSÃO

A partir da aplicação do método do Fluxo de Caixa Descontado, foi determinado um potencial de valorização de 16% para as ações da companhia. Considerando seu posicionamento estratégico como líder de mercado e único *player* com presença nacional, a companhia apresenta vantagens competitivas relevantes que embasam suas estimativas de crescimento futuro. Levando em conta, também, seu modelo de negócios verticalizado, que evita conflitos de interesses com prestadores médico-hospitalares e possibilita maior controle de custos e desperdícios, temos uma perspectiva de rentabilidade superior à de outros *players* do mercado de Saúde Suplementar, indicando uma oportunidade de investimento com assimetria positiva entre risco e retorno no setor.

É necessário, porém, enfatizar as limitações e incertezas associadas a projeção de desempenho futuro da companhia. Como toda estimativa, os resultados apresentados no presente trabalho baseiam-se em premissas que, por fatores imponderáveis e externos à companhia, como crises econômicas e catástrofes climáticas, ou fatores internos, porém desconhecidos, como fraudes, podem se mostrar imprecisas ou incompletas. Os resultados da análise, então, devem ser tomados como uma referência construída a partir de informações disponíveis no momento da elaboração do trabalho, estando sujeita a variações e mudanças não antecipadas.

REFERÊNCIAS

- ALVES, F. *Hapvida (HAPV3) foca em recomposição de margens, integração com Intermédica e descarta aquisições no curto prazo*. 2023. Disponível em: <https://acesse.dev/40UcF>. Acesso em: 21 nov. 2023.
- ANS. *Agência Nacional de Saúde Complementar*. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/ans/pt-br/acesso-a-informacao/perfil-do-setor/dados-gerais>. Acesso em: 10 abr. 2023.
- CENTRAL, B. *Boletim Focus*. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>. Acesso em: 30 nov. 2023.
- DAMODARAN, A. *Valuation: Como avaliar empresas e escolher as melhores ações*. [S.l.]: LTC, 2012.
- DAMODARAN, A. *Beta, Unlevered beta and other risk measures*. 2023. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaemerg.xls>. Acesso em: 30 nov. 2023.
- DAMODARAN, A. *Country Default Spreads and Risk Premiums*. 2023. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. Acesso em: 30 nov. 2023.
- DAMODARAN, A. *Damodaran Online - Equity Risk Premiums (Data, Updates and Papers)*. 2023. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/home.htm. Acesso em: 30 nov. 2023.
- ECONOMICS, T. *Brazil 10-Year Government Bond Yield*. 2023. Disponível em: <https://tradingeconomics.com/brazil/government-bond-yield>. Acesso em: 30 nov. 2023.
- FISCHER, P. *Common Stocks and Uncommon Profits and Other Writings*. [S.l.]: John Wiley Sons Ltda, 2003.
- GAYNOR, M.; VOGT, W. B. *Handbook of Health Economics: Antitrust and competition in health care markets*. [S.l.]: NEWHOUSE, 2000. 1405–1487 p.
- GRAHAM, B. *O Investidor Inteligente*. [S.l.]: HarperCollins, 2007.
- HAPVIDA, R. *Site de Relação com Investidores Hapvida*. 2023. Disponível em: <https://ri.hapvida.com.br/>. Acesso em: 25 out. 2023.
- INVESTING. *Brasil CDS 10 Anos USD*. 2023. Disponível em: <https://br.investing.com/rates-bonds/brazil-cds-10-years-usd>. Acesso em: 30 nov. 2023.
- LEANDRO, T. et al. *Da integração vertical à atenção à saúde baseada em valor: Uma agenda de discussão para a saúde complementar*. VIII Prêmio da SEAE, Concurso de Monografia sobre os temas de Defesa da Concorrência e Regulação da Atividade Econômica, 2022.
- MACEDO, G.; OTHERS. *Valuation: A origem e os métodos de avaliação de empresas com ênfase no modelo de múltiplos*. 2019.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. 1952.

PORTER, M. E. *The Competitive Strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. [S.l.]: Free Oress, 2004.

PORTER, M. E.; TEISBERG, E. *Repensando a Saúde: Como avaliar empresas e escolher as melhores ações*. [S.l.]: Ed. Bookman, 2007.

SAMOR, G. *Hapvida e Intermédica chegam a acordo; fusão cria gigante de R\$ 110 bi*. 2021. Disponível em: <https://braziljournal.com/breaking-hapvida-e-intermedica-chegam-a-acordo-fusao-cria-gigante-de-r-110-bi/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

SANTOS, I. S.; VIEIRA, F. S. Direitos à saúde e austeridade fiscal: O caso brasileiro em perspectiva internacional. 2018.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. 1964.