

PATRICK MENESCAL CONDE FEIJÓ BITTENCOURT

Estudo econômico-financeiro da operação de saúde de uma seguradora

São Paulo

2022

PATRICK MENESCAL CONDE FEIJÓ BITTENCOURT

Estudo econômico-financeiro da operação de saúde de uma seguradora

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

São Paulo

2022

PATRICK MENESCAL CONDE FEIJÓ BITTENCOURT

Estudo econômico-financeiro da operação de saúde de uma seguradora

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

Orientador: Prof. Dr. Dario Ikuo Miyake

São Paulo

2022

AGRADECIMENTOS

À toda minha família por todo amor e suporte que me deram ao longo de toda a minha vida para que eu pudesse finalizar esse ciclo tão importante.

Aos meus colegas de Poli, que tornaram essa jornada muito mais leve e alegre. Tenho certeza de que vou levar muitas amizades para a vida inteira.

Ao meu professor orientador, Professor Dario Ikuo Miyake, por todo auxílio e orientações durante a elaboração deste trabalho.

RESUMO

Este trabalho realizado para a conclusão do curso de engenharia de Produção da Escola Politécnica da USP, tem como objetivo realizar uma avaliação do valor justo da operação de saúde da Porto Seguro. O Objetivo é mensurar em valores o potencial dessa área dentro do grupo segurador. Para tal utilizou-se a literatura que aborda conceitos de contabilidade e avaliação de empresas, seguido por um profundo estudo do setor de saúde suplementar, abrangendo sua relevância econômica e suas dinâmicas próprias. Em seguida, fez-se uma análise da estratégia corporativa que a Porto Seguro possui para essa área e das vantagens competitivas que ela pode desfrutar para obter sucesso nesse mercado. Tais análises foram os pontos de partida e de sustentação para todas as projeções financeiras. Com tais projeções, o Autor utilizou o método de dividendos descontados e obteve o valor justo da operação dentro da companhia.

Palavras-chave: Avaliação econômico-financeira. Saúde Suplementar. Operadora de Saúde. Plano de Expansão. Modelo de Dividendos Descontados.

ABSTRACT

This paper, developed to conclude the Production Engineering course at Escola Politécnica da USP, aims to propose an assessment of the fair value of Porto Seguro's health operation. The goal is to measure in values the potential of this area within the insurance group. To this end, all the literature that addresses accounting concepts and company valuation was carried out, followed by an in-depth study of the supplementary health sector, covering its economic relevance and its own dynamics. Then, an analysis of the corporate strategy that Porto Seguro has for this area was realized, also the competitive advantages that it can enjoy to succeed in this market. Such analyzes were the starting and supporting points for all financial projections. With such projections, the Author used the dividend discounted model method and obtained the fair value of the transaction within the company.

Keywords: Valuation. Supplementary Health. Health Operator. Expansion Plan. Dividend Discount Model

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Organograma da Porto Seguro	58
Figura 2 - Ticket Médio das principais operadoras de saúde.....	68
Figura 3 - Mapa Estratégico da Indústria de Saúde Suplementar.....	71
Figura 4 – Marcas mais valiosas pela Interbrnad	76

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Balanço Patrimonial (BP)	31
Tabela 2 – Demonstração de Resultado do Exercício (DRE)	32
Tabela 3 - Demonstração do Fluxo de Caixa pelo método indireto	35
Tabela 4 - Diretoria da Operadora de Saúde.....	74
Tabela 5 – Projeção Variáveis Macroeconômicas	80
Tabela 6 – Projeção Variação das Provisões Técnicas e Impostos e Deduções	85
Tabela 7 - Cálculo do Ke em US\$	97
Tabela 8 - Cálculo do Ke em R\$	97
Tabela 9 - Cálculo do crescimento nominal	98
Tabela 10 – <i>DDM</i> Cenário 1.....	98
Tabela 11 - <i>DDM</i> Cenário 2	99

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Distribuição dos Beneficiários segundo a modalidade de operadora	47
Gráfico 2 - Crescimento do Mercado de Saúde Suplementar vs Penetração do PIB.....	48
Gráfico 3 - Evolução nº Beneficiários vs Taxa de Desemprego (%).....	49
Gráfico 4 - Evolução Histórica da Penetração de Planos de Saúde na População	50
Gráfico 5 - Distribuição de Planos de Saúde	50
Gráfico 6 - Distribuição de Beneficiários por região	51
Gráfico 7 - Evolução da Inflação Médica vs Reajustes ANS.....	51
Gráfico 8 - Nº de Operadoras Médico-Hospitalares Ativas.....	52
Gráfico 9 - Evolução de Market Share # beneficiários	53
Gráfico 10 - Receitas Operacionais	60
Gráfico 11 - Evolução da Carteira de Prêmios Emitidos Porto Seguro.....	61
Gráfico 12 - Índice Combinado Ampliado vs CDI.....	62
Gráfico 13 - Evolução da representatividade por produto na carteira de prêmios emitidos.....	63
Gráfico 14 - Evolução do market share do segmento de seguro automóvel por prêmio emitido	63
Gráfico 15 - ROE da Operação Saúde vs ROE Consolidado da Porto Seguro	64
Gráfico 16 - Evolução da Carteira de Beneficiários	65
Gráfico 17 - Comparação Sinistralidade Porto Seguro vs Sinistralidade do Mercado	66
Gráfico 18 - Evolução da Carteira de Prêmios Emitidos.....	66
Gráfico 19 - Market Share Nacional em número de vidas	67
Gráfico 20 - Market Share Região Metropolitana de São Paulo (%)	67
Gráfico 21 - Evolução do número de beneficiários das operadoras <i>premiums</i>	71
Gráfico 22 - Evolução do índice de sinistralidade das Operadoras Premium	72
Gráfico 23 - Índice Combinado das Operadoras Premium.....	73
Gráfico 24 – Projeção Nº de Beneficiários	82
Gráfico 25 – Histórico Reajustes Porto Seguro	83
Gráfico 26 – Projeção Ticket Médio	84
Gráfico 27 – Projeção Prêmios Retidos	85
Gráfico 28 – Projeção Sinistralidade (%)	87
Gráfico 29 – Projeção Despesas com Sinistros.....	87
Gráfico 30 – Projeção Lucro Líquido	94
Gráfico 31 – Projeção Dividendos	95

Lista de Abreviaturas

ANS – Agência Nacional de Saúde Suplementar

bps – *basis points*

BP – Balanço Patrimonial

CAGR - Taxa de crescimento anual composta (*Compound Annual Growth Rate*)

CAPEX – *Capital Expenditures* (Investimentos de Capital)

CDI – Certificado de Depósito Interbancário

DDM - *Discounted Dividend Model*

DFC – Demonstração do Fluxo de Caixa

DRE – Demonstração do Resultado de Exercício

EBT – *Earnings Before Taxes*, também chamado de Lucro Antes de Impostos de Renda (LAIR)

EV – *Enterprise Value* (Valor da Empresa)

EV/EBITDA – Enterprise Value dividido pelo EBITDA

EV/Clientes – Valor da Empresa dividido pelo número de clientes

EV/Receita – Valor da Empresa dividido pela receita líquida

IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (Métrica de Inflação)

IPO – *Initial Public Offering* (Oferta Pública Inicial)

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

P/B – *Price to Book* (Múltiplo de Preço dividido pelo Patrimônio Líquido)

P/E – *Price to Earnings* (Múltiplo de Preço dividido pelo Lucro)

PIB – Produto Interno Bruto

ROE – *Return on Equity* (Retorno sobre o Patrimônio Líquido)

SUSEP – Superintendência de Seguros Privados

UNIMED – Sociedade Cooperativa de Trabalho Médico

YoY – *Year over Year* (Crescimento ano após ano)

Sumário

1. INTRODUÇÃO	23
1.1 Motivação do trabalho e relação com estágio supervisionado	23
1.1 Escolha da empresa	24
1.2 Problema	24
1.3 Objetivos do estudo	25
1.4 Metodologia	26
1.5 Estrutura do trabalho	27
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	29
2.1 Contabilidade	29
2.2 Balanço Patrimonial	29
2.3 Demonstração de Resultado do Exercício	31
2.4 Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)	34
2.5 Avaliação das Empresas	35
2.6 Fluxo de Caixa Descontado	37
2.6.1 Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista (DCFV)	38
2.6.2 Fluxo de Caixa Descontado para a Firma (DCFF)	40
2.6.3 Modelo de Desconto de Dividendos	41
2.7 Avaliação Relativa	42
3. ANÁLISE SETORIAL	45
3.1 Regulação	45
3.2 Reajuste de Planos De Saúde	46
3.3 Modalidades	46
3.4 Descrição	48
3.5 Principais Indicadores Avaliados no Mercado de Seguros	53
3.5.1 Prêmios Ganhos, Prêmios Emitidos, Prêmios Retidos, Prêmios Cedidos em Resseguro e Prêmios Ganhos	53
3.5.2 Índice de Sinistralidade	54
3.5.3 Índice de Comercialização	55
3.5.4 Índice de Despesas Administrativas	55
3.5.5 Índice Combinado	56
3.5.6 Índice Combinado Ampliado	56
4. A EMPRESA	58
4.1 Histórico e visão geral	59
4.2 Linhas de negócios	60

5. SEGMENTO SAÚDE PORTO SEGURO	64
5.1 Comparação com concorrentes	68
5.2 Resumo organização Unimeds	69
5.3 Indicadores operacionais entre concorrentes	70
5.4 Liderança da operação de saúde da Porto Seguro.....	73
5.5 Produtos comercializados	74
5.6 Principais Riscos	75
5.6.1 Imagem associada ao seguro automóvel	75
5.6.2 Força comercial	76
5.6.3 Qualidade do produto	77
6. AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA.....	79
6.1 Projeções de dados macroeconômicos.....	79
6.2 Modelagem	80
6.3 Projeção de receita	81
6.4 Projeção da sinistralidade	86
6.5 Projeção das despesas	87
6.6 Projeção do resultado financeiro	91
6.7 Projeção alíquota de imposto	93
6.8 Projeção lucro líquido e dividendos	94
6.9 Determinação de valor justo.....	95
6.9.1 Cálculo da Taxa de Desconto.....	96
6.9.2 Modelo de desconto de dividendos.....	97
7. CONCLUSÃO	100
REFERÊNCIAS	102
APÊNDICE A	104
APÊNDICE B	105
APÊNDICE C	107

1 INTRODUÇÃO

1.1 Motivação do trabalho e relação com estágio supervisionado

O autor deste trabalho durante toda a sua graduação no curso de engenharia de produção da Escola Politécnica da USP focou em atividades relacionadas ao mercado financeiro. As atividades extracurriculares realizadas eram voltadas ao estudo de conceitos de contabilidade, finanças e prática de análises de empresas. Ao longo da graduação, o autor participou de competições de *Equity Research*, chegando a ser finalista do BTG Experience na edição de 2019, uma importante competição organizada e direcionada para estudantes universitários pelo BTG Pactual, renomado banco de investimento e considerado o maior banco de investimentos da América Latina. O objetivo da competição consistia em realizar uma análise, em grupo de até 4 pessoas, de alguma empresa listada, e cuja, análise era avaliada por profissionais com larga experiência do banco. Além disso, o autor foi campeão da 4ª edição do Desafio da JGP no ano de 2019. A competição consistia na gestão de um portfólio fictício composto por ETFs (*Exchange Trade Funds*) da economia americana. As equipes compostas por até 5 integrantes, podiam realizar mudanças no portfólio semanalmente, e a equipe vencedora era aquela que obtivesse o portfólio com a melhor relação retorno e volatilidade durante o prazo de duração da competição, o qual foi de 6 meses.

No período de estágio, o Autor teve uma breve experiência de estágio de férias em *Investment Banking* no BTG Pactual, onde pôde experimentar na prática a rotina de profissionais ligados a transações de fusões e aquisições, assessoramento de ofertas públicas de ações e de dívida. Após esta experiência, o Autor focou suas experiências de estágios em gestoras de ações, onde pode estudar e conhecer diversos setores da economia. Por meio de análises setoriais, fundamentalistas, avaliações por meio do fluxo de caixa descontado para se chegar ao valor justo de companhias listadas na bolsa de valores e interações com executivos das companhias. Atualmente, o Autor estagia na gestora denominada GTI Administração de Recursos, uma casa com cerca de R\$700 milhões sob gestão, com mais 14 anos de *trackrecord* e sendo destaque por vários anos consecutivos na indústria de fundo de ações. Dada as experiências prévias, é nítido o

interesse profissional do autor do presente trabalho em construir uma carreira no mercado de ações.

A GTI possui como essência a filosofia de investimento *value investing*, cujo objetivo é encontrar empresas listadas cujo valor intrínseco não esteja refletido no valor momentâneo de tela. Para tal, muitas vezes busca oportunidades e constrói teses de investimento consideradas contrárias à visão consensual do mercado. Todo o trabalho elaborado é realizado com muito estudo e profissionalismo. Além disso, grande parte do patrimônio dos sócios está alocado dentro dos fundos da gestora como uma maneira de criar o maior alinhamento possível com os clientes cotistas.

1.1 Escolha da empresa

Como já mencionado anteriormente, a gestora na qual o Autor estagia, há uma maior predileção por buscar oportunidades de investimento em empresas não consideradas tão atrativas para a maioria do mercado ou conhecidas ao primeiro pensamento do grande público. Seguindo, essa filosofia de investimento, o Autor decidiu escolher a seguradora Porto Seguro para desenvolver seu trabalho de formatura.

A escolha pela Porto Seguro deu-se pelo setor que está posicionada e as aspirações de crescimento que a companhia possui com as novas frentes de negócios que a empresa está criando e investindo. A imagem da Porto Seguro é muito associada ao seguro automóvel, produto o qual a seguradora é líder de mercado e cuja operação é considerada benchmark no mercado. Entretanto, esse setor possui baixo crescimento.

1.2 Problema

O processo de investimento de um fundo de ações para decidir se irá montar uma posição em uma empresa listada é um processo complexo e o tempo de duração varia de acordo com a empresa sendo analisada. Parte-se de um estudo profundo da dinâmica setorial, para compreender o setor na qual a empresa atua, dessa maneira é preciso compreender as peculiaridades próprias do setor como competição, regulação, tributação, entre outros pontos. Após a análise setorial, então se inicia uma análise detalhada da empresa em específico. Assim é necessário analisar a performance

financeira histórica, o histórico da companhia, o que ela realizou e passou para chegar ao momento em atual que ela se encontra, análise estratégica e as expectativas futuras da empresa em relação a sua operação e seus concorrentes. Tudo isso para tentar responder as seguintes questões:

- (i) Qual o valor justo da companhia em questão?
- (ii) A companhia está cara em relação ao preço de tela?
- (iii) Qual o meu potencial de ganho se eu investir nesta empresa?
- (iv) O potencial ganho vale a pena o risco do investimento? e
- (v) Há empresas que já estão no portfólio com maior potencial de valorização do que esta que está sendo analisada?

Todos os pontos referem-se a temas comuns nas áreas de avaliação de negócios e investimentos, a partir dos quais são extraídos diversos métodos e ferramentas para auxiliar os investidores no processo de tomada de decisão. Por exemplo, destacam-se no mundo da avaliação corporativa as metodologias de avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (*Discounted Cash Flow* – DCF, advindo do inglês), por múltiplos de empresas comparáveis (*Trading Comparable Multiples*) e por múltiplos de transações comparáveis (*Precedent Transactions Multiples*). Ao avaliar um investimento, o valor presente líquido (VPL) e a taxa interna de retorno (TIR) são ferramentas que comumente são as mais utilizadas para analisar a viabilidade econômico-financeira de um projeto e de um investimento. Além disso, tais métodos, sejam de análise de negócios ou de investimentos, se complementam e devem ser utilizados de acordo com os detalhes do problema proposto.

1.3 Objetivos do estudo

O principal objetivo deste estudo será a realização de uma avaliação econômico-financeira da operação de saúde da Porto Seguro com o intuito de determinar o valor justo da área e, obter uma estimativa do potencial de valorização que a operação de saúde pode proporcionar ao valor consolidado da Porto Seguro. Desse modo, avaliar o potencial de geração de valor para os acionistas da companhia e ter uma opinião em números se a decisão realizada em investir na expansão da área de saúde pela companhia será uma boa alocação de capital.

Por fim, como este estudo é um trabalho de conclusão do curso de engenharia de produção, é uma excelente oportunidade de aplicar os diversos conhecimentos adquiridos durante o curso aos problemas reais ocorridos durante o estágio do autor.

1.4 Metodologia

Para a elaboração deste trabalho foi realizado um levantamento de toda a literatura acadêmica a respeito dos principais conceitos que permeiam o trabalho: contabilidade, finanças corporativas, valoração de empresas (*valuation*) e análise de investimentos, assim como um estudo setorial. As principais fontes utilizadas pelo autor para a preparação do trabalho estão expostas a seguir:

a) Revisão Bibliográfica

Foram utilizados livros de contabilidade, análise de demonstrativos, engenharia econômica, e finanças. As principais fontes foram os livros escritos por José Carlos Marion, Aswath Damodaran e Thomas E. Copeland que são autores consagrados nas áreas de conhecimento abordadas neste trabalho.

b) Análise Setorial

Para a análise setorial foram utilizadas diversas fontes de entidades públicas e reguladoras como ANS (Agência Nacional de Saúde Suplementar), IESS (Instituto de Estudos de Saúde Suplementar) e SUSEP (Superintendência de Seguros Privados). Além de *sites* com caráter jornalístico como Valor Econômico, Brazil Journal, Exame. Informações oriundas de instituições financeiras como BTG Pactual, JP Morgan e Itaú BBA foram importantes fontes de coleta de informações. A partir de tais dados e relatórios foi possível realizar uma análise setorial que sustentasse as análises deste trabalho.

c) Análise da Empresa

A principal fonte de informações para a análise da Porto Seguro foi o portal de relações com investidores, com este foi possível extrair informações para as análises financeiras e operacionais da companhia. Além disso, utilizou-se site de relação de investidores de empresas concorrentes para enriquecer as análises com comparações e

ter maior fidedignidade da operação de saúde da Porto Seguro em relação à concorrência. Para complementar os demais dados, foram utilizadas plataformas pagas de informações como Economática e Bloomberg.

Também foram utilizadas reuniões com gestores da Porto Seguro, conferências e apresentações realizadas pela companhia para a coleta de informações

d) Valoração de empresas (*Valuation*)

Além da bibliografia mencionada que confere as bases teóricas para a realização do *valuation*, foi utilizado também o portal de relações com investidores, especificamente para se obter os documentos DFP's (Demonstrações Financeiras Padronizadas) e planilha de resultados. Este último contém todas as informações referentes a Demonstração de Resultados, Balanço Patrimonial e indicadores operacionais de maneira organizada em um arquivo Excel. Além de ser a base de preparo para a realização do modelo de fluxo de caixa descontado, é um instrumento de auxílio que as empresas listadas costumam divulgar para facilitar o trabalho dos investidores.

1.5 Estrutura do trabalho

O trabalho foi estruturado para que se pudesse acompanhar da maneira mais clara e coesa o processo de avaliação da área de saúde da Porto Seguro. Dessa maneira, o autor decidiu dividir o trabalho nos seguintes capítulos:

- 1. Introdução:** capítulo introdutório onde o autor apresenta o tema a ser desenvolvido. O autor expõe suas motivações para a escolha do tema e para elaboração do trabalho. Além disso, é apresentado o problema a ser solucionado e objetivo a ser alcançado. Ainda no mesmo capítulo, é apresentado a metodologia da pesquisa aplicada para a realização do trabalho de formatura
- 2. Fundamentação Teórica:** expor as referências bibliográficas assim como toda a literatura que confere a base teórica para a avaliação financeira e a posterior realização do cálculo do valor justo da área de saúde da Porto Seguro.
- 3. Análise Setorial:** expor ao leitor a indústria de Saúde Suplementar a respeito das suas particularidades, regulações e competidores. Este capítulo tem o intuito

também de introduzir ao leitor o ambiente estratégico em que a operação de saúde da Porto Seguro se encontra e deixá-lo preparado para o capítulo seguinte.

4. **A Empresa:** apresentação sucinta a respeito da seguradora Porto Seguro, como a sua história, suas principais áreas de atuação e suas respectivas representatividade na receita. O presente trabalho corresponde a uma das áreas internas da seguradora.
5. **Segmento Saúde Porto Seguro:** análise completa da operação de saúde da Porto Seguro, com isso haverá estudo do histórico financeiro, operacional e uma breve passagem da história da área. Assim como comparações de métricas financeiras e operacionais com os principais competidores. No mesmo capítulo, se apresentará as vantagens competitivas que a companhia possui que supostamente a conduzirão para atingir os objetivos propostos por ela.
6. **Avaliação Econômico-Financeira:** apresentar as premissas informações que as sustentem. Assim como expor os resultados obtidos com as projeções financeiras e operacionais e o valor final obtido para a área de Saúde da Porto Seguro por meio do Modelo de Fluxo de Caixa Descontado.
7. **Conclusão:** Além de uma recapitulação dos principais pontos abordados durante a elaboração do trabalho de formatura. O capítulo abordará sobre as conclusões obtidas com o trabalho realizado, analisando o resultado final e indicando o potencial como alocação de capital da área de Saúde para a Porto Seguro.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O objetivo deste capítulo, como já mencionado anteriormente, é enunciar os principais conceitos teóricos que sustentam uma análise de determinação do valor justo de uma empresa. Para isso, será abordado contabilidade, finanças corporativas e as metodologias de valoração de empresas. Toda a bagagem bibliográfica teve como referência aquelas utilizadas durante a graduação do curso de engenharia de produção nas disciplinas PRO3362 – Engenharia Econômica e Finanças, PRO3261 – Contabilidade e Custos e PRO3363 – Economia de Empresas.

2.1 Contabilidade

Segundo Marion (2009), a contabilidade é um mecanismo que disponibiliza a maior quantidade de informações válidas para a tomada de decisões dentro e fora da empresa. É um instrumento muito antigo e sempre teve como propósito o auxílio na tomada de decisões. Uma vez que ela deixa registrado e sintetiza todas as movimentações passíveis de mensuração monetária. Todas as transferências são lançadas nos chamados relatórios contábeis ou demonstrações financeiras.

Tais documentos contábeis devem ser preparados por todas as companhias, e as sociedades anônimas, em específico, são obrigadas a tornar público tais relatórios. Dado que fornecem informações quantitativas de maneira ordenada, os relatórios contábeis são muito importantes para a análise de modelos de negócio para todas as partes envolvidas seja um investidor, um credor, um gestor e dentro outros.

Abaixo serão expostas as características e propósitos dos principais documentos contábeis, sendo eles o Balanço Patrimonial, a Demonstração de Resultado do Exercício e a Demonstração do Fluxo de Caixa.

2.2 Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial, de acordo com Marion (2009), é o documento contábil mais importante. O mesmo é capaz de revelar a saúde financeira da empresa em determinado momento, é considerado uma fotografia da empresa no período de

estudo. Tal documento é formado por duas colunas: o lado esquerdo, denomina-se “Ativo”, e o direito, “Passivo” ou “Passivo e Patrimônio Líquido”.

O Ativo pode ser definido como um conjunto de bens e direitos de uma empresa que podem trazer benefícios e ganhos para a companhia (Marion 2009). Os ativos podem ser sub-categorizados em “Circulantes” e “Não Circulantes”.

- Ativos Circulantes: correspondem a ativos de curto prazo, caso sejam realizáveis em até um ano.
- Ativos Não Circulantes: aqueles que sejam realizáveis num prazo acima de um ano.

Enquanto o Passivo, no lado direito do balanço, apresenta os ativos que foram financiados por capital próprio ou de terceiros. A utilização de “Passivo” deve-se a referência de obrigações a pagar, dívidas, empréstimos ou capital de terceiros (Marion 2009). Os passivos possuem duas subcategorias que seguem o mesmo critério apresentado na categorização de ativos.

Já, o Patrimônio Líquido é todo o capital aplicado pelos acionistas no próprio negócio. Segundo Marion (2009), isso pode ser interpretado como um Passivo Não Elegível, pois não há obrigatoriedade de ressarcir os acionistas com dinheiro enquanto a empresa estiver ativa. É importante ressaltar que o patrimônio líquido inclui não é composto apenas pelo capital investido diretamente pelos acionistas na empresa, denominado “Capital Social”, mas também os rendimentos dos recursos investidos, usualmente informado em uma linha com o nome de “Lucros Acumulados”.

A relação entre estas três divisões do Balanço Patrimonial determina a Equação Fundamental do Patrimônio (Equação 1):

$$\text{ATIVO} = \text{PASSIVO} + \text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO} \quad (1)$$

Fonte: Marion (2009)

Existe uma complementariedade das duas colunas tanto numérica quanto teórica. O valor total do lado esquerdo deve corresponder ao mesmo valor do lado direito. Pois, o ativo refere-se aos bens e direitos que a empresa possui, enquanto o

Passivo indica a maneira como tais ativos foram financiados: capital dos acionistas ou de terceiros. É possível ver a ilustração do balanço patrimonial a partir da tabela 1.

Tabela 1 - Balanço Patrimonial (BP)

Balanço Patrimonial	
Ativo Circulante Disponibilidades Contas a Receber Estoques Despesas antecipadas Não Circulante Aplicações Financeiras Impostos a Recuperar Créditos Diversos	Passivo Circulante Empréstimos e Financiamentos Fornecedores Impostos e Valores a Recolher Provisões Não Circulante Empréstimos e Financiamentos Provisões para Contingências
Permanente Investimentos Imobilizado Intangível	Patrimônio Líquido Capital Social Reservas de Capital Reservas de Lucros Ajustes de avaliação patrimonial (-) Ações em tesouraria

Fonte: Adaptado de Marion (2009)

2.3 Demonstração de Resultado do Exercício

De acordo com Marion (2009), a demonstração de resultado do exercício (DRE), pode ser definida como um resumo organizado das receitas e despesas em um determinado período, comumente 12 meses. A sua apresentação ocorre de maneira dedutiva (na vertical com sentido para baixo), primeiro começa-se com a receita, depois os custos e despesas para no final se chegar no lucro líquido do período. Vale mencionar que a DRE por indicar os resultados de um período, diferencia-se do Balanço Patrimonial, que apresenta uma foto específica de um período.

A DRE apresenta os dados segundo o regime de competência, ou seja, as receitas são contabilizadas no momento que são geradas, independente do momento que serão recebidas de fato (caixa). Essa mesma regra é aplicada para as despesas, elas são

contabilizadas no período que foram geradas e não no momento que são devidamente pagas (caixa). Logo, a DRE não aponta as variações caixa no balanço da companhia, assim como o Lucro Líquido obtido no final do documento contábil não reflete forçosamente a geração de caixa da empresa. A tabela 2 ilustra o documento contábil DRE.

Tabela 2 – Demonstração de Resultado do Exercício (DRE)

Demonstração de Resultado do Exercício
Receita Bruta
(-) Deduções
Receita Líquida
(-) Custo das Vendas ou dos Serviços
Lucro Bruto (ou Prejuízo)
(-) Despesas Operacionais (SG&A)
(-) Despesas com Vendas
(-) Despesas Administrativas
(+/-) Outras Despesas e Receitas Operacionais
Lucro Operacional (ou Prejuízo)
(+/-) Resultado Financeiro
(+) Receitas Financeiras
(-) Despesas Financeiras
Lucro Antes dos Impostos
(-) Imposto de Renda
Lucro Líquido

Fonte: Adaptado de Marion (2009)

Por meio da tabela 2 que retrata a DRE, é possível perceber que ela se inicia com a receita bruta, a soma total vendida em um dado período sem a incidência das deduções. As duas principais deduções correspondem a: devoluções, o valor perdido com vendas canceladas e imposto sobre vendas, que correspondem a alíquotas pertencentes às três esferas governamentais: federal, estadual e municipal. Após as deduções, chega-se à receita líquida.

A seguir, é deduzido da receita líquida os custos com produtos, mercadorias ou serviços vendidos. A categorização de custos refere-se a todas as despesas relacionadas diretamente à atividade-chave da empresa. Por exemplo, segundo Marion (2009), em uma indústria seria considerado como custos todos os gastos relacionados à matéria-prima, mão-de-obra envolvida na produção, energia elétrica e dentre outros. Os custos

podem ser divididos em dois tipos: variáveis, quando crescem de maneira proporcional ao que é produzido ou como fixos.

A resultante da subtração da receita líquida com os custos é o lucro bruto. A partir dele é possível chegar no primeiro indicador operacional de uma empresa que é a sua margem bruta. O cálculo da margem bruta ocorre pela divisão do lucro bruto pela receita líquida, manifestando ao leitor da DRE o percentual da receita que não foi gasto com os custos de produção do produto ou da prestação de serviço.

Do lucro bruto retira-se as despesas operacionais (SG&A*), por isso divide-se em três categorias:

- Despesas com vendas: relacionadas à comercialização do produto. São despesas com pessoal de venda, comissões sobre vendas, propaganda e publicidade, marketing e dentre outros;
- Despesas Administrativas: necessárias para a gestão da empresa. A grande parte refere-se ao gasto com o pessoal de escritório com salários e encargos sociais;
- Outras Receitas e Despesas Operacionais: corresponde a gastos e receitas diversas que não consideradas chaves, não classificadas como uma das demais categorias ou gastos não recorrentes, atípicos;

Após o SG&A, encontra-se o lucro operacional (EBIT*). Esse é resultado da subtração das despesas operacionais do lucro bruto. A partir dele é possível calcular outro importante indicador operacional que é a margem operacional. Esta é calculada a partir da divisão do lucro operacional pela receita líquida.

A próxima linha é o resultado financeiro, resultante da soma de receitas financeiras com as despesas financeiras. As receitas financeiras são oriundas da aplicação do caixa e equivalentes da empresa em investimentos que rendem o CDI (Certificado de Depósito Interbancário), enquanto as despesas financeiras são gastos com juros sobre os empréstimos e financiamentos tomados pela companhia. A análise do resultado financeiro é muito importante para compreender sobre a estrutura de capital da empresa e seu grau de endividamento. Além da percepção de risco dos bancos ou do mercado sobre a operação por meio das taxas de juros incidentes nas dívidas.

A soma do lucro operacional com o resultado financeiro resulta no lucro antes dos impostos. Dessa linha, incide os impostos de renda e de contribuição sobre o lucro líquido. As alíquotas de cada imposto variam com o regime tributário, a localidade da empresa, pois esta pode se beneficiar de benefícios fiscais, e também, do setor de atuação. Retirando-se os impostos, chega-se no lucro líquido. A margem líquida, outro indicador de suma importância, para os leitores da DRE, é resultado da divisão do lucro líquido pela receita líquida. Esse indicador referência o quanto da receita líquida se converte em lucro para o acionista.

2.4 Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)

A demonstração do fluxo de caixa, de acordo com Marion (2009), é o livro contábil mais importante para análise financeira de uma companhia. Este revela onde os recursos da companhia estão sendo gastos e a origem de onde a companhia está financiando sua operação. A DFC calcula a variação de caixa em um determinado período, realizando o papel de conexão entre a DRE e o Balanço Patrimonial do início e do fim do período. Segundo Marion (2009), a DFC pode ser calculada por meio de duas formas: o direto, onde fica destacado todas as entradas e saídas de caixa, e o indireto. As empresas divulgam somente a DFC pelo método indireto e este será apresentado no presente estudo.

A DFC pelo método indireto, segundo Marion (2009), é organizada por três diferentes componentes, classificadas segundo a função:

- Fluxo de caixa das atividades operacionais: variações referentes à atividade-chave da companhia. Logo pagamento de fornecedores, pagamento de impostos, venda de mercadorias e prestação de serviços, dentre outros. Todos relacionados a variações do ativo e do passivo circulante. Inicia-se com o lucro líquido somando a ele custos e despesas que não possuem efeito caixa, sendo o principal a Depreciação e Amortização. Após é somado o inverso da variação do capital de giro líquido da companhia;
- Fluxo de caixa das atividades de investimento: aborda a compra e venda de ativos fixos. Nas DFCs é geralmente intitulado como Capex¹

¹ Abreviação do termo em inglês *Capital Expenditure*

- Fluxo de caixa das atividades de financiamento: refere-se tanto a obtenção caixa junto a terceiros por meio de empréstimos e financiamentos ou emissão de dívida, quanto, a obtenção caixa oriunda de acionistas na forma de aumento de capital. Além disso, a distribuição de dividendos, amortização de empréstimos e pagamento de juros são variações que afetam essa categoria;

A estrutura de uma demonstração do fluxo de caixa pode ser ilustrada conforme a tabela 3:

Tabela 3 - Demonstração do Fluxo de Caixa pelo método indireto

Demonstração de Fluxo de Caixa
Lucro Líquido
(+) Depreciação, Amortização e outros itens não caixa
(+/-) Variação do Capital de Giro
(=) Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais
(-) Investimento em Imobilizado (Capex)
(-) Investimento em Intangíveis
(-) Outros Investimentos em Ativos Fixos
(+) Venda de Ativos Fixos
(=) Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento
(+) Captação de Dívidas
(-) Amortização de Dívidas
(+) Aumento de Capital pelos Acionistas
(-) Pagamento de Dividendos
(-) Pagamento de Juros
(=) Fluxo de Caixa de Atividades de Financiamento

Fonte: adaptado de Marion (2009)

Em conclusão, a soma das três categorias resulta no fluxo de caixa livre.

2.5 Avaliação das Empresas

O valor de uma empresa possui diferentes óticas de acordo com a parte interessada. Afinal, como visto acima na seção de contabilidade, uma empresa possui capital oriundo tanto de terceiros quanto dos próprios acionistas. Partindo dessa premissa o valor de uma companhia possui uma visão tanto para o acionista quanto para os credores. O valor que abrange todas as partes interessadas é comumente chamado

de “*Enterprise Value*” ou “EV” (fórmula 2). Enquanto, o valor direcionado para os acionistas é chamado de “*Equity Value*” (Fórmula 3).

Equação de cálculo do *Enterprise Value*

$$\text{Enterprise Value} = \text{Preço das Ações} * \text{Quantidade de Ações} + \text{Dívida Bruta} - \text{Caixa e Equivalentes} \quad (2)$$

Fonte: adaptado de Damodaran (2002)

A equação do *Enterprise Value*, de maneira simplificada, é a soma dos valores pertencentes aos acionistas e aos credores. Sendo possível chegar no *Equity Value*, subtraindo do “EV”, a parte referente ao capital dos terceiros. A dívida líquida, como é comumente atribuído a soma entre a dívida bruta total com caixa e equivalentes é considerada o valor de mercado referente ao passivo da companhia. Já, a multiplicação entre a quantidade de ações pelo preço delas corresponde ao valor de mercado do Patrimônio Líquido, este também chamado de valor contábil e pertencente aos acionistas.

Equação de cálculo do *Equity Value*

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} - \text{Dívida Bruta} - \text{Outros Débitos de Longo Prazo} + \text{Disponibilidades} - \text{Participações Minoritárias} - \text{Ações Preferenciais} \quad (3)$$

Fonte: adaptado de Damodaran (2002)

Embora a maneira mais casual de se definir a dívida líquida como a dívida bruta subtraída do caixa e equivalentes, a dívida líquida pode passar por alterações para fins de cálculo do valor justo da companhia como mostrado na Equação 3 de acordo com Damodaran.

Segundo Damodaran (2002), há três principais metodologias de *Valuation*:

- Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado: o valor de um ativo é determinado pelo valor presente dos fluxos de caixa, descontados a uma taxa que reflete o risco dos fluxos de caixa do ativo.
- Avaliação Relativa: o valor do ativo é calculado a partir da precificação que o mercado atribui à ativos similares. Para isso, usa-se variáveis comuns como como Receita, Lucro e Patrimônio Líquido.

- Avaliação por Modelo de Opções: O valor do ativo é estimado por meio de modelo de opções, principalmente o modelo de Fischer Black e Myron Scholes.

As metodologias de Fluxo de Caixa Descontado e Avaliação Relativa são comumente usadas pelos profissionais no mercado financeiro, principalmente na indústria de ações e são as que melhor se enquadram para avaliar o valor da área de saúde da Porto Seguro. Portanto, serão estas as técnicas empregadas no presente trabalho.

2.6 Fluxo de Caixa Descontado

Este método, segundo Damodaran (2002), compreende que o valor de um ativo deve ser representado pela capacidade de gerar benefícios futuros. O Fluxo de Caixa Descontado conta com três principais atributos: os fluxos de caixa projetados, uma taxa de desconto que reflita o risco desses fluxos de caixa e o tempo de análise do ativo.

A seguir é apresentado a fórmula matemática da metodologia do Fluxo de Caixa Descontado:

$$Valor = \sum_{j=1}^n \frac{FC_j}{(1+K)^j} \quad (4)$$

Fonte: Assaf Neto (2016)

Onde:

- Valor = valor econômico do ativo;
- n = Vida útil do ativo;
- FC_j = Fluxo de Caixa no período j;
- K = taxa de desconto, que reflete os riscos inerentes aos fluxos de caixa

Dentro da metodologia de Fluxo de Caixa Descontado existem duas sub-categorias:

- I. Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista (DFCE, derivado do inglês *Discounted Cash Flow to Equity*). Com ele é determinado o valor da empresa pertencente apenas aos acionistas (o chamado *Equity Value*, termo em inglês).

- II. Fluxo de Caixa Descontado para a Firma (DCFF, derivado do inglês *Discounted Cash Flow to Firm*). Nesse é calculado o valor da empresa pertencente a todos, tanto para os acionistas quanto para os credores (chamado *Enterprise Value*, termo em inglês).

Ambas as formas se utilizadas de maneira coerente devem resultar em valores bem próximos.

2.6.1 Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista (DCFCE)

No Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista (DFCE, termo em inglês), o valor para o acionista, ou também, *Equity Value*, é resultante da soma dos fluxos de caixa referentes aos acionistas. Para se chegar neles, é preciso que a companhia pague seus fornecedores, seus funcionários, todas as despesas, reinvestimentos, juros e credores, assim como o governo por meio de impostos. Os fluxos de caixa precisam ser trazidos a valor presente por uma taxa de desconto chamada de custo de capital próprio, referente ao custo de oportunidade do acionista da empresa. Em inglês, essa taxa é denominada como *Cost of Equity*.

A fórmula matemática do DFCFE é apresentada a seguir:

$$Equity Value = \sum_{t=1}^n \frac{CF\ to\ Equity_t}{(1+K_e)^t} \quad (5)$$

Fonte: Damodaran (2002)

onde:

- n = vida útil do ativo;
- $CF\ to\ Equity_t$ = Fluxo de Caixa para os Acionistas no ano t ;
- K_e = Custo de Capital Próprio.

Para o cálculo do custo de capital próprio (K_e) de uma empresa é utilizado o CAPM, derivado do Inglês *Capital Asset Pricing Model*. Este é o método padrão mais difundido entre os profissionais do mercado financeiro. Para Coopeland (2006), o CAPM propõe que o custo de capital próprio de uma empresa deriva do retorno de ativos livres

de riscos, somado ao risco sistemático da empresa multiplicado pelo prêmio de risco do mercado. A fórmula matemática para isso é dada pela equação 6:

$$K_e = r_f + \beta [E(r_m) - r_f] \quad (6)$$

Fonte: Coopeland (2006)

onde:

- r_f = Taxa livre de risco;
- β = risco sistêmico da empresa;
- $E(r_m)$ = prêmio de risco do mercado.

Damodaran (2002) define que a taxa livre de risco teoricamente está associada ao retorno de um ativo que não possui nenhum risco de inadimplência e não tem correlacionamento com qualquer outro ativo da economia. O mais comum na prática do mercado financeiro, é a utilização dos retornos dos títulos de 10 anos da dívida do governo norte-americano, pois os Estados Unidos possuem o melhor risco de crédito.

A taxa de desconto precisa ser calculada na mesma moeda que os fluxos de caixa projetados da companhia. Neste trabalho, o K_e será calculado em dólares (\$), por conta disso, será necessário realizar a conversão para reais (R\$). De acordo com Damodaran (2002), a conversão ocorre por meio da multiplicação do K_e em dólares pelo diferencial de inflação de longo prazo entre os Estados Unidos e no caso do presente do trabalho do Brasil.

Enquanto o β (beta), indica o a compensação a mais de retorno que o ativo precisa ter para remunerar adequadamente seu risco sistemático (ASSAF NETO, 2016). O beta pode ser medido pela covariância entre o retorno da empresa e do mercado, dividida pela variância do retorno da carteira de mercado:

$$\beta = \frac{Covariância_{Ri,Rm}}{Variância_{Rm}} \quad (7)$$

Fonte: Copeland (2006)

onde:

- r_i = retorno da empresa;
- r_m = retorno da carteira de mercado.

O $E(r_m)$ (prêmio de risco do mercado é comumente atribuído como retorno incremental para um investidor realizar um investimento ao invés de investir em um ativo livre de risco (DAMODARAN, 2002). De maneira mais rigorosa, ele é a diferença entre a expectativa de rentabilidade de um portfólio contendo todas as ações do mercado em relação a um ativo sem risco. Para esse cálculo, o ativo livre de risco pode ser o título de dívida do governo americano ou do Brasil no caso dos investidores brasileiros.

$$r_{m\text{país emergente}} = r_{m\text{país maduro}} + \text{prêmio de risco país} \quad (8)$$

Fonte: Damodaran (2002)

O prêmio de risco do país é obtido por meio do retorno do CDS (*Credit Default Swap*, termo em inglês), do país da empresa em estudo, no caso o Brasil. O CDS indica o potencial de inadimplência do governo do país sobre seus títulos de dívida e serve como um seguro, caso isso se concretize. Quanto maior a probabilidade de moratória do país, maior será o CDS – logo é uma métrica efetiva do risco específico do país.

2.6.2 Fluxo de Caixa Descontado para a Firma (DCFF)

No método do Fluxo de Caixa Descontado para a Firma (DCFF, termo do inglês), é calculado a partir dos fluxos de caixa pertencentes aos acionistas e aos credores da empresa, com a meta de calcular o valor da companhia como um todo. Assim sendo, diferentemente do Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista, no DCFF os fluxos de caixa são anteriores aos pagamentos de principal e juros das dívidas contraídas. A formulação matemática deste método é apresentada a seguir:

$$Enterprise Value = \sum_{t=1}^n \frac{CF \text{ to firm}_t}{(1+WACC)^t} \quad (9)$$

Fonte: Damodaran (2002)

onde:

- n = vida útil do ativo;

- $CF\ to\ firm_t$ = fluxo de caixa para a firma no ano t ;
- WACC = Custo Médio do Capital Ponderado pelo Risco (termo do inglês *Weighted Average Cost of Capital*).

A taxa de desconto, apresentada acima, utilizada no cálculo do valor da firma é conhecida como Custo Médio do Capital Ponderado pelo Risco (WACC). Segundo Copeland (2006), o WACC representa o retorno incremental exigido tanto por acionistas quanto por credores ao investir em determinada empresa. A fórmula para sua obtenção é definida pela equação 10:

$$WACC = \frac{D}{V} K_d(1 - t) + \frac{E}{V} K_e \quad (10)$$

Fonte: Copeland (2006)

onde:

- D = valor de mercado das dívidas da companhia;
- E = *Equity Value*, valor de mercado pertencente aos acionistas da empresa;
- K_d = custo da dívida;
- V = valor da firma, equivalente a soma do *Equity Value* com o valor de mercado das dívidas da empresa (ou seja, $V = D + E$);
- T = alíquota de imposto de renda referente a companhia;
- K_e = custo de capital próprio, cuja definição foi descrita acima.

É importante mencionar que, por definição, o resultado obtido através do DCF refere-se ao *Enterprise Value*, pertencente tanto aos credores quanto aos acionistas da empresa. Para chegar no valor exclusivo aos acionistas, basta subtrair o valor de mercado das dívidas da empresa ou dívida líquida. Isto porque, como descrito acima, o *Enterprise Value* de uma companhia é composto pela soma de seu *Equity Value* com o valor de mercado de suas dívidas.

2.6.3 Modelo de Desconto de Dividendos

A metodologia de cálculo por meio do modelo de desconto de Dividendos ou DDM (do inglês, *Discounted Dividend Method*) pode ser considerado uma derivada da

análise dos fluxos de caixa descontados. Tal método prevê um crescimento constante dos dividendos distribuídos. Dessa forma, o DDM é comumente utilizado para empresas com crescimento constante, ou seja, empresas estáveis e cujos dividendos irão crescer a uma taxa constante no longo prazo. O modelo consiste numa somatória infinita dos fluxos de dividendos cujo resultado corresponde ao valor justo da companhia.

O cálculo do modelo é a aplicação da fórmula do fluxo de caixa descontado para os dividendos definida pela equação 11.

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{D_t}{(1+k_e)^t} \quad (11)$$

Sendo que:

- K_k = custo de capital próprio;
- D_t = Valor dos fluxos de dividendos;
- P_0 = Preço justo da companhia;
- t = Período.

A taxa constante de crescimento dos dividendos a partir no momento de estabilização para a perpetuação é dada pela multiplicação entre o ROE (do inglês, *return on Equity*), com a taxa de reinvestimento. Para tornar mais ilustrativo o cálculo segue a fórmula 12:

$$g = (1 - \text{payout}) * (ROE) \quad (12)$$

- g = taxa de crescimento na perpetuidade;
- $\text{Payout} = \frac{\text{Dividendos}}{\text{Lucro Líquido}}$
- $ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$

Esta será a metodologia a ser utilizada para o cálculo do valor justo da área de saúde da Porto Seguro.

2.7 Avaliação Relativa

A metodologia de cálculo do valor de uma empresa por meio da análise relativa pode utilizar múltiplos tanto de companhias listadas quanto de transações precedentes

semelhantes, Damodaran (2002). Na primeira maneira possível, seleciona-se empresas abertas comparáveis à empresa que se deseja determinar o valor, e assim, se calcula os múltiplos conforme o valor de mercado das ações negociadas. As vantagens deste método são a praticidade e a velocidade para captação de informações das empresas, além de uma visão atualizada de preço dos ativos. Entretanto, a amostra de empresa abertas comparáveis pode ser limitada ou enviesada por alguma métrica de seleção de empresas semelhantes.

A segunda maneira possível para se determinar o valor a partir da avaliação relativa é por meio de transações precedentes. Esta pondera o preço a partir do múltiplo de transações de fusões ou aquisições de empresas semelhantes à analisada. Enquanto utilizar múltiplos de companhias listadas possui a desvantagem de a amostra ser limitada. A análise por múltiplos de transações precedentes possui como desvantagens a menor disponibilidade de informações, além dos múltiplos não estarem ou serem atualizados para condições atuais de mercado.

Como os diferentes métodos de análise relativa foram descritos, é importante descrever o cálculo dos principais múltiplos utilizados. Estes podem ser divididos entre múltiplos de receita ou métricas operacionais, múltiplos de lucro ou múltiplos de valor contábil.

O primeiro grupo o múltiplo é calculado principalmente em relação à receita vistos pelas fórmulas 13 e 14. Essa métrica pode ser tanto a receita da empresa ou como alguma métrica operacional, como o número de usuários ou de lojas. Este grupo de múltiplos é utilizado principalmente para avaliar startups, empresas em estágio muito inicial e com alto crescimento ou empresas não lucrativas.

Fórmula de Cálculo EV/Receita

$$\frac{EV}{Receita} = \frac{Enterprise Value}{Receita Líquida} \quad (13)$$

Fonte: adaptado de Damodaran (2002)

Fórmula de Cálculo EV/Clientes

$$\frac{EV}{Clientes} = \frac{Enterprise Value}{N^{\circ} de Clientes} \quad (14)$$

Fonte: adaptado de Damodaran (2002)

Os múltiplos de lucro são os mais habituais no momento de realizar a avaliação relativa e os mais utilizados no cotidiano dos profissionais do mercado financeiro. É preciso destacar o EV/EBITDA e o P/E (origem do inglês *Price/Earnings*). O primeiro refere-se ao valor total da empresa, assim é referente ao *Enterprise Value*. Enquanto, o P/E está associado ao valor apenas dos acionistas (*Equity Value*). A utilização de cada um pode variar por setor da companhia estudada. Costuma-se utilizar o indicador cujo lucro reflete a geração de caixa da companhia. Empresas como bancos, seguradoras e varejistas utilizam P/E. Enquanto empresas de commodity usam EV/EBITDA. As equações 15 e 16 ilustram a maneira como os múltiplos são calculados.

Fórmula de Cálculo EV/EBITDA

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{Enterprise\ Value}{EBITDA} \quad (15)$$

Fonte: adaptado de Damodaran (2002)

Fórmula de Cálculo P/E

$$\frac{P}{E} = \frac{Equity\ Value}{Lucro\ Líquido} \quad (16)$$

Fonte: adaptado de Damodaran (2002)

O terceiro e último grupo de múltiplos são os de valor contábil. Este grupo possui como base os valores do seu patrimônio líquido. O principal múltiplo que representa esse grupo é P/B (origem do inglês *Price to Book*). A fórmula para a obtenção do múltiplo é demonstrada pela equação 17:

Fórmula de Cálculo P/B

$$\frac{P}{B} = \frac{Equity\ Value}{Patrimônio\ Líquido} \quad (17)$$

Fonte: adaptado de Damodaran (2002)

3 ANÁLISE SETORIAL

3.1 Regulação

O setor de Saúde Suplementar é regulamentado pela ANS (Agência Nacional de Saúde Suplementar). Tal agência possui relações diretas ao Ministério da Saúde, e é responsável pela regulação do mercado de planos de saúde privados segundo a lei nº 9.656 de 3 de junho de 1998.

O órgão regulador, ANS, foi constituído pela lei nº 9.961 em 2000. Dentre todas as funções dentre a regulação destaca-se às de defesa do interesse público em amparar a saúde suplementar, regular as operadoras de planos, vigiar a relação entre consumidores e as operadoras e a de contribuir para o desenvolvimento da saúde no Brasil. A agência deve frisar a todo momento a regulamentação dos produtos e serviços no mercado de saúde privado.

A criação da ANS foi um marco muito importante para o mercado de saúde suplementar do Brasil, pois a agência nasceu com o objetivo de regular um setor da economia que até então não havia fiscalização e nenhuma autarquia federal responsável. A única exceção era o produto de seguro saúde que estava debaixo do guarda-chuva de normas e fiscalizações da SUSEP (Superintendência de Seguros Privados).

A sua estrutura é dividida em cinco diretorias, cujos diretores são nomeados pelo presidente da república para mandatos fixos de três anos, com a possibilidade de renomeação por mais 3 anos. As diretorias da autarquia correspondem a:

1. Diretoria de Normas e Habilitação das Operadoras: responsável pela normatização, registro e monitoramento do funcionamento das operadoras, inclusive intervenção e liquidação;
2. Diretoria de Normas e Habilitação de Produtos: responsável pela normatização, registro e monitoramento dos produtos, inclusive reajuste de planos individuais e familiares;

3. Diretoria de Fiscalização: responsável por todo o processo de fiscalização, aspectos econômico-financeiros, médicos assistenciais, apoio ao consumidor e articulação com seus órgãos de defesa;
4. Diretoria de Desenvolvimento Setorial: responsável pelo sistema de ressarcimento do SUS e pelo desenvolvimento de instrumentos que viabilizem a melhoria da qualidade e o aumento da competitividade do setor;
5. Diretoria de Gestão: responsável pelo gerenciamento de recursos humanos e financeiros, suprimentos, informática e informação

3.2 Reajuste de Planos De Saúde

A interferência da ANS na regulação de preços dos produtos de saúde no mercado ocorre apenas nos planos individuais e limitada aos planos pós 1999. O qual a ANS fica responsável por determinar o valor a ser reajustado para essa classe de plano. A ANS justifica que os planos coletivos ou também denominados como empresariais não necessitam tal atuação da agência nos preços, pois os contratos são estabelecidos entre as empresas empregadoras e as operadoras de saúde. Dessa forma, a justificativa é baseada na premissa de que o próprio mercado regule os preços, uma vez que as empresas conseguem negociar dependendo da quantidade de funcionários que possuem na carteira ou por meio da estabilização de metas como sinistralidade-alvo e dentre outras maneiras.

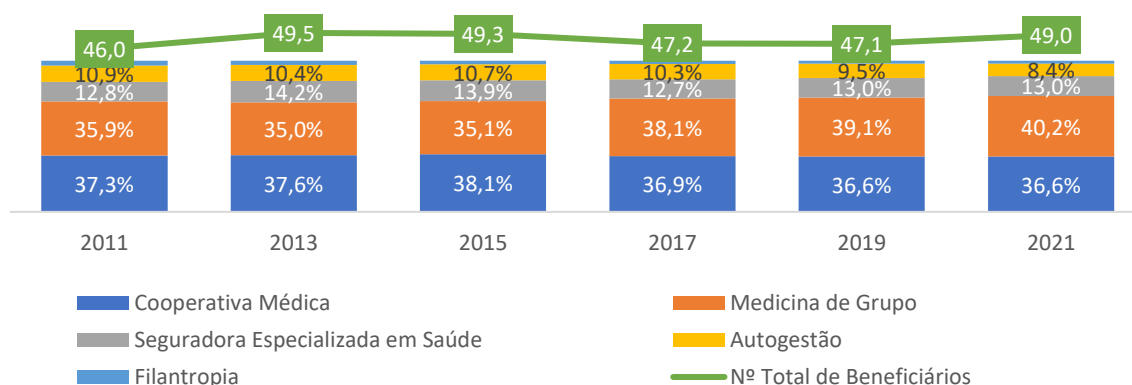
3.3 Modalidades

Dentre as modalidades de planos de saúde podemos destacar os grupos abaixo:

1. Seguradora Especializada em Saúde: Operadora que não possui rede própria de atendimento e trabalha com uma rede credenciada, pagando os prestadores de serviço da rede quando os clientes utilizam. Além disso, trabalham com a livre escolha de estabelecimentos ou médicos que os clientes escolham e não estejam na rede credenciada. Assim, o cliente recebe um reembolso das despesas de acordo com os limites estabelecidos no plano contratado no prazo de até 30 dias após a documentação solicitada pela Seguradora.

2. Medicina de Grupo: Operadora que é dona da infraestrutura médica de prestação de serviços como hospitais e clínicas. A categoria também possui uma rede referenciada para os beneficiários, porém mais limitada.
3. Cooperativa Médica: Sociedade sem fins lucrativos, formada pela união de no mínimo 20 médicos em uma sociedade coletiva, onde cada associado é um sócio da cooperativa, participando da partilha de lucros. Essas operadoras comercializam planos de saúde, podendo serem donas das redes de serviços ou possuir uma rede referenciada. Esta modalidade é constituída segundo as regras da Lei nº 5.764
4. Autogestão: Operadora sem fins lucrativos, criada por empresas, fundações, sindicatos, entidades de categorias profissionais ou similares, com o objetivo de prestar assistência à saúde exclusivamente a seus empregados, ex-empregados, administradores, ex-administradores, associados e dependentes do grupo familiar
5. Filantropia: Entidades hospitalares sem fins lucrativos que operam planos e que possuem certificado de entidade beneficente junto ao Ministério da Justiça ou à órgãos estaduais ou municipais que validam o caráter filantrópico.
6. Administradora: Empresa que realiza a proposta para contratar um plano empresarial mediante a prestação de serviços para as empresas contratantes, realizando atividades previstas na regulamentação. Ela não possui rede própria ou credenciada, e nem realiza atividade de subscrição, é apenas uma prestadora de serviço.

Gráfico 1 - Distribuição dos Beneficiários segundo a modalidade de operadora

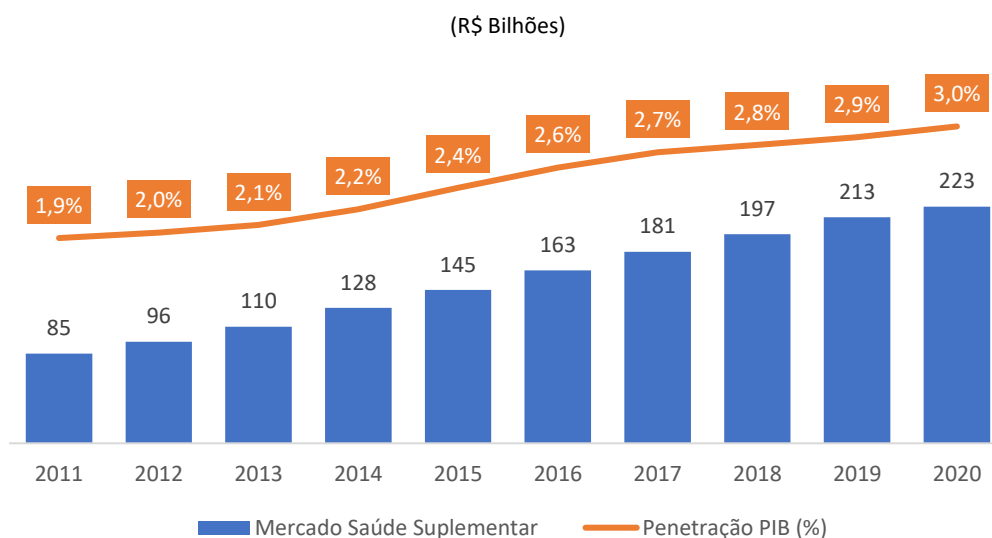


Fonte: ANS

3.4 Descrição

O Mercado de saúde suplementar é um mercado que possui alto crescimento. O CAGR entre os anos de 2011 a 2020 é de 11,4%, contra uma inflação acumulada de 5,6% ao ano. Isso explica o ganho recorrente de representatividade desse mercado em sobre PIB brasileiro (gráfico 2).

Gráfico 2 - Crescimento do Mercado de Saúde Suplementar vs Penetração do PIB



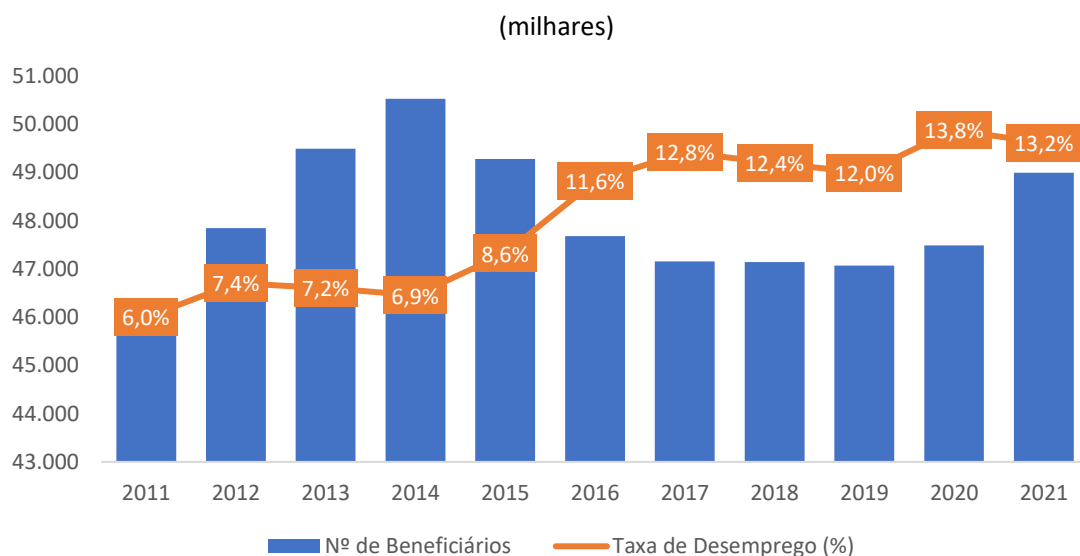
Fonte: ANS; IBGE

Dentre uma das características intrínsecas da saúde suplementar, no Brasil, é a forte correlação ao nível de desemprego do país. Isso porque a grande maioria dos planos existentes são planos empresariais, também conhecidos como coletivos. Sendo que estes representam mais de 80% do mercado e vem ganhando cada vez mais representatividade, à medida que os planos individuais vão desaparecendo por não haver mais vendas.

O pilar que justificativa essa conjuntura é a inviabilidade econômica dos planos individuais para as operadoras de saúde. Como já mencionado anteriormente no presente trabalho, esses planos de saúde possuem interferência governamental no reajuste de seus preços. O governo em caráter populista com o suposto objetivo de proteger a população, acaba prejudicando-a ainda mais. Uma vez que os reajustes autorizados pela ANS não acompanham a inflação médica, incapacitando a viabilidade

de econômica destes planos para as operadoras de saúde que interromperam a comercialização deste produto no mercado.

Gráfico 3 - Evolução nº Beneficiários vs Taxa de Desemprego (%)



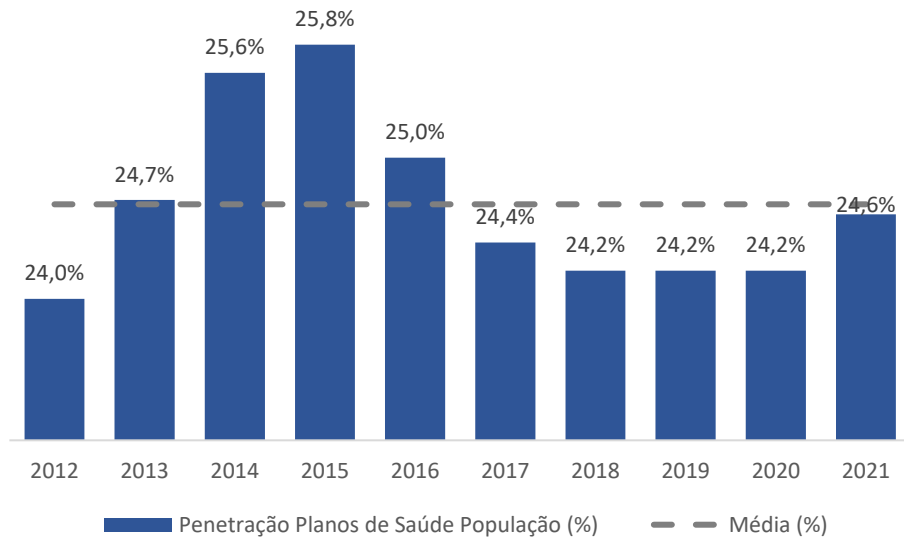
Fonte: ANS e IBGE

Como o crescimento dos planos de saúde acompanha diretamente o nível de emprego e este é diretamente atrelado às condições econômicas do país. É possível afirmar que o mercado de saúde suplementar possui características cíclicas economicamente.

Historicamente a média de penetração de planos de saúde na população brasileira é de 24,7% (Gráfico 4). Logo, apenas um quarto da população possui acesso à saúde suplementar, enquanto o resto da população depende dos serviços oferecidos pelo SUS.²

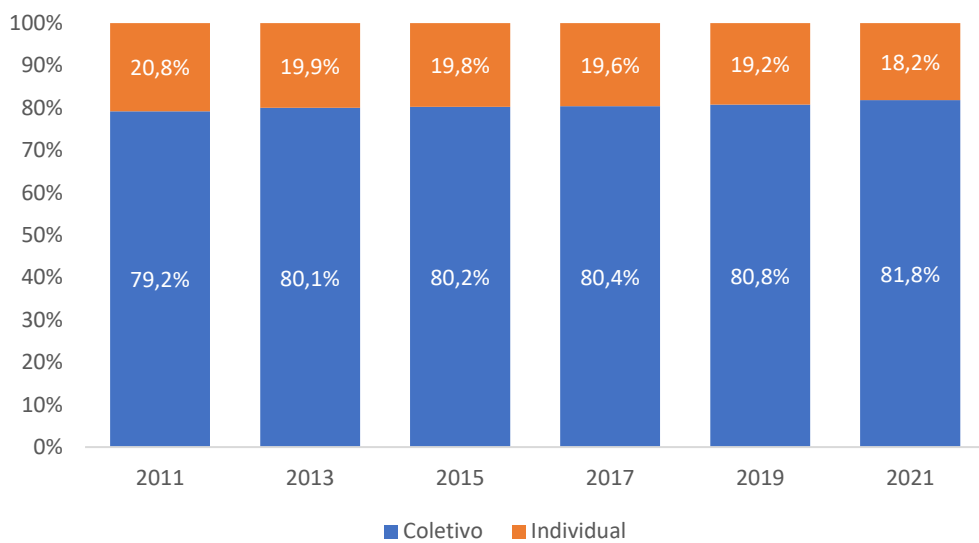
² Sistema Único de Saúde

Gráfico 4 - Evolução Histórica da Penetração de Planos de Saúde na População



Fonte: ANS

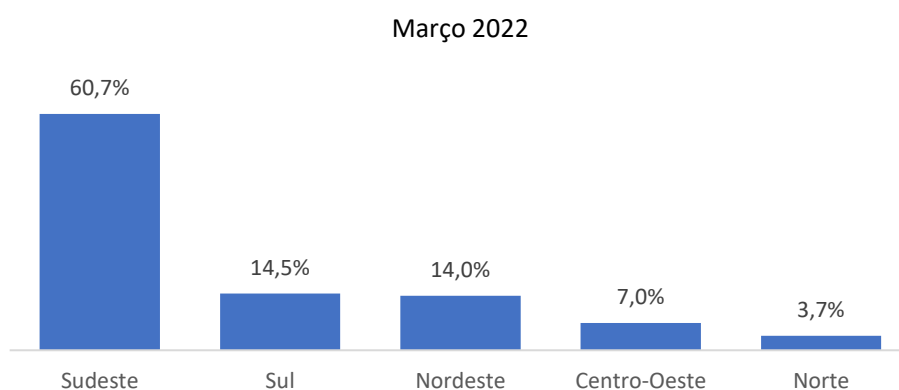
Gráfico 5 - Distribuição de Planos de Saúde



Fonte: ANS

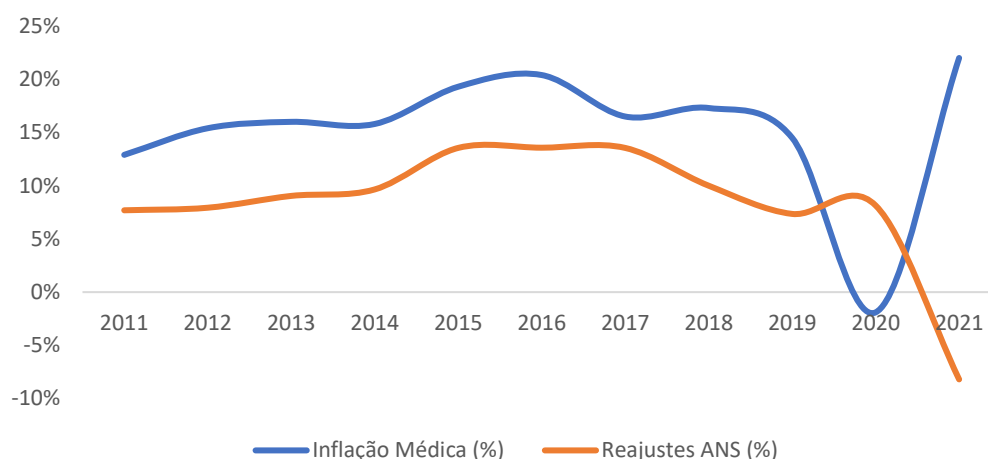
O mercado de planos de saúde é também muito concentrado em sua distribuição no Brasil. Mais da metade dos beneficiários em março de 2022 estão na região Sudeste, historicamente, a região com maior desenvolvimento, relevância econômica e empregos no país. Vale destacar a baixa quantidade de beneficiários na região Norte possuindo apenas 3,7% do total.

Gráfico 6 - Distribuição de Beneficiários por região



Fonte: ANS; Elaboração Própria

Gráfico 7 - Evolução da Inflação Médica vs Reajustes ANS

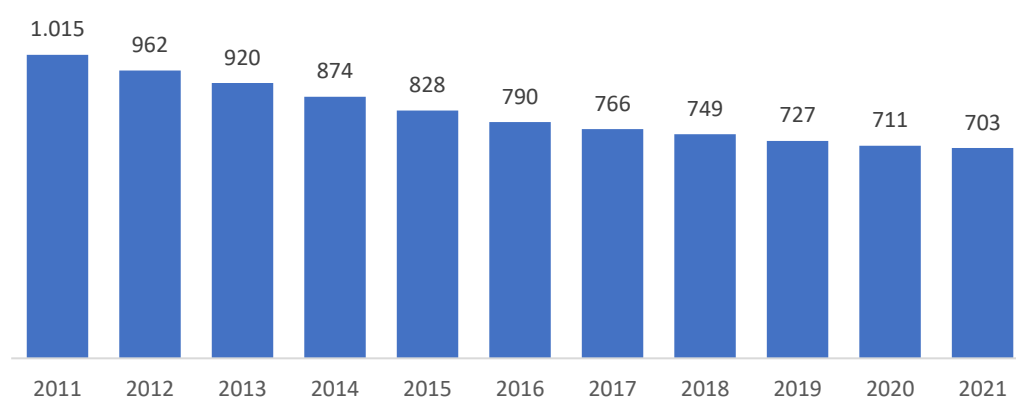


Fonte: ANS

Ao analisar o gráfico 7, é possível perceber a discrepância histórica de valores entre a inflação médica e os reajustes autorizados pela ANS. Tais efeitos a longo prazo criam condições econômicas drásticas para as operadoras. No período entre 2011 a 2021, a inflação média possuiu um CAGR de 16,8% ao ano. Enquanto, os reajustes da ANS apresentaram um CAGR de 9,1% ao ano. Toda essa dinâmica cria um descompasso entre receita e custos das operadoras de planos de saúde, principalmente para aquelas que trabalham com planos de saúde individuais. Pois receita segue a regulação da ANS, já os custos são indexados pela inflação médica. Diante desses fatos, é compreensível o porquê da maioria das operadoras de saúde terem cessado a venda do plano individual.

Concomitante, a dinâmica do plano de saúde individual. Ao longo dos anos, o número de operadoras Médico-Hospitalares ativas com beneficiários está diminuindo no Brasil. O motivo para isso é uma concentração do mercado devido a fusões e aquisições entre as operadoras e dificuldades financeiras. Esse último ponto é muito relevante mencionar, dada a complexidade da atividade de subscrição em planos de saúde que pode ser fatal para a longevidade da operação se não for bem precificada.

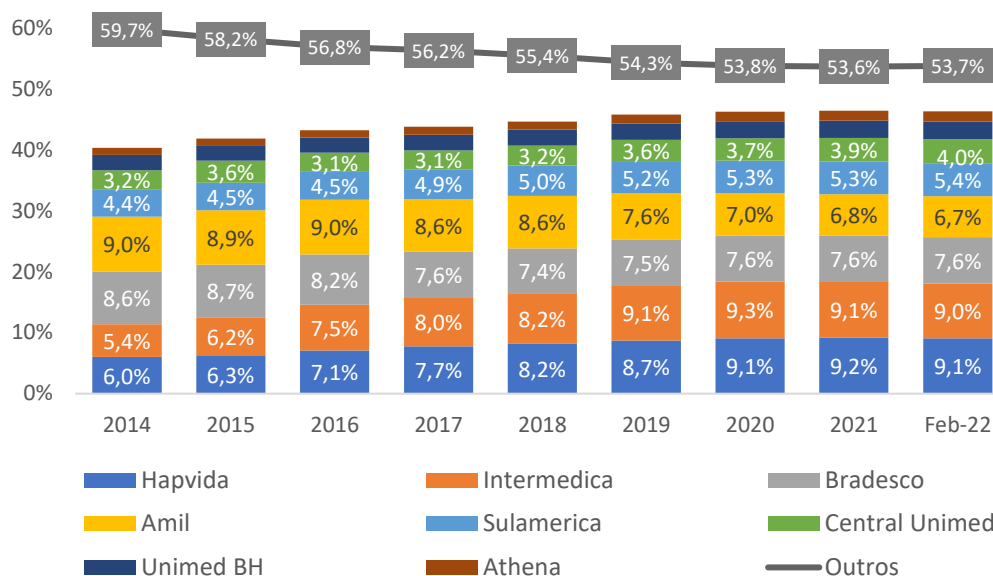
Gráfico 8 - Nº de Operadoras Médico-Hospitalares Ativas



Fonte: ANS

Com isso o mercado vem se concentrando vagarosamente em poucos *players* como vemos no gráfico 9. Outro ponto muito importante para a atividade de subscrição é a escala das operadoras de saúde. Uma vez que quanto maior a operadora, estatisticamente é maior a facilidade para diluir os custos dos sinistros dentro da sua carteira de prêmios de beneficiários. Logo, essa característica intrínseca do modelo de negócio de uma operadora de saúde favorece a consolidação no setor.

Gráfico 9 - Evolução de Market Share # beneficiários



Fonte: ANS

3.5 Principais Indicadores Avaliados no Mercado de Seguros

Após apresentada a seção sobre o setor de planos de saúde no Brasil, com sua penetração, dinâmica e principais *players*, serão apresentadas as principais métricas operacionais a serem consideradas no momento de avaliar a operação de uma seguradora de um plano de saúde. O conhecimento de tais indicadores é muito importante para realizar a comparação entre as empresas e avaliar o desempenho de cada uma. Isso é importante não apenas para investidores, mas também para as próprias companhias e seus executivos no momento de saber a real situação de sua empresa em relação à concorrência e orientar os planos estratégicos a serem tomados.

3.5.1 Prêmios Ganhos, Prêmios Emitidos, Prêmios Retidos, Prêmios Cedidos em Resseguro e Prêmios Ganhos

Prêmio pode ser definido como o valor pago pelo segurado à seguradora para transferir para ela o risco previsto nas condições contratuais.

- **Prêmios Emitidos:** representam os prêmios dos contratos firmados em que a seguradora possui o direito de receber ao longo do período vigente do contrato

assinado entre a seguradora e o cliente. São contabilizados assim que a apólice é emitida e possuem como contrapartida de 100% do seu valor as Provisões de Prêmios Não Ganhos, ou PPNG, que é revertida linearmente na medida em que a vida útil do contrato se realiza. Sendo assim, a função da PPNG é diferir o reconhecimento de receita ao longo de todo o período de vigência do risco (SQUADRA, 2019);

- Prêmios Ganhos: Parcela do prêmio de seguro correspondente à parcela já decorrida do período de cobertura da apólice de seguro. No caso dos seguros saúde, as apólices são mensais;
- Prêmios Cedidos em Resseguros: Prêmios que as seguradoras cedem para outras seguradoras com o intuito de compartilhar o risco e mitigar ter que assumir individualmente os custos financeiros no caso de um sinistro;
- Prêmios Retidos: Prêmios que são de fato sob responsabilidade da seguradora. Uma vez que são líquidos de resseguros, as seguradoras compartilham o risco assumido. Tal atitude é considerada uma prática de boa de gestão da carteira de prêmios das seguradoras, uma vez que objetiva diversificar os riscos ou diminuir a exposição a clientes;
- Variação das Provisões Técnicas: tal variação tem como objetivo a retenção de valores que se originam de um aumento do prêmio retido pela companhia mesmo que o sinistro não tenha ocorrido, de modo a impedir que todo seu valor seja levado, prematuramente, para o prêmio ganho e, conseqüentemente, para o resultado da companhia (IRB BRASIL, 2020)

$$\begin{aligned} & \text{Prêmio Ganhos} = \\ & \text{Prêmios Emitidos} - \text{Prêmios Cedidos em Resseguro} - \text{Variação das Provisões Técnicas} \\ & (18) \end{aligned}$$

3.5.2 Índice de Sinistralidade

A partir da Resolução CNSP 117/04 da Susep, um sinistro pode ser definido como “ocorrência do risco coberto, durante o período de vigência do plano de seguro”. Quando a ocorrência não está coberta no contrato da apólice de seguro, ela é chamada de evento não coberto.

De maneira geral, um sinistro é o custo de reembolso que a seguradora deve pagar ao seu segurado pela ocorrência de um acidente ou utilização de um serviço por parte do segurado. Uma métrica bastante utilizada para avaliar o desempenho da carteira de prêmios de uma seguradora é o Índice de Sinistralidade. Tal índice mostra a porcentagem gasta pela seguradora para cobrir os sinistros em relação aos prêmios ganhos. Logo, quanto menor essa métrica mais saudável ou melhor é a operação da seguradora.

Índice de Sinistralidade (%)

$$\text{Índice de Sinistralidade} = \frac{\text{Sinistros}}{\text{Prêmios Ganhos}} \quad (19)$$

Fonte: Susep

3.5.3 Índice de Comercialização

O Índice de Comercialização é outro importante indicador no momento de avaliação do desempenho operacional das seguradoras. Ele mensura quanto uma seguradora está pagando de comissão ou despesas relacionadas à venda dos produtos de seguros para que elas sejam concretizadas. É uma boa medida para avaliar o poder de barganha sobre os corretores e indica o quão agressiva uma seguradora está sendo para conseguir realizar as vendas e ganhar participação de mercado.

Para o cálculo do índice de comercialização realiza-se a divisão dos gastos com comissões pelos prêmios ganhos. Assim como o índice de sinistralidade, quanto menor for esse indicador, melhor para a companhia seguradora.

Índice de Comercialização (%)

$$\text{Índice de Comercialização} = \frac{\text{Despesas de Comercialização}}{\text{Prêmios Ganhos}} \quad (20)$$

Fonte: Susep

3.5.4 Índice de Despesas Administrativas

O índice de despesas administrativas é outro indicador muito importante também para avaliar a operação. Uma vez que este mede o nível de representatividade

das despesas gerais e administrativas em relação aos prêmios ganhos. Assim, tal indicador pode ser utilizado como avaliador da eficiência administrativa. Quanto maior, maiores são os gastos que a seguradora possui para realizar a sua gestão e quanto menor, indica o quão racional e eficiente é a operação.

Índice de Despesas Administrativas (%)

$$\text{Índice de Despesas Administrativas} = \frac{\text{Despesas Administrativas}}{\text{Prêmios Ganhos}} \quad (21)$$

Fonte: Susep

3.5.5 Índice Combinado

O índice combinado é o principal indicador operacional de uma seguradora. Uma vez que ele é resultante da soma dos três índices apresentados anteriormente. Ele mede o lucro operacional que resta dos prêmios ganhos depois de pagar os sinistros, as comissões e os gastos administrativos. Pode ser considerado uma *proxy* da margem EBITDA para empresas não financeiras.

Índice Combinado (%)

$$\text{Índice Combinado} = \frac{\text{Sinistros} + \text{Desp Administ.} + \text{Desp de Comercialização}}{\text{Prêmios Ganhos}} \quad (22)$$

Fonte: Adaptado Susep

De acordo com a equação x, um índice combinado, por exemplo, de 95% indica que os gastos operacionais correspondem a 95% dos prêmios ganhos, o que representa um pequeno lucro operacional. Enquanto, um índice combinado, por exemplo, de 105% significa que a seguradora gastou mais do que arrecadou com prêmios ganhos e que, portanto, a operação foi deficitária.

3.5.6 Índice Combinado Ampliado

O índice combinado ampliado é um indicador muito útil para ser analisado em conjunto com o índice combinado. Pois o índice combinado avalia o potencial de lucro que uma seguradora consegue obter a partir de suas atividades operacionais restrita a subscrição de seguros. Enquanto, o índice combinado ampliado calcula o nível de representatividade dos custos operacionais de uma seguradora em relação aos prêmios

ganhos e as receitas financeiras. As seguradoras possuem capital giro negativo, ou seja, recebem os valores das apólices, e possui desembolso caixa apenas no caso de acontecimento de um sinistro. Onde a seguradora precisa que desembolsar os valores acordados no contrato. Entretanto, mesmo que não ocorra, as seguradoras são obrigadas por meio de regras de regulamentação da SUSEP, a provisionar valores destinados a cobrir os sinistros que ocorram. Logo, faz parte de seu modelo de negócios, criar uma reserva de caixa que a ser aplicada no mercado financeiro, em estratégias conservadoras, geralmente em títulos de renda fixa que remuneram a uma taxa um pouco acima da taxa CDI vigente do período. Assim, as seguradoras reconhecem receitas financeiras que advém desse mecanismo em seus demonstrativos financeiros, podendo em alguns casos serem as únicas fontes de lucro para elas.

Portanto, a comparação entre o índice combinado e o índice combinado ampliado é importante para avaliar de onde está vindo o lucro da seguradora: se vem da sua atividade fim e/ou se é oriunda de ganhos de financeiros das aplicações. Em tempos de juros baixos, como vividos entre 2017 a meados de 2021, podem ser períodos críticos para seguradoras cujo lucro depende majoritariamente de rendimentos atrelados às aplicações em CDI.

Índice Combinado Ampliado (%)

$$\text{Índice Combinado Ampliado} = \frac{\text{Sinistros} + \text{Desp Administ.} + \text{Desp de Comerc.}}{\text{Prêmios Ganhos} + \text{Receitas Financeiras}} \quad (23)$$

Fonte: Adaptado Susep

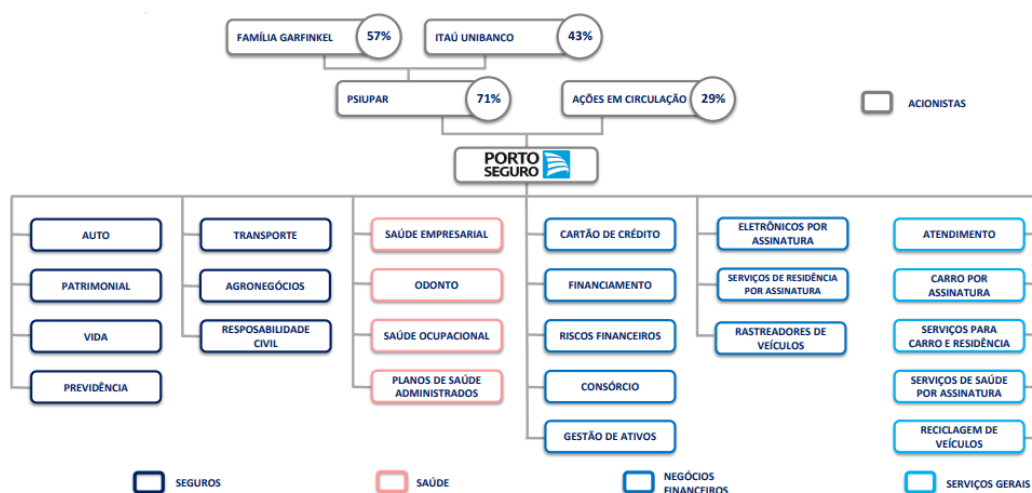
4 A EMPRESA

Este capítulo discorrerá de maneira resumida sobre o grupo Porto Seguro como um todo e dará maior enfoque na sua operação de seguro saúde. Será apresentada a história e crescimento do grupo e exposição de todos os segmentos de seguro e demais serviços nos quais o grupo atua, junto com a respectiva representatividade na receita. A análise qualitativa é muito importante para compreender a fundo o modelo de negócios da companhia permitindo que se realize projeções mais seguras e embasadas.

Resumidamente, a Porto Seguro é a terceira maior seguradora do país em termos de prêmios emitidos possuindo uma carteira de R\$17,7 bilhões. É líder de mercado no seguro automóvel por anos com *market share* de 27,6% e detentora de uma das marcas mais valiosas do país. A marca Porto Seguro é a 17ª marca mais valiosa segundo a Interbrand (2021) avaliada em R\$ 883 milhões. Os principais acionistas da seguradora são a família Garfinkel e o banco Itaú-Unibanco.

Hoje a companhia é dividida em quatro segmentos operacionais todos debaixo do veículo listado denominado “holding Porto Seguro”. As quatro vertentes são: Seguros, Saúde, Negócios Financeiros (Bank) e Serviços. Cada uma das áreas possui uma gestão independente da outra com o objetivo de dar maior autonomia e velocidade para as tomadas de decisão e permitir o crescimento acelerado de todos os segmentos simultaneamente sem precisar haver uma predileção para um específico.

Figura 1 - Organograma da Porto Seguro



Fonte: Porto Seguro RI

4.1 Histórico e visão geral

A Seguradora Porto Seguro foi fundada em 1945 por diretores egressos do Bradesco. A empresa apenas passou a ser controlada pela família Garfinkel em 1972, quando Abrahão Garfinkel comprou e assumiu o controle acionário. Abrahão era um executivo com longa experiência no setor de seguro, tendo sido diretor superintendente da Boavista Seguros. No momento da aquisição por Abrahão, a Porto Seguro era a 44ª maior seguradora do país em volume de prêmios emitidos. Em 1976, Abrahão Garfinkel morre e quem assume a companhia é o seu filho Jayme Garfinkel.

Durante as décadas de 70 a 90, a Porto Seguro focou na diversificação de negócios entrando nos segmentos Vida e Previdência, Saúde, Consórcio, Gestão de Recursos e Financiamento. Em 2003, a Porto Seguro comprou a operação brasileira da seguradora francesa AXA Seguros alterando o nome para Azul Seguros, transformando esta marca na operação *low cost* do grupo no seguro automóvel. Em 2004, a Porto Seguro realizou seu IPO³ movimentando um total de R\$ 328 milhões. A estrutura do IPO foi 24,3% primário e 75,7% secundário e sob o *ticker* PSSA3 e já sob o regime de governança do Novo Mercado na Bolsa de Valores.

Em 2009 foi estabelecido um acordo de associação entre a seguradora e o Itaú Unibanco. Realizou-se um acordo operacional para a oferta e distribuição exclusiva de seguros de auto e residência nas Agências do Itaú Unibanco no Brasil e no Uruguai. Dessa forma, o capital social da Porto Seguro passou a refletir a participação de aproximadamente 57% pelo conglomerado Porto Seguro e de aproximadamente 43% pelo conglomerado Itaú Unibanco. Durante os anos seguintes a companhia lançou diversos novos produtos de seguros, comprou carteiras de seguros auto e descontinuou operações não estratégicas como a Porto Telecomunicações (vendida para a TIM) e a rede de dez centros médicos (vendida para a Davita).

Em 2019, após 41 anos na liderança da Porto Seguro, Jayme Garfinkel deixou o cargo de Presidente do Conselho de Administração, que passou a ser ocupado pelo seu filho Bruno Garfinkel. Em 2022, a companhia realizou uma reorganização administrativa,

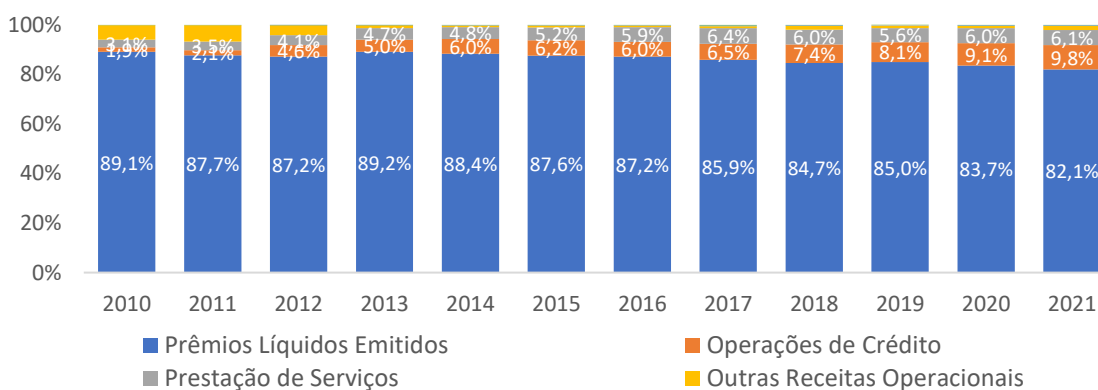
³ Termo do inglês *Initial Public Offering*

mudando a sua marca para apenas Porto. Além da divisão da operação em três segmentos, com CEOs e equipes independentes: Porto Seguros, Porto Saúde, e Porto Seguro Bank. A nova marca representa o novo momento da companhia sob a estrutura de holding.

4.2 Linhas de negócios

A Porto Seguro, por ser uma seguradora, possui uma parcela majoritária da sua receita advinda da área de seguros (gráfico 10). Porém, a companhia vem diversificando suas fontes de receita com o crescimento das áreas de crédito e prestação de serviços, nas quais a companhia possui uma locadora de veículos e presta serviços residenciais aos segurados.

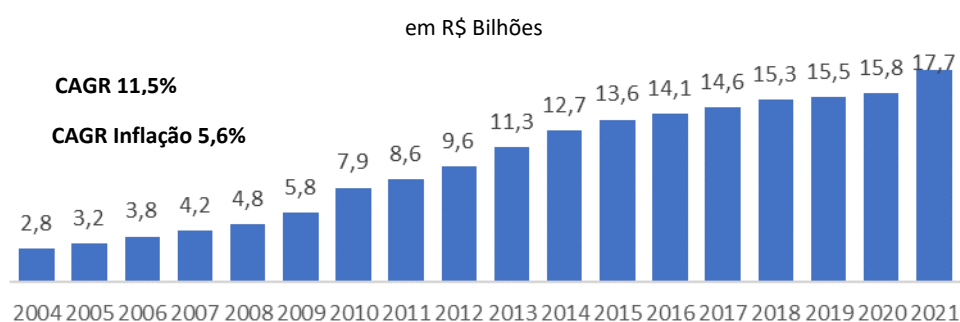
Gráfico 10 - Receitas Operacionais



Fonte: Porto Seguro RI

A sua carteira de seguros terminou 2021 com R\$17,7 bilhões. O crescimento médio ao ano (*CAGR*) da carteira de seguros é de 11,5% desde o seu IPO (em 2009) ante uma inflação média de 5,6% no período (Gráfico 11). Isso mostra a força e a boa gestão da companhia com um crescimento da carteira bem acima da inflação.

Gráfico 11 - Evolução da Carteira de Prêmios Emitidos Porto Seguro



Fonte: Porto Seguro RI

Outro ponto positivo da Porto Seguro é sua habilidade de conciliar crescimento e rentabilidade da sua operação. Em paralelo ao crescimento da sua carteira de prêmios, a seguradora conseguiu melhorar seu índice combinado ampliado em anos quando houve queda das taxas de juros. No gráfico 12, é possível perceber a queda da taxa CDI de 2017 a 2019, enquanto a Porto Seguro apresentou índices combinados ampliados menores. O que evidencia a não dependência da seguradora dos ganhos oriundos de aplicações financeiras e sim das operações de seguros, com rigor no controle dos gastos e se apoiando em sua experiência com subscrição.

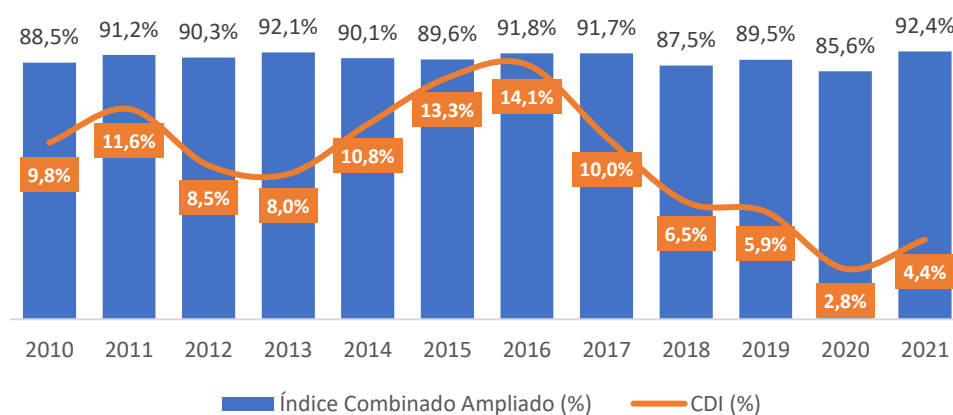
Em 2020 por conta da pandemia do coronavírus, criou-se uma situação inédita, onde as pessoas pararam de circular nas ruas por conta da quarentena e do distanciamento social, além de baixos casos de sinistros relacionados ao postergamento de procedimentos eletivos⁴ com o medo da sociedade de frequentar hospitais e pronto socorros. Tudo isso levou a queda da sinistralidade dos principais seguros comercializados pela Porto Seguro e justificando o resultado muito bom em 2020. Em contrapartida, em 2021, ocorreu o movimento inverso. Todas as restrições impostas pela pandemia e distanciamento social, ocasionaram uma demanda reprimida para procedimentos eletivos nos hospitais. Isso foi se evidenciando à medida que as diretrizes de distanciamento social foram sendo amenizadas, levando ao aumento da sinistralidade no seguro saúde.

No caso do seguro automóvel, a pandemia criou um choque inflacionário mundial e desorganizou as cadeias de suprimento logísticas em todo o mundo. Com isso,

⁴ Procedimentos médicos que são programados, ou seja, não são considerados de urgência e emergência.

as montadoras automobilísticas passaram a sofrer com aumentos dos preços dos insumos para a fabricação de veículos e a ter dificuldades de fornecimento. Logo, a produção de veículos novos caiu drasticamente, levando ao preço dos carros usados se valorizarem. Como os sinistros são indexados à tabela FIPE⁵, e esta passou por um reajuste intenso com a valorização dos carros usados, o valor desembolsado com os sinistros no seguro automóvel aumentou muito. Além disso, a dificuldade de encontro de peças de reposição no mercado, obriga as seguradoras, em alguns casos, a reconhecerem alguns acidentes como perda total pelo longo tempo de espera para repor as peças dos veículos dos clientes. Tudo isso criou uma dinâmica para o surto na sinistralidade das seguradoras no seguro automóvel em 2021 e 2022, e causou uma piora do indicador do índice combinado ampliado.

Gráfico 12 - Índice Combinado Ampliado vs CDI



Fonte: Porto Seguro RI

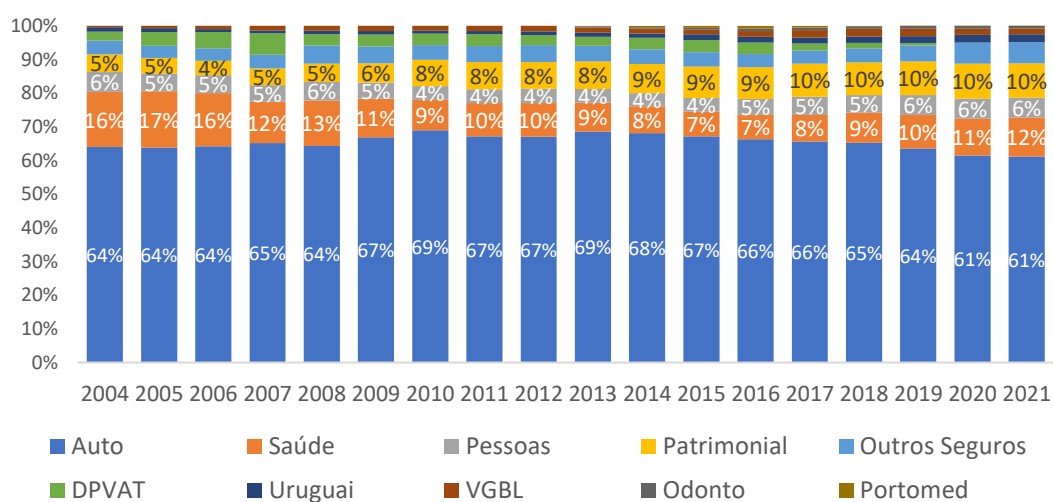
A Porto Seguro é muito conhecida pelo seguro automóvel, sendo este o seguro mais relevante na sua carteira de prêmios emitidos como visto no gráfico 13. A companhia é líder por anos nesse segmento de acordo com o gráfico 14. Porém é um mercado com baixo crescimento pois em termos absolutos a frota de carros não aumenta assim como a percentagem dos veículos com seguro automóvel. Logo, um dos objetivos da própria seguradora é diminuir a relevância desse produto na carteira de prêmios e aumentar a exposição a outros tipos de seguros. A partir do gráfico 13, é possível analisar que em 2015, o produto seguro automóvel correspondia a 67% do total

⁵ A Tabela Fipe expressa preços médios de veículos anunciados pelos vendedores, no mercado nacional, servindo apenas como um parâmetro para negociações ou avaliações

da carteira de prêmios emitidos, enquanto em 2021 terminou com uma representatividade de 61%. Enquanto isso, o produto que mais cresceu em relevância foi o produto seguro saúde.

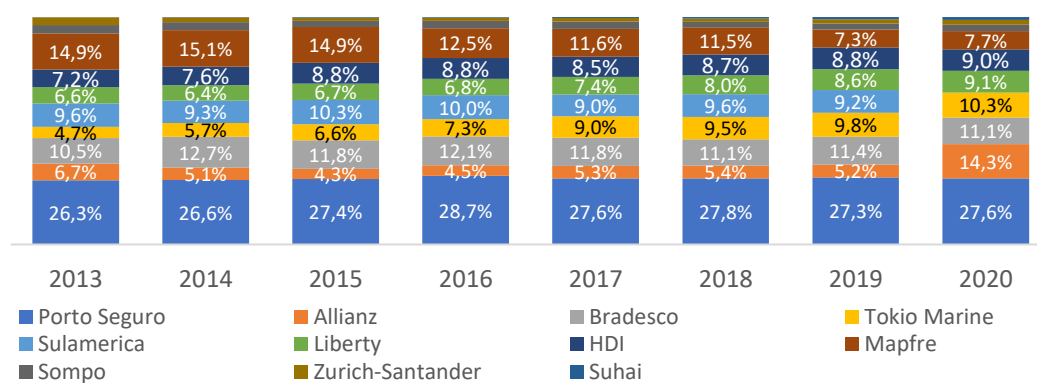
O plano é alavancar o seguro saúde e reduzir o peso do seguro automóvel. O estudo do presente trabalho tem como objetivo mensurar o potencial de valor desse segmento saúde para a seguradora.

Gráfico 13 - Evolução da representatividade por produto na carteira de prêmios emitidos



Fonte: Porto Seguro RI

Gráfico 14 - Evolução do market share do segmento de seguro automóvel por prêmio emitido



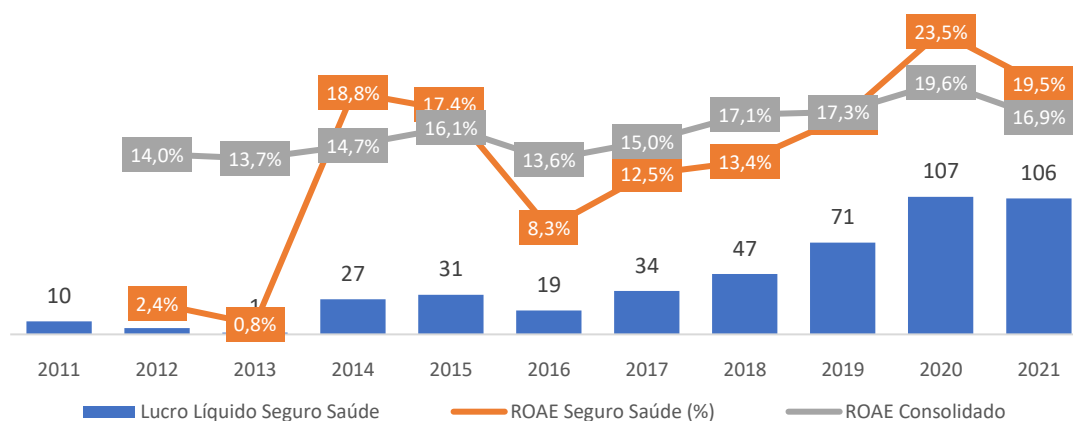
Fonte: Susep

5 SEGMENTO SAÚDE PORTO SEGURO

O desejo de alavancar o produto seguro saúde dentro da companhia veio junto com uma mudança cultural interna principalmente em relação à alocação de capital e gestão das áreas. Antes, com Jaime Garfinkel havia um lema “só entramos em novos negócios e não saímos!”. Quando Roberto Santos assumiu o cargo de CEO e Bruno Garfinkel o de Presidente do Conselho, isso mudou. A empresa realizou desinvestimentos nas áreas de Telecom, Residencial e de consórcio do seguro DPVAT.

Quando decidiram que iriam continuar com o seguro saúde, a meta passou a ser em tornar a operação rentável uma vez que dava prejuízo no momento da transição de gestão (Gráfico 15). O corpo executivo já mencionou que não há intenções de transformar a operação de saúde em verticalizada. Assim, focarão apenas na atividade de subscrição atuarial de seguros e delegarão as atividades de serviços médicos para os parceiros de sua rede credenciada.

Gráfico 15 - ROE da Operação Saúde vs ROE Consolidado da Porto Seguro

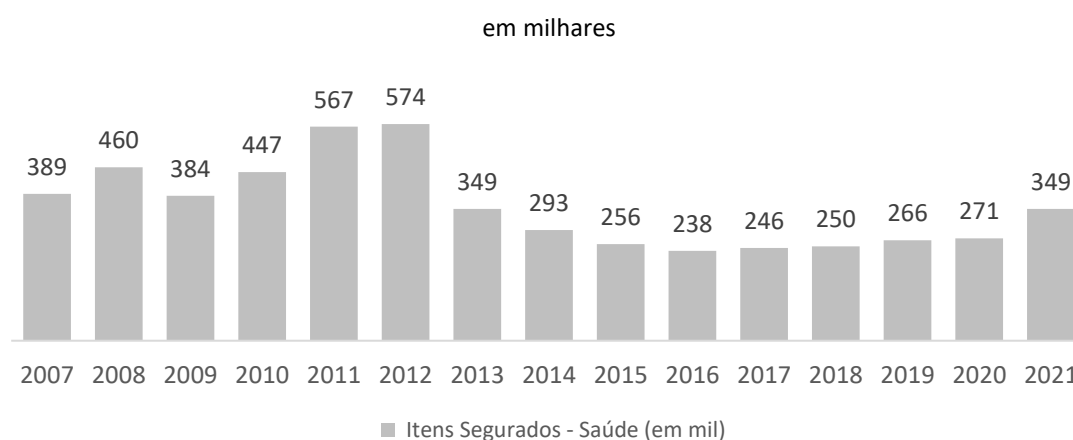


Fonte: Porto Seguro RI

Pelo gráfico 16 percebe-se que a carteira de beneficiários da Porto Seguro já foi inclusive maior em número de segurados do que atualmente. Hoje a companhia possui cerca de 350 mil beneficiários, mas no passado já possuiu uma carteira superior a 570 mil beneficiários. O passado da operação de saúde da empresa pode ser explicado pelo movimento de venda da carteira de planos individuais para a Amil em 2006 devido à dificuldade de rentabilidade desta operação. Depois disso, a companhia passou por um

período de racionalização de contratos deficitários em busca do restabelecimento de margens principalmente em 2012 a 2013. Em seguida, tentou equilibrar financeiramente a operação durante os anos 2014 a 2016. Apenas em 2021, a companhia voltou a crescer em número de beneficiários devido aos investimentos na área com contratação de executivos de mercado e implantação de muitos processos com as melhores práticas e digitalização que têm o potencial de trazer mais efeitos positivos a longo prazo.

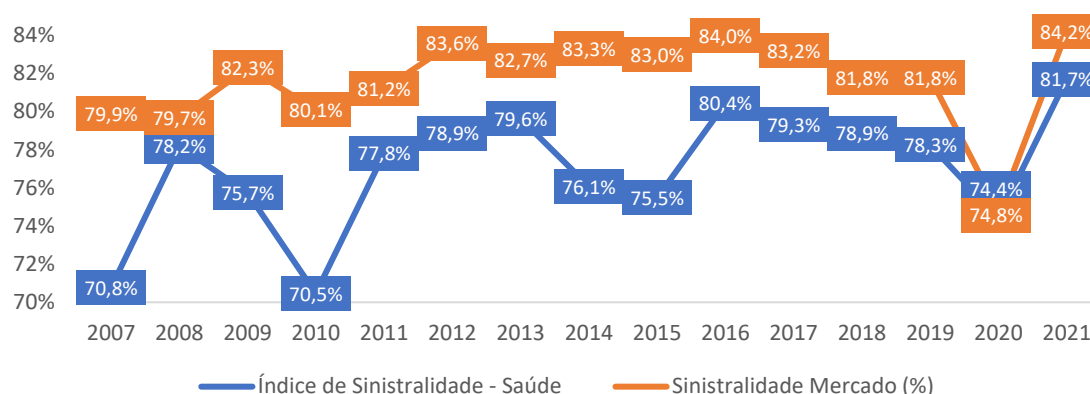
Gráfico 16 - Evolução da Carteira de Beneficiários



Fonte: Porto Seguro RI

Junto com movimento de diminuição da carteira de beneficiários e a estratégia de priorização de margens e rentabilidade, a companhia conseguiu apresentar um índice de sinistralidade controlado e sempre abaixo do índice de sinistralidade do mercado (Gráfico 17). Isso demonstra o bom desempenho da companhia numa área que até então não vinha recebendo tanta atenção da alta direção.

Gráfico 17 - Comparação Sinistralidade Porto Seguro vs Sinistralidade do Mercado

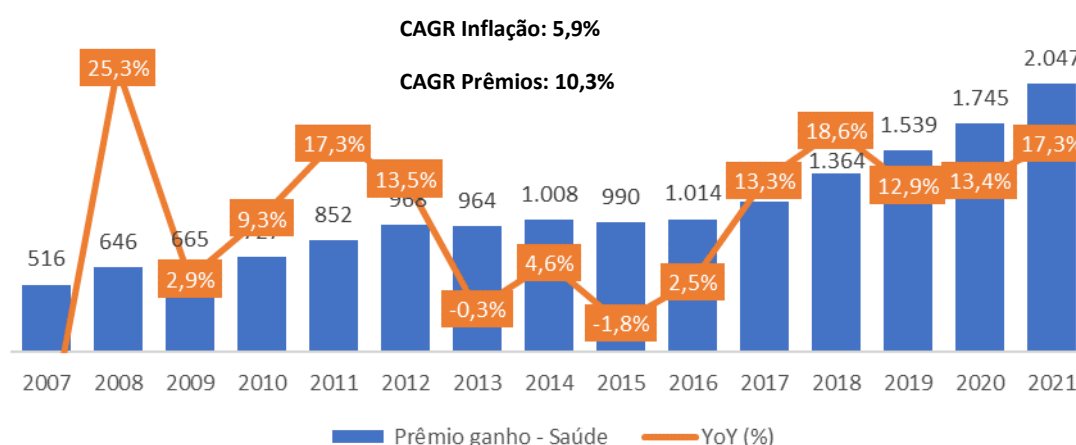


Fonte: Porto Seguro RI; ANS

A carteira de prêmios de seguros saúde emitidos pela Porto Seguro apresentou um crescimento médio de 10,3% ao ano entre 2007 a 2021, enquanto a inflação média no mesmo período foi de 5,9% ao ano (Gráfico 18). Trata-se de um ponto positivo, em um período que a empresa racionalizou a quantidade de pessoas seguradas e focou mais em rentabilidade do que crescimento o que evidencia a qualidade da gestão ao longo desses anos.

Gráfico 18 - Evolução da Carteira de Prêmios Emitidos

em R\$ Milhões

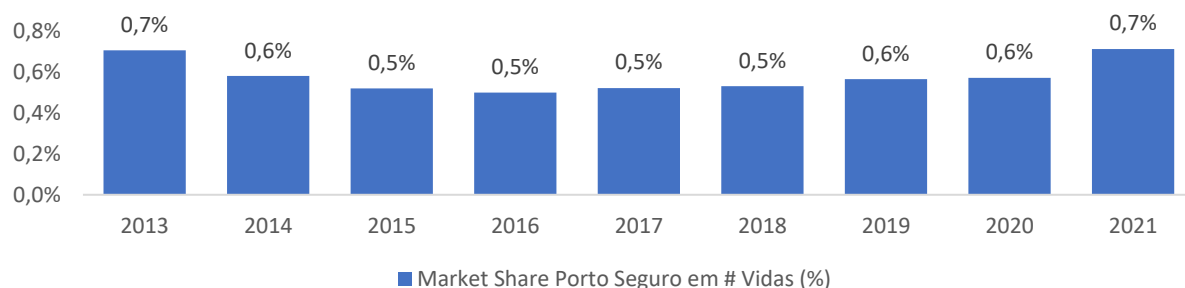


Fonte: Porto Seguro RI

A Porto Seguro sempre foi uma operadora de saúde pequena, sem destaque nacional em número de vidas seguradas e possuindo uma abrangência geográfica limitada, focada principalmente na região metropolitana de São Paulo. Por essa razão a

participação da companhia no *market share* nacional em número de vidas é baixa (Gráfico 19).

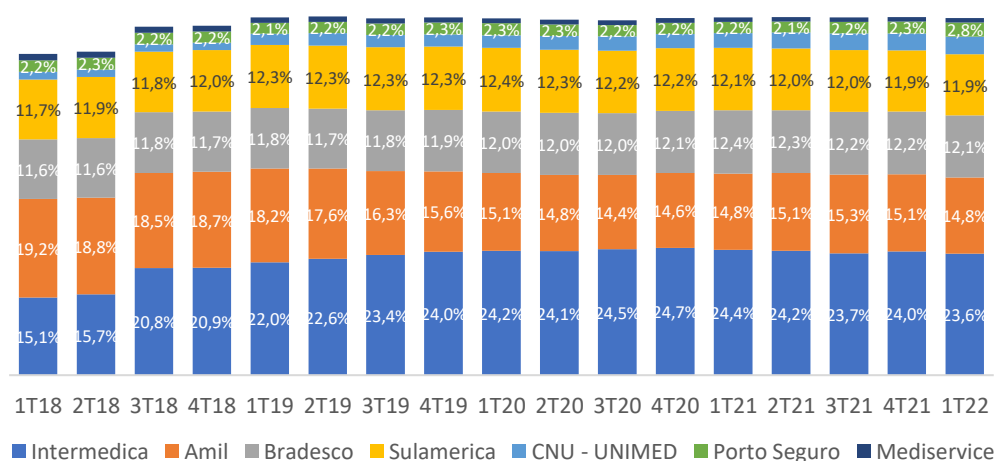
Gráfico 19 - Market Share Nacional em número de vidas



Fonte: Porto Seguro RI

Ao analisar o mercado de planos de saúde na região metropolitana de São Paulo, vemos uma região com presença muito forte das principais operadoras nacionais de planos de saúde como Notre Dame Intermédica, Sulamerica, Amil e Bradesco Seguros. A Porto Seguro ainda é uma operadora pequena na região, porém é possível identificar (Gráfico 20) que o *share* da empresa vem crescendo, principalmente a partir do terceiro trimestre de 2021, e seu plano é de ganhar mais participação de mercado nos próximos anos.

Gráfico 20 - Market Share Região Metropolitana de São Paulo (%)

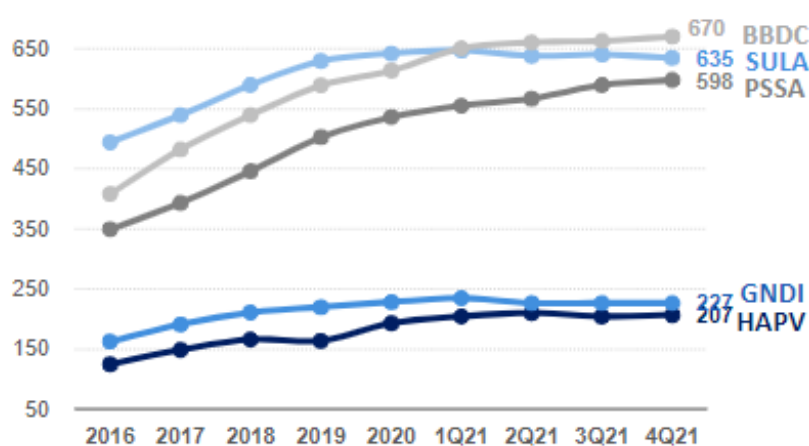


Fonte: ANS

5.1 Comparação com concorrentes

A Porto Seguro é uma seguradora e não possui nenhum ativo imobilizado para prestação de serviços como hospitais ou clínicas. Ela é responsável pela subscrição dos seguros, cabendo aos parceiros da rede credenciada realizar os serviços médicos. O perfil de atuação da seguradora pode ser considerado *Premium* dado o ticket médio relativamente alto de seus planos de saúde (Figura 2). Os principais concorrentes da Porto Seguro são operadoras de planos de ticket médio elevado como Bradesco, Sulamerica e Amil.

Figura 2 - Ticket Médio das principais operadoras de saúde



Fonte: Relatório BTG Pactual 2022

Onde:

- BBDC = Bradesco Seguros
- SULA = Sulamerica
- PSSA = Porto Seguro
- GNDI = Grupo Notre Dame Intermédica
- HAPV = Hapvida

A Bradesco (BBDC) é uma concorrente comparável perfeita pois, também é uma seguradora e não verticalizada. A Sulamerica (SULA) poderia ser considerada uma comparável perfeita até 2022. Entretanto, em uma transação anunciada em fevereiro de 2022, a Sulamerica foi adquirida pela rede de hospitais do grupo D'Or e, assim, este grupo tornou-se totalmente verticalizado, abrangendo tanto hospitais quanto uma

operadora de planos de saúde. Porém, os resultados históricos da Sulamerica até a atualidade podem ser usados como uma boa base para fins de comparação com o desempenho da área de saúde da Porto Seguro. Outro concorrente *premium* é a Amil. Porém, esta é um *player* totalmente verticalizado possuindo uma operadora de plano de saúde que realiza a subscrição e uma rede de hospitais própria, a Rede das Américas.

Além dos concorrentes diretos mencionados, há também, operadoras verticalizadas, mas que atuam no segmento *low-cost*. A Hapvida e a NotreDame Intermédica, que recentemente concluíram o processo de fusão em 2021, criando a maior operadora nacional como mostrado anteriormente no gráfico 9 de *market share*. Um outro concorrente relevante, são as Unimeds que são operadoras do tipo cooperativas médicas. Atualmente há 347 Unimeds ativas segundo a ANS, mas que não possuem um perfil de atuação coeso. Existe uma grande variedade de perfis de modalidades de Unimeds, desde verticalizadas até aquelas que atuam apenas com a subscrição de planos. Assim como em relação ao público-alvo, há Unimeds que possuem um perfil de trabalho com planos mais simples e acessíveis financeiramente até Unimeds de planos *premium*. Essa discrepância de perfis de Unimeds ocorre devido ao modo como são geridas, sendo que cada cooperativa não pode interferir no modo de gestão de outra. Cada Unimed possui uma região geográfica de atuação exclusiva.

5.2 Resumo organização Unimeds

A Unimed por ser uma cooperativa, ela negocia em nome dos médicos associados contratos de prestação de serviços. O produto da associação é a prestação de serviços de assistência médico-hospitalar cujos clientes podem ser tanto empresas quanto pessoas físicas que comprem planos de saúde individuais.

A sua organização está dividida em “cooperativas de diferentes graus”:

- 1) Cooperativas de primeiro grau, ou “singulares”: com áreas de atuação exclusivas (um ou mais municípios).
- 2) Cooperativas de segundo grau, ou federações que, dependendo de sua área de atuação, podem ser intrafederativas – estaduais ou regionais – e interfederativas, todas com o mesmo status no organograma do sistema. A Central Nacional Unimed,

operadora criada em 1998 para atender às determinações da Lei 9.656, é assumida também como cooperativa de segundo grau.

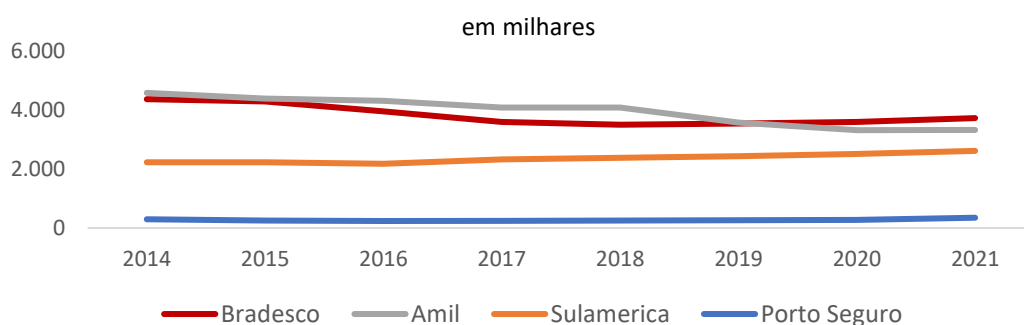
3) Cooperativa de terceiro grau, constituída pela confederação de âmbito nacional.

Os médicos filiam-se às singulares, as quais vinculam-se às federações que, por sua vez, respondem diretamente à confederação. A função indispensável das cooperativas, independente de qual seja o grau, é prestar serviços aos médicos associados e todas elas operam planos de saúde, em geral de cobertura correspondente ao seu nível na associação. Duas singulares não podem atuar na mesma região geográfica e apenas às federações é permitida uma sobreposição geográfica parcial. Os atendimentos ocorrem na rede de Unimeds locais, a partir do repasse de pagamento. Tal mecanismo permite que ocorra atendimentos entre as singulares, interligando as redes de serviços em nível nacional e viabilizando os planos regionais e nacionais.

5.3 Indicadores operacionais entre concorrentes

O presente trabalho focará numa análise comparativa das operações dos competidores que atuam no segmento dos planos de saúde de alta renda, mercado no qual a Porto Seguro atua e pretende ganhar maior notoriedade em número de vidas contratadas. A maior operadora de seguros de ticket médio elevado é a Bradesco Seguros, seguida da Amil e Sulamerica. É notória a diferença no número de beneficiários entre as três maiores e a Porto Seguro como mostra o Gráfico 9 e o Gráfico 21. A meta da Porto Seguro é atingir 1 milhão de vidas até 2025 e atuar focada nos estados de São Paulo, Rio de Janeiro e algumas praças como as regiões metropolitanas de Curitiba e Belo Horizonte. A intenção da Porto Seguro não é se tornar um plano de saúde nacional nos moldes da Bradesco Seguros, Amil e Sulamerica. Por isso, mesmo após o plano de expansão, ela permanecerá como uma operadora menor que as 3 líderes.

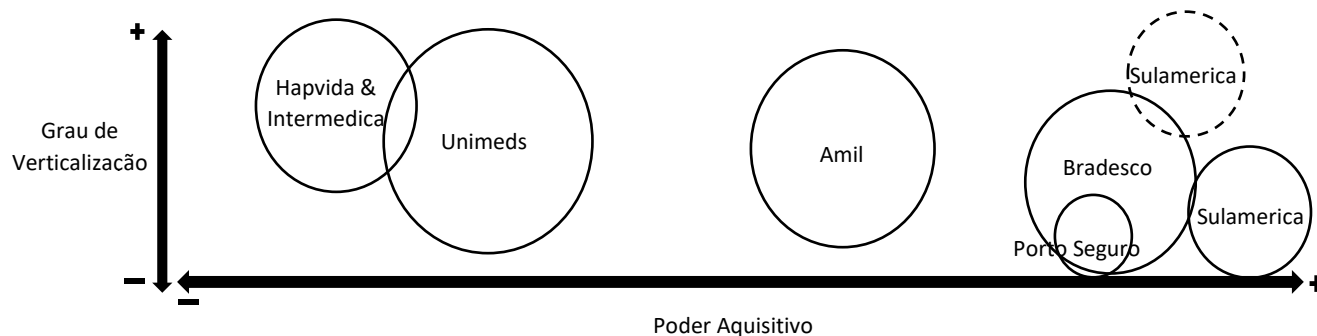
Gráfico 21 - Evolução do número de beneficiários das operadoras *premiums*



Fonte: ANS

Diante da diversidade dos tipos de operadoras de planos de saúde, o autor considerou pertinente realizar uma ilustração dos grupos estratégicos do mercado de Saúde Suplementar. Para isso, as principais operadoras foram posicionadas no mapa apresentado na Figura 3 considerando dois critérios: grau de verticalização e poder aquisitivo dos clientes. Cada um dos critérios de classificação foi colocado em um dos eixos do mapa. O tamanho das bolas corresponde à uma terceira variável que é a quantidade de beneficiários na carteira, logo quanto maior a bola de um *player* maior é o seu *market share* em número de vidas na carteira de beneficiários.

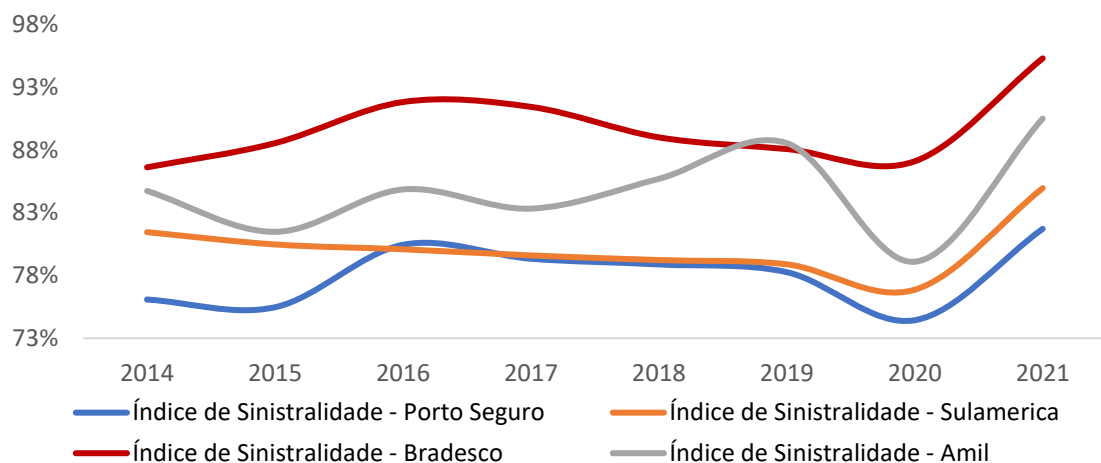
Figura 3 - Mapa Estratégico da Indústria de Saúde Suplementar



Fonte: Elaboração Própria

A análise dos principais indicadores operacionais das operadoras segue com a comparação do índice de sinistralidade e no índice combinado entre elas. É possível observar que os indicadores da Porto Seguro foram melhores em relação aos de seus competidores, principalmente em relação aos da Bradesco e Amil em ambos os quesitos segundo os gráficos 22 e 23. A partir de 2019, foi capaz de apresentar números melhores do que a Sulamerica.

Gráfico 22 - Evolução do índice de sinistralidade das Operadoras Premium



Fonte: ANS

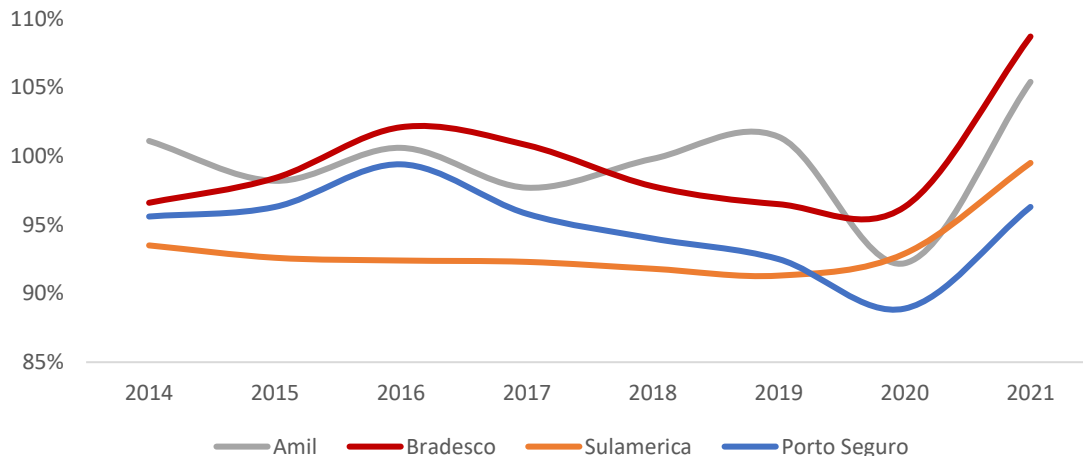
Em movimento oposto dos demais, os índices de sinistralidade tanto da Sulamerica quanto da Porto Seguro apresentaram uma tendência de queda refletindo o bom trabalho realizado pelas duas companhias ao longo dos anos com modelos de empacotamento junto aos hospitais credenciados, *know-how* de precificação dos planos e foco em carteiras rentáveis. Por outro lado, a Bradesco Seguros e a Amil tiveram índices de sinistralidade piores. A Bradesco Seguros recorrentemente apresentou uma sinistralidade maior, enquanto a Amil apresentou uma deterioração mais evidente desse indicador desde 2018. Em 2020, todas as operadoras apresentaram melhoras dos índices de sinistralidade devido à pandemia do Covid-19, pois os procedimentos eletivos foram suspensos ou postergados, além do receio da população em frequentar hospitais e clínicas devido ao risco de contaminação do vírus. Em 2021, ocorreu o movimento inverso com uma piora aguda dos índices de sinistralidades. As causas foram a demanda reprimida para cirurgias e tratamentos que não ocorreram em 2020, além de uma pressão inflacionária muito intensa no Brasil sobre insumos hospitalares. Esse efeito impulsiona ainda mais a inflação médica criando uma pressão sobre as margens dos hospitais que acabam sendo obrigados a repassar esses aumentos para as operadoras de saúde.

Em relação ao índice combinado das operadoras, é preocupante a situação financeira da Amil e da Bradesco Seguros, ambas com índices combinados acima de 100% ou muito próximos desse patamar. Tais resultados não foram pontuais. Isso indica

que suas operações são deficitárias e levanta a dúvida de quão sustentáveis são suas atividades. Enquanto isso, observamos índices combinados mais favoráveis para Sulamerica e Porto Seguro que podem se beneficiar da fragilidade financeira de suas concorrentes para ganhar participação de mercado.

Vale destacar o esforço realizado pela Porto Seguro para a diminuição do índice combinado. Este em 2016, era próximo de 100%, mas baixou para menos de 95% em 2019. Essa diminuição de cinco pontos percentuais é muito difícil, ainda mais em um setor que trabalha com margens apertadas e possui negociações complexas com os prestadores de serviços e com as empresas-clientes. Dessa maneira, qualquer ganho percentual é válido para a rentabilidade. Além disso, em 2021 o índice combinado ficou abaixo do da Sulamerica, podendo-se admitir que isso já é um reflexo do ganho de escala que a operação de saúde da Porto Seguro está conseguindo conquistar. É possível que esse índice da seguradora continue caindo ao longo dos anos, ainda mais quando a situação se normalizar após a pressão inflacionária e demanda reprimida.

Gráfico 23 - Índice Combinado das Operadoras Premium



Fonte: ANS

5.4 Liderança da operação de saúde da Porto Seguro

Anteriormente a 2021, a área de saúde possuía apenas um único diretor que se reportava ao diretor geral de seguros da Porto Seguro. Porém, em 2021, com a decisão da companhia de crescer a área de saúde e que esta ganhasse maior destaque dentro do resultado consolidado, a área foi reforçada.

Agora, o segmento de saúde possui um *CEO*⁶ próprio para realizar a gestão e trabalhar para que ela atinja os objetivos de crescimento pretendidos. Além disso, foram criadas três diretorias internas para auxiliar na administração.

As medidas de criar um cargo de *CEO* e cargos de diretorias internas, apenas reforçam o compromisso e o desejo da Porto Seguro para que sua área de seguro saúde cresça e ganhe mercado.

Tabela 4 - Diretoria da Operadora de Saúde

Nome e Cargo	Biografia
Sami Foguel CEO Porto Saúde	Administrador pela University of Michigan e <i>MBA</i> pela UNICAMP. Sami exerceu cargos de <i>CEO</i> na TIM Brasil e no grupo de laboratórios Alliar.
Marcelo Zorzo Diretor Executivo Saúde, Odontologia	Profissional que está há 15 anos na área de Saúde da Porto Seguro. Antes de ocupar atual posição foi diretor comercial das regiões Sul e Centro-Oeste e gerente responsável pelo estado de Santa Catarina. Anteriormente trabalhou 4 anos na Axa Seguros e depois mais 4 anos na Azul Seguros, todas como responsável pelas operações da região Sul do Brasil.
Hamilton Aparecido Cardomingo Diretor de Operações Saúde	Trabalha há 24 anos na Porto Seguro. Começou como auxiliar de escritório, passou pela área técnica de seguros até ser o responsável pelas operações de toda área de seguro saúde.
Carla Mita Schymura Diretora de Produtos	Larga experiência em marketing e produtos bancários. Trabalhou 5 anos no Santander, 6 anos no HSBC e 5 anos no Bradesco.

5.5 Produtos comercializados

Uma seguradora de saúde trabalha com planos que possibilitam a livre escolha de estabelecimentos ou médicos pelos clientes mesmo que não estejam na rede credenciada. Assim, o cliente recebe um reembolso de despesas de acordo com os limites estabelecidos no plano contratado. No caso dos produtos da Porto Seguro, os reembolsos variam de R\$95,04 até R\$714,40⁷ a depender do plano contratado.

- Plano Diamante: rede credenciada mais ampla oferecida pela Porto Seguro Saúde, contando com Serviços *Premium* exclusivos, atendimento personalizado e direito a apartamentos em acomodações hospitalares. Dentre os Serviços *Premium*, estão incluídos: Sala VIP no Hospital Albert Einstein, reembolso para consultas e exames

⁶ Termo em inglês *Chief Executive Officer*

⁷ Valores referenciados de junho de 2022

simples em até 48 horas úteis, coleta domiciliar de exames, cobertura de reembolso para vacinas, remoção em ambulância simples (do hospital para a residência a pedido médico), seguro-viagem, apoio ao viajante, descontos do Porto Seguro Faz⁸, entre outros. O Plano Diamante oferece reembolso para atendimentos médicos fora da rede conveniada em até R\$714,40;

- Plano Ouro: oferecimento de rede credenciada ampla, flexibilidade para solicitação de reembolsos de consultas, exames e direito a apartamentos em acomodações hospitalares. O Plano Ouro oferece reembolso para atendimentos médicos fora da rede conveniada em até R\$167,20;
- Plano Ouro Max: oferecimento dos serviços prestados ao Plano Ouro com reembolso para atendimentos médicos fora da rede conveniada em até R\$280,00;
- Planos Prata, Bronze e Cristal: grupo de planos de saúde mais simples considerados de planos de “ataque”, oferecem uma cobertura mais limitada à rede conveniada quando comparado com a dos planos supracitados. Tal estratégia tem o intuito de tornar o valor desses planos mais acessível e aumentar o mercado endereçável da seguradora. Além disso, os planos desse grupo possuem algumas alterações como na categoria de acomodação (em enfermaria ou apartamento) em hospitais e no nível de cobertura da rede credenciada, entre outras. Os Planos Prata, Bronze e Cristal oferecem reembolso para atendimentos médicos fora da rede conveniada em até R\$95,04.

5.6 Principais Riscos

5.6.1 Imagem associada ao seguro automóvel

A Porto Seguro é uma seguradora com alto poder de marca, sendo *top of mind*, detentora de uma das marcas mais valiosas do país segundo a Interbrand. Podemos verificar pela figura 4, que a Porto Seguro consta como a 17ª marca mais valiosa no mercado brasileiro.

⁸ Empresa da Porto Seguro que oferece serviços assistenciais a domicílios e automóveis, tanto emergenciais quanto de conveniência

Figura 4 – Marcas mais valiosas pela Interbrand

20 marcas mais valiosas em 2021 segundo a Interbrand

Marca	Seguimento	Posição	Marca	Seguimento	Posição
	Serviços Financeiros	1º		Serviços Financeiros	11º
	Serviços Financeiros	2º		Varejo	12º
	Bebidas Alcoólicas	3º		Energia	13º
	Bebidas Alcoólicas	4º		Telecom	14º
	Cosméticos	5º		Serviços Financeiros	15º
	Serviços Financeiros	6º		Saúde	16º
	Energia	7º		Seguros e Serviços Financeiros	17º
	Varejo	8º		Varejo	18º
	Telecom	9º		Varejo	19º
	Varejo	10º		Varejo	20º

Fonte: <https://www.infomoney.com.br/negocios/as-25-marcas-mais-valiosas-do-brasil-em-2021-segundo-a-interbrand/>

Entretanto, a imagem da Porto Seguro está muito associada ao seguro de automóvel e não ao de saúde. Por isso, muitas empresas ao realizarem a cotação para um plano de saúde sequer pensam em realizar uma cotação com a Porto Seguro.

Diante desse cenário, a empresa terá que realizar investimentos em marketing para divulgar a marca e o produto no âmbito de seguro saúde, mercado em que empresas como a Sulamerica, Amil e a Bradesco Seguros estão bem estabelecidas há muito tempo. Dessa forma, o desafio aqui é desassociar a imagem da Porto Seguro de ser uma empresa que oferece apenas o seguro automóvel e mostrar à população que ela trabalha também com seguro saúde.

5.6.2 Força comercial

A Porto Seguro conta com cerca de 35 mil corretores de seguros vendendo seus produtos. A companhia em seus comunicados e entrevistas para a imprensa e o mercado expõe o desejo de reaproveitar os mesmos corretores do seguro automóvel para comercializar também os seguros de saúde. Uma ressalva em relação a esses corretores é o seu público-alvo como clientes. Os corretores de seguro automóvel

comercializam diretamente com as pessoas, canal chamado de B2C (do inglês *Business to Consumer*), enquanto no mercado de planos de saúde há apenas a comercialização de planos corporativos, ou seja, para empresas, canal chamado de B2B (do inglês *Business to Business*).

Dessa maneira, em um primeiro momento há um choque cultural no perfil e na abordagem dos clientes. O corretor da Porto Seguro acostumado a conversar com pessoas, agora terá que abordar empresas e vender os planos de saúde diretamente para os donos ou responsáveis da área de recursos humanos.

A Porto Seguro comenta que está treinando e capacitando seus corretores de seguro para poderem vender os planos de saúde. Nas palavras da companhia, esta ação chega a ser um trabalho de “catequese”. O seguro saúde é um produto mais complexo que o seguro automóvel, requer maior especialização e entendimento do corretor para a venda do produto e compreensão de todas as normas da ANS e coberturas possíveis.

Hoje, menos de 2% da base de corretores da Porto comercializam o produto saúde. A companhia vem expondo os benefícios da venda dos planos de saúde como o seu ticket médio mais elevado, destacando a comissão ganha no momento da venda. Além de que isso, agregaria mais um produto ao portfólio do corretor de seguros, aumentando a sua diversificação.

5.6.3 Qualidade do produto

Há sempre o risco de um novo produto ao ganhar escala e visibilidade não manter o mesmo desempenho de quando a sua escala era menor devido a mudanças de processos, sistema e pessoas. Além disso, há dúvidas dos clientes em relação à qualidade do produto, qualidade de serviço, tempo de resposta no caso de internação.

A Porto Seguro é muito conhecida, principalmente no mercado automobilístico, pela qualidade dos serviços assistenciais aos seus clientes e esta é uma das razões para que a marca Porto Seguro conste entre as 20 marcas mais valiosas do país. A mensagem da companhia é que o mesmo serviço de excelência do produto seguro automóvel, agora será replicada no produto saúde, e segundo eles, será a melhor experiência do mercado.

6 AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA

Após a análise do modelo de negócios da operadora de saúde da Porto Seguro, neste capítulo é apresentada uma avaliação econômico-financeira da companhia. Para isso, foi desenvolvido um estudo tanto do desempenho histórico quanto de avaliação das metas futuras da companhia para a projeção de métricas. O objetivo final é mensurar o valor justo da operadora de saúde da Porto Seguro e para isso será utilizado o método de desconto de dividendos, explicado no capítulo de fundamentação teórica, na seção 2.6.3 “Modelo de Desconto de Dividendos.

Para aplicar o método de desconto de dividendos de forma consistente, é fundamental definir antecipadamente o horizonte de projeção que será aplicado. Neste estudo, o horizonte adotado foi o de seis anos, projetando-se os fluxos de dividendos até 2026. A razão para isso, é a necessidade de terminar as projeções em um ano, em que se espera que a operadora alcance a maturidade no segmento em que pretende crescer. Entre 2022 a 2025, a área de saúde deve passar por um período de crescimento acelerado que não refletirá a operação perpétua da companhia. Logo, após a fase de expansão acelerada da companhia, a sua evolução tenderá a seguir o crescimento da economia do país, sujeitando-se ao comportamento da inflação.

6.1 Projeções de dados macroeconômicos

A projeção dos dados macroeconômicos é muito importante para a presente avaliação econômico-financeira, pois estes impactam estimativas de métricas financeiras, além de serem bases para a projeção do crescimento de receita e das despesas. As projeções macroeconômicas utilizadas foram dos seguintes indicadores:

- CDI: O Certificado de Depósito Interbancário é um título de curtíssimo prazo emitido pelos bancos com a função de que eles emprestem e tomem recursos entre si de um dia para o outro. O CDI possui o prazo de vencimento de um dia útil. A existência do CDI deve-se à regulação do sistema financeiro pelo Banco Central que determina que os bancos devem encerrar todos os dias com saldo positivo de caixa. É uma medida de segurança que procura assegurar que o sistema financeiro seja estável e esteja saudável. Por isso, a

taxa CDI é utilizada como referência sobre taxas de juros de empréstimos e o retorno de aplicações financeiras no país;

- IPCA: Índice Nacional de Preços do Consumidor, calculado pelo IBGE. Representa a inflação de uma cesta de produtos e serviços referentes ao consumo pessoal das famílias, e é o índice de referência do sistema de metas para a inflação utilizado pelo Banco Central;
- PIB: Produto Interno Bruto, calculado pelo IBGE. Representa a soma de todos os bens e serviços finais produzidos em um ano, refletindo o quanto de riqueza foi gerada pela economia de um país no período calculado, geralmente em uma janela de um ano. O crescimento ou a queda do PIB de um país é um importante indicador para analisar o desempenho econômico de um país.

Para a projeção dos dados foram utilizadas as estimativas que o banco Itaú BBA calcula e disponibiliza em seu *site*⁹ a todos interessados. O autor considerou pertinente a utilização dos dados desta organização para as projeções do presente trabalho por ela ser uma instituição séria e confiável, cujas informações disponibilizadas conferem uma boa base de expectativa para as variáveis macroeconômicas futuras utilizadas. A tabela 5 apresenta a projeção dos indicadores macroeconômicos considerados no presente estudo.

Tabela 5 – Projeção Variáveis Macroeconômicas

Projeção de variáveis macroeconômicas¹⁰

		2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
PIB	%	1,0%	0,2%	2,2%	1,9%	1,9%
CDI	%	12,4%	12,1%	8,6%	7,7%	6,7%
IPCA	%	8,5%	4,2%	3,3%	3,0%	3,0%

Fonte: Itaú BBA maio 2022

6.2 Modelagem

⁹ <https://www.italy.com.br/italybb-pt/analises-economicas/projecoes>

¹⁰ Sufixo P refere-se a dado resultante de uma projeção

Como explicado anteriormente, a Porto Seguro estabeleceu um plano ambicioso para o crescimento de sua carteira de vidas seguradas, sendo que a meta principal é atingir em 2025 um total de 1 milhão de beneficiários. Para isso, a seguradora expandirá a sua atuação para além da região metropolitana de São Paulo, rumo ao interior do estado de São Paulo, região metropolitana do Rio de Janeiro, principais regiões metropolitanas da região sul do Brasil e a região metropolitana de Belo Horizonte. Juntamente com a expansão cobertura geográfica, a empresa investirá no marketing do seguro saúde para criar uma imagem de marca mais conhecida nesse mercado, dado que a imagem da seguradora Porto Seguro é muito correlacionada ao seguro automóvel.

Diante de tal desafio da companhia, o autor considerou dois cenários para embasar o desenvolvimento das projeções e sua análise e assim obter um intervalo para o valor justo da área de saúde da Porto Seguro sujeito às diferentes possibilidades de evolução das ações visando o crescimento. Os cenários construídos para o presente trabalho são apresentados a seguir:

- Cenário 1: Companhia atinge a meta de 1 milhão de beneficiários em 2025 e é bem-sucedida nos demais indicadores operacionais. Constitui um cenário otimista.
- Cenário 2: Companhia não atinge a meta de 1 milhão de beneficiários em 2025 e enfrenta dificuldades nos indicadores operacionais. Esse cenário pode ser considerado pessimista.

6.3 Projeção de receita

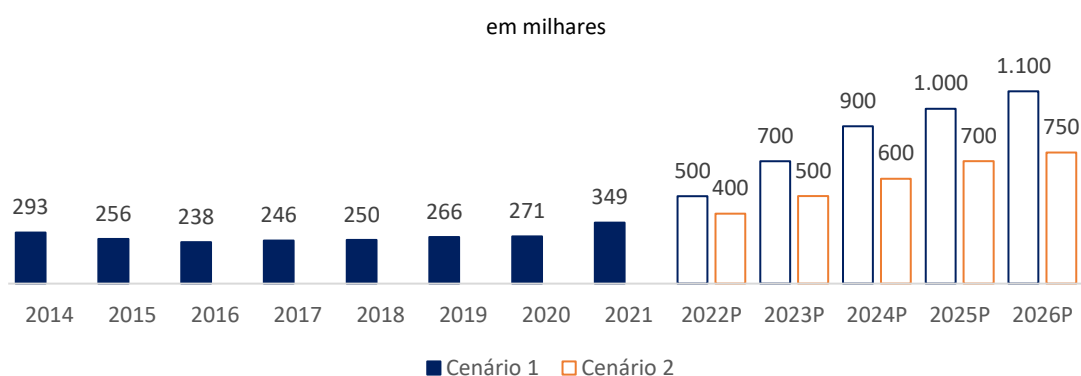
As projeções realizadas foram desenvolvidas em planilha *Microsoft Excel*®, em linhas que se comunicam entre os documentos contábeis projetados e as abas contendo os cenários construídos.

A projeção de receita é muito importante para a modelagem da operadora de saúde. Na planilha desenvolvida, a partir dessa linha é que várias outras essenciais são projetadas para se calcular o valor justo como a sinistralidade, despesas de comercialização, despesas administrativas e *capex*. Para a construção da linha de receita, foi considerada a fórmula 24 que define a forma de construção matemática dos prêmios emitidos:

$$\text{Prêmios Emitidos} = \text{Ticket Médio} \times \text{N}^{\circ} \text{ de Beneficiários Totais} \quad (24)$$

A modelagem da evolução do quadro de beneficiários considerou duas velocidades de crescimento. O cenário 1, considerou uma adição líquida de 200 mil vidas por ano entre 2022 e 2025. Neste cenário, a operadora atinge a marca de um milhão de vidas em 2025, e depois o ritmo de crescimento da base de beneficiários diminui para metade em 2026 com 100 mil novas vidas por ano. O principal pilar que sustenta esse ritmo de crescimento é o ganho de *share* sobre a Bradesco Seguros e principalmente sobre a Amil. A gestão de ambas as operadoras enfrenta dificuldades, sendo que a última está em processo de venda e descontinuação da sua operação no Brasil pelo seu controlador¹¹. No cenário 2, por sua vez, foi assumida somente a metade da adição líquida do cenário 1. Isso faria a operadora atingir uma marca 30% menor em relação à meta divulgada. Assim teria um crescimento de 100 mil vidas entre 2022 e 2025 e de 50 mil vidas em 2026. O que permeia o cenário 2 é a dificuldade da companhia em conseguir conquistar maior participação de mercado e a dificuldade dos corretores de seguro de automóveis, com quem a Porto Seguro está trabalhando, para se converterem também em corretores de seguro de saúde, acessar as empresas e terem sucesso nas vendas dos planos.

Gráfico 24 – Projeção N° de Beneficiários



Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

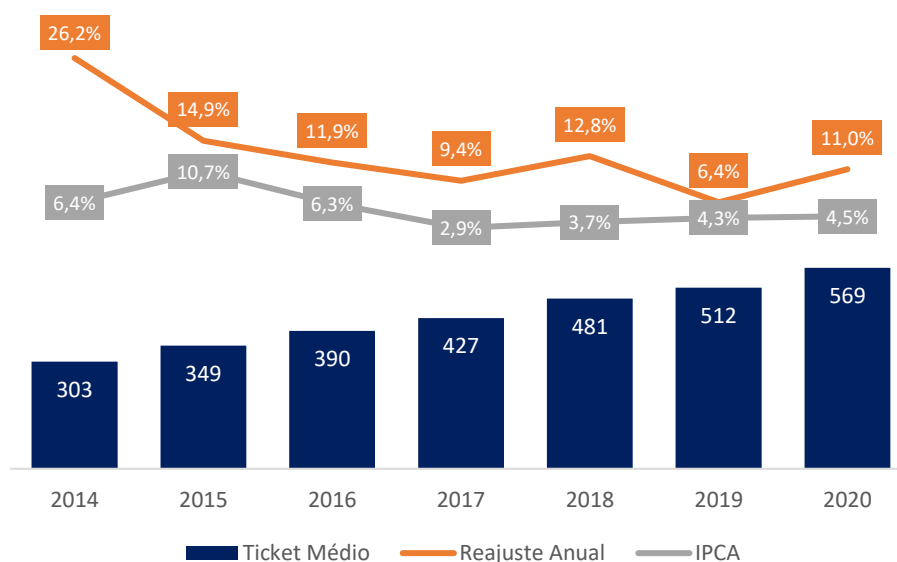
Para as projeções dos tickets médios utilizou-se as projeções dos dados macroeconômicos como ponto de partida. As fórmulas matemáticas para cada reajuste são expostas pelas fórmulas 25 e 26. No cenário 2 aplicou-se reajustes orientados pelo

¹¹ O controlado da Amil é o grupo de saúde norte-americano *United Healthcare*

IPCA, admitindo que a empresa repassa apenas a inflação sem ganhos adicionais na margem. Já no cenário 1, considerou-se um ganho real além da inflação, adicionando o crescimento real do PIB conforme a equação 25. Como mostra o gráfico 26, cada um dos cenários chega a diferentes valores de ticket médio. Consequentemente, todos esses fatores resultarão em valores de prêmios retidos diferentes.

O autor considera plausível o repasse real acima da inflação nos planos de saúde da Porto Seguro. O gráfico 25 ilustra o histórico de ticket médio da operadora e compara a evolução dos reajustes anuais com a inflação medida pela variação do IPCA no período de 2014 a 2020. Como é possível observar, os reajustes são recorrentemente superiores à inflação no mesmo período. Outro fator que possibilita à Porto Seguro realizar repasses acima da inflação é o fato de seus planos serem corporativos. As empresas, diferentemente de pessoas físicas, conseguem absorver melhor tais reajustes, uma vez que os planos de saúde oferecidos aos funcionários são tratados como um salário indireto. Segundo a corretora americana Aon¹², depois dos salários, o plano de saúde representa a maior despesa que as companhias possuem com os seus trabalhadores.

Gráfico 25 – Histórico Reajustes Porto Seguro



¹² <https://www.revistaapolice.com.br/2017/06/plano-de-saude-beneficios/#:~:text=Depois%20do%20sal%C3%A1rio%2C%20o%20plano,vem%20aumentado%20ano%20ap%C3%B3s%20ano.>

Fórmula Reajuste Cenário 1

$$Ticket\ Médio_n = Ticket\ Médio_{n-1} \times (1 + PIB\%_{n-1} + IPCA\%_{n-1}) \quad (25)$$

Fórmula Reajuste Cenário 2

$$Ticket\ Médio_n = Ticket\ Médio_{n-1} \times (1 + IPCA\%_{n-1}) \quad (26)$$

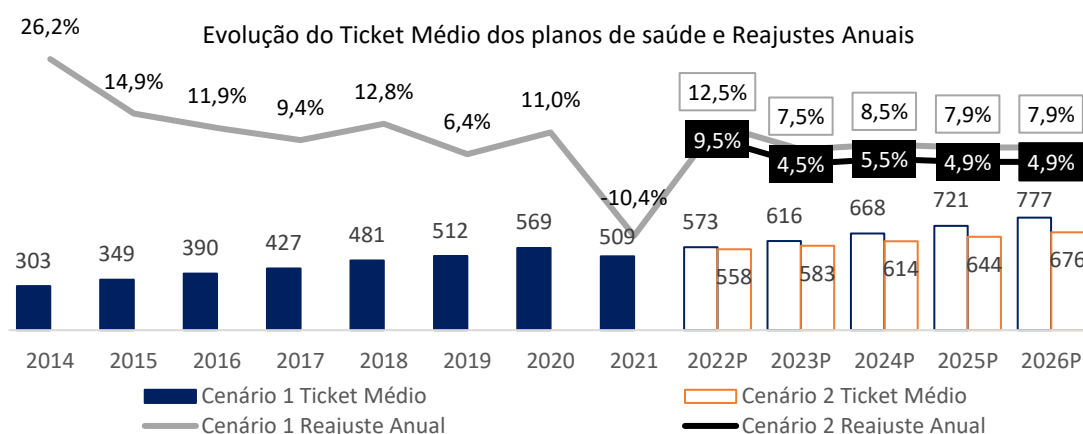
Onde:

n = Ano Considerado

$PIB\%_{n-1}$ = Taxa de Crescimento Real do PIB

$IPCA\%_{n-1}$ = Taxa de Inflação

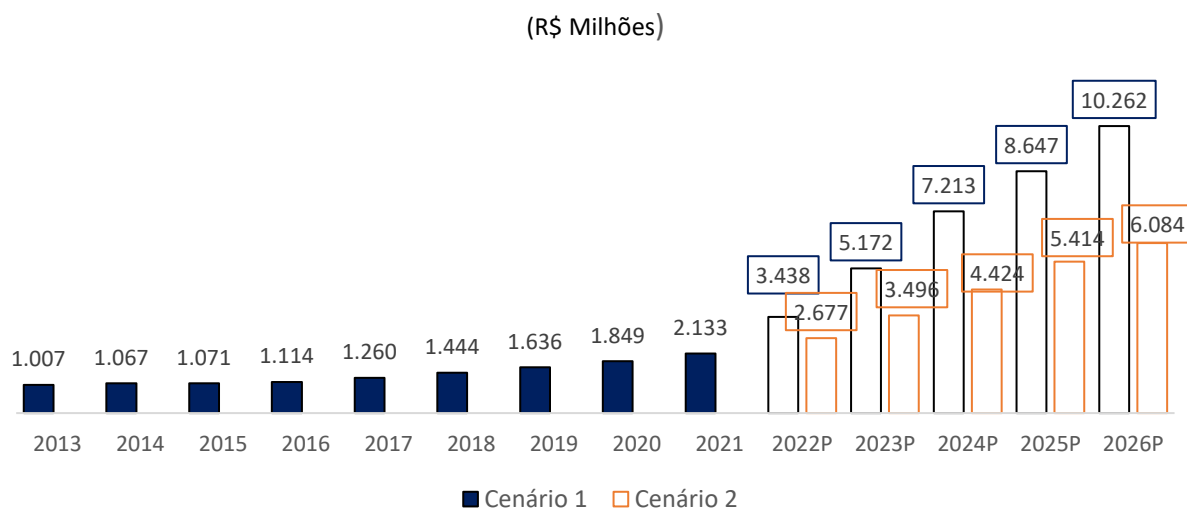
Gráfico 26 – Projeção Ticket Médio



Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

Aplicando a fórmula 24, é possível construir a projeção da receita da operadora de saúde da Porto Seguro. O gráfico 27 fornece uma visualização dos valores assim projetados sob a ótica de cada cenário considerando as circunstâncias específicas apresentadas anteriormente

Gráfico 27 – Projeção Prêmios Retidos



Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

Os prêmios ganhos que correspondem aos prêmios efetivamente recebidos por uma operadora de saúde, são calculados a partir dos prêmios retidos deduzidos das variações das provisões técnicas definidas anteriormente, e de impostos ¹³ e deduções relacionados à assistência de saúde. As alíquotas de impostos e deduções, e a proporção de variação sobre das provisões técnicas foram consideradas as mesmas para ambos os cenários, por serem consideradas variáveis não essenciais para a atividade operacional.

Os valores admitidos para a variação das provisões técnicas como uma porcentagem dos prêmios retidos foram calculados por meio da média dos últimos três exercícios, chegando no valor de 0,06%. Para os impostos e deduções foi projetado o valor de 1,0% perpetuando o valor de porcentagem de 2021 e por ser um valor próximo das alíquotas aplicadas entre 2017 e 2021.

Tabela 6 – Projeção Variação das Provisões Técnicas e Impostos e Deduções

Variação das provisões técnicas Impostos e Deduções	Unidade	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Variação das provisões técnicas	✓ R\$ 000	-571	-889	-1.196	-231	-1.804	-1.592	-2.074	-2.571	-3.090	-3.410
% Prêmios Emitidos	%	0,05%	0,06%	0,07%	0,01%	0,08%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%
Impostos e Deduções	✓ R\$ 000	-14.246	-16.384	-20.538	-25.885	-21.719	-26.537	-34.570	-42.853	-51.495	-56.828
% Prêmios Emitidos	%	1,1%	1,1%	1,3%	1,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%

Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

¹³ PIS, Confins e ISS

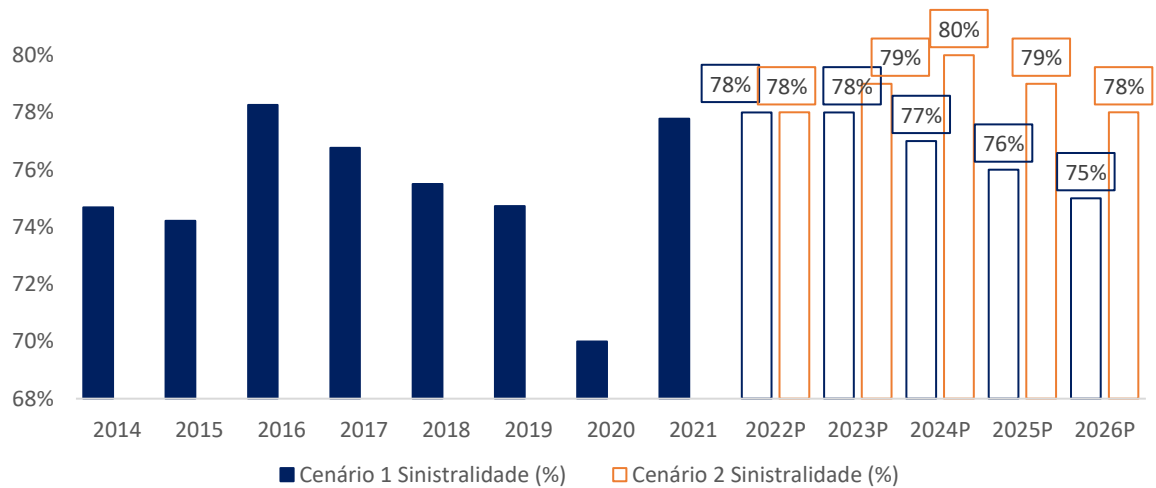
6.4 Projeção da sinistralidade

A média do índice de sinistralidade do seguro saúde entre 2014 a 2021 foi de 75,2%. A construção de cada um dos cenários seguiu o seguinte racional. No cenário 1, foi considerada a manutenção da sinistralidade no patamar de 78% igual à de 2021 nos dois anos subsequentes, mesmo que em 2021 tenha ocorrido um surto nos valores dos sinistros devido à demanda reprimida por conta da pandemia do coronavírus em 2020. Entretanto, a velocidade de crescimento da carteira de beneficiários da Porto Seguro buscada é muito elevada, algo que possibilita a inclusão de vidas não tão rentáveis na carteira o que pode prejudicar as margens. Além disso, segundo as expectativas do Itaú BBA, os próximos anos devem seguir com forte pressão inflacionária o que interfere nas atividades médico-hospitalares. Após 2023, admitiu-se que os níveis de sinistralidade, nos anos seguintes, diminuiriam como efeito positivo de diluição do impacto dos sinistros com a crescente elevação da escala de vidas seguradas. Surtindo este efeito, a sinistralidade convergiria para a média histórica anterior. Para que isso seja possível, a premissa fundamental considerada é de que a companhia terá sucesso na administração da sua carteira de vidas.

No cenário 2, foi considerada uma perspectiva mais pessimista para o desempenho da operação da companhia na gestão dos sinistros. Nos anos seguintes a 2021, ela enfrentaria uma piora da sinistralidade e não conseguiria manter o patamar de 2021. Nesse cenário, a companhia teria dificuldades de gerir a carteira com o seu crescimento e apenas em 2025 e 2026 seu índice de sinistralidade diminuiria com o benefício da diluição que o aumento da escala pode proporcionar.

A evolução da sinistralidade foi então projetada com base em tais premissas e suas estimativas são apresentadas no gráfico 28.

Gráfico 28 – Projeção Sinistralidade (%)



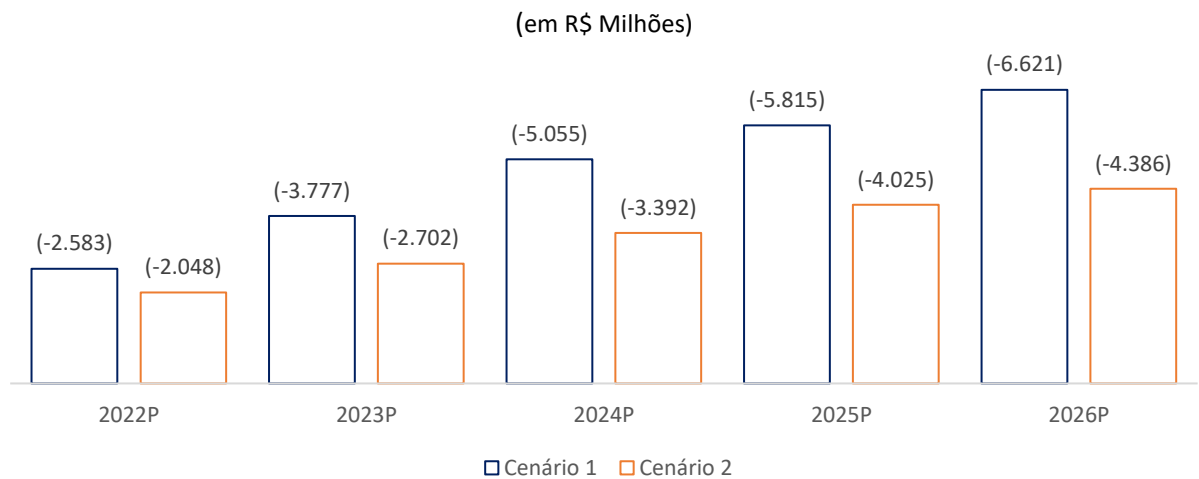
Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

A equação 27 estabelece a forma de estimação das despesas com sinistros e o gráfico 29 exhibe os resultados da projeção das despesas com base nela.

$$Despesa\ com\ Sinistros_n = Sinistralidade_n \times Prêmios\ Ganhos_n \quad (27)$$

n = Período Considerado

Gráfico 29 – Projeção Despesas com Sinistros



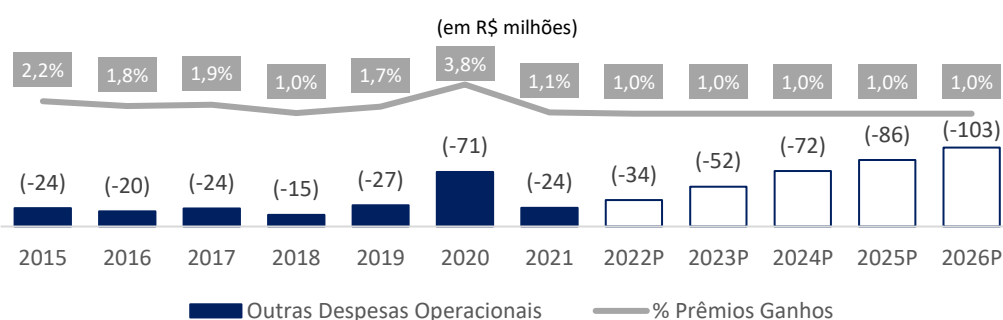
Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

6.5 Projeção das despesas

Em relação à linha de Outras Despesas Operacionais, esta é formada por gastos menores relacionados às operações dos planos de assistência à saúde. A Porto Seguro não

fornece muita abertura acerca das despesas que entram nesta conta. No entanto, por meio das demonstrações financeiras disponibilizadas¹⁴, é possível saber que tais despesas inclui outras despesas ligadas à operação de assistência à saúde, provisões para perdas sobre créditos e despesas não relacionadas à atividade fim de prestação de serviços de saúde. A Porto Seguro afirma que as Outras Despesas Operacionais devem seguir o crescimento dos prêmios da companhia. O pico registrado em 2020 pode ser considerado um *outlier* pois foi impulsionado por gastos não recorrentes causados pela pandemia. O valor observado em 2021, segundo os executivos da Porto Seguro Saúde, já representa um nível sob controle para essa linha de despesas que poderá ser mantido nos próximos anos e que para fins de modelagem, consideram 1,0% em relação aos prêmios ganhos. Portanto, projeta-se que permanecerão estáveis neste patamar em ambos os cenários (Gráfico 30).

Gráfico 30 - Projeção de outras despesas operacionais



Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

Em relação às Despesas de Comercialização, que são aquelas relacionadas às comissões pagas aos corretores de seguro pela venda dos seguros, também foi assumida uma premissa única para ambos os cenários em consideração. O racional para essa decisão foi considerar um índice único de comissão paga em relação aos prêmios ganhos aplicando uma política comercial agressiva que a companhia adotará para incentivar a venda dos seguros saúde na rede de corretores com que a Porto Seguro trabalha. O confronto dos cenários 1 e 2 possibilitará realizar uma análise de sensibilidade sobre os efeitos do nível de sucesso na adição líquida de beneficiários, segundo as seguintes duas situações:

¹⁴ <https://ri.portoseguro.com.br/informacoes-aos-acionistas/demonstracoes-financeiras-por-empresa/>

- 1) Porto Seguro conseguirá aumentar a quantidade de corretores de seguro automóvel aptos a vender seguro saúde;
- 2) Os mesmos corretores conseguirão vender os seguros de saúde para as empresas.

No cenário 1, como explicado anteriormente, admite-se que a companhia atinge a meta proposta de aumento dos beneficiários do seguro saúde, sendo o sucesso no ganho de participação de mercado sustentado por uma efetiva estratégia comercial. Nesse cenário, admite-se que a Porto Seguro conseguirá aumentar o número de corretores de seguros aptos a vender seguros de saúde em sua ampla base de aproximadamente quarenta mil corretores com a qual ela possui relacionamento, e que os mesmos se familiarizarão com o novo produto e obterão êxito em suas vendas.

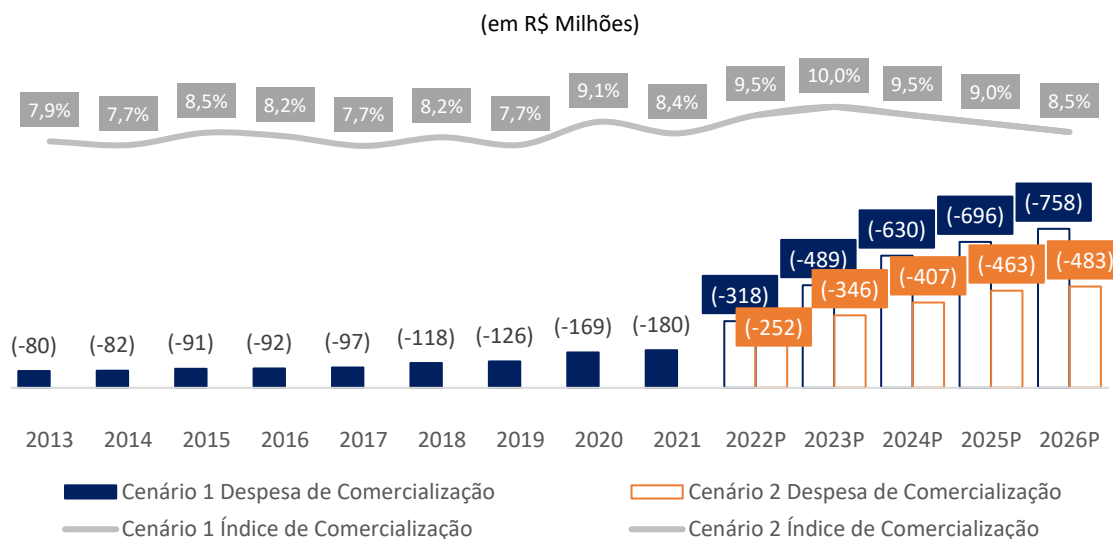
No cenário 2, como explicado anteriormente, a companhia não alcançaria a meta proposta para o aumento do número de beneficiários. As razões que embasam esse cenário são que apesar da companhia elevar o índice de comissão para incentivar as vendas de seu seguro saúde, a companhia não teria tanto sucesso na conversão de corretores de seguro automóvel em corretores de seguro saúde e mesmo entre aqueles que se habilitassem, muitos enfrentariam dificuldade de adaptação com o novo seguro e não conseguiriam atingir os resultados de vendas esperados. Consequentemente, isso dificultaria o ganho de *share* pela Porto Seguro. O gráfico 31 ilustra as projeções segundo os cenários.

$$\text{Despesa de Comercialização}_n = \text{Índice de Comissão}_n \times \text{Prêmios Ganhos}_n \quad (28)$$

Onde:

n = Período Considerado

Gráfico 31 - Projeção das Despesas de Comercialização



Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

Para a projeção das despesas administrativas utilizou-se uma razão em relação aos prêmios ganhos para se estimar os seus valores. No cenário 1, considerou-se um leve aumento da razão, em 2022, devido à continuidade dos investimentos em contratação de pessoal para a operadora de saúde da Porto Seguro que se intensificaram a partir de 2021 como explicado na seção 5.2 “Liderança da Operação de Saúde da Porto Seguro”. Em seguida, a área de seguros saúde, consegue diluir tais despesas por meio do crescimento de prêmios, fazendo com que o percentual da razão diminua ano após ano. Em conversas com gestores da Porto Seguro, foi informado que a operadora vem investindo na implementação de tecnologias de informação para tornar todos os processos administrativos o mais escalável possível e que os efeitos de tais investimentos poderão ser notado a partir de 2023.

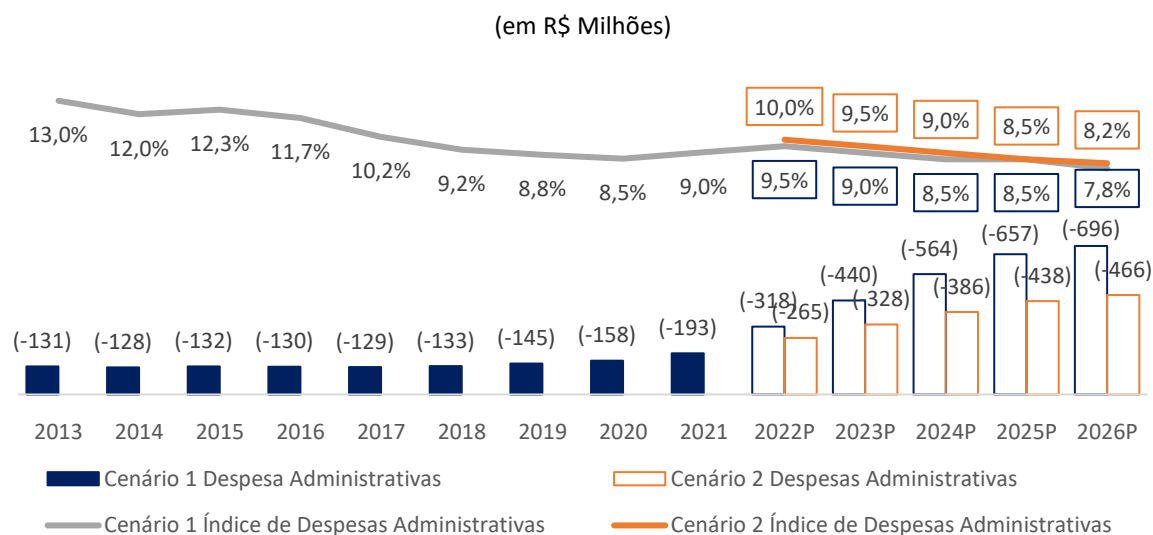
No cenário 2, por conta de um crescimento menor dos prêmios ganhos e os investimentos em pessoas para a área de saúde, a companhia atingiria um índice de despesa administrativa maior em 2022 em relação ao cenário 1 (10% vs 9,5%). O menor ritmo de crescimento dos prêmios faz com que haja menor diluição das despesas administrativas nos anos seguintes também como verificado no gráfico 32, no qual as projeções das Despesas Administrativas foram obtidas por meio da equação 29.

$$Despesa\ Administrativa_n = Prêmio\ Ganho_n \times Índice\ de\ Despesa\ Administrativa\ (29)$$

Onde:

n = Período Considerado

Gráfico 32 – Projeção Despesas Administrativas



Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

6.6 Projeção do resultado financeiro

Em relação ao Resultado Financeiro, esta linha é composta por i) rendimento do caixa da companhia junto com as reservas técnicas provisionadas, ii) pagamento de juros sobre passivos judiciais. O rendimento do caixa da empresa é a linha mais expressiva na composição do resultado. A operadora de saúde da Porto Seguro não possui dívidas e sempre trabalhou desalavancada sendo financiada pela sua controladora Porto Seguro.

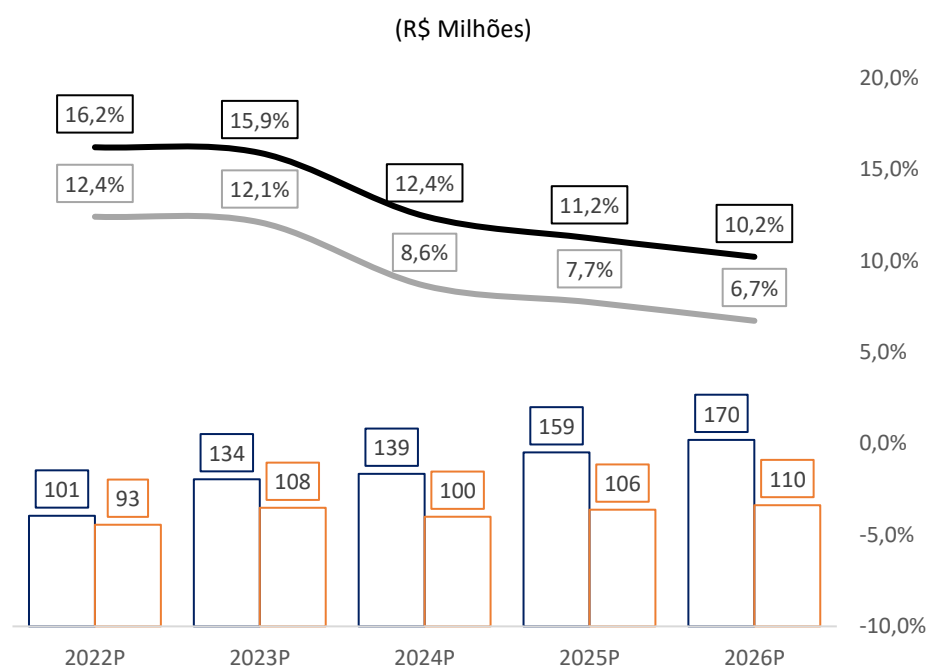
Para a projeção desta linha, utilizou-se a projeção dos dados macroeconômicos do Itaú BBA em relação ao comportamento da taxa CDI no futuro. Em conjunto, a companhia auxiliou explicando o processo de investimento do seu caixa e das reservas técnicas em aplicações de renda fixa bastante conservadoras que remuneram um pouco acima da taxa CDI. Quando a taxa de juros (CDI) está em níveis entre 11% e 13,5%, a companhia consegue um rendimento adicional de 3,5% e 4,0% ao ano sobre a taxa do CDI no mercado de renda fixa. Dessa maneira, para fins de simplificação de modelagem, o autor considerou um adicional de 3,8% ao ano sobre o rendimento da taxa CDI nas aplicações

financeiras da operadora de saúde. É possível perceber que a remuneração das aplicações financeiras oscila, pois esta segue o comportamento da taxa CDI que serve como base de referência. A partir de 2025, com a projeção prevista de queda dos níveis de juros segundo o Itaú BBA, admite-se que se os ganhos auferidos no mercado de renda fixa serão de menor magnitude, e considerou-se uma diminuição no ganho adicional sobre a taxa CDI de 3,8% para 3,5% ao ano.

Para as despesas financeiras da operadora de saúde, a companhia informou que por não possuir dívida, elas correspondem a variações monetárias de encargos sobre tributos. O *guidance* informado pela Porto Seguro em reuniões foi que esse passivo financeiro possui um rendimento médio de 2,7% ao ano sobre um valor fixo para todos os anos de R\$198,4 milhões para facilitar a modelagem.

As diferenças nominais de resultado financeiro entre os cenários são consequências das mudanças assumidas nas variáveis anteriores. No cenário 1 por ser mais otimista a companhia consegue gerar mais caixa, logo consegue ter mais dinheiro disponível nas aplicações financeiras. Já no cenário 2, por ser mais pessimista há menor disponibilidade de recursos, fazendo com que esta linha tenha menor relevância.

Gráfico 33 – Projeção Resultado Financeiro



Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

6.7 Projeção alíquota de imposto

A operadora de saúde da Porto Seguro possui reconhecimento tributário igual de uma seguradora, e a alíquota de imposto efetiva de CSLL¹⁵ e IRPJ¹⁶ aplicada sobre seguradoras é de 40%. Tal alíquota foi utilizada em todos os cenários projetados. O Autor considerou por questões de praticidade e inclusive por orientação da Porto Seguro em reuniões, para aplicar a alíquota efetiva teórica para a modelagem.

Pelo gráfico 34, é possível analisar que a companhia entre 2016 e 2020 possuiu uma alíquota efetiva menor ou acima da alíquota teórica de 40%. Isso deve-se às complicações tributárias que incidem sobre a alíquota efetiva paga, como incentivos fiscais, ações judiciais tributárias, ajustes diferidos, inovação tecnológica que podem aumentar ou diminuir a alíquota de imposto paga pela companhia no exercício social.

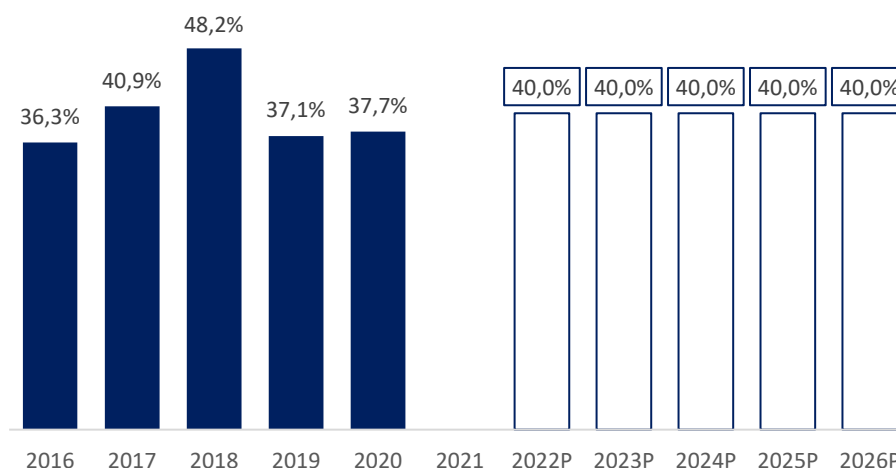
Em 2021, a operadora de saúde não pagou impostos e recebeu inclusive benefícios tributários, pois a Companhia efetuou a reversão do passivo diferido de IRPJ

¹⁵ Contribuição Social sobre o Lucro Líquido

¹⁶ Imposto sobre renda das pessoas jurídicas

e CSLL, no valor de R\$ 46.837, sobre atualização monetária de depósitos judiciais federais conforme decisão do STF (Supremo Tribunal Federal) sobre a recuperação de tributos pagos indevidamente (indébitos tributários) e em virtude da Circular nº 09/2021 emitida pelo IBRACON (Instituto dos Auditores Independentes do Brasil).

Gráfico 34 – Projeção Alíquota Efetiva (%)



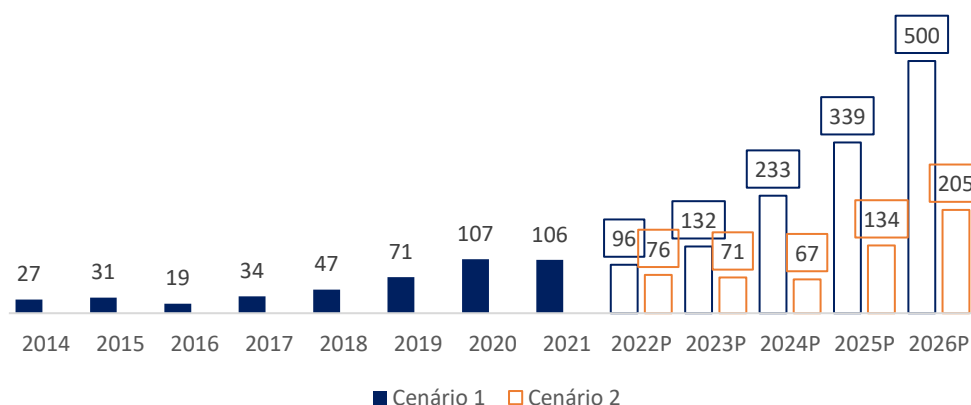
Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

6.8 Projeção lucro líquido e dividendos

O lucro líquido em cada um dos cenários é uma resultante de cada uma das linhas e suas respectivas variáveis. Logo é um produto de todos os aspectos abordados anteriormente como vemos no gráfico 35.

Gráfico 30 – Projeção Lucro Líquido

(em R\$ Milhões)

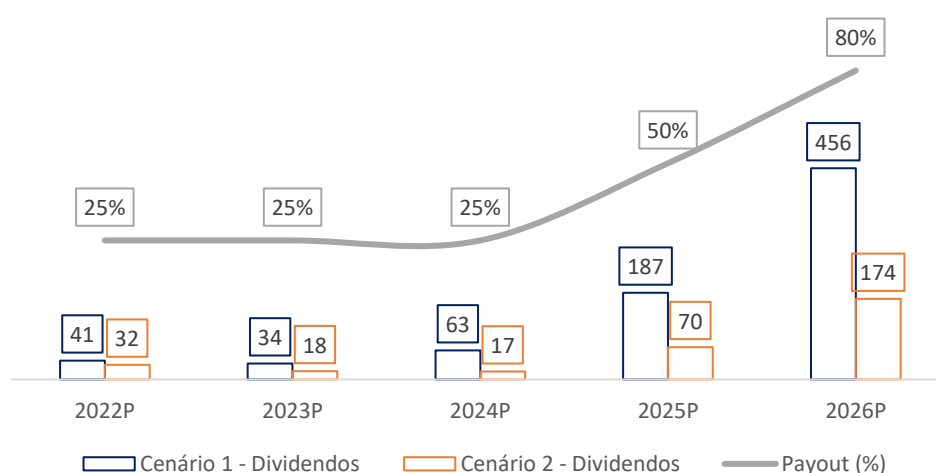


Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

Para ambos os cenários foi aplicada a mesma política de distribuição de dividendos, em inglês o termo utilizado é *payout*. A política mínima de dividendos da operadora de saúde é de 25%. Logo, quando a operadora estiver em um ritmo de crescimento mais acelerado ela manterá a política mínima de distribuição devido à necessidade de reinvestimento do seu lucro líquido, isso ocorre durante os anos de 2022 a 2024. Em 2025, o último ano do período de crescimento, admite-se que a companhia conseguiria aumentar sua distribuição de dividendos para 50% devido ao menor crescimento esperado. Em 2026, quando espera-se que a operadora de saúde atinja a maturidade em sua trajetória de crescimento (período que requer menor necessidade capital para sua operação), ela conseguiria distribuir uma parcela ainda maior de seu lucro para os acionistas controladores.

Gráfico 31 – Projeção Dividendos

(em R\$ Milhões)



Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

6.9 Determinação de valor justo

Após ter finalizado a projeção dos principais indicadores operacionais e financeiros da companhia para os anos do horizonte de projeção, é possível determinar a avaliação econômica e financeira – objetivo final do presente trabalho. A avaliação será embasada no método de desconto de dividendos, apresentado e descrito na seção de revisão bibliográfica.

6.9.1 Cálculo da Taxa de Desconto

Como mencionado e explicado no capítulo de fundamentos teóricos, optou-se pelo método do DDM (*Discounted Dividend Model*) para se calcular o valor justo da operadora de saúde da Porto Seguro. Assim sendo, a taxa de desconto utilizada é o Custo de Capital Próprio (K_e), calculado por meio do método do CAPM.

Para a taxa livre de risco, empregou-se o retorno da *10-year-treasury*: título de dívida emitido pelo governo dos Estados Unidos da América, com prazo de vencimento de dez anos. A partir do sistema de computador do terminal de dados fornecidos pelo serviço Bloomberg¹⁷ profissional da Bloomberg, o retorno apontado por este título no dia 16 de junho de 2022 era de 3,5% ao ano.

Uma vez que a Porto Seguro possui suas operações no Brasil – um país emergente – faz-se necessário somar, à taxa livre de risco, o prêmio de risco país. Este prêmio foi calculado a partir do CDS (*Credit Default Swap*) de dez anos do Brasil, que ainda segundo o terminal da Bloomberg, estava em 2,13 % ao ano no dia 16 de junho de 2022.

Em relação ao prêmio de risco de mercado, considerou-se as estimativas realizadas pela Duff & Phelps, uma consultoria especializada e de alto renome. Segundo estudos desta consultoria, no início de 2022, o prêmio de risco de mercado era de 5,5% ao ano.

Para cálculo do beta da empresa, foi utilizado o estudo do professor Aswath Damodaran, que estimou betas para mais de 100 setores da economia, com base em empresas negociadas na bolsa em diversos países. Segundo Damodaran, empresas seguradoras de saúde em países emergentes possuem um beta desalavancado 0,9. Como a operadora não possui dívidas, não é necessário realizar o cálculo do Beta alavancado.

Com os dados em questão, foi possível obter o K_e em US\$ da companhia. A tabela 7 ilustra os cálculos.

¹⁷ <https://www.bloomberg.com.br/>

Tabela 7 - Cálculo do K_e em US\$

Cálculo K_e	
Beta	0,9
US Treasury - 10 yr (bp)	350
Brazil risk spread (bp)	213
Equity risk premium (bp)	550
K_e (US\$)	11,6

Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

Ademais, é necessário converter a taxa de desconto em US\$ para a taxa em R\$. Dado que os dividendos a serem descontados estão em reais (moeda brasileira), para isso é necessário que a taxa de desconto também esteja na mesma moeda. Assim, apresenta-se o cálculo de obtenção do K_e em reais (tabela 8), tendo como base o diferencial de inflação de longo prazo entre Brasil (Itaú BBA) e Estados Unidos (Bloomberg).

Tabela 8 - Cálculo do K_e em R\$

Cálculo K_e em R\$	
K_e (US\$)	12,1%
Inflação de longo prazo Brasil	3%
Inflação de longo prazo Estados Unidos	2%
Diferencial de Inflação	0,98%
K_e (R\$)	13,10%

Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

Dessa maneira obteve-se, o Custo de Capital Próprio em R\$ de 13,10% ao ano. Tal valor será aplicado, a seguir, para o cálculo do valor justo da companhia através do modelo de dividendos descontados.

6.9.2 Modelo de desconto de dividendos

Seguindo o conceito apresentado no capítulo de fundamentos teóricos, para implementação efetiva do DDM (*Discounted Dividend Model*), é preciso projetar o lucro líquido da companhia e a distribuição dos dividendos que pertencem aos acionistas para chegar no valor justo da operadora de saúde.

Em relação ao crescimento na perpetuidade, este foi estimado com base no crescimento esperado para o PIB (Produto Interno Bruto) do Brasil no longo prazo, uma vez que ao a operadora de saúde atingir sua maturidade, espera-se que siga crescendo acompanhando o ritmo de crescimento da economia e, portanto, da variação do PIB do país. O cálculo do crescimento nominal da empresa na perpetuidade é apresentado na tabela 9,

com base nas projeções do Itaú BBA quanto à inflação e ao crescimento do PIB no longo prazo.

Tabela 9 - Cálculo do crescimento nominal

Crescimento Nominal na Perpetuidade	
Crescimento Real do PIB no longo prazo (ao ano)	1,9%
Inflação no Longo Prazo (ao ano)	3%
Crescimento Nominal na Perpetuidade (ao ano)	5,0%

Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

Como resultado, chegou-se no valor de mercado correspondente ao valor justo. A seguir são apresentadas as tabelas 10 e 11 contendo o cálculo do valor justo da operadora de saúde da Porto Seguro. No cenário 1, o valor justo calculado foi de R\$4.150 bilhões. Enquanto no cenário 2, o valor resultante foi de R\$1.711 bilhões.

Tabela 10 – DDM Cenário 1

Cenário 1

DDM	Unidade	2022	2023	2024	2025	2026	Perpetuidade (g=5,0%)
Lucro Líquido	R\$ 000	96.057	132.298	232.971	338.529	500.000	
Crescimento (%)	%		37,7%	76,1%	45,3%	47,7%	
Dividendos	R\$ 000	40.024	33.075	58.243	169.264	400.000	6.402.442
Payout Ratio (%)	%	25%	25%	25%	50%	80%	
Ke	%	11,6%					
Tempo	#	1	2	3	4	5	5
Fator de Desconto	#	1,1	1,2	1,4	1,5	1,7	1,7
VPL Dividendos	R\$ 000	35.876	26.575	41.948	109.278	231.482	3.705.127
Valor de Mercado							4.150.287

Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

Tabela 11 - DDM Cenário 2

Cenário 2

DDM	Unidade	2022	2023	2024	2025	2026	Perpetuidade (g=5,0%)
Lucro Líquido	R\$ 000	75.702	70.551	67.312	134.160	204.958	
Crescimento (%)	%		-6,8%	-4,6%	99,3%	52,8%	
Dividendos	R\$ 000	31.543	17.638	16.828	67.080	163.967	2.624.464
Payout Ratio (%)	%	25%	25%	25%	50%	80%	
Ke	%	11,6%					
Tempo	#	1	2	3	4	5	5
Fator de Desconto	#	1,1	1,2	1,4	1,5	1,7	1,7
VPL Dividendos	R\$ 000	28.274	14.172	12.120	43.307	94.888	1.518.792
Valor de Mercado							1.711.553

Fonte: Elaboração Própria e estimativas do autor

7 CONCLUSÃO

Com base no estudo realizado, conclui-se que a operadora de saúde da Porto Seguro possui um valor justo entre R\$4.150 bilhões e R\$1.711 bilhões. A seguradora consolidada vale em bolsa R\$11.974 bilhões (em valores do dia 17/06/2022). Assim, diante os cenários construídos para balizar as projeções, avalia-se que o valor da operação de saúde corresponda a de 14% a 35% do valor total da companhia.

Os estudos e as comparações apresentados ao longo do trabalho comprovam que a empresa possui um modelo de negócio forte e capaz de ser bem sucedido no mercado de saúde suplementar, podendo se beneficiar do foco que será dado para a operação de saúde e da fragilidade de concorrentes diretos para conquistar mercado e mais beneficiários para a sua carteira.

A companhia possui excelente gestão da sua operação de saúde que poderá ser replicada agora em uma nova escala. A companhia se preparou para tal movimento, possui excelentes executivos na liderança e um ótimo controlador para auxiliar a área de saúde em seu crescimento.

Quanto ao seu plano de expansão, verificou-se que está sustentado no crescimento no estado de São Paulo, nas principais regiões metropolitanas da região Sul, região metropolitana de Belo Horizonte e do Rio de Janeiro. A companhia trará um serviço de experiência diferenciado para os padrões da saúde suplementar, replicando a qualidade do serviço Porto Seguro no seguro automóvel, agora no seguro de saúde.

Durante o estudo foram mapeados, ainda, três riscos importantes que podem prejudicar o crescimento da Porto Seguro no mercado de seguro de saúde, sendo eles: imagem associada ao seguro automóvel, força comercial e qualidade do produto. O risco relacionado à força comercial é bastante relevante e será monitorado com atenção pelo corpo executivo para conseguir ganhar relevância e adicionar beneficiários à sua carteira. Os demais dois riscos – imagem associada ao seguro automóvel e qualidade do produto – são menos graves para a Porto Seguro. A companhia demonstra estar capacitada para endereçá-los e possui um longo histórico de criação e execução de novos produtos. A administração é muito competente e faz parte do papel de um

investidor acreditar no sucesso e no desenvolvimento de uma nova vertical de crescimento e assumir riscos.

Em suma, vale lembrar as limitações do presente estudo. O cálculo do valor justo de uma empresa é um trabalho que, em sua essência, possui alto grau de incerteza quanto a seu resultado. Os valores justos alcançados neste estudo são estimativas com base nas informações disponíveis e nas estimativas elaboradas pelo autor em relação às perspectivas de crescimento. O resultado quantitativo pode, portanto, deixar de ser válido no momento que tenha mudanças significativas no cenário macroeconômico do país ou em fatores intrínsecos da empresa analisada. O processo de análise e os estudos realizados, no entanto, permaneceriam válidos como forma de compreensão e avaliação do modelo de negócios da empresa, de suas vantagens competitivas e dos riscos relacionados ao seu plano de expansão.

REFERÊNCIAS

ANS. Dados e Indicadores do Setor. Disponível em: <https://www.ans.gov.br/perfil-do-setor/dados-e-indicadores-do-setor>. Acesso 22 mai. 2022.

ARBEX, Pedro. **Como a Porto Seguro planeja dobrar de tamanho. (Dica: não é só vendendo seguros).** Negócios Brazil Journal, 2021. Disponível em: <https://braziljournal.com/como-a-porto-seguro-planeja-dobrar-de-tamanho-dica-nao-e-so-vendendo-seguros/>. Acesso 18 mai. 2022.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor.** 7. ed. São Paulo: Atlas, 2016. 790 p.

BLOOMBERG: banco de dados especializado. Disponível somente para assinantes. Acesso em: jun. 2022.

BRAZIL JOURNAL. **Porto Seguro Contrata CEO da Aliar como ‘head de saúde’.** Daytrade Brazil Journal, 2021. Disponível em: <https://braziljournal.com/porto-seguro-contrata-ceo-da-alliar-como-head-de-saude/>. Acesso em: 18 mai. 2022.

COPELAND, Thomas E.; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas-valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas.** 3. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2006. 499 p. Tradução de Allan Vidigal Hastings

DAMODARAN, Aswath. **Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset.** John Wiley & Sons, 2002.

DRSKA, Moacir. **Porto Seguro divide operação para mostrar que vai além dos seguros.** Negócios Neofeed, 2022. Disponível em: <https://neofeed.com.br/blog/home/porto-seguro-divide-operacao-para-mostrar-que-vai-alem-dos-seguros/>. Acesso em 18 mai. 2022.

DUFF, Phelps. Disponível em: <https://www.duffandphelps.com/insights/publications/cost-of-capital/recommended-us-equity-risk-premium-and-corresponding-risk-free-rates>. Acesso em: 15 jun. 2022.

IRB BRASIL RE. **Formulário de Referência 2020 – versão 5.** Disponível em: <https://ri.irbre.com/>. Acesso em 22 de maio de 2022.

ITAU BBA. Análises Econômicas e Projeções. Disponível em: <https://www.italy.com.br/italybaa-pt/analises-economicas/projecoes>. Acesso 01 jun. 2022.

LOUREIRO, Rodrigo. **A Porto Seguro quer ir além dos seguros. E os resultados começam a aparecer.** Negócios Neofeed, 2022. Disponível em: <https://neofeed.com.br/blog/home/a-porto-seguro-quer-ir-alem-dos-seguros-e-os-resultados-comecam-a-aparecer/>. Acesso em 18 mai. 2022

MARION, J. C. **Contabilidade empresarial**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 519 p.

PACTUAL, BTG. ANS Check-up - Pace of net adds slowed in January. 2022. Acesso em: 1 abr.2022.

PIOVESANA, Matheus. **Porto Seguro quer expandir operação de seguro saúde para o Sul em 2022.** Economia Estadão, 2021. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/blogs/coluna-do-broad/porto-seguro-quer-expandir-operacao-de-seguro-saude-para-o-sul-em-2022/>. Acesso em: 18. mai. 2022.

PORTO SEGURO. Relações com investidores. Disponível em <https://ri.portoseguro.com.br/>. Acesso 20 mai. 2021.

STERN SCHOOL OF BUSINESS AT THE NEW YORK UNIVERSITY. Damodaran Online. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>. Acesso em: 15 jun. 2022.

SULAMERICA. Relações com investidores. Disponível em: <https://ri.sulamerica.com.br/>. Acesso em 1 jun. 2022.

SQUADRA CARTAS, 2019. Disponível em <http://www.squadrainvestimentos.com/pdf/carta-2019.pdf> . Acesso 18 mai. 2022.

TRABALHO DE FORMATURA. PRO Poli USP, 2021. Disponível em: <http://pro.poli.usp.br/graduacao/trabalho-de-formatura/>. Acesso em: 4 abr. 2022.

APÊNDICE A

Projeções dos Demonstrativos do Resultados do Exercício

Cenário 1

Cenário 1															
	Unidade	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Prêmios Retidos	R\$ 000	1.007.059	1.066.863	1.070.817	1.114.134	1.259.954	1.444.126	1.635.638	1.849.473	2.132.978	3.346.776	4.893.991	6.635.707	7.733.582	8.922.955
(-) Variação das Provisões Técnicas	R\$ 000	-184	-887	-1.005	-1.606	-571	-889	-1.196	-231	-1.804	-2.008	-2.936	-3.981	-4.640	-5.354
(-) Impostos e Deduções	R\$ 000	-9.676	-12.724	-13.128	-11.917	-14.246	-16.384	-20.538	-25.885	-21.719	-33.468	-48.940	-66.357	-77.336	-89.230
(=) Prêmios Ganhos	R\$ 000	997.199	1.053.252	1.056.684	1.100.611	1.245.137	1.426.853	1.613.904	1.823.357	2.109.455	3.311.300	4.842.115	6.565.369	7.651.606	8.828.372
(-) Sinistros	R\$ 000	-789.633	-796.825	-794.700	-871.998	-967.212	-1.090.389	-1.222.257	-1.294.658	-1.658.990	-2.582.814	-3.776.850	-5.055.334	-5.815.221	-6.621.279
(-) Outras Despesas Operacionais	R\$ 000			-23.805	-19.505	-23.537	-15.148	-27.407	-71.021	-24.261	-33.468	-48.940	-66.357	-77.336	-89.230
(=) Resultado Bruto	R\$ 000	207.566	256.427	238.179	213.108	254.388	321.316	364.240	457.678	426.204	695.018	1.016.325	1.443.678	1.759.050	2.117.863
(-) Despesas de Comercialização	R\$ 000	-80.016	-82.400	-90.620	-91.891	-96.692	-118.227	-126.464	-168.502	-179.550	-317.944	-489.399	-630.392	-696.022	-758.451
(-) Despesas Administrativas	R\$ 000	-130.794	-127.509	-131.828	-129.980	-128.777	-133.214	-144.515	-158.070	-192.818	-317.944	-440.459	-564.035	-657.355	-695.990
(+/-) Resultado Financeiro	R\$ 000	10.011	25.448	32.398	40.668	34.990	33.024	34.683	52.339	46.862	100.964	134.030	139.034	158.542	169.912
(=) EBT	R\$ 000	-6.737	55.508	48.129	31.905	63.909	100.964	127.944	182.707	109.613	160.095	220.497	388.285	564.215	833.334
(-/+) IRPJ/CSLL	R\$ 000	8.121	-28.144	-17.342	-13.207	-30.239	-54.052	-56.621	-75.662	-3.896	-64.038	-88.199	-155.314	-225.686	-333.333
(=) Lucro Líquido	R\$ 000	1.384	27.364	30.787	18.698	33.670	46.912	71.323	107.045	105.717	96.057	132.298	232.971	338.529	500.000

Cenário 2

Cenário 2															
	Unidade	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Prêmios Retidos	R\$ 000	1.007.059	1.066.863	1.070.817	1.114.134	1.259.954	1.444.126	1.635.638	1.849.473	2.132.978	2.653.676	3.456.969	4.285.259	5.149.453	5.682.789
(-) Variação das Provisões Técnicas	R\$ 000	-184	-887	-1.005	-1.606	-571	-889	-1.196	-231	-1.804	-1.592	-2.074	-2.571	-3.090	-3.410
(-) Impostos e Deduções	R\$ 000	-9.676	-12.724	-13.128	-11.917	-14.246	-16.384	-20.538	-25.885	-21.719	-26.537	-34.570	-42.853	-51.495	-56.828
(=) Prêmios Ganhos	R\$ 000	997.199	1.053.252	1.056.684	1.100.611	1.245.137	1.426.853	1.613.904	1.823.357	2.109.455	2.625.547	3.420.325	4.239.835	5.094.868	5.622.551
(-) Sinistros	R\$ 000	-789.633	-796.825	-794.700	-871.998	-967.212	-1.090.389	-1.222.257	-1.294.658	-1.658.990	-2.047.927	-2.702.057	-3.391.868	-4.024.946	-4.385.590
(-) Outras Despesas Operacionais	R\$ 000			-23.805	-19.505	-23.537	-15.148	-27.407	-71.021	-24.261	-26.537	-34.570	-42.853	-51.495	-56.828
(=) Resultado Bruto	R\$ 000	207.566	256.427	238.179	213.108	254.388	321.316	364.240	457.678	426.204	551.084	683.699	805.114	1.018.428	1.180.133
(-) Despesas de Comercialização	R\$ 000	-80.016	-82.400	-90.620	-91.891	-96.692	-118.227	-126.464	-168.502	-179.550	-252.099	-345.697	-407.100	-463.451	-483.037
(-) Despesas Administrativas	R\$ 000	-130.794	-127.509	-131.828	-129.980	-128.777	-133.214	-144.515	-158.070	-192.818	-265.368	-328.412	-385.673	-437.703	-465.989
(+/-) Resultado Financeiro	R\$ 000	10.011	25.448	32.398	40.668	34.990	33.024	34.683	52.339	46.862	92.554	107.996	99.845	106.326	110.489
(=) EBT	R\$ 000	-6.737	55.508	48.129	31.905	63.909	100.964	127.944	182.707	109.613	126.170	117.585	112.187	223.600	341.597
(-/+) IRPJ/CSLL	R\$ 000	8.121	-28.144	-17.342	-13.207	-30.239	-54.052	-56.621	-75.662	-3.896	-50.468	-47.034	-44.875	-89.440	-136.639
(=) Lucro Líquido	R\$ 000	1.384	27.364	30.787	18.698	33.670	46.912	71.323	107.045	105.717	75.702	70.551	67.312	134.160	204.958

Apêndice B

Projeções do Balanço Patrimonial

Cenário 1

	Unidade	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ativo circulante	R\$ 000	391.358	360.417	459.343	719.601	1.097.335	1.530.761	1.897.641	2.206.027
Disponível	R\$ 000	7.520	7.653	14.400	193.669	455.648	762.106	1.051.293	1.276.384
Aplicações Financeiras	R\$ 000	298.169	252.550	275.350	275.350	275.350	275.350	275.350	275.350
Créditos a Receber de operações com planos de assistência à saúde	R\$ 000	19.941	14.701	30.277	35.191	51.460	69.775	81.319	93.825
Despesas diferidas	R\$ 000	34.333	45.444	85.576	131.405	192.153	257.198	295.859	336.868
Créditos tributários e previdenciários	R\$ 000	13.309	8.870	3.908	6.115	8.942	12.125	14.131	16.304
Bens e títulos a receber	R\$ 000	16.291	31.199	49.641	77.680	113.591	154.016	179.498	207.104
Despesas antecipadas	R\$ 000	1.795	—	191	191	191	191	191	191
Ativo não circulante	R\$ 000	602.890	765.454	888.466	921.724	936.606	977.239	1.129.083	1.511.841
Aplicações Financeiras	R\$ 000	120.740	260.361	276.608	276.608	276.608	276.608	276.608	276.608
Créditos tributários e previdenciários	R\$ 000	51.403	68.525	113.647	143.559	155.993	193.308	341.285	719.582
Ativo fiscal diferido	R\$ 000	—	—	—	0	0	0	0	0
Depósitos judiciais e fiscais	R\$ 000	191.701	193.780	195.109	195.109	195.109	195.109	195.109	195.109
Outros créditos a receber a longo prazo	R\$ 000	417	228	94	94	94	94	94	94
Despesas diferidas	R\$ 000	38.554	32.785	101.181	101.181	101.181	101.181	101.181	101.181
Imobilizado	R\$ 000	195.247	189.106	177.106	178.779	180.003	181.662	183.595	185.826
Intangível	R\$ 000	4.828	20.669	24.721	26.394	27.618	29.277	31.210	33.441
Total do ativo	R\$ 000	994.248	1.125.871	1.347.809	1.641.326	2.033.942	2.507.999	3.026.724	3.717.868
Passivo circulante	R\$ 000	357.617	444.893	528.528	715.750	976.068	1.217.155	1.397.350	1.588.494
Provisões técnicas de operações de assistência à saúde	R\$ 000	288.415	393.355	458.679	622.706	848.498	1.052.618	1.210.841	1.378.677
Débitos de operações de assistência à saúde	R\$ 000	6.557	4.869	13.954	14.452	21.133	28.286	32.538	37.048
Provisão para IR e CSLL	R\$ 000	17.088	—	9.962	9.962	9.962	9.962	9.962	9.962
Tributos e encargos sociais a recolher	R\$ 000	5.002	5.753	8.400	8.400	8.400	8.400	8.400	8.400
Débitos diversos	R\$ 000	40.555	40.916	37.533	60.230	88.075	117.889	135.609	154.406
Passivo não circulante	R\$ 000	202.172	205.489	212.816	212.816	212.816	212.816	212.816	212.816
Provisões técnicas de operações de assistência à saúde	R\$ 000	4.518	6.520	7.412	7.412	7.412	7.412	7.412	7.412
Provisões para tributos diferidos	R\$ 000	9.064	7.089	7.060	7.060	7.060	7.060	7.060	7.060
Provisões judiciais	R\$ 000	185.506	188.670	194.150	194.150	194.150	194.150	194.150	194.150
Débitos diversos	R\$ 000	3.084	3.210	4.194	4.194	4.194	4.194	4.194	4.194
Patrimônio líquido	R\$ 000	434.459	475.489	606.465	712.760	845.058	1.078.029	1.416.558	1.916.558
Capital social	R\$ 000	374.333	394.333	485.333	485.333	485.333	485.333	485.333	485.333
Reservas de lucros	R\$ 000	53.533	80.579	131.370	227.427	359.725	592.696	931.225	1.431.225
Ajustes de avaliação patrimonial	R\$ 000	6.593	577	-10.238					
Total do passivo	R\$ 000	994.248	1.125.871	1.347.809	1.641.326	2.033.942	2.507.999	3.026.724	3.717.868

Cenário 2

	Unidade	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ativo circulante	R\$ 000	391.358	360.417	459.343	563.961	767.885	956.115	1.191.709	1.336.615
Disponível	R\$ 000	7.520	7.653	14.400	89.884	231.969	355.656	528.316	635.913
Aplicações Financeiras	R\$ 000	298.169	252.550	275.350	275.350	275.350	275.350	275.350	275.350
Créditos a Receber de operações com planos de assistência à saúde	R\$ 000	19.941	14.701	30.277	27.903	36.350	45.060	54.147	59.755
Despesas diferidas	R\$ 000	34.333	45.444	85.576	104.191	137.471	172.567	204.775	223.124
Créditos tributários e previdenciários	R\$ 000	13.309	8.870	3.908	4.849	6.317	7.830	9.409	10.384
Bens e títulos a receber	R\$ 000	16.291	31.199	49.641	61.592	80.237	99.462	119.520	131.899
Despesas antecipadas	R\$ 000	1.795	—	191	191	191	191	191	191
Ativo não circulante	R\$ 000	602.890	765.454	888.466	921.031	935.195	974.652	1.125.204	1.506.342
Aplicações Financeiras	R\$ 000	120.740	260.361	276.608	276.608	276.608	276.608	276.608	276.608
Créditos tributários e previdenciários	R\$ 000	51.403	68.525	113.647	143.559	155.993	193.308	341.285	719.582
Ativo fiscal diferido	R\$ 000	—	—	—	0	0	0	0	0
Depósitos judiciais e fiscais	R\$ 000	191.701	193.780	195.109	195.109	195.109	195.109	195.109	195.109
Outros créditos a receber a longo prazo	R\$ 000	417	228	94	94	94	94	94	94
Despesas diferidas	R\$ 000	38.554	32.785	101.181	101.181	101.181	101.181	101.181	101.181
Imobilizado	R\$ 000	195.247	189.106	177.106	178.433	179.297	180.368	181.656	183.076
Intangível	R\$ 000	4.828	20.669	24.721	26.048	26.912	27.983	29.271	30.691
Total do ativo	R\$ 000	994.248	1.125.871	1.347.809	1.484.992	1.703.080	1.930.767	2.316.913	2.842.957
Passivo circulante	R\$ 000	357.617	444.893	528.528	571.325	703.530	822.690	972.814	1.058.335
Provisões técnicas de operações de assistência à saúde	R\$ 000	288.415	393.355	458.679	493.747	607.037	706.252	838.071	913.164
Débitos de operações de assistência à saúde	R\$ 000	6.557	4.869	13.954	11.459	15.119	18.979	22.521	24.539
Provisão para IR e CSLL	R\$ 000	17.088	—	9.962	9.962	9.962	9.962	9.962	9.962
Tributos e encargos sociais a recolher	R\$ 000	5.002	5.753	8.400	8.400	8.400	8.400	8.400	8.400
Débitos diversos	R\$ 000	40.555	40.916	37.533	47.757	63.011	79.097	93.861	102.271
Passivo não circulante	R\$ 000	202.172	205.489	212.816	221.262	245.040	310.033	476.887	879.306
Provisões técnicas de operações de assistência à saúde	R\$ 000	4.518	6.520	7.412	7.412	7.412	7.412	7.412	7.412
Provisões para tributos diferidos	R\$ 000	9.064	7.089	7.060	15.506	39.284	104.277	271.131	673.550
Provisões judiciais	R\$ 000	185.506	188.670	194.150	194.150	194.150	194.150	194.150	194.150
Débitos diversos	R\$ 000	3.084	3.210	4.194	4.194	4.194	4.194	4.194	4.194
Patrimônio líquido	R\$ 000	434.459	475.489	606.465	692.405	762.956	830.269	964.428	1.169.387
Capital social	R\$ 000	374.333	394.333	485.333	485.333	485.333	485.333	485.333	485.333
Reservas de lucros	R\$ 000	53.533	80.579	131.370	207.072	277.623	344.936	479.095	684.054
Ajustes de avaliação patrimonial	R\$ 000	6.593	577	-10.238					
Total do passivo	R\$ 000	994.248	1.125.871	1.347.809	1.484.992	1.703.080	1.930.767	2.316.913	2.842.957

Apêndice C

Projeções Fluxo de Caixa

Cenário 1

Fluxo de Caixa	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Lucro Líquido	27.364	30.787	18.698	33.670	46.912	71.323	107.045	105.717	96.057	132.298	232.971	338.529	500.000
Depreciação e Amortização	1.348	1.302	2.308	3.146	11.496	20.032	20.493	20.580	20.350	20.640	20.928	21.287	21.704
Variações do capital de giro	16.861	10.100	-4.499	-54.619	-56.590	-30.561	-72.731	-14.256	106.233	144.562	114.120	102.503	107.849
Fluxo de caixa da operação	45.573	42.189	16.507	-17.803	1.818	60.794	54.807	112.041	222.640	297.500	368.019	462.319	629.553
CAPEX	-85	-833	20.944	-4.188	171.192	-480	9.700	-7.948	-3.347	-2.447	-3.318	-3.867	-4.461
Fluxo dos investimentos	-85	-833	20.944	-4.188	171.192	-480	9.700	-7.948	-3.347	-2.447	-3.318	-3.867	-4.461
Aumento de capital	0	12.500	15.000	0	2.500	20.000	20.000	91.000					
Captações/amortizações de dívida	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos	-6.499	-7.312	-4.441	-94.096	-33.000	-28.180	-30.000	-25.109	-40.024	-33.075	-58.243	-169.264	-400.000
Fluxo de caixa financeiro	-6.499	5.188	10.559	-94.096	-30.500	-8.180	-10.000	65.891	-40.024	-33.075	-58.243	-169.264	-400.000
Caixa no início do período	229.332	235.868	253.297	292.935	377.874	285.263	305.689	260.203	289.750	469.019	730.998	1.037.456	1.326.643
Variação de caixa	6.536	17.429	39.638	84.939	-92.611	20.426	-45.486	29.547	179.269	261.978	306.458	289.187	225.091
Caixa no final do período	235.868	253.297	292.935	377.874	285.263	305.689	260.203	289.750	469.019	730.998	1.037.456	1.326.643	1.551.734

Cenário 2

Fluxo de Caixa	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Lucro Líquido	27.364	30.787	18.698	33.670	46.912	71.323	107.045	105.717	75.702	70.551	67.312	134.160	204.958
Depreciação e Amortização	1.348	1.302	2.308	3.146	11.496	20.032	20.493	20.580	20.315	20.534	20.728	20.964	21.235
Variações do capital de giro	16.861	10.100	-4.499	-54.619	-56.590	-30.561	-72.731	-14.256	13.662	70.366	54.617	87.191	48.211
Fluxo de caixa da operação	45.573	42.189	16.507	-17.803	1.818	60.794	54.807	112.041	109.680	161.452	142.658	242.315	274.404
CAPEX	-85	-833	20.944	-4.188	171.192	-480	9.700	-7.948	-2.654	-1.728	-2.143	-2.575	-2.841
Fluxo dos investimentos	-85	-833	20.944	-4.188	171.192	-480	9.700	-7.948	-2.654	-1.728	-2.143	-2.575	-2.841
Aumento de capital	0	12.500	15.000	0	2.500	20.000	20.000	91.000					
Captações/amortizações de dívida	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos	-6.499	-7.312	-4.441	-94.096	-33.000	-28.180	-30.000	-25.109	-31.543	-17.638	-16.828	-67.080	-163.967
Fluxo de caixa financeiro	-6.499	5.188	10.559	-94.096	-30.500	-8.180	-10.000	65.891	-31.543	-17.638	-16.828	-67.080	-163.967
Caixa no início do período	229.332	235.868	253.297	292.935	377.874	285.263	305.689	260.203	289.750	365.234	507.319	631.006	803.666
Variação de caixa	6.536	17.429	39.638	84.939	-92.611	20.426	-45.486	29.547	75.484	142.085	123.687	172.660	107.596
Caixa no final do período	235.868	253.297	292.935	377.874	285.263	305.689	260.203	289.750	365.234	507.319	631.006	803.666	911.263