

ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
CURSO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

PEDRO GARRIDO ATRA

ANÁLISE ECONÔMICA DE UMA FUSÃO DE EMPRESAS LÍDERES
NO SETOR DE SAÚDE SUPLEMENTAR

São Paulo

2020

PEDRO GARRIDO ATRA

**ANÁLISE ECONÔMICA DE UMA FUSÃO DE EMPRESAS NO SETOR
DE SAÚDE SUPLEMENTAR**

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

Orientador: Prof. Dr. Reinaldo Pacheco da Costa

São Paulo

2020

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

Catálogo-na-publicação

Atra, Pedro
Análise Econômica de uma Fusão de Empresas no Setor de Saúde
Suplementar / P. Atra -- São Paulo, 2020.
98 p.

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

1.Setor de saúde suplementar 2.Fusões e aquisições 3.Avaliação de
empresas I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de
Engenharia de Produção II.t.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, meus irmãos, minha namorada e a minha família pelo apoio e suporte ao longo dessa jornada. Sem eles, nada disso teria sido possível.

Ao Prof. Dr. Reinaldo Pacheco da Costa pela orientação, revisão, participação no planejamento e execução do Trabalho de Formatura.

Aos colegas de faculdade, com quem formei amizades que quero levar para o resto da vida, e aos outros amigos que me auxiliaram e participaram da minha formação acadêmica desde o início.

RESUMO

Este Trabalho de Formatura tem como objetivo apresentar e analisar o setor de saúde suplementar, as principais mudanças pelas quais o setor passou nos últimos anos, e analisar uma potencial fusão entre as duas maiores operadoras de planos de saúde, que atuam em modelo de integração vertical da rede assistencial. A Hapvida e o Grupo Notre Dame Intermédica são duas empresas de capital aberto na Bolsa de Valores de São Paulo. A metodologia utilizada envolveu conceitos de contabilidade, avaliação de empresas, estratégia corporativa e métricas de concentração de mercado. Apresentam-se as principais entidades do setor, movimentos de consolidação recentes liderados por estas companhias, e os impactos que a pandemia da COVID-19 gerou. Após esta apresentação, realizou-se uma análise de potenciais sinergias entre a Hapvida e o Grupo Notre Dame Intermédica, com foco na análise de concentração de mercado, que seria realizada por órgãos antitruste, análise de sinergias, que poderiam ser capturadas pela nova companhia, e uma avaliação do valor final que as companhias combinadas poderiam vir a ter.

Palavras-chave: Planos de Saúde suplementar; Concentração de mercado; Avaliação de empresas.

ABSTRACT

This paper aims to present and analyze the sector of health insurance, the main changes that occurred in the past years and analyze a potential merger between two of the largest companies that operate by verticalizing its own medical service providers. Hapvida and Grupo Notre Dame are two publicly traded companies listed in the São Paulo Stock Market. The methodology used involved concepts of accounting, valuation, corporate strategy, and market concentration. The paper presented the main agents of the sector, discussed about the recent consolidation movements lead by these companies and the impacts caused by the COVID-19 pandemic in the sector. Then the paper analyzed potential synergies between Hapvida and Grupo Notre Dame Intermédica, focusing on the analyzes of market concentration, that would be performed by antitrust organizations, analyzes of the synergies, that could potentially be captured by the new company, and a valuation of the resulting company.

Keywords: Health insurance; Market concentration; Valuation.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Balanço patrimonial.....	26
Figura 2 - Demonstração de resultado de exercício	30
Figura 3 - Demonstração de fluxo de caixa.....	34
Figura 4 - Indicadores financeiros da Hapvida.....	61
Figura 5 - Indicadores Financeiros do Grupo Notre Dame Intermédica	62
Figura 6 - Mapa de atuação da Hapvida.....	70

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução da receita do setor de saúde suplementar (R\$ bilhões).....	48
Gráfico 2 - Resiliência do setor de Saúde Suplementar (R\$ bilhões)	49
Gráfico 3 - Comparação de gastos com saúde por país.....	50
Gráfico 4 - Gastos com saúde por categoria em cada país	51
Gráfico 5 - Evolução da representatividade de cada tipo de plano de saúde.....	54
Gráfico 6 - Evolução da quantidade de operadoras de planos de saúde	59
Gráfico 7 - Variação do número de beneficiários durante a pandemia da COVID-19	64
Gráfico 8 - Performance financeira do setor durante a pandemia da COVID-19	65
Gráfico 9 - Ocupação da rede hospitalar própria das operadoras de planos de saúde analisadas	66
Gráfico 10 - Ocupação de leitos para COVID-19 vs. Ocupação de leitos para demais procedimentos.....	66
Gráfico 11 - Desperdícios atrelados à cadeia de OPMEs pagos pelas operadoras de planos de saúde	77

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Avaliação relativa por múltiplos de empresas comparáveis listadas em bolsa	41
Tabela 2 - Utilização dos múltiplos de comparáveis nos indicadores financeiros da empresa analisada	41
Tabela 3 - Características dos Tipos de Planos de Saúde.....	53
Tabela 4 - Market Share das 10 maiores operadoras.....	55
Tabela 5 - M&As Recentes no Setor	60
Tabela 6 - Comparação de valuation entre operadoras de planos de saúde com mais de 100 mil vidas e operadoras com menos de 100 mil vidas.....	63
Tabela 7 - Custo diário por internação por categoria e complexidade	67
Tabela 8 - Distribuição geográfica da rede própria de atendimento da Hapvida	72
Tabela 9 - Rede de hospitais próprios do GNDI	79
Tabela 10 - Beneficiários por Estado - Hapvida e GNDI.....	84
Tabela 11 - Parcela de mercado por Estado - Hapvida e GNDI.....	85
Tabela 12 - Delta HHI da combinação entre Hapvida e GNDi	86
Tabela 13 - HHI do Estado de São Paulo	87
Tabela 14 - Demonstração de resultado de exercício consolidada.....	89
Tabela 15 - Demonstração de resultado de exercício consolidada com sinergias.....	90
Tabela 16 - Avaliação da Hapvida e Grupo Notre Dame Intermédica.....	92
Tabela 17 - Participação acionária da Hapvida	93
Tabela 18 - Participação acionária do Grupo Notre Dame Intermédica.....	93
Tabela 19 - Participação acionária da NewCo.....	93
Tabela 20 - Valor da NewCo antes de sinergias.....	94
Tabela 21 - Valor da NewCo após sinergias	94

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 - Múltiplo Preço/Lucro	37
Equação 2 - Enterprise Value	38
Equação 3 - Cálculo do EV/EBITDA	38
Equação 4 - Cálculo múltiplo EV/Receita.....	39
Equação 5 - Cálculo P/B.....	40
Equação 6 - Cálculo HHI.....	45
Equação 7 - Cálculo da variação do HHI	45
Equação 8 - Múltiplo EV/Receita.....	61

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	Bolsa de Valores da Cidade de São Paulo
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CFO	<i>Chief Financial Officer</i>
COO	<i>Chief Operating Officer</i>
CID	Classificação Internacional de Doenças e Problemas Relacionados à Saúde
CSC	Centro de Serviços Compartilhados
EUA	Estados Unidos da América
HMO	<i>Health Maintenance Organization</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
LTM	<i>Last Twelve Months</i>
M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i>
NewCo	Companhia Nova Originada pela Fusão de Outras Companhias
ONA	Organização Nacional de Acreditação
OPME	Órteses, Próteses e Materiais Especiais
PME	Pequenas e Médias Empresas
PPO	<i>Preferred Provider Organization</i>
RH	Recursos Humanos

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	20
1.1	Apresentação do tema.....	20
1.2	O setor de saúde suplementar	20
1.3	Objetivo do trabalho	22
1.4	Motivações para a escolha do tema	23
1.5	Metodologia do trabalho.....	23
1.6	Estrutura do trabalho.....	24
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	25
2.1	Demonstrativos financeiros	25
2.1.1	<i>Balanço patrimonial.....</i>	<i>25</i>
2.1.1.1	<i>Ativo.....</i>	<i>26</i>
2.1.1.2	<i>Passivo.....</i>	<i>28</i>
2.1.1.3	<i>Patrimônio líquido.....</i>	<i>29</i>
2.1.2	<i>Demonstração de resultado do exercício</i>	<i>29</i>
2.1.3	<i>Demonstrativo de fluxo de caixa</i>	<i>32</i>
2.2	Avaliação de empresas	35
2.2.1	<i>Múltiplo preço/lucro.....</i>	<i>37</i>
2.2.2	<i>Múltiplo EV/EBITDA.....</i>	<i>37</i>
2.2.3	<i>Múltiplo EV/Receita.....</i>	<i>38</i>
2.2.4	<i>Múltiplo Preço/Patrimônio Líquido</i>	<i>39</i>
2.2.5	<i>Avaliação relativa a partir de empresas listadas em bolsa.....</i>	<i>40</i>
2.2.6	<i>Avaliação relativa a partir de transações semelhantes.....</i>	<i>42</i>
2.3	Cinco forças de Porter	43
2.4	Concentração de mercado: Índice Herfindahl–Hirschman.....	44
3	VISÃO GERAL DO SETOR DE SAÚDE SUPLEMENTAR.....	47
3.1	Introdução ao sistema de saúde brasileiro	47
3.2	Tipos de planos de saúde	52
3.3	Análise das cinco forças de Porter para o setor de saúde suplementar.....	54
3.3.1	<i>Ameaça de novos entrantes</i>	<i>54</i>
3.3.2	<i>Poder de barganha dos consumidores</i>	<i>56</i>

3.3.3	<i>Poder de barganha dos fornecedores</i>	56
3.3.3.1	<i>Ótica das operadoras verticalizadas</i>	56
3.3.3.2	<i>Ótica das operadoras seguradoras puras</i>	57
3.3.4	<i>Ameaça de produtos substitutos</i>	57
3.3.5	<i>Rivalidade entre competidores</i>	58
3.4	<i>Fusões e aquisições recentes</i>	59
3.5	<i>Impactos da Covid-19 no setor</i>	63
4	SIMULAÇÃO DA FUSÃO ENTRE HAPVIDA E GRUPO NOTRE DAME INTERMÉDICA	68
4.1	<i>Breve histórico e descrição da Hapvida</i>	68
4.1.1	<i>Produtos ofertados e estrutura comercial</i>	69
4.1.2	<i>Planos de saúde comercializados</i>	71
4.1.3	<i>Rede própria de atendimento</i>	72
4.2	<i>Breve histórico e descrição do Grupo Notre Dame Intermédica</i>	73
4.2.1	<i>Segmentos de atuação</i>	74
4.2.2	<i>Planos de saúde comercializados</i>	75
4.2.3	<i>Rede própria e credenciada</i>	76
4.2.3.1	<i>Rede própria</i>	76
4.2.3.1.1	<i>Hospitais e Prontos-Socorros</i>	78
4.2.3.1.2	<i>Centros clínicos</i>	80
4.2.3.1.3	<i>Unidades de tratamento preventivo</i>	80
4.2.3.1.4	<i>Laboratório de análises clínicas (“Notrelabs”)</i>	81
4.2.3.2	<i>Rede credenciada</i>	82
4.3	<i>Potencial fusão entre Hapvida e Grupo Notre Dame Intermédica</i>	82
4.3.1	<i>Análise de CADE nas principais localizações e principais tipos de planos</i>	83
4.3.2	<i>Potenciais sinergias</i>	87
4.3.3	<i>Participações societárias finais e avaliação da NewCo</i>	92
5	CONCLUSÃO	96
6	REFERÊNCIAS	97

1 INTRODUÇÃO

Esta introdução apresenta: (i) Tema do trabalho; (ii) Breve apresentação do setor de saúde suplementar e seus principais agentes; (iii) As problemáticas que serão objeto de estudo e o objetivo do trabalho; (iv) Motivações para a escolha do tema; (v) Metodologia adotada para atingir o objetivo apresentado; e (vi) Estrutura do Trabalho.

1.1 Apresentação do tema

Este trabalho de formatura desenvolveu uma análise do setor de saúde suplementar do Brasil, apresentando as principais modalidades de planos de saúde existentes e suas especificidades, os principais agentes e empresas do setor, e os movimentos de consolidação pelo qual o setor tem passado nos últimos anos. Adicionalmente, o trabalho apresentará um estudo de uma potencial fusão entre a Hapvida e Grupo Notre Dame Intermédica, principais empresas do setor, que atuam no modelo de integração vertical da rede assistencial sob as óticas de concentração de mercado, sinergias empresariais e avaliação de empresas.

1.2 O setor de saúde suplementar

A Saúde Suplementar é a atividade que envolve a operação de planos ou seguros de saúde. Este setor é composto basicamente pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), órgão que representa o poder público na regulação do setor, e pelas operadoras de planos de saúde. Complementares à ANS atuam a Agência Nacional de Vigilância Sanitária (ANVISA), que é responsável pela regulação sanitária e econômica do mercado de compra e venda de insumos hospitalares, e o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC), responsável por garantir a competitividade no setor.

Conforme lei 9.656/1998 Brasil (1998, p. 3), a primeira legislação específica para Operadoras de Planos de Seguro de Saúde e Operadoras de Planos de Assistência à Saúde as define como: “(...) pessoa jurídica constituída sob a modalidade de sociedade civil ou comercial, cooperativa, ou entidade de autogestão, que opere produto, serviço ou contrato de prestação continuada de serviços ou cobertura de custos assistenciais a preço, pré ou pós estabelecido,

por prazo indeterminado, com a finalidade de garantir, sem limite financeiro, a assistência à saúde, pela faculdade de acesso e atendimento por profissionais ou serviços de saúde, livremente escolhidos, integrantes ou não de rede credenciada, contratada ou referenciada, visando a assistência médica, hospitalar e odontológica, a ser paga integral ou parcialmente às expensas da operadora contratada, mediante reembolso ou pagamento direto ao prestador, por conta e ordem do consumidor”.

As operadoras que compõem a estrutura empresarial do setor de saúde suplementar, se classificam em diferentes modalidades de atuação no mercado, conforme apresentado abaixo:

1. Autogestão: empresa que opera planos de assistência à saúde destinados, exclusivamente, a empregados ativos, aposentados, pensionistas ou ex-empregados de uma ou mais empresas, ou ainda, a participantes e dependentes de associações de pessoas físicas ou jurídicas, fundações, sindicatos, entidades de classes profissionais ou assemelhados e seus dependentes.
2. Cooperativa Médica: sociedade sem fins lucrativos, formada por médicos de diferentes especialidades que se associam para operar um plano de saúde e aumentar a demanda por seus serviços médicos.
3. Filantropia: sociedade sem fins lucrativos, certificada como entidade filantrópica junto ao Conselho Nacional de Assistência Social (CNAS), e declarada de utilidade pública pelo Ministério da Justiça e órgãos estaduais e municipais.
4. Seguradora Especializada em Saúde: sociedade seguradora autorizada a operar planos de saúde, desde que esteja constituída como seguradora especializada nesse tipo de seguro, devendo seu estatuto social vedar a atuação em quaisquer outros ramos ou modalidades.
5. Cooperativa Odontológica: sociedade sem fins lucrativos, formada por dentistas que se associam para operar um plano odontológico e aumentar a demanda por seus serviços.
6. Administradora de Benefícios: empresa que apenas administra planos de assistência à saúde, que são financiados por outra operadora. Uma administradora não assume o risco decorrente da operação desses planos e não possui rede própria, credenciada ou referenciada de serviços médico-hospitalares ou odontológicos.
7. Medicina de Grupo: empresas restritas a operar seguros de saúde através de rede própria ou referenciada.

8. Odontologia de Grupo: empresas restritas a operar seguros odontológicos através de rede própria ou referenciada.

A Saúde Suplementar surgiu no Brasil na década de 1960, influenciada, principalmente, pelo crescimento econômico e pelo avanço do trabalho formal, momento em que mais funcionários passaram a trabalhar em empresas que começaram a oferecer planos de assistência médica como benefício a seus colaboradores. Entretanto, apenas ao final da década de 1990, a atividade passou a ser regulada pelo poder público com a criação da ANS. Antes disso, a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), que regula outros tipos de seguros como seguros de carro, imóveis, vida etc., era responsável por regulamentar as atividades de planos de saúde.

De acordo com a Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS, 2020), em junho de 2020, existiam cerca de 46,7 milhões de beneficiários de planos de saúde no país, e 25,3 milhões de beneficiários de planos odontológicos. Planos de saúde privados fornecem assistência à saúde suplementar dos brasileiros, uma vez que beneficiários de planos privados continuam tendo acesso aos serviços de saúde prestados pela rede pública do SUS.

O funcionamento de planos de saúde é muito similar ao de seguradoras de outras linhas de negócio, como seguros de vida, automóveis, cargas etc. Uma operadora constrói uma base de clientes (vidas) e cobra um pequeno prêmio de todos os seus clientes. Ao mesmo tempo, garante para esta base amplo acesso a um rol de tratamentos e procedimentos, definidos pela ANS, em sua rede de prestadores de serviço, seja esta rede própria da seguradora ou credenciada pelo plano. Desta forma, caso um beneficiário necessite de um serviço de saúde que esteja incluso no rol da ANS, a operadora de planos pagará pela assistência à qual seu cliente necessita.

Ao possuir uma ampla e diversa base de vidas, a seguradora consegue diluir seus riscos e cobrar um prêmio muito abaixo do que a maior parte dos procedimentos do rol custariam a um beneficiário individualmente. Isso, uma vez que a demanda por serviços de saúde da base de beneficiários não acontecerá de forma simultânea, ou na mesma intensidade e complexidade assistencial, e com isso diluir o risco.

1.3 Objetivo do trabalho

O objetivo deste trabalho é estudar e analisar o setor de planos de saúde, com foco no momento de consolidação pelo qual este está passando, analisar o relacionamento entre seus

agentes e analisar uma potencial fusão entre as duas maiores operadoras de planos de saúde verticalizados do país.

1.4 Motivações para a escolha do tema

Alinhado à complexidade, e à importância para a economia e para a sociedade brasileira que o setor de saúde suplementar apresenta, conforme apresentado na seção 1.2, existe também, e principalmente, uma motivação profissional relacionada à escolha do tema deste trabalho. Em minha primeira experiência profissional como estagiário do banco BTG Pactual, tive a oportunidade de trabalhar no processo de abertura de capital (IPO) da Hapvida, uma das maiores operadoras verticalizadas de planos de saúde do país, e com esta experiência pude conhecer o setor, entender a importância que essas empresas desempenham no país por conceder acesso à serviços de saúde de qualidade, a preços muito inferiores do que ao custo de um tratamento individual para a população.

Além desta experiência, atualmente sou estagiário de uma gestora de fundos de investimentos em participações privadas (*private equity*), chamada Teman Capital. A Teman Capital é uma gestora fundada em 2019, com o objetivo de investir e auxiliar no desenvolvimento econômico e sustentável de empresas nos setores de saúde e educação, setores nos quais a qualidade dos serviços públicos e a restrição de acesso à grande parte da população brasileira, criaram uma oportunidade excelente para consolidação e desenvolvimento econômico e social. Nesta experiência, tive novamente contato com a saúde suplementar, que me motivou a escolher o setor como foco deste trabalho de formatura.

1.5 Metodologia do trabalho

Para atingir os objetivos propostos, a seguinte metodologia será adotada:

1. Levantamento de referências teóricas para conceitos que serão utilizados;
2. Levantamento de informações setoriais acerca do setor de saúde suplementar;
3. Levantamento de informações sobre as companhias que serão analisadas;
4. Análise de fusão operacional e financeira entre as companhias analisadas.

1.6 Estrutura do trabalho

O presente trabalho está organizado em cinco capítulos principais.

- a. Capítulo 1 – Introdução;
- b. Capítulo 2 – Revisão Bibliográfica;
- c. Capítulo 3 – Visão Geral do Setor de Saúde Suplementar;
- d. Capítulo 4 – Simulação da fusão entre Hapvida e Grupo Notre Dame Intermédica;
- e. Capítulo 5 – Conclusão.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Esta revisão bibliográfica aborda quatro principais tópicos: (i) Demonstrativos financeiros; (ii) Avaliação de empresas; (iii) Cinco forças de Porter; e (iv) Concentração de mercado.

2.1 Demonstrativos financeiros

Existem diversos demonstrativos financeiros que podem ser utilizados para analisar a situação financeira de uma companhia. Entre eles, e conforme destacados por Damodaran (2002), existem três principais demonstrativos que aqui serão apresentados, quais sejam: Balanço Patrimonial, Demonstração de Resultado do Exercício e a Demonstração do Fluxo de Caixa.

2.1.1 Balanço patrimonial

Conforme apresentado por Málaga (2018), o balanço patrimonial deve refletir, em um dado momento, as posições de financiamento, aplicação de recursos e sustentabilidade financeira de forma estática da empresa analisada.

O balanço patrimonial é dividido em três principais categorias:

1. Ativo: constitui todos os bens, direitos, créditos, valores e assemelhados que a empresa retratada possui, em determinado momento do tempo, e que poderão gerar ganhos financeiros futuros.
2. Passivo: constitui todas as obrigações devidas a terceiros que a companhia precisará pagar, como decorrência da constituição de ativos e as operações da companhia em determinado momento.
3. Patrimônio Líquido: constitui os valores que os acionistas possuem na empresa em determinado momento, e é também a diferença entre o Ativo e o Passivo.

Para fins ilustrativos, a figura 1 apresenta um balanço patrimonial com as contas mais usuais.

Figura 1 - Balanço patrimonial

Ativo	Passivo e patrimônio líquido
Ativo circulante Caixa e equivalentes Contas a receber Estoques Adiantamento a fornecedores Impostos a recuperar Despesas antecipadas	Passivo circulante Fornecedores Obrigações sociais Adiantamento de clientes Empréstimos e financiamentos
Ativo não circulante Impostos a recuperar Depósitos judiciais Aplicações financeiras	Passivo não circulante Contas a pagar Empréstimos e financiamentos
Ativo fixo Investimentos Imobilizado Intangível	Patrimônio Líquido Capital social Reservas Lucros ou prejuízos acumulados

Fonte: Elaborado pelo Autor.

2.1.1.1 Ativo

As contas do ativo são organizadas conforme sua liquidez, ou seja, quanto maior a facilidade e rapidez com que se consegue converter determinado ativo em caixa, mais acima ele será posicionado. Abaixo estão listadas as contas mais relevantes:

- I. Ativo circulante: nesta categoria estão inseridos os ativos que podem ser convertidos em caixa em até um ano. Principais contas:
 - a. Caixa e equivalentes: valores financeiros detidos em espécie em contas bancárias, e investimentos de muito curto prazo que podem ser liquidados no mesmo dia e serem usados como caixa;
 - b. Contas a receber: valores pendentes de recebimento por serviços prestados, ou produtos vendidos no passado, e que ainda não se tornaram caixa, porém já tiveram seu valor reconhecido como receita no exercício;

- c. Estoques: valor equivalente aos bens que a companhia possui, que serão vendidos pela empresa em algum momento conforme atividade operacional;
- d. Adiantamento a fornecedores: valores que já foram pagos a fornecedores e, portanto, já caracterizaram custos no exercício da companhia, mas que os serviços ou produtos comprados ainda não foram entregues;
- e. Impostos a recuperar: valores pagos indevidamente a algum órgão público a título de impostos e que serão recuperados na forma de redução de futuros pagamentos de impostos ou reembolsados em até um ano;
- f. Despesas antecipadas: despesas que já foram pagas em regime de competência, porém ainda não tiveram sua contrapartida que beneficia a empresa executada (sejam estes pagamentos de salários, prêmios de seguros entre outros).

II. Ativo não circulante: nesta categoria, estão inseridos os ativos que precisarão de período superior a um ano para serem convertidos em caixa. Principais linhas:

- a. Impostos a recuperar: valores pagos indevidamente ao órgão público a título de impostos, e que serão recuperados na forma de redução de futuros pagamentos de impostos, ou reembolsados após um ano;
- b. Depósitos judiciais: valores depositados em juízo como garantia de processos judiciais que envolvam a empresa;
- c. Aplicações financeiras: investimentos da empresa que tenham um período mínimo de regate superior a um ano.

III. Ativo fixo: nesta categoria estão inseridos investimentos realizados pela companhia, ativos imobilizados e ativos intangíveis que ela detenha:

- a. Investimentos: investimentos de prazo superior a um ano realizados pela companhia. Aquisições de outras empresas, *jointventures*, investimentos em novas linhas de negócio são exemplos desta conta;
- b. Imobilizado: bens de caráter fixo, que são necessários para as atividades da companhia. Imóveis, maquinário, equipamento, veículos e outros ativos com o mesmo caráter são considerados ativos imobilizados, e o demonstrativo já os apresenta líquidos de depreciação, portanto, estes valores serão atualizados a cada ano;
- c. Intangível: valor de bens que não são tangíveis, que a companhia venha a ter. Direitos autorais, patentes, marcas e ágio de aquisições passadas são exemplos

de ativos intangíveis, e eles também são apresentados líquidos de qualquer amortização.

2.1.1.2 Passivo

As contas do Passivo seguem lógica parecida com as contas do Ativo, sendo organizadas conforme a data de realização da obrigação, ou seja, quanto mais rapidamente a conta tiver de ser paga e, portanto, representar um desembolso de caixa em período mais próximo, mais acima ela estará apresentada. Vale destacar que as contas que constituem o Passivo, são importâncias que pertencem à *stakeholders* da companhia, outros que os acionistas, portanto, representa o capital de terceiros que está envolvido nesta operação. As contas mais relevantes do passivo estão listadas abaixo:

I. Passivo circulante: obrigações e dívidas que terão de ser quitadas em até um ano.

Principais linhas:

- a. Fornecedores: valores que representam obrigações, estas que deverão ser quitadas com fornecedores de produtos que já tenham sido entregues ou serviços que já tenham sido prestados, e, portanto, já tenham sido incorridos como custos ou despesas no exercício;
- b. Obrigações sociais: salários, férias, décimo terceiro, bonificações, impostos e qualquer tipo de despesas relacionadas ao trabalho a serem pagas;
- c. Adiantamento de clientes: valores recebidos a título de adiantamento, realizado por clientes que já pagaram pelo produto que será adquirido, ou serviço que será prestado, porém, que ainda não tenha sido efetivamente entregue;
- d. Empréstimos e financiamentos: parcelas de juros e amortizações de dívidas contraídas no passado, com vencimento em período inferior a um ano.

II. Passivo não circulante: obrigações e dívidas, que deverão quitadas em período superior a um ano. Principais linhas:

- a. Contas a pagar: obrigações diversas com fornecedores, funcionários ou partes relacionadas, com vencimento superior a um ano;
- b. Empréstimos e financiamentos: parcelas de juros e amortizações de dívidas contraídas no passado, que terão vencimento em período superior a um ano.

2.1.1.3 Patrimônio líquido

O Patrimônio Líquido representa todos os recursos próprios dos acionistas da empresa, valor aportado, valor gerado, e é o que efetivamente pertence aos sócios da empresa e que não terá de ser partilhado com nenhum outro *stakeholder* da companhia. O Patrimônio Líquido é a diferença entre o Ativo e o Passivo. As principais contas são:

- I. Capital social: valor efetivamente aportado pelos sócios no início da composição da sociedade;
- II. Reservas: valores originados pelo resultado de exercícios passados, e que são mantidos na empresa por motivos regulatórios, legais ou estatutários;
- III. Lucros ou prejuízos acumulados: resultado total entre lucros e prejuízos de exercícios passados, que são somados para evidenciar a evolução do patrimônio líquido pelo resultado.

2.1.2 Demonstração de resultado do exercício

Ao observar o demonstrativo de resultado de exercício (DRE), o analista pode fazer diversas observações úteis para se entender a performance de um resultado da companhia, apesar de suas limitações. É importante destacar antes de iniciar a revisão bibliográfica deste demonstrativo, que o mesmo é elaborado em Regime de Competência, ou seja, no momento em que uma receita é faturada, ou um custo é incorrido, ele passa a fazer parte do demonstrativo.

Dessa forma, uma companhia pode aparentar ser altamente lucrativa por ter um resultado positivo no DRE, e ainda assim, estar passando por dificuldades financeiras severas por ter estes recebimentos parcelados por muito tempo, e com isso não ter caixa para honrar com os custos e despesas naturais da operação.

Partindo para a apresentação do demonstrativo, Damodaran (2002) descreve a função do DRE de fornecer informações sobre as operações realizadas pela empresa durante um determinado intervalo de tempo, sob a perspectiva de resultado do período. Este apresenta a soma entre as receitas, custos e despesas, chegando finalmente no lucro líquido da empresa no período. A análise deste demonstrativo ajuda a entender o que aconteceu entre dois balanços patrimoniais consecutivos, e é fundamental para se entender a performance financeira de uma empresa no período analisado. A figura 2 abaixo exemplifica um demonstrativo de resultado de exercício.

Figura 2 - Demonstração de resultado de exercício

Receita bruta
(-) Deduções da receita bruta
(-) Impostos sobre a receita bruta
(=) Receita líquida
(-) Custo da mercadoria vendida
(=) Lucro bruto
(-) Despesas operacionais
(+/-) Resultados de equivalência patrimonial
(=) Lucro antes de juros e imposto de renda (EBIT)
(+) Receitas Financeiras
(-) Despesas financeiras
(=) Lucro antes de imposto de renda (EBT)
(-) Imposto de renda
(-) Contribuição social sobre o lucro líquido
(=) Lucro líquido

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Partindo da receita bruta, que é a soma entre todas as receitas de todas as linhas de negócio operacionais, incorridas pela empresa no período analisado (vale destacar que receitas financeiras, e outras receitas de cunho não operacional, não são consideradas para cálculo da receita bruta).

Após a receita bruta, tem-se as deduções e impostos sobre a mesma. Nas primeiras, encontram-se valores referentes a produtos que podem ter sido devolvidos devido a um mal funcionamento ou defeitos, descontos praticados nas negociações comerciais, bolsas de estudos entre outros. Na linha impostos sobre a receita bruta, tem-se os impostos diretos, que são devidos no ato da transação, como exemplo tem-se o ICMS (impostos sobre circulação de mercadorias e serviços – imposto estadual), ISS (imposto sobre serviços – imposto municipal), PIS (imposto para o programa de integração social – imposto nacional), e COFINS (contribuição para o financiamento da seguridade social – imposto nacional).

O resultado entre a subtração das linhas deduções da receita bruta e impostos sobre a receita bruta, é a Receita líquida.

Após a receita líquida, tem-se o custo da mercadoria vendida (CMV), ou custo do serviço prestado (CSP), de acordo com o tipo de atividade exercida pela companhia em questão. Definidos por Málaga (2018), como gastos financeiros relacionados ao trabalho necessário para a produção dos bens vendidos e serviços prestados. Nesta categoria incluem-se salários de

funcionários relacionados à produção, matéria-prima, uniformes, depreciação e amortização de ativos fixos relacionados à produção das mercadorias ou prestação dos serviços, entre outros.

O resultado entre a subtração do CMV ou CSP da receita líquida, é o lucro bruto, e a divisão do lucro bruto pela receita líquida resulta na margem bruta, uma importante métrica de rentabilidade para analisar a performance financeira de uma empresa.

Após o lucro bruto, são deduzidas as despesas operacionais, que podem ser definidas como desembolsos necessários para que os bens produzidos ou serviços, possam efetivamente ser vendidos ou prestados, assim como administrar a empresa, mas não estão relacionados diretamente com a produção destes bens.

Nesta linha são incluídos os salários dos funcionários de setores que não estão diretamente relacionados com a produção, ou seja, funcionários do setor administrativo, contabilidade, jurídico, RH, entre outros, que dão suporte às operações da empresa, despesas com consultorias, marketing e propaganda, utilidades para as áreas administrativas (contas de luz e água), aluguel, e outros. Aqui, se encontram também outras receitas e despesas não operacionais que são resultados não operacionais que a companhia possa vir a incorrer.

Segundo Málaga, (2018), são considerados nesta linha itens não operacionais, podendo ser recorrentes ou não, tais como receita com aluguéis que a companhia possa vir a incorrer (caso esta não seja a atividade principal da companhia). Por fim, também são considerados Resultados de equivalência patrimonial, o qual é originado dos resultados de participações que a companhia tenha em outras sociedades, não sendo controladora das mesmas.

O resultado entre a subtração das despesas operacionais, outras receitas e despesas, e resultados de equivalência patrimonial do lucro bruto, é o lucro antes de juros e imposto de renda (LAJIR ou EBIT, do inglês, *earnings before interest and taxes*). A divisão do EBIT pela receita líquida, resulta na margem EBIT, outro indicador muito utilizado na análise da performance financeira de empresas.

Após o EBIT, são adicionadas as receitas e despesas financeiras, provenientes do pagamento de juros de dívidas e financiamentos que a companhia venha a possuir, e receitas das aplicações financeiras, nas quais o caixa da companhia está alocado. Segundo Málaga (2018), são juros provenientes de passivos onerosos, descontos financeiros dados a clientes, ajustes monetários passivos, operações com derivativos e descontos de recebíveis.

O resultado entre a soma das receitas e despesas financeiras, e o EBIT, é o lucro antes de imposto de renda (LAIR ou EBT, do inglês, *earnings before taxes*). A divisão do EBT pela receita líquida, é a margem EBT, que também é utilizada para a análise da performance de

empresas. Sobre o EBT são calculados os valores devidos de imposto de renda e contribuição social pela empresa.

O resultado entre a subtração do imposto de renda e contribuição social do EBT, é o lucro líquido, resultado final apresentado em um demonstrativo de resultado do exercício. A divisão do lucro líquido pela receita líquida, é a margem líquida, um dos mais importantes indicadores de rentabilidade que uma empresa possui.

Vale também revisar o conceito do lucro antes de juros, imposto de renda, depreciação e amortização (LAJIDA ou EBITDA, do inglês, *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*). Este indicador pode ser obtido através da adição da depreciação e amortização ao EBIT, e funciona como um dos principais indicadores para a avaliação de empresas, porque permite que seja feita uma comparação puramente operacional entre empresas distintas. A divisão do EBITDA pela receita líquida, é a margem EBITDA, um dos indicadores de rentabilidade mais utilizados para a avaliação de empresas. O EBITDA não faz parte das linhas exigidas pela norma IFRS (*International Financial Reporting Standards*) nem nas normas brasileiras (BR GAAP) de contabilidade, portanto, apesar de ser constantemente utilizado, o indicador não faz oficialmente parte do DRE.

2.1.3 Demonstrativo de fluxo de caixa

Para permitir o entendimento das movimentações de entradas e saídas de caixa de determinada empresa no período analisado, o demonstrativo mais recomendado é o Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC). Este demonstrativo é complementar ao DRE, por apresentar as movimentações de caixa que não fazem parte dos resultados de um exercício, e, portanto, não estariam identificadas no DRE.

O demonstrativo de fluxo de caixa pode ser elaborado de duas formas diferentes, através do método direto e do indireto. Conforme definido por Iudícibus (2010), o fluxo de caixa direto é construído, estudando apenas as variações que dois balanços patrimoniais de períodos consecutivos apresentarão. No método indireto, o ponto de partida é o lucro líquido, ou outra linha de resultado similar (o EBIT e EBITDA também costumam ser utilizados), e então é analisada a relação entre estas contas e os itens do balanço patrimonial. A variação da conta caixa e equivalentes, permite a análise da geração de caixa a partir do DRE e os dispêndios

necessários para manter o capital de giro, ativos fixos e intangíveis em estado, que permita a continuidade das operações da companhia.

Em sua obra, Málaga (2018), categoriza o demonstrativo de fluxo de caixa em três grupos diferentes:

- a. Fluxo de Caixa Operacional (FCO): variação de caixa resultante das operações da companhia, ou seja, o quanto do resultado apresentado na DRE de fato se concretizou em caixa para a companhia. A forma mais utilizada para se calcular o FCO, parte do EBITDA, reduz-se então os impostos pagos, soma-se o resultado de equivalência patrimonial, e subtrai-se a variação do capital de giro auferido. O capital de giro de uma empresa pode ser calculado como a diferença entre os Ativos Circulantes e Passivos Circulantes.
- b. Fluxo de Caixa de Investimentos (FCI): variação de caixa resultante das operações de investimentos e desinvestimentos da companhia. Para calcular o FCI soma-se o valor investido em ativos fixos, ou intangíveis, para aquisição de novos ativos ou manutenção dos ativos atuais (Capex), valores obtidos através da alienação parcial, ou total de ativos fixos ou intangíveis, e variação da posição em investimentos de longo prazo.
- c. Fluxo de Caixa de Financiamentos (FCF): variação de caixa resultante das operações financeiras que envolvem a companhia. Para calcular o FCI, soma-se a variação na dívida bruta, que a empresa teve em determinado período, a variação do capital social, acrescenta-se receitas financeiras, e subtraem-se despesas financeiras, pagamentos de juros sobre capital próprio e dividendos.

A figura 3 apresenta um exemplo de demonstrativo de fluxo de caixa com as principais contas que o compõem.

Figura 3 - Demonstração de fluxo de caixa

EBITDA (-) Impostos pagos (-) Equivalência patrimonial (+/-) Variação do capital de giro (=) Fluxo de Caixa Operacional (FCO)
(-) Capex (+) Caixa proveniente de alienação de ativos (+/-) Variação na posição de investimentos de longo prazo (=) Fluxo de Caixa de Investimentos (FCI)
(-) Despesas financeiras (+) Receitas financeiras (+/-) Variação da dívida bruta (-) Pagamento de juros sobre capital próprio e dividendos (+/-) Variação do capital social (=) Fluxo de Caixa de Financiamentos (FCF)
(=) Fluxo de Caixa do Exercício (FCO + FCI + FCF)

Fonte: Elaborado pelo Autor.

As vantagens da análise do demonstrativo de fluxo de caixa é permitir que os desencontros temporais de recursos que um balanço patrimonial de uma empresa pode apresentar, e que não são considerados no DRE, sejam refletidos e apresentados em um demonstrativo.

Com o passar do tempo, analistas de empresas, executivos e acionistas perceberam que a métrica lucro líquido é altamente manipulável caso o administrador da empresa decida reter investimentos, alterar regimes de depreciação e amortização de acordo com a vontade deste. Executivos a frente de empresas listadas em bolsa, teriam incentivo em aumentar o lucro líquido reportado no período, uma vez que analistas utilizariam esta métrica para avaliar as ações da empresa e com isso, esta última teria um bom desempenho no mercado.

Já os executivos à frente de empresas de capital fechado, no entanto, que apenas reportam seus resultados para a Receita Federal, teriam um incentivo em diminuir o lucro tributável ao máximo para diminuir o montante pago em impostos. O demonstrativo de fluxo de caixa permite uma análise que não está sujeita a este tipo de manipulações, e considera de fato, a geração de caixa que a empresa teve no período, e com isso analisa a sustentabilidade e saúde financeira das operações.

2.2 Avaliação de empresas

Esta seção irá tratar das metodologias existentes para realizar a avaliação de ativos, sejam estes financeiros, físicos, reais ou intangíveis, pois todos possuem seu valor, e a forma para avaliá-los se encontra nas fontes que geram este valor (DAMODARAN, 2002).

Damodaran (2002) apresenta em sua obra a discussão existente sobre as diferenças de valor e preço, e ressalta a importância de nunca adquirir um ativo por um preço superior a seu valor. Conforme explicado em sua obra, o preço é o número que efetivamente rege uma transação, seja na aquisição de um produto, contratação de um serviço ou contratação de um investimento. Valor é o que o comprador efetivamente leva para si próprio após a transação, e é algo subjetivo de comprador para comprador, e caso a caso.

Segundo Buffet (2008, p. 5), "*Price is what you pay; value is what you get*", "Preço é o que você paga, valor é o que você leva", seja na aquisição de ações, mercadorias, serviços ou qualquer bem comercializável. Fazendo uma analogia simples, fica claro entender a diferença de valor que uma garrafa de água possui para uma pessoa que está caminhando pelo deserto, e uma pessoa que está assistindo televisão no conforto de sua casa. Apesar de que a garrafa de água contém o mesmo produto para ambos os consumidores, o caminhante enxergaria, provavelmente, um valor muito maior a este produto, e, portanto, estaria disposto a pagar um valor muito superior do que a pessoa em sua casa.

O exemplo anterior pode ser aplicado em todas as situações e se torna ainda mais importante quando se analisa a aquisição de uma companhia, sob diferentes óticas de investidores. Supondo o caso fictício em que uma empresa do setor de saúde suplementar está à venda, e dois investidores diferentes estão analisando a oportunidade para realizar uma proposta de aquisição. Um investidor estratégico, que por definição é uma outra companhia atuante do mesmo setor em estudo, e que portanto conseguirá extrair diversas sinergias em cortes de despesas comuns, aumento de poder de negociação com clientes e fornecedores, aumento de capilaridade para ofertar os seus produtos pela rede adquirida, aumento de preço devido à redução de competição nas localizações comuns, entre outros exemplos, permitiriam que este investidor estratégico enxergue um valor muito superior ao valor enxergado por um investidor financeiro, por exemplo, que não possui investimentos em nenhuma companhia no setor em sua carteira de investimentos, e que não terá ganhos imediatos com a captura de sinergias.

Dito isso, em um processo de venda seria muito mais provável que o investidor estratégico tenha sucesso na aquisição da companhia, uma vez que ao enxergar maior valor pelo ativo, ele estaria disposto a pagar um preço superior, e com isso propor uma transação que seria provavelmente mais interessante para os vendedores.

Nesta seção da revisão bibliográfica, serão apresentadas duas metodologias de avaliação de empresas por avaliação relativa: (i) Comparação com empresas listadas em bolsa; e (ii) Comparação com transações precedentes semelhantes.

Tanto a avaliação relativa, a partir da comparação com empresas listadas em bolsa, quanto a avaliação relativa, a partir da comparação com transações precedentes semelhantes, são metodologias utilizadas diariamente por profissionais de investimentos.

Segundo Damodaran (2002), todos os ativos podem ser avaliados de forma relativa com outros ativos comparáveis, utilizando métricas comuns a todos como receita, indicadores de rentabilidade, lucro entre outros.

O livro de Rosenbaum e Pearl (2013, p. 3) apresenta uma metodologia com quatro passos para se avaliar o valor de uma empresa, a partir de empresas similares:

- *Escolha de ativos comparáveis ao ativo que se deseja analisar. Os ativos devem possuir características de negócios semelhantes, como estarem no mesmo setor, ofertarem produtos semelhantes, perfis de crescimento parecidos e performances financeiras parecidas;*
- *Escolha dos indicadores e métricas financeiras que serão utilizadas. É necessário que seja possível obter os mesmos indicadores para todos os ativos;*
- *Revisão da amostra de empresas escolhidas quanto a sua capacidade, como comparáveis através da média e mediana dos indicadores escolhidos para a eliminação de outliers;*
- *Desenvolvimento da comparação entre os ativos escolhidos.*

Para a execução de uma avaliação de valor por avaliação relativa, é necessário conhecer os indicadores financeiros que são utilizados para este tipo de análise. Os chamados múltiplos de avaliação, uma vez que estes são capazes de, a partir de uma mesma métrica contábil, indicar um valor para a companhia que seja comparável e adequado com o valor das outras empresas escolhidas.

Dentre os múltiplos utilizados para avaliação relativa de empresas, destacam-se:

2.2.1 Múltiplo preço/lucro

Segundo Damodaran (2002), o múltiplo preço/lucro (ou P/E, do inglês *price to earnings*) é o múltiplo mais usual para a avaliação relativa de empresas, devido a sua facilidade de se calcular e comparar empresas. Este múltiplo calcula o *Equity Value* (Valor para os acionistas de uma empresa, referente à parcela que de fato pertence aos sócios do negócio) através do lucro líquido do ativo. Para realizar esta análise, é necessário dividir o valor de mercado do ativo pelo lucro líquido do exercício desejado, conforme apresentado na equação 1. Quanto mais alto o múltiplo resultante, entende-se que mais valorizado o ativo se encontra e vice-versa.

Equação 1 - Múltiplo Preço/Lucro

$$P/E = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Lucro Líquido do Exercício}} \quad (1)$$

Fonte: Damodaran (2002).

A aplicação do múltiplo P/E pode não ser adequada para comparar empresas que possuam níveis de endividamento muito diferentes, porque a grande diferença no resultado financeiro poderá distorcer os valores dos múltiplos, e levar a conclusões equivocadas quanto a comparação das empresas.

2.2.2 Múltiplo EV/EBITDA

Outro múltiplo muito usual é o múltiplo EV/EBITDA, métrica para se medir o EV (do inglês, *Enterprise Value*) ou Valor da Empresa, que representa o valor de todos os stakeholders na companhia, tanto acionistas, quanto credores, e pode ser calculado a partir do *equity value* e dívida líquida conforme equação 2.

Equação 2 - *Enterprise Value*

$$EV = \text{Equity Value} + \text{Dívida Líquida} \quad (2)$$

Fonte: Murphy (2020), traduzido pelo autor.

A dívida líquida é calculada como o total das dívidas apresentadas no balanço patrimonial de uma empresa, subtraída à linha caixa e equivalentes. O múltiplo EV/EBITDA é um dos mais apropriados múltiplos para comparar o valor operacional entre ativos diferentes, uma vez que ao excluir os juros pagos, depreciação e amortização, a métrica permite que empresas com estruturas de capital muito distintas, e com base de ativos fixos também distinta, possam ser comparadas a partir de uma métrica, que normaliza e exclui o efeito destas diferenças. O cálculo do EV/EBITDA está apresentado na equação 3 abaixo.

Equação 3 - Cálculo do EV/EBITDA

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Valor da Empresa}}{EBITDA} \quad (3)$$

Fonte: Damodaran (2002).

2.2.3 Múltiplo EV/Receita

O múltiplo EV/Receita é muito utilizado para avaliar *start-ups*, empresas que estão iniciando suas operações, e, portanto, costumam crescer muito ano a ano, e para analisar empresas que estão passando por períodos de dificuldade e seus resultados estão negativos. Caso uma empresa possua lucro e EBITDA negativo, as métricas apresentadas anteriormente não podem ser aplicadas, porque iriam avaliar a companhia em um valor negativo, devido apenas a um problema nas operações, crise externa, reestruturação do negócio, e outras situações que podem impactar drasticamente a performance operacional, porém, que não necessariamente destroem todo o valor da empresa.

No caso de *start-ups* e empresas que crescem muito rápido anualmente, e que normalmente não tem seu foco voltado para a rentabilidade, e sim para o crescimento, esta

métrica também é mais adequada do que o P/E ou EV/EBITDA. O múltiplo EV/Receita é calculado conforme a equação 4.

Equação 4 - Cálculo múltiplo EV/Receita

$$EV/Receita = \frac{\text{Valor da Empresa}}{\text{Receita Líquida}} \quad (4)$$

Fonte: Damodaran (2002).

2.2.4 Múltiplo Preço/Patrimônio Líquido

Outro múltiplo que auxilia na análise de valor de uma empresa, é o Preço/Patrimônio Líquido (ou P/B, do inglês *price to book value*). O múltiplo P/B permite uma análise interessante, pois ele compara o preço de uma companhia, com o valor patrimonial apresentado no patrimônio líquido de uma empresa, ou seja, na prática ele compara o valor que está sendo atribuído para a empresa, com relação ao valor que foi efetivamente investido pelos acionistas.

Segundo Damodaran (2002), empresas nas quais o múltiplo P/B é inferior a 1, representam uma boa oportunidade de investimento, porque a companhia está sendo negociada a um valor inferior ao investido por seus acionistas. Isto provavelmente aconteceu devido a um período de crise econômica, ou impacto significativo que o setor de atuação da companhia sofreu, e atingiu as operações da empresa, porém, com a normalização desta situação a companhia deveria recuperar seu valor e voltar a valer no mínimo o valor aportado pelos sócios. Entretanto, esta afirmação não é necessariamente sempre verdadeira, uma vez que dependendo do impacto sofrido pela companhia a mesma poderá nunca recuperar seu valor. Além disso, caso o motivo pelo qual o múltiplo P/B esteja negociando abaixo de 1, estiver relacionado a um nível insustentável de dívida no ativo, e que o mesmo por conta própria não seja capaz de gerar caixa para pagá-la, esta relação poderá nunca se inverter sem novos aportes de capital por parte dos acionistas.

A forma de calcular o P/B está apresentada na equação 5 abaixo.

Equação 5 - Cálculo P/B

$$P/B = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (5)$$

Fonte: Damodaran (2002).

2.2.5 Avaliação relativa a partir de empresas listadas em bolsa

Uma das formas mais usuais de se fazer uma avaliação relativa de uma empresa, é comparando os resultados da mesma aos resultados de companhias semelhantes escolhidas conforme metodologia apresentada por Rosenbaum e Pearl (2013), com a utilização de múltiplos de avaliação apropriados.

Após a definição do universo de companhias comparáveis, dá-se o processo de escolha de múltiplos de avaliação para a análise. Setores diferentes costumam utilizar múltiplos diferentes para esta análise, como exemplo, temos empresas de tecnologia que crescem exponencialmente, mas possuem EBITDA e lucro líquido negativos. Neste tipo de setor, o múltiplo EV/Receita é muito mais usual do que os outros múltiplos. Em setores estabelecidos, nos quais as companhias crescem pouco e distribuem muitos dividendos, a rentabilidade passa a ser a métrica mais importante, porque é o que guiará a distribuição de dividendos futura e com isso, o retorno que os acionistas terão. Neste caso, os múltiplos EV/EBITDA ou P/E são mais adequados.

Após a definição das companhias que serão utilizadas como comparáveis, e dos múltiplos que serão a base da análise, constrói-se a análise exemplificada na tabela 1 com o intuito de, a partir da comparação com as empresas escolhidas, descobrir a quais múltiplos implícitos estas empresas estão sendo negociadas em bolsa, e com isso estimar o *equity value* e o EV da empresa analisada.

Tabela 1 - Avaliação relativa por múltiplos de empresas comparáveis listadas em bolsa

Comparáveis	Número de Ações	Preço da Ação	Equity Value	Dívida Líquida	Enterprise Value	Receita Líquida	EBITDA	EV/Receita	EV/EBITDA
Empresa Analisada				14,000,000		75,000,000	9,000,000		
Comparável A	5,000,000	84.09	420,450,000	79,550,000	500,000,000	420,000,000	54,600,000	1.2x	9.2x
Comparável B	75,000,000	21.57	1,617,750,000	382,250,000	2,000,000,000	1,300,000,000	208,000,000	1.5x	9.6x
Comparável C	22,000,000	19.34	425,480,000	224,520,000	650,000,000	600,000,000	78,000,000	1.1x	8.3x
Comparável D	97,000,000	11.46	1,111,620,000	388,380,000	1,500,000,000	1,000,000,000	150,000,000	1.5x	10.0x
Média								1.3x	9.3x
Mediana								1.3x	9.4x

Fonte: O Autor.

Após se conhecerem os múltiplos negociados pelas empresas comparáveis na bolsa, aplica-se os mesmos múltiplos aos indicadores financeiros da empresa analisada, como realizado na tabela 2.

Tabela 2 - Utilização dos múltiplos de comparáveis nos indicadores financeiros da empresa analisada

Empresa Analisada	Múltiplo	Receita Líquida	EBITDA	Enterprise Value	Dívida Líquida	Equity Value
EV/Receita Média	1.3x	75,000,000	9,000,000	99,605,082	14,000,000	85,605,082
EV/Receita Mediana	1.3x	75,000,000	9,000,000	100,892,857	14,000,000	86,892,857
EV/EBITDA Média	9.3x	75,000,000	9,000,000	83,489,011	14,000,000	69,489,011
EV/EBITDA Mediana	9.4x	75,000,000	9,000,000	84,478,022	14,000,000	70,478,022

Fonte: O Autor.

Conforme a análise exemplo, ao aplicar as médias e medianas dos múltiplos EV/Receita e EV/EBITDA, negociados em bolsa pelas companhias comparáveis, encontramos uma faixa de EV de R\$83.489.011 a R\$100.892.857, o que dada a dívida líquida de R\$14.000.000 que a

companhia possui, resulta em uma faixa de R\$69.489.011 a R\$86.892.857 de *equity value* e com isso concluímos a avaliação relativa da empresa analisada.

2.2.6 Avaliação relativa a partir de transações semelhantes

Uma alternativa para a determinação do valor de uma companhia, através da comparação com outras, é a avaliação a partir de transações precedentes de empresas em situações semelhantes. Para isso, se utilizam os múltiplos de avaliação apresentados anteriormente, como forma de realizar um paralelo entre a transação ocorrida e a situação analisada.

O procedimento realizado é muito semelhante ao processo de avaliação por comparação com empresas listadas em bolsa. Entretanto, devem ser levados em consideração dois pontos de extrema importância, que diferem entre a avaliação de empresas listadas em bolsa, e a avaliação de empresas envolvidas em transações recentes. Estes pontos são: (i) Controle; e (ii) Sinergias.

Ao adquirir mais de 50% das cotas de uma companhia, o comprador poderá muitas vezes pagar um prêmio pelo controle (valor adicional ao considerado justo para indenizar os atuais controladores do ativo pela perda deste controle), o que poderá distorcer os múltiplos de avaliação caso a transação que se deseja analisar, não envolva controle; e um investidor estratégico, ao adquirir uma companhia no mesmo setor de sua atuação, consegue absorver diversas sinergias operacionais, que permitem enxergar um resultado fictício maior do que o efetivamente reportado por esta companhia, e com isso, pagar um múltiplo maior do que outros investidores poderiam pagar e ainda assim realizar um bom negócio.

Isto acontece, porque uma vez que a companhia adquirida for integrada na plataforma do investidor estratégico, os resultados deste ativo serão automaticamente melhorados e com isso a relação do múltiplo diminuirá.

Estes dois fatores fazem com que transações que envolvam a compra de 100% das ações de companhias por investidores estratégicos, sejam negociadas com múltiplos mais altos do que poderiam ser considerados o valor justo por outros investidores, ou por uma análise relativa, com empresas listadas na bolsa. Caso a situação que se deseja analisar não seja análoga a esta, é necessário atribuir um pênalti no múltiplo para se determinar o indicador mais adequado.

2.3 Cinco forças de Porter

Uma das possíveis análises do ambiente competitivo de um setor, é a análise das Cinco Forças de Porter, desenvolvida por Michael Porter em 1979.

De acordo com Porter (1979), existem cinco forças que regem as relações competitivas em um mercado e estas forças são:

1. **Ameaça de novos entrantes:** a quantidade de empresas atuando em um segmento, possui alta correlação com o nível de atratividade, barreiras de entrada e consolidação do setor. Segundo Porter (1979), setores que possuem poucos competidores, normalmente possuem fortes barreiras à entrada de novos competidores, como barreiras de custo regulatório, concessões, escala que permita economias importantes, limitação de acesso aos melhores canais de vendas, fidelidade de clientes, entre outras barreiras.
2. **Poder de barganha dos consumidores:** setores diferentes possuem dinâmicas, entre consumidores e fornecedores, diferentes. Em setores onde existem poucos consumidores diferentes para a quantidade de fornecedores, estes consumidores se beneficiam de um alto poder de negociação de melhores condições comerciais com estes fornecedores. Como exemplo, tem-se o setor de produção de cervejas no Brasil, com destaque para a Ambev. A Ambev é a maior produtora de cervejas do país e adquire matérias primas em larga escala com muitos fornecedores diferentes espalhados pelo país. Dessa forma, o produtor que vende à Ambev tem alta dependência de que a companhia compre seus produtos, caso contrário, não terá muitas alternativas para escoar sua produção. Esta dinâmica permite que a Ambev negocie prazos extremamente longos para pagar pelos produtos adquiridos, negocie modalidades melhores de frete e preços mais atrativos.
3. **Poder de barganha dos fornecedores:** o contrário em relação à força anterior também é válido, setores em que todos os consumidores possuem poucas, ou em muitas ocasiões, apenas um único fornecedor, garantem a este um alto poder de negociação. Como exemplo, tem-se o setor de infraestrutura no país, e escolhendo o setor de saneamento na cidade de São Paulo, com a exclusiva participação da Sabesp. Em setores como o exemplificado, os consumidores que moram na cidade de São Paulo não têm opção para contratar serviços de saneamento de empresa outra, que não a Sabesp. A estatal é a única fornecedora de saneamento na cidade de São Paulo, o que garante à ela um poder de negociação muito alto com os clientes, neste caso, o único fator que impede

a empresa de praticar os preços e condições comerciais que desejar, é a regulação do governo, que costuma ser forte em mercados de serviços essenciais monopolizados como costuma ser o caso de infraestrutura.

4. Ameaça de produtos substitutos: esta força qualifica a facilidade ou dificuldade de um novo produto passar a ser adotado no mercado analisado, e com isso causar mudanças disruptivas entre as relações cliente-fornecedor do setor. Setores altamente regulados como educação, saúde, infraestrutura, entre outros, são setores nos quais se torna muito difícil empreender e inovar, o que garante uma proteção maior para as empresas que atuam nestes setores, resultando em maior estabilidade e menor ameaça da substituição de produtos.

5. Rivalidade entre competidores: setores que possuem muitas empresas independentes, com tamanhos, capital e capacidade de atendimento parecidos, são setores que possuem forte rivalidade entre competidores. Mercados que crescem devagar ou não crescem e que, portanto, para crescer as empresas precisam ganhar parcela de mercado umas das outras, mercados de commodities sem diferenciação entre os produtos, baixos custos de substituição de fornecedor para o cliente, setores em que custos fixos são altos e produtos são perecíveis, estimulando os competidores a cortarem preços; são exemplos de características de mercados altamente competitivos, que dificultam o desenvolvimento e rentabilidade das empresas que neste atuam.

2.4 Concentração de mercado: Índice Herfindahl–Hirschman

O Índice Herfindahl-Hirschman (HHI) é um dos indicadores de concentração de mercado mais utilizados pelos principais órgãos antitruste do mundo, para analisar o nível de concentração de determinado mercado, e principalmente, avaliar o aumento de concentração de determinado mercado após uma fusão, ou aquisição, e decidir quanto a sua aprovação ou não. (The United States Department of Justice, 2018, p. 1)

O HHI é calculado pela soma dos quadrados da parcela de mercado que cada companhia possui no setor equação 6.

Equação 6 - Cálculo HHI

$$HHI = \sum_{i=1}^N \text{Market Share}_i^2 \quad (6)$$

Fonte: The United States Department of Justice (2018, p. 1)

O HHI leva em consideração a distribuição de tamanho relativo das companhias de um mercado. Ele se aproxima de zero quando o mercado analisado é composto por muitas companhias com tamanho parecido, e chega a 10.000 no caso de um monopólio. O HHI aumenta, quando o número de companhias de um determinado mercado diminui, e quando a diferença entre a parcela de mercado das companhias aumenta.

Segundo as regras adotadas pelo CADE, mercados com HHI abaixo de 1.500 pontos, são considerados desconcentrados, mercados com o HHI entre 1.500 e 2.500 pontos, são considerados moderadamente concentrados, e mercados com HHI acima de 2.500 pontos, são considerados altamente concentrados. (RESENDE, 2017, p. 10).

Na análise realizada pelo CADE, para avaliar uma aquisição de competidores, se avalia a variação do HHI, causada pelo ato de concentração em questão. A variação do HHI pode ser calculada conforme apresentado na equação 7.

Equação 7 - Cálculo da variação do HHI

$$\Delta HHI = 2 \times \text{Market Share}_1 \times \text{Market Share}_2 \quad (7)$$

Fonte: Resende (2017, p. 9)

Conforme apresentado por Resende (2017, p. 11), existem quatro categorias, nas quais transações podem ser classificadas de acordo com a variação do HHI:

1. **Pequena alteração na concentração:** operações que resultem em variações de HHI, inferiores a 100 pontos. Estas operações, provavelmente, não irão gerar efeitos competitivos adversos e, portanto, não requerem análise detalhada do CADE;

2. **Concentrações que geram preocupações em mercados não concentrados:** caso a transação resulte em uma variação superior a 100 pontos no HHI do mercado, mas após a transação o indicador continuar inferior a 1.500 pontos, não será necessária análise detalhada do CADE;

3. **Concentrações que geram preocupações em mercados moderadamente concentrados:** caso a transação resulte em uma variação superior a 100 pontos no HHI do mercado, e após a transação o indicador se encaixar na faixa entre 1.500 e 2.500 pontos, se torna recomendável que o CADE analise a transação em maiores detalhes;

4. **Concentrações que geram preocupações em mercados altamente concentrados:** operações que resultem em mercados com HHI acima de 2.500 pontos, e envolvam em uma variação do índice entre 100 e 200 pontos, podem gerar preocupações concorrenciais e devem ser analisadas em maiores detalhes pelo CADE. Em caso de transações que resultem em mercados com HHI acima de 2.500 pontos, ou que resultem em uma variação superior a 200 pontos de HHI, deverão ser consideradas como geradoras de aumento de poder de mercado, e irão requerer que seja proposto um remédio para evitar este aumento de poder.

3 VISÃO GERAL DO SETOR DE SAÚDE SUPLEMENTAR

Na seção Visão Geral do Setor de Saúde Suplementar, serão apresentadas e discutidas as principais características do setor, seu histórico e relevância, tanto na economia, quanto na sociedade brasileira. Além disso, será explicado o modelo de funcionamento do setor, bem como o relacionamento entre os seus principais agentes, as principais questões regulatórias, análise das Cinco Forças de Porter, movimentos de consolidação recentes e o impacto que a pandemia da COVID-19 teve no setor.

3.1 Introdução ao sistema de saúde brasileiro

O sistema de saúde brasileiro está dividido entre dois subsistemas fundamentais: sistema público e sistema privado. Fundado em 1988, pela Constituição da República Federativa do Brasil, o Sistema Único de Saúde (SUS) representa o subsistema da saúde pública, sendo o responsável pelo atendimento e fornecimento de serviços de saúde para todos os brasileiros. Apesar de todos os brasileiros possuírem acesso legal ao SUS, grande parte da população que possui condições financeiras para contratar os serviços de uma operadora de planos de saúde privada, optam por esta contratação. Além disso, indivíduos que possuem cobertura de saúde privada, ao utilizarem serviços assistenciais da rede pública do SUS, tem a sua conta assistencial repassada à operadora de planos privados contratada, como forma de desonerar o sistema público por atender clientes de operadoras privadas.

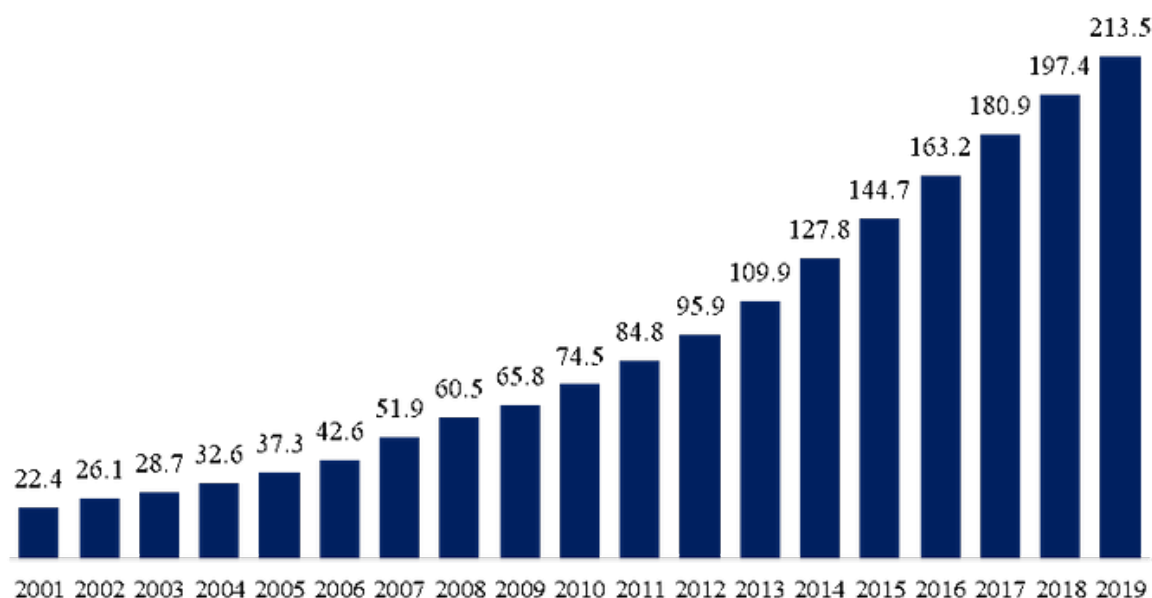
Aproximadamente 147 milhões de brasileiros, cerca de 76% da população, dependem exclusivamente do SUS, que teve em 2019, um orçamento de aproximadamente R\$147,4 bilhões (Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A, 2020). A ANS é o órgão do poder público responsável pela regulação do subsistema da saúde privada. Atualmente, o subsistema privado é responsável pela cobertura de aproximadamente 47 milhões de brasileiros, equivalente a cerca de 24% da população nacional, segundo a Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020).

Dentro do subsistema de saúde privada, o setor de saúde suplementar representa grande parte dos gastos privados com saúde no país. De acordo com dados da Organização Mundial da Saúde (OMS), de 2016, o mercado de saúde brasileiro representava uma receita aproximada de US\$141 bilhões, representando cerca de dois terços dos gastos com saúde no Brasil (gastos totais de US\$212 bilhões) (Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES

E INVESTIMENTOS S.A, 2020). A ANAHP (Associação Nacional dos Hospitais Privados) estima que, em 2019, os gastos privados com saúde tenham ultrapassado a marca dos R\$370 bilhões, sendo que, aproximadamente R\$200 bilhões, teriam sido provenientes da saúde suplementar. (Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A, 2020)

A saúde suplementar é o principal pagador para hospitais, laboratórios de medicina diagnóstica, clínicas, profissionais de saúde independentes e outros serviços de saúde. De acordo com a ANS, a receita bruta de todas as operadoras de planos de saúde no Brasil cresceu de R\$22,4 bilhões em 2001, primeiro ano em que a ANS atuou como reguladora do setor e registrou dados, para R\$213,5 bilhões em 2019, representando um CAGR de 13,3% durante quase duas décadas, o que coloca o setor de saúde suplementar entre um dos mercados que mais cresceram nos últimos anos. Adicionalmente, o setor de saúde suplementar teve crescimento de receita positivo em todos os anos, desde 2001 como mostrado no gráfico 1, apesar dos momentos de recessão econômica global e nacional que em 2008-2009 e 2014-2016, o que demonstra a resiliência do setor, segundo a Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020).

Gráfico 1 - Evolução da receita do setor de saúde suplementar (R\$ bilhões)

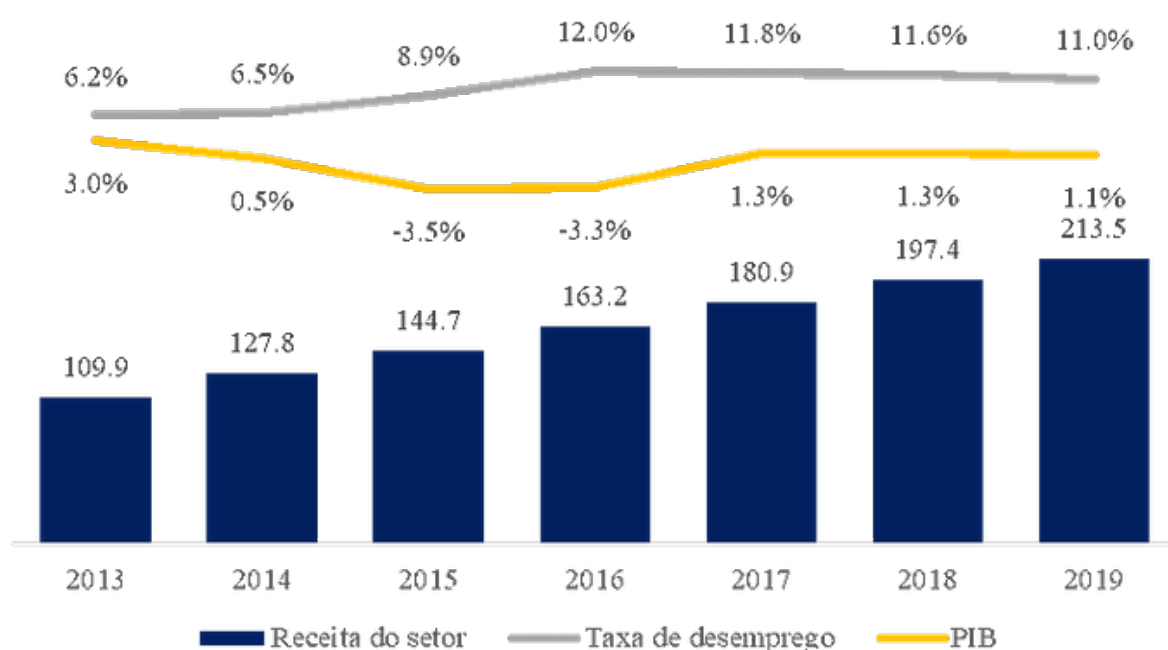


Fonte: O Autor, com informações da Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020).

Conforme apresentado no gráfico 2 abaixo, o setor de saúde suplementar se mostrou muito resiliente nos últimos anos, nos quais o país passou por um período de contração do PIB,

e apesar do aumento acentuado na taxa de desemprego, o faturamento do setor cresceu. A geração de empregos formais é um dos principais indicadores econômicos que promovem o crescimento do setor, portanto, uma retomada da economia como um todo, e a criação de empregos, beneficia diretamente o setor de saúde suplementar, mostrando sua resiliência em momentos de crise econômica, e condições para crescer de forma acelerada em momentos de prosperidade econômica.

Gráfico 2 - Resiliência do setor de Saúde Suplementar (R\$ bilhões)



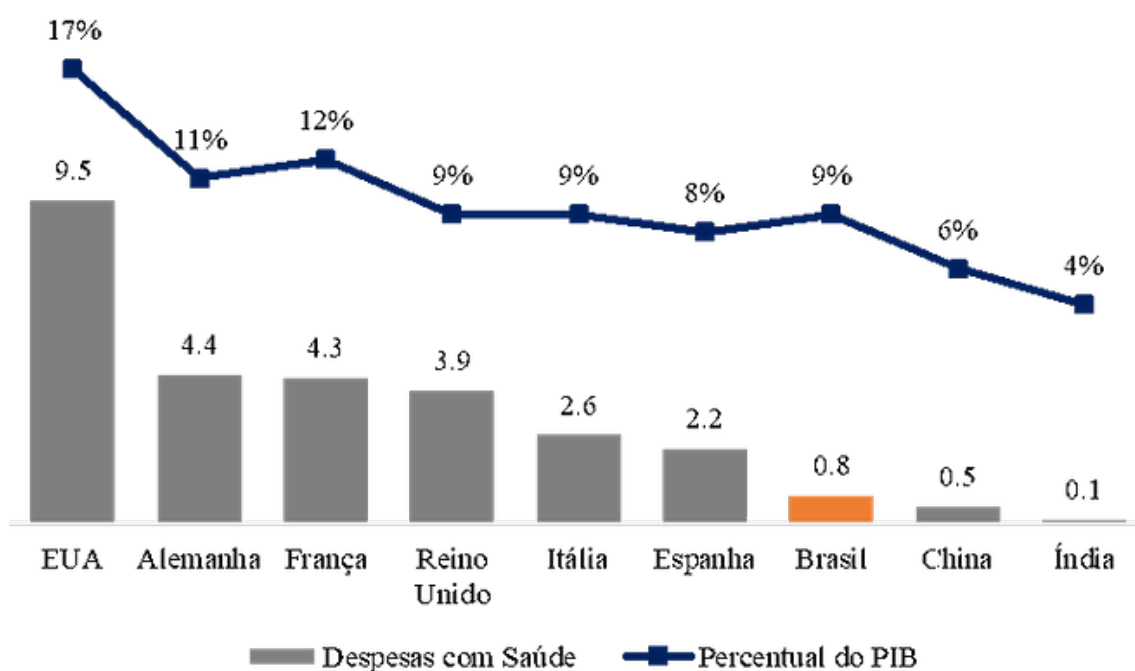
Fonte: Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A. (2020)

Com relação ao número de beneficiários, os planos de saúde tiveram um aumento significativo de penetração na população brasileira nos últimos 10 anos, partindo de 22,3% da população coberta por planos privados em 2010 (44,9 milhões de beneficiários), para 24,1% da população em dezembro de 2019 (47,0 milhões de beneficiários), conforme a Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020).

Os planos odontológicos tiveram um crescimento ainda mais acelerado no período, aumentando a penetração nacional de 7,0% em 2010 (14,5 milhões de beneficiários), para 12,5% (25,8 milhões de beneficiários) ao final de 2019, conforme a Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020).

Sob a perspectiva da economia nacional, a representatividade dos gastos, no Brasil, com saúde, aumentou consideravelmente, de acordo com dados divulgados pelo IBGE. Entre 2010 e 2015, o consumo de bens e serviços de saúde aumentou de 8,0% para 9,1% do PIB, apesar da crise econômica pela qual o país passou no período (Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A, 2020). Em contrapartida, apesar do aumento e da alta representatividade que gastos com saúde possuem no PIB brasileiro, os gastos com saúde per capita ainda são muito inferiores, quando comparados a países desenvolvidos. Apesar dos gastos per capita no Brasil estarem a frente de outros países emergentes, conforme mostra o gráfico 3, ainda existe amplo espaço para aumento deste indicador, principalmente através da contratação de um maior volume de planos de saúde.

Gráfico 3 - Comparação de gastos com saúde por país

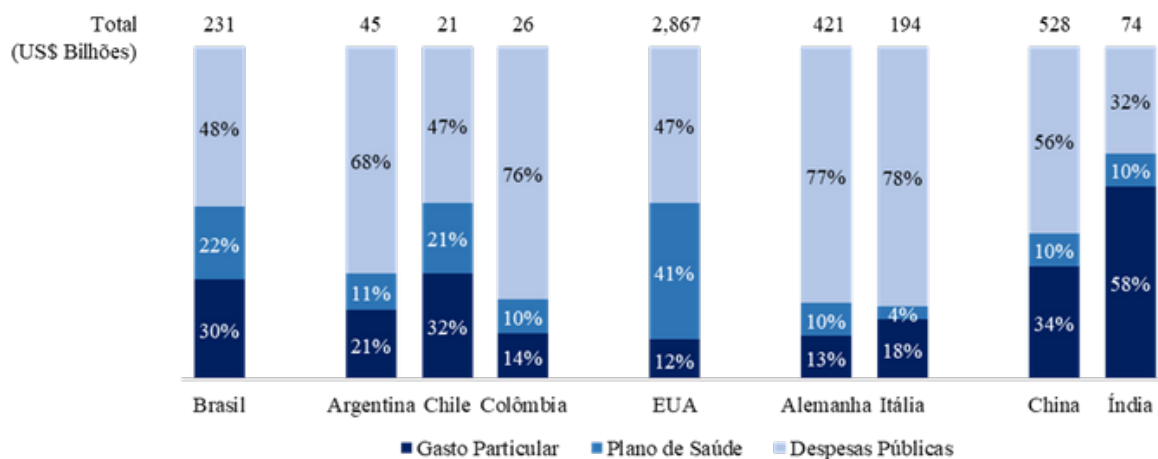


Fonte: Bain & Company (2016, p. 4).

O aumento da relevância do setor de saúde no PIB se deve, principalmente, a dois motivos: (i) Aumento do volume da contratação de serviços e consumo de bens de saúde, com a maior penetração da saúde suplementar na população, e (ii) Aumento de preço destes produtos e serviços, reforçando a resiliência do setor de saúde suplementar e a tendência positiva de crescimento futuro com a retomada da economia. Vale também destacar que, apesar do alto gasto público com saúde no Brasil, comparável a países como Chile e EUA, conforme

apresentado no gráfico 4, a percepção de qualidade do SUS pela população é muito ruim. Como resultado da qualidade entregue pela rede pública, o Brasil se encontra entre os países que mais gastam de forma particular em serviços e bens de consumo de saúde.

Gráfico 4 - Gastos com saúde por categoria em cada país



Fonte: Bain & Company (2016, p. 6).

Estas dificuldades encontradas pelo SUS para entregar boa qualidade no tratamento de saúde, aliadas aos altos preços praticados pelos prestadores de serviços na modalidade particular, representam uma oportunidade para que os planos de saúde cresçam nos próximos anos. Entre os principais desafios enfrentados pelo Sistema Único de Saúde, podemos destacar a baixa qualidade de gestão de recursos, que resulta no não cumprimento dos princípios de universalidade, integralidade e equidade, garantidos pelas leis brasileiras, de acesso a serviços de saúde para toda a população. Segundo pesquisa realizada pelo Instituto Datafolha a pedido do Conselho Federal de Medicina (“CFM”), no início de maio de 2018, 62% dos entrevistados acreditam que o SUS não é gerido por profissionais preparados para isto, 73% disseram que o atendimento não é igual para todos, e 83% acreditam que os recursos públicos não são bem administrados (Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A, 2020), o que reforça a percepção negativa que a população brasileira tem do Sistema Único de Saúde. Portanto, a tendência de aumento dos gastos com planos de saúde privados, para compensar a má qualidade e restrição de assistencialismo provocada pelo SUS, aliada a uma recuperação econômica e maior geração de empregos formais, corroboram o ambiente propício ao desenvolvimento do setor, este, objeto de estudo do presente trabalho.

3.2 Tipos de planos de saúde

O mercado de saúde suplementar privado é dividido em três tipos de planos:

1. Individual ou familiar: contrato entre um indivíduo, que engloba também dependentes do mesmo, e uma operadora de planos de saúde privados. Este tipo de plano não possui um número mínimo de pessoas para a contratação.
2. Coletivo empresarial: contrato entre uma pessoa jurídica (empresa, fundação, sindicato, associação, entre outros) e uma operadora de planos de saúde. Esta modalidade de planos presta assistência à saúde dos funcionários e outros agentes da pessoa jurídica contratante, graças ao vínculo empregatício ou estatutário, podendo incluir ou não a cobertura de dependentes.
3. Coletivo por adesão: viabilizados para grupos de pessoas, definidos de acordo com a sua categoria profissional, ou área de atuação, e vinculadas a uma entidade de classe ou instituição que as representa.

Adicionalmente, planos de saúde coletivos podem ou não conter a figura de um patrocinador, que na maioria dos casos é a pessoa jurídica contratante dos serviços. Planos de saúde coletivos com patrocinador, são planos nos quais a mensalidade é integralmente, ou parcialmente, pagas pela contratante, enquanto planos de saúde coletivos sem patrocinador, são planos nos quais o beneficiário paga a mensalidade integralmente. A tabela 3 abaixo apresenta as principais características e diferenças dos tipos planos de saúde apresentados acima.

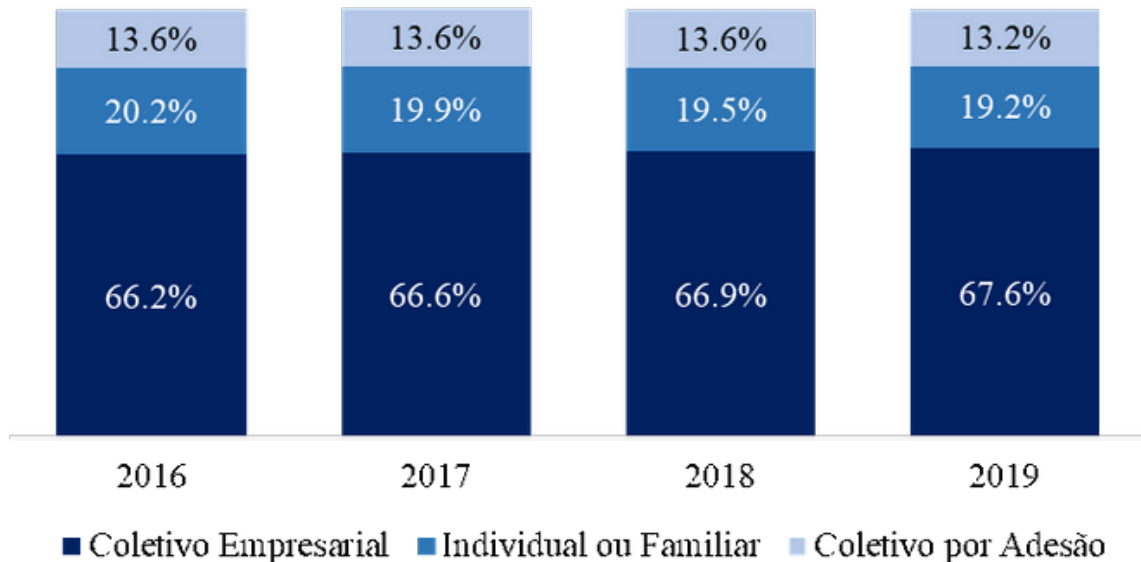
Tabela 3 - Características dos tipos de planos de saúde

Parâmetro	Individual ou Familiar	Coletivo Empresarial
Adesão	Livre	Exige vínculo com pessoa jurídica por relação empregatícia ou estatutária
Cobertura	Conforme contrato e rol de procedimentos	Conforme contrato e rol de procedimentos
Preço e Reajuste	Corrigido automaticamente pela idade do beneficiário observado limite imposto pela ANS	Livremente negociado com a empresa contratante
Membros por contrato	Cobertura de um membro	Cobertura de todos os funcionários da companhia contratante
Possibilidade de co-pagamento	Sim	Sim
Carência	Sim	Sim, salvo para contratos com 30 ou mais beneficiários e para ingressantes no plano em até 30 dias da celebração do contrato com a empresa
Rescisão	Apenas em caso de fraude e/ou inadimplência do beneficiário	Previsão em contrato e somente válido para o contrato como um todo
Cobrança	Diretamente ao beneficiário pela operadora	Diretamente ao beneficiário pela PJ contratante ou administradora de benefícios

Fonte: Hapvida (Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A, 2020).

A participação de planos de saúde coletivos empresariais, aumentou nos últimos anos com a inclusão deste serviço em pacotes de benefícios das principais empresas do país. Com o fim da crise pela qual o país passou entre 2015 e 2016, e aumento da quantidade de empregos formais, aliado ao fato de que serviços de planos de saúde foram adicionados aos pacotes de benefícios das principais empresas do país, os planos de saúde coletivos empresariais foram a modalidade de planos de saúde privados que mais cresceu nos últimos anos conforme mostra o gráfico 5.

Gráfico 5 - Evolução da representatividade de cada tipo de plano de saúde



Fonte: O Autor com informações Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020).

3.3 Análise das Cinco Forças de Porter para o setor de saúde suplementar

A fim de entender o comportamento estrutural do setor, será realizada a análise das Cinco Forças de Porter (PORTER, 1979).

3.3.1 Ameaça de novos entrantes

Analisando a primeira força de Porter, a ameaça de novos entrantes no setor de saúde suplementar privada, pode-se concluir que esta força é fraca no setor. Conforme apresentado em seções anteriores deste trabalho, o setor de saúde suplementar privada é altamente regulado pela ANS, que exige que as operadoras de planos de saúde façam diversas provisões e reservas técnicas, estas últimas que exigem grandes quantidades de capital e *know-how* para operar um plano de saúde.

Diferentemente de outras modalidades de seguros, por se tratar de um seguro diretamente relacionado a qualidade e capacidade de sobrevivência dos beneficiários, e por ser uma alternativa ao serviço oferecido pelo governo, é necessário estar em conformidade com

diversas regras, estas que variam com a modalidade e segmentação da operação, critérios mínimos para administradores, região de comercialização, responsável técnico pela área de saúde, registro contábil das operações, requisitos mínimos de patrimônio, provisões técnicas e ativos garantidores, conforme apresentado pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020) no Manual do Usuário para Registro de Operadoras. Isso tudo, torna a entrada de novos competidores do setor algo bastante complicado.

Além da barreira a entrada de novos entrantes de cunho regulatório, o setor tem passado por diversos movimentos de consolidação nos últimos anos, que serão apresentados na próxima seção, e que resultaram em uma concentração de 41% dos beneficiários do mercado nas dez maiores companhias do setor, conforme tabela 4. Esta consolidação permitiu que as principais operadoras atingissem uma escala muito grande, e aproveitando seu tamanho, conseguissem fornecer atendimento para todos os beneficiários de um cliente que tenha presença nacional. Além disso, permitiu que as operadoras também conseguissem negociar melhores condições comerciais com a rede credenciada, negociassem prazos e preços melhores para a compra de medicamentos, equipamentos, materiais médicos, entre outros suprimentos para sua rede própria, além de gerar uma diluição maior das despesas e custos administrativos e outros, de natureza fixa, e garantir um maior acesso ao mercado de capitais e créditos seus clientes.

Entre estas e outras vantagens competitivas que os consolidadores possuem, se torna ainda mais difícil que novos entrantes tenham sucesso, e consigam ser competitivos ao entrar no setor de saúde suplementar.

Tabela 4 – Parcela de Mercado das 10 maiores operadoras

Operadora	Parcela de Mercado Nacional
Bradesco	7.2%
Hapvida	7.1%
GNDI	6.4%
Amil	6.2%
Sul América	3.9%
Central Nacional Unimed	3.8%
Unimed Belo Horizonte	2.7%
Unimed Rio de Janeiro	1.5%
Caixa do Banco do Brasil	1.4%
Unimed Porto Alegre	1.3%
Top 10 Operadoras	41.4%

Fonte: O Autor com informações da Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020).

3.3.2 Poder de barganha dos consumidores

Ao analisar o poder de barganha dos consumidores, conclui-se que esta é uma força de magnitude média no setor. Apesar de existirem 712 operadoras de planos de saúde pelo país (Agência Nacional de Saúde Suplementar - ANS, 2020), caso um cliente deseje realizar a substituição dos serviços de uma operadora, este se encontrará limitado a um número muito menor de prestadoras de serviços existentes na região em que os beneficiários deste cliente se encontram. Como exemplo, grandes empresas que atuam por diversas regiões do território nacional, e que, portanto, se beneficiariam da contratação de um único provedor para fornecer benefício de saúde suplementar a todos os seus funcionários, devido a menor complexidade e centralização de informações, teriam poucas opções de empresas presentes em todas as regiões para atendê-lo.

Entretanto, apesar da força proporcionada pela escassez de planos em alguns territórios, os reajustes de preço que as operadoras podem realizar em seus planos é regulado pela ANS. Isso garante uma proteção aos consumidores, para que não tenham que enfrentar fortes negociações todos os anos com seu prestador de serviços, e para que não corram o risco de se ver na situação de precisar substituir seu prestador por um aumento expressivo nos preços, nem ter que aceitar este aumento. Esta regulação confere um poder de barganha aos consumidores que equilibra as dificuldades existentes na hora de trocar o prestador de serviços, e justifica a qualificação desta força como média.

3.3.3 Poder de barganha dos fornecedores

Para analisar esta força, faz-se necessário olhar tanto sob a ótica das operadoras de planos de saúde verticalizadas, quanto das operadoras de planos de saúde que são seguradoras puras.

3.3.3.1 Ótica das operadoras verticalizadas

As operadoras verticalizadas em sua integralidade, ou parcialmente verticalizadas, possuem forte poder de barganha ao negociar com seus fornecedores, tanto de materiais, medicamentos, equipamentos e suprimentos para sua rede própria, por serem compradores de grandes quantidades de insumos para suprir as necessidades de sua rede, quanto na negociação com prestadores de serviços adicionais a sua rede própria na formação de rede credenciada.

Neste segundo caso, uma operadora verticalizada não depende apenas da rede credenciada para fornecer a seus beneficiários os procedimentos e atendimentos previstos no rol da ANS. Estas operadoras dependem destes prestadores apenas para aumentar sua capilaridade, e com isso, poder vender planos de saúde a um número de beneficiários maior. Desta forma, ao possuir uma rede própria, as operadoras verticalizadas conseguem melhores condições para negociar com seus prestadores de serviços, que compõem a rede credenciada, o que permite classificar a força poder de barganha dos fornecedores como uma força fraca.

3.3.3.2 Ótica das operadoras seguradoras puras

As operadoras que atuam na forma de seguradoras puras, ou seja, não têm rede própria para atender seus beneficiários, possuem uma alta dependência dos seus prestadores de serviços para que possam se enquadrar nas regras de cobertura e rede assistencial mínimas exigidas pela ANS. Dito isso, elas se encontram em condições piores para negociar condições comerciais com sua rede credenciada.

Esta relação está totalmente atrelada ao tamanho da operadora e quantidade de vidas que ela possui em sua base de beneficiários. O credenciamento de operadoras grandes, em grande parte das ocasiões, é o que permite que centros médicos, clínicas e laboratórios pequenos, tenham volume de pacientes para se manterem ativos, e nestes casos, apesar de precisar do fornecedor para atender sua carteira de vidas, a operadora acaba por ter alto poder de barganha com os prestadores.

A dicotomia apresentada acima mostra que não é possível generalizar a forma como a relação entre operadoras seguradoras puras e seus fornecedores se dá, uma vez que esta relação pode ser muito diferente de acordo com o tamanho da operadora. Entretanto, na maioria dos casos, e quando se faz referência às seguradoras puras, que não são grandes grupos consolidadores, os fornecedores possuem um forte poder de barganha.

3.3.4 Ameaça de produtos substitutos

Conforme apresentado anteriormente, o Sistema Único de Saúde existente no Brasil, possui uma qualidade de entrega e atendimento muito inferior ao subsistema privado de saúde. Isto faz com que o produto plano de saúde, que consecutivamente garante acesso ao subsistema

privado de atendimento à saúde, com preços mais acessíveis, seja um dos principais produtos desejados pela população brasileira.

Dado que o acesso à rede privada de saúde não deixará de ser algo desejado pela população em um horizonte de tempo previsível, a única forma de substituição do produto plano de saúde estaria relacionada a forma como o seguro em si funciona. Atualmente já existem planos de saúde que operam de forma totalmente digital, com o atendimento primário, agendamento de consultas e exames, resumos de prontuários e medicamentos indicados, 100% online, como é o caso da Alice Operadora LTDA. Produtos desenvolvidos por companhias como estas podem representar uma ameaça para os produtos tradicionais, caso tenham uma grande aderência do público, este que está cada vez mais acostumado a utilizar seus smartphones para realizar diversos outros serviços.

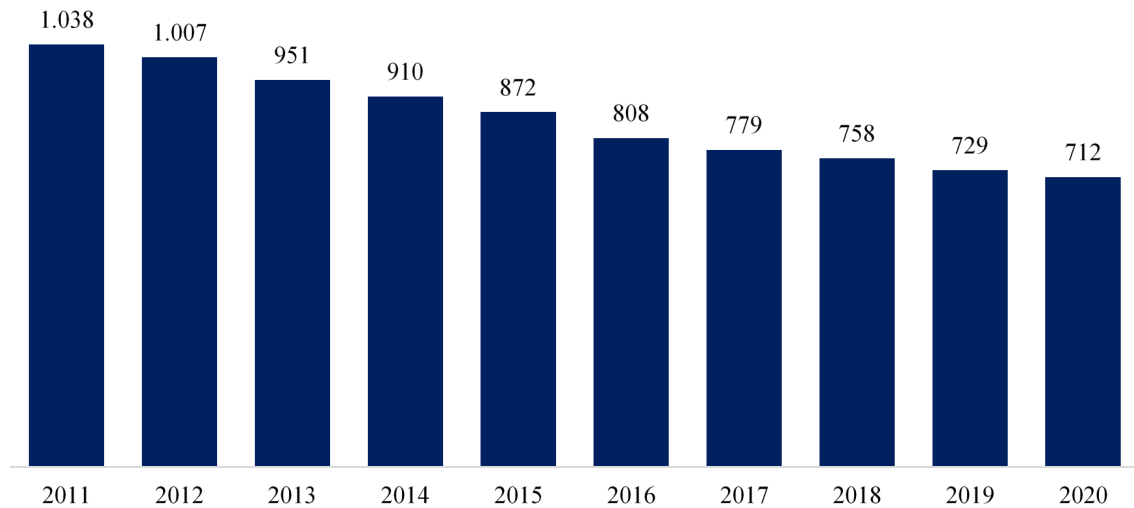
Entretanto, apesar da ameaça de produtos substitutos sempre existir, ela pode ser considerada como baixa, uma vez que a essência da operação de planos de saúde é a operação de um seguro. Este último, produto que faz parte das sociedades contemporâneas há diversos séculos, e que apesar de ter passado por diversas transformações e aumentado sua complexidade, continua sendo uma das modalidades financeiras mais utilizadas pela sociedade, sem apresentar grandes tendências de mudanças estruturais.

3.3.5 Rivalidade entre competidores

A rivalidade entre competidores é, dentre as Cinco Forças de Porter, a mais forte presente no setor de saúde suplementar. O setor está passando por um grande momento de consolidação, em que as maiores operadoras de planos de saúde estão adquirindo as menores, e com isso, rivais que antes não competiam diretamente por não estarem nas mesmas localidades, estão passando a competir diretamente por credenciamento com prestadores de serviços, beneficiários, para compor suas carteiras, e também competindo por ativos para aquisição e crescimento.

O gráfico 6 abaixo, mostra o impacto deste movimento de consolidação, e o aumento da competição entre as empresas do setor na evolução da quantidade de operadoras de planos de saúde ativas no país.

Gráfico 6 - Evolução da quantidade de operadoras de planos de saúde ativas



Fonte: O Autor, com informações da Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020).

3.4 Fusões e aquisições recentes

O setor de saúde suplementar está passando por um momento muito relevante de consolidação, liderado pela Hapvida e pelo Grupo Notre Dame Intermédica (GNDI). Ambas as empresas são operadoras de planos de saúde, que atuam com a estratégia de integração verticalizada da prestação de serviços. As duas empresas possuem amplo acesso à mercados de capitais para financiar as aquisições, são empresas listadas na B3, e o GNDI possui o fundo de *private equity Bain Capital*, que possui amplo capital para novos aportes, caso necessários, como um de seus principais investidores.

Conforme a tabela 5 mostra, as aquisições mais recentes realizadas no setor foram lideradas pela Hapvida e pelo GNDI, tendo cada companhia adquirido 11 ativos desde julho de 2018. A competição por ativos entre as duas companhias tem feito com que os múltiplos EV/Beneficiário, EV/Receita e EV/EBITDA de referência das aquisições, tenham subido de forma desproporcional.

Tabela 5 - M&As Recentes no Setor

Data	Compradora	Adquirida	EV (R\$mm)	# de Beneficiários ('000)	Receita Líquida (RSM)	EV/Beneficiário (R\$)	EV/Receita	EV/EBITDA
Jul-18	GNDI	Samed	120	80	214	1,500	0.6x	8.0x
Jun-18	GNDI	Mediplan	150	80	228	1,875	0.7x	9.1x
Sep-18	Hapvida	Uniplam	30	25	30	1,200	1.0x	5.0x
Sep-18	GNDI	Green Line	1,200	464	956	2,586	1.3x	7.4x
Sep-18	Amil	Sobam	n.a.	108	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sep-18	Hapvida	Free Life	25	25	31	1,000	0.8x	4.2x
Nov-18	Pátria	Samp	n.a.	200	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Nov-18	Pátria	São Bernardo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Jan-19	São Francisco	Santa Casa SJRP	n.a.	21	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Feb-19	São Francisco	Hospital Regional de Franca	n.a.	43	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Feb-19	CNU	Unimed Feira de Santana	n.a.	75	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
May-19	Hapvida	São Francisco	5,000	800	2,100	6,250	2.4x	7.3x
May-19	Starboard	AGEMED	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
May-19	Kinea	CCG	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Jun-19	Hapvida	América	427	190	320	2,247	1.3x	5.3x
Oct-19	GNDI	São Lucas	312	81	229	3,852	1.4x	n.a.
Nov-19	GNDI	Clinipam	2,600	333	635	7,808	4.1x	26.5x
Dec-19	Hapvida	Medical	294	80	160	3,675	1.8x	n.a.
Dec-19	Rede D'or	Paraná Clínicas	900	86	400	10,412	2.3x	n.a.
Dec-19	Hapvida	Plamed	58	31	87	1,853	0.7x	n.a.
Dec-19	GNDI	Ecole	49	45	70	1,089	0.7x	n.a.
Dec-19	GNDI	Grupo Santa Mônica	176	41	89	4,282	2.0x	12.5x
Jul-20	Hapvida	São José Saúde	322	51	147	6,315	2.2x	17.9x
Jul-20	GNDI	Climepe	168	33	74	5,091	2.3x	13.8x
Aug-20	GNDI	Bio Saúde	79	100	103	790	0.8x	n.a.
Aug-20	GNDI	Medisanitas	1,000	340	572	2,941	1.7x	12.5x
Sep-20	Hapvida	Promed	1,500	270	600	5,556	2.5x	13.2x
Sep-20	Hapvida	Samedh	20	18	n.a.	1,111	n.a.	n.a.
Sep-20	Hapvida	Plamheg	23	18	n.a.	1,278	n.a.	n.a.
Sep-20	Hapvida	Filosanitas	45	6	n.a.	7,500	n.a.	n.a.
Oct-20	GNDI	Lifeday	70	57	95	1,228	0.7x	n.a.

Fonte: Alves (2020).

Conforme mostra a figura 4, ao fechamento do pregão do dia 2 de outubro de 2020, as ações da Hapvida estavam sendo negociadas a um múltiplo de 27,77x EV/EBITDA LTM e operava com uma margem EBITDA de 22,65%.

Figura 4 - Indicadores financeiros da Hapvida

INDICADORES DA HAPV3				
INDICADORES DE VALUATION				
P/L 53,11	EV/EBITDA 27,77	P/VP 5,96	EV/EBIT 36,23	
VPA 10,37	P/ATIVO 3,47	LPA 1,16	P/SR 6,33	
INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO				
DÍV. LÍQUIDA/PL -0,04	DÍV. LÍQUIDA/EBITDA -0,17	DÍV. LÍQUIDA/EBIT -0,22	PL/ATIVOS 0,58	
INDICADORES DE EFICIÊNCIA		INDICADORES DE RENTABILIDADE		
M. BRUTA 40,26%	M. EBITDA 22,65%	ROE 11,22%	ROA 6,53%	
M. EBIT 17,36%	M. LÍQUIDA 11,92%	ROIC 9,50%	GIRO ATIVOS 0,55	

Fonte: Status Invest (2020).

Com estas duas informações conseguimos calcular o múltiplo EV/Receita LTM que a companhia estava negociando, de acordo com a equação 8 abaixo, e com isso chegamos a um múltiplo EV/Receita LTM de 6,29x.

Equação 8 - Múltiplo EV/Receita

$$EV/Receita = EV/EBITDA \times \text{Margem EBITDA} \quad (8)$$

Fonte: O Autor.

Fazendo a mesma análise para o Grupo Notre Dame Intermédica, observa-se que ao final do pregão do dia 2 de outubro de 2020, as ações da companhia estavam sendo negociadas a um múltiplo de 25,57x EV/EBITDA LTM, e operava com uma margem EBITDA de 15,87%, como apresentado na figura 5, o que nos permite calcular o múltiplo EV/Receita LTM de 4,06x.

Figura 5 - Indicadores Financeiros do Grupo Notre Dame Intermédica

INDICADORES DO GNDI3 ?				
INDICADORES DE VALUATION				
P/L 63,70 ?	EV/EBITDA 25,57 ?	P/VP 5,78 ?	EV/EBIT 31,81 ?	
VPA 11,11 ?	P/ATIVO 2,74 ?	LPA 1,01 ?	P/SR 4,06 ?	
INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO				
DÍV. LÍQUIDA/PL -0,01 ?	DÍV. LÍQUIDA/EBITDA -0,03 ?	DÍV. LÍQUIDA/EBIT -0,04 ?	PL/ATIVOS 0,47 ?	
INDICADORES DE EFICIÊNCIA		INDICADORES DE RENTABILIDADE		
M. BRUTA 29,48% ?	M. EBITDA 15,87% ?	ROE 9,08% ?	ROA 4,30% ?	
M. EBIT 12,76% ?	M. LÍQUIDA 6,38% ?	ROIC 9,10% ?	GIRO ATIVOS 0,67 ?	

Fonte: Status Invest (2020).

Esta análise de múltiplos explica o motivo pelo qual estas duas operadoras estão comprando ativos menores e pagando múltiplos altos também. O mercado está precificando as companhias acima de 25,0x EV/EBITDA LTM, portanto, qualquer EBITDA comprado a um múltiplo inferior a este, deveria resultar em uma valorização instantânea da empresa pela reprecificação entre o múltiplo pago na aquisição e o múltiplo negociado em bolsa.

Dito isso, estas companhias possuem duas formas claras de aumentar seu valor através de M&A: (i) Adquirir EBITDA ao menor múltiplo possível e aumentar seu valor com a reprecificação deste valor e; (ii) Com a captura de sinergias resultantes da integração do novo ativo à plataforma.

Quanto maior o ativo for e, portanto, maior o EBITDA adquirido a um múltiplo inferior ao múltiplo que a empresa negocia na bolsa, maior será a valorização impulsionada pela reprecificação do múltiplo, e possivelmente, também serão capturadas maiores sinergias. Isso tem feito com que nas aquisições recentes que estas empresas realizaram, ativos maiores com mais de 100 mil vidas, tenham sido avaliados em múltiplos, aproximadamente duas vezes mais altos do que na aquisição de ativos menores (com menos de 100 mil vidas), conforme mostra a tabela 6.

Tabela 6 - Comparação de *valuation* entre operadoras de planos de saúde com mais de 100 mil vidas e operadoras com menos de 100 mil vidas

Até 100k Vidas								
Data	Comprador	Adquirida	EV (R\$M)	# de Beneficiários ('000)	Receita Líquida (R\$M)	EV/Beneficiário (R\$)	EV/Receita	EV/EBITDA
Jul-20	Hapvida	São José Saúde	322	51	147	6,315	2.2x	17.9x
Jul-20	GNDI	Grupo Santa Mônica	176	41	89	4,282	2.0x	11.0x
Out-19	GNDI	São Lucas	312	81	229	3,852	1.4x	n.a.
Dez-19	Hapvida	Medical	294	80	160	3,675	1.8x	n.a.
Dez-19	GNDI	Ecole	49	45	70	1,089	0.7x	n.a.
Dez-19	Hapvida	Plamed	58	31.3	87	1,853	0.7x	n.a.
Set-18	Hapvida	Uniplam	30	25	30.2	1,200	1.0x	5.0x
Set-18	Hapvida	Free Life	25	25	31	1,000	0.8x	4.2x
Jul-18	GNDI	Samed	120	80	214	1,500	0.6x	8.0x
Jun-18	GNDI	Mediplan	150	80	228	1,875	0.7x	9.1x

<100k vidas	EV/Beneficiário (R\$)	EV/Receita	EV/EBITDA
Média	2,847	1.2x	10.4x

Mais de 100k Vidas								
Data	Comprador	Adquirida	EV (R\$M)	# de Beneficiários ('000)	Receita Líquida (R\$M)	EV/Beneficiário (R\$)	EV/Receita	EV/EBITDA
Nov-20	GNDI	Clinipam	2,600	333	635	7,808	4.1x	26.5x
Set-20	GNDI	Green Line	1,200	464	956	2,586	1.3x	21.0x
Jun-20	Hapvida	América	427	190	320	2,247	1.3x	5.3x
Mai-20	Hapvida	São Francisco	5,000	800	2100	6,250	2.4x	25.0x

>100k vidas	EV/Beneficiário (R\$)	EV/Receita	EV/EBITDA
Média	5,163	2.3x	22.7x

Fonte: O Autor.

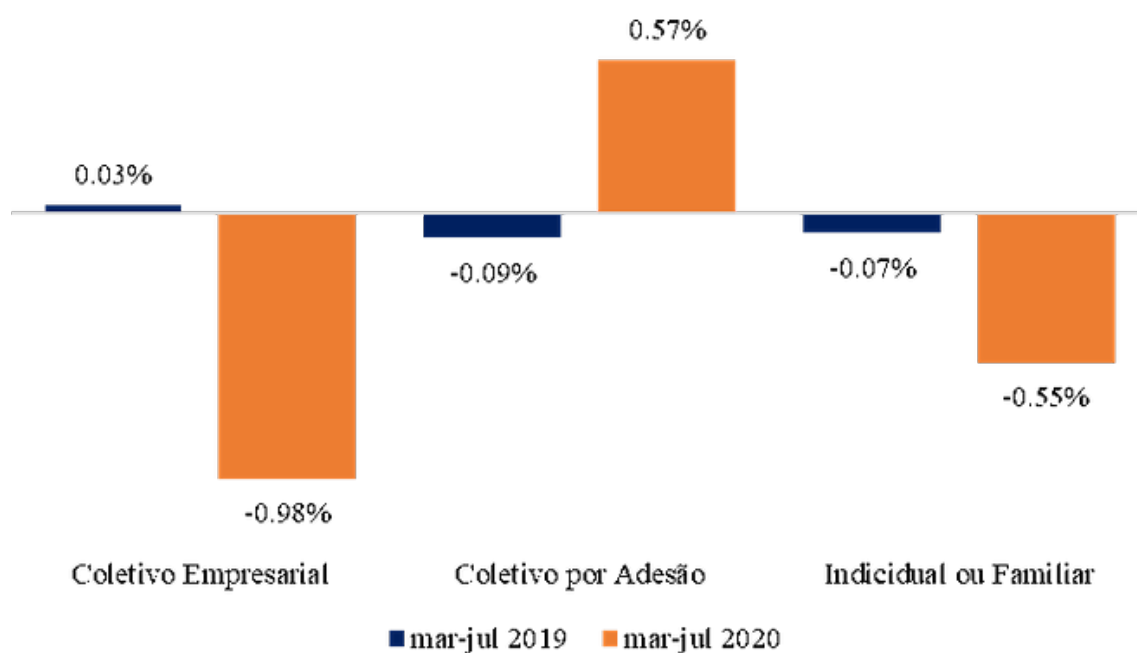
3.5 Impactos da Covid-19 no setor

A fim de monitorar os impactos que a pandemia da COVID-19 poderia ter no setor de saúde suplementar, a ANS lançou em meados de maio de 2020, um boletim informativo Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020), elaborado pelas equipes técnicas das diretorias de Normas e Habilitação dos Produtos (DIPRO) e das Operadoras (DIOPE), que contempla informações financeiras, operacionais e assistenciais das operadoras de planos de saúde médico-hospitalares, a partir da análise de uma amostra de operadoras privadas. A elaboração do boletim contou com a participação de 109 operadoras, que são responsáveis pelo atendimento de 80% dos beneficiários de planos desta modalidade.

Ao contrário do impacto predominantemente negativo que a pandemia da COVID-19 gerou na maior parte dos setores da economia mundial, o setor de saúde suplementar teve uma

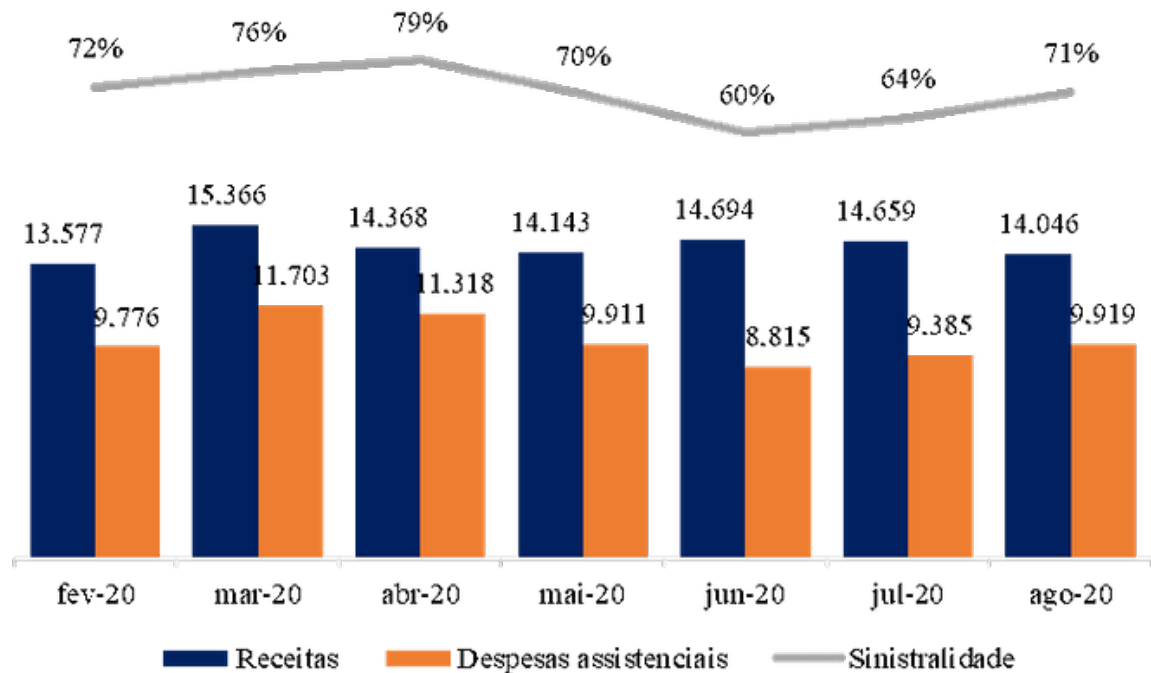
redução significativa em seus custos assistenciais, uma vez que hospitais e postos de atendimento à saúde se tornaram um dos principais locais de transmissão da doença, e que, portanto, foram evitados ao máximo pela população. Portanto, apesar de ter acontecido uma redução no número total de beneficiários, principalmente em planos de saúde empresariais, como sempre acontece em momentos de crise econômica em que ocorrem massivas perdas de empregos, e com isso perda do benefício por parte destes trabalhadores. Conforme mostra o gráfico 7, a redução nos custos assistenciais mais do que compensou o impacto negativo e levou à sinistralidade do setor para patamares muito abaixo dos normais, como pode ser observado no gráfico 8.

Gráfico 7 - Variação do número de beneficiários durante a pandemia da COVID-19



Fonte: O Autor com informações da Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020).

Gráfico 8 - Performance financeira do setor durante a pandemia da COVID-19

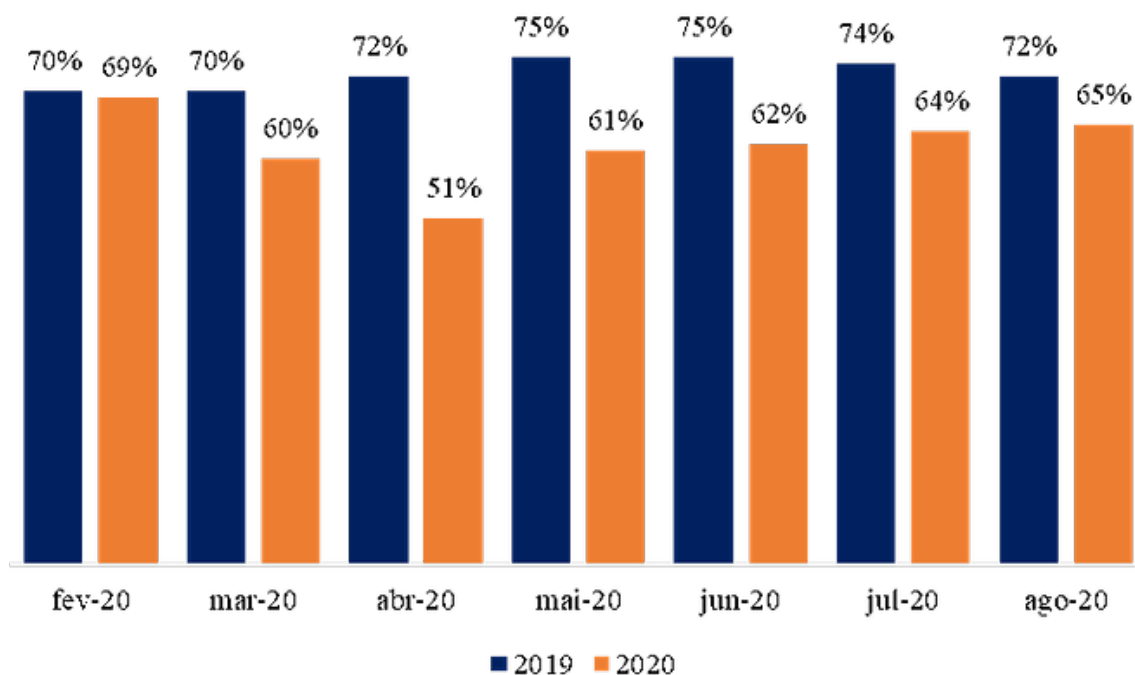


Fonte: O Autor com informações da Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020).

Esta redução nos custos assistenciais se deve, principalmente, pela expressiva redução na ocupação de leitos de hospitais, uma vez que todos os tipos de cirurgias eletivas foram suspensos, e porque a população evitou idas à hospitais ao máximo. O gráfico 9 apresenta uma comparação entre a ocupação mensal de leitos hospitalares entre 2019 e 2020, evidenciando a redução mencionada.

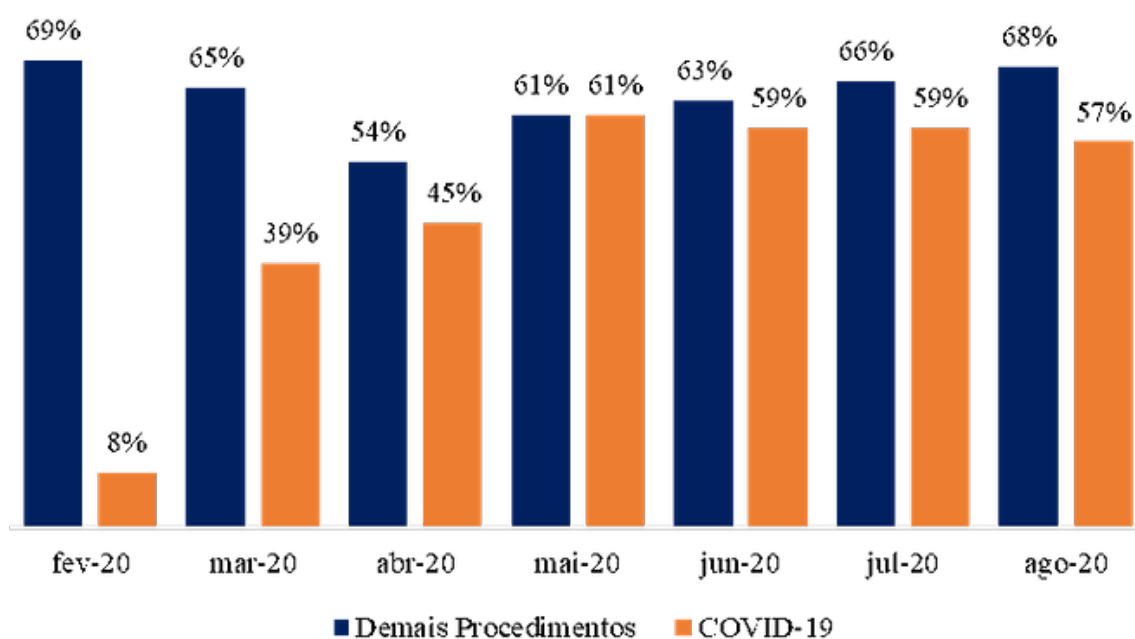
Já no gráfico 10, é feita uma comparação entre a taxa de ocupação de leitos para o tratamento de COVID-19, e para demais procedimentos, e também podemos observar que nos meses de abril e maio, a ocupação com os demais procedimentos se reduziu significativamente. Por último, a tabela 5 apresenta uma comparação dos custos das diárias por categoria de internação, e nela nota-se que o custo para uma operadora, com a internação de pacientes com COVID-19, contra pacientes em modalidade cirúrgica, é muito inferior.

Gráfico 9 - Ocupação da rede hospitalar própria das operadoras de planos de saúde analisadas



Fonte: O Autor com informações da Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020).

Gráfico 10 - Ocupação de leitos para COVID-19 vs. Ocupação de leitos para demais procedimentos



Fonte: O Autor com informações da Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020).

Tabela 7 - Custo diário por internação por categoria e complexidade

Complexidade	Tipo de Internação	Mês	Custo diário por internação (R\$)
Sem UTI	Cirúrgica	Julho	2.491
		Agosto	2.684
	Clínica	Julho	1.437
		Agosto	1.633
	COVID-19	Julho	1.748
		Agosto	1.728
Com UTI	Cirúrgica	Julho	3.920
		Agosto	3.379
	Clínica	Julho	3.250
		Agosto	3.133
	COVID-19	Julho	3.955
		Agosto	3.684

Fonte: O Autor com informações da Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020).

As informações acima permitem concluir que a pandemia fez com que o volume de internações se reduzisse, e que os custos com cada internação também diminuíssem, o que resultou em uma melhora significativa da performance financeira das operadoras de planos de saúde.

4 SIMULAÇÃO DA FUSÃO ENTRE HAPVIDA E GRUPO NOTRE DAME INTERMÉDICA

Na seção simulamos a fusão entre Hapvida e Grupo Notre Dame Intermédica, serão apresentadas as duas principais operadoras de planos de saúde verticalizados do setor de saúde suplementar, a Hapvida e o Grupo Notre Dame Intermédica, e será apresentado um estudo de uma potencial fusão entre as duas companhias abordando: (i) Análise de CADE nas principais localidades de atuação das companhias; (ii) Estimativa de potenciais sinergias entre as operadoras e (iii) *Valuation*, relação de troca de ações e participação societária final das empresas após a conclusão da transação.

4.1 Breve histórico e descrição da Hapvida

A Hapvida foi fundada em 1979, pelo médico oncologista Candido Pinheiro, que inaugurou a Clínica Antônio Prudente em Fortaleza - Ceará. Com o passar dos anos, a clínica foi ampliada e se tornou um hospital. Em 1993, a companhia iniciou suas operações como operadora de planos de saúde com o nome de Hapvida Assistência Médica, com o objetivo principal de gerar volume para o hospital. No ano 2000, os acionistas decidiram alterar o foco da companhia do hospital para a operadora de planos de saúde, operando em um modelo verticalizado com o hospital próprio e com isso, conseguiu se mostrar muito eficiente do ponto de vista de custos de assistência médica (Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A, 2020).

No meio do ano de 2018, a Hapvida abriu seu capital na B3, no setor de saúde suplementar, com utilização do modelo de verticalização da prestação de serviços médico-hospitalares e odontológicos. Dessa forma, a Hapvida possui maior controle da qualidade dos serviços prestados e dos custos envolvidos, e com isso, conseguir evitar grande parte dos desperdícios existentes na prestação de serviços de saúde, e reduzir os conflitos de interesse existentes entre os elos da cadeia de valor. Este modelo permite que a empresa opere com uma das taxas de sinistralidade mais baixas do setor, e assim, consiga se manter rentável mesmo cobrando um dos tickets médios mais baixos do setor.

A estrutura organizacional da companhia é composta por clínicas, hospitais, redes laboratoriais e outras unidades de atendimento, que atendem às necessidades dos beneficiários da companhia, e pela operação do plano de saúde que conta com departamento comercial,

administrativo, riscos, entre outros. Esta estrutura permite que a companhia opere de forma eficiente, tanto para cada operação de atendimento, quanto para a operadora propriamente, dado que a maior parte dos custos assistenciais da operadora se tornam receita para as unidades de atendimento da rede própria.

A Hapvida é hoje, a segunda maior operadora de planos de saúde do país, com aproximadamente, 3,5 milhões de beneficiários e 2,8 milhões de beneficiários de planos odontológicos (considerando todas as marcas adquiridas pelo grupo). Em 2019, teve uma receita líquida de R\$5,6 bilhões, EBITDA de R\$1,1 bilhão e lucro líquido de R\$866,6 milhões (Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A, 2020).

4.1.1 Produtos ofertados e estrutura comercial

A companhia comercializa dois tipos de produtos: (i) Planos de assistência de saúde; e (ii) Planos de assistência odontológica; cobrindo a maior parte do território nacional, com foco principal nas regiões Norte e Nordeste do país, conforme a figura 6 mostra.

Figura 6 - Mapa de atuação da Hapvida



Fonte: Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A. (2020, p. 158).

Os planos de saúde médico-hospitalares são comercializados em 18 dos 26 estados brasileiros, em todas as cinco regiões do país, e possuem presença nacional na comercialização de planos odontológicos. Dada a maior dificuldade e maior regulação no reajuste de preços de planos de saúde individuais e familiares, e em linha com a estratégia de verticalização da companhia, esta modalidade de planos de saúde é comercializada seguindo estritamente a distribuição geográfica da rede própria da companhia.

Em média, a companhia estima que um beneficiário esteja disposto para viajar até 100km para receber atendimentos assistenciais de alta complexidade, como cirurgias eletivas. Isso permite que a operadora construa ou adquira um hospital em uma cidade satélite, e explore agressivamente a comercialização de planos de saúde em cidades adjacentes, nas quais os beneficiários estariam de acordo em viajar até a cidade principal para serem atendidos pela rede

própria da companhia, e com isso, permitir que esta opere com altíssimos níveis de eficiência (Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A, 2020).

Em contratos maiores firmados com empresas regionais ou nacionais, a Hapvida é mais flexível com a localização dos colaboradores de seu cliente, porém só admite carteiras, nas quais pelo menos 70% dos beneficiários estejam situados em cidades onde a companhia possui infraestrutura de atendimento nas principais especialidades. Para atender aos beneficiários, onde a companhia não possui infraestrutura própria para isso, ela credencia rede de terceiros, no qual possui menor controle das despesas assistenciais, o que resulta em maior sinistralidade, porém isto é compensado pelo tamanho destas carteiras (Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A, 2020).

4.1.2 Planos de saúde comercializados

A Hapvida comercializa os três planos de saúde apresentados abaixo (Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A, 2020):

1. Nosso Plano – produto mais vendido em volume dentro do segmento de planos médico-hospitalares. O plano conta com uma rede de atendimento própria da Hapvida, formada por 39 hospitais, 185 clínicas médicas, 42 unidades de pronto atendimento, 179 centros de diagnósticos por imagem e centros de coleta laboratorial. São ofertadas as modalidades enfermaria e apartamento. Na categoria enfermaria, o beneficiário tem direito a acomodações coletivas, enquanto na categoria apartamento, o cliente tem direito a um quarto exclusivo durante o tempo do tratamento.
2. Mix – este plano garante ao beneficiário o direito de utilizar a rede própria da Hapvida (como o Nosso Plano), bem como utilizar parte dos serviços da rede credenciada. A rede credenciada é composta por 3.162 estabelecimentos credenciados, dos quais 139 são hospitais, 990 são médicos credenciados, 1.631 são clínicas e 218 laboratórios de medicina diagnóstica.
3. Pleno – este plano garante acesso a 100% da rede credenciada pela companhia e da rede própria.

4.1.3 Rede própria de atendimento

A rede assistencial própria da Hapvida conta com 39 hospitais, 42 unidades de pronto atendimento, 185 clínicas e 179 centros de diagnóstico de imagem e de coleta para análises laboratoriais, e está distribuída conforme apresentado na tabela 8:

Tabela 8 - Distribuição geográfica da rede própria de atendimento da Hapvida

Rede de Atendimento Própria	Nordeste	Norte	Sul	Sudeste	Centro-Oeste	Total
Hospitais	23	5	1	6	4	39
Pronto Atendimento	16	3	0	23	0	42
Clínicas	72	15	2	80	16	185
Diagnóstico por Imagem e Laboratórios	58	34	2	68	17	179

Fonte: O Autor, com informações do Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A. (2020, p. 160).

O foco da companhia é utilizar a rede própria na maior parte dos atendimentos de sua base de beneficiários. Para isso, a empresa distribui suas unidades em um formato para garantir maior capilaridade em diversos bairros das cidades que atua, procurando sempre locais de fácil acesso através de transporte público, para facilitar e incentivar que até mesmo seus clientes que possuem acesso a rede credenciada da companhia, optem por utilizar as unidades próprias. Em capitais e cidades com maior extensão geográfica, a empresa valoriza estar presente também em bairros periféricos para que seus beneficiários não precisem percorrer longas distâncias para receber atendimentos de baixa ou média complexidade.

Utilizando a cidade de Fortaleza como exemplo, a Hapvida possui 6 hospitais, duas unidades de pronto atendimento, 14 clínicas e 15 unidades de medicina diagnóstica (tanto para imagem, quanto coleta laboratorial). Dos 6 hospitais próprios nesta capital, dois deles possuem especialidades específicas (Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A, 2020).

- Hospital Luis França - especializado em atendimentos pediátricos;
- Hospital e Maternidade Eugênia Pinheiro - primeiro hospital privado do estado do Ceará com serviços exclusivos para a mulher (CAVALCANTE, 2020).

As outras unidades de atendimento, clínicas, medicina diagnóstica e pronto atendimento, estão espalhadas geograficamente pela cidade para atender beneficiários de todos os bairros.

A companhia possui um sistema para receber a opinião dos beneficiários com relação ao uso da rede própria, através de um questionário enviado a um aplicativo para celulares que seus beneficiários possuem acesso, e que deverá ser respondido em até 90 dias após a prestação do serviço. Utilizam o sistema de avaliação Atendimento 5 estrelas, e têm conseguido uma alta taxa de respostas de seus consumidores. O projeto entrou em operação em maio de 2019, e apenas no segundo semestre do mesmo ano foram recebidas mais de 2,6 milhões de avaliações. Em dezembro de 2019, a companhia recebeu aproximadamente 450 mil avaliações e ficou com uma nota média mensal de 4,46 (Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A, 2020).

4.2 Breve histórico e descrição do Grupo Notre Dame Intermédica

O Grupo Notre Dame Intermédica (GNDI) foi fundado em 1968, pelo Dr. Paulo Sérgio Barbanti. Dr. Paulo Sérgio atuou como CEO e principal acionista da companhia até a venda parcial para o fundo de *private equity* americano *Bain Capital*. Assim como a Hapvida, o GNDI também adota a estratégia de verticalização da prestação de serviços médico-hospitalares e odontológicos, como forma de garantir maior eficiência da operação.

A companhia atua com foco nos estados do Rio de Janeiro e São Paulo, principalmente, com clientes corporativos de PMEs. De acordo com dados divulgados pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020), a companhia possuía aproximadamente 3,3 milhões de beneficiários de planos de saúde e 2,6 milhões de beneficiários de planos odontológicos, em junho de 2020.

Ao longo de toda a trajetória do GNDI, o grupo construiu um modelo verticalmente integrado, no qual os clientes possuem incentivos para utilizar a rede própria da companhia, o que permite um maior controle dos custos envolvidos na prestação de serviço, nos desperdícios de materiais e procedimentos/exames, que poderiam ser evitados, além de um estrito controle da qualidade fornecida aos clientes.

A companhia registrou, em 2019, uma receita operacional líquida de R\$8.412,4 milhões, EBITDA Ajustado de R\$1.276,4 milhões, lucro líquido de R\$423,6 milhões, e um crescimento muito significativo desde 2017, com um CAGR de 16,6%, 21,5% e 21,2%, respectivamente

(Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A, 2020).

4.2.1 Segmentos de atuação

O Grupo Notre Dame Intermédica atua em quatro principais segmentos de perfil de seus clientes (Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A, 2020):

1. Corporate: clientes corporativos com tamanho maior que 100 beneficiários, para os quais são realizadas palestras evidenciando os benefícios do plano, acompanhamento de uma equipe dedicada ao cliente durante o primeiro mês após a contratação, e relacionamento pós-venda muito próximo realizado por um gerente e um diretor.
2. Pequenas e Médias Empresas: carteiras empresariais de até 99 beneficiários, com acompanhamento e atendimento realizados através de um *call center* e serviços online.
3. Adesão: serviço comercializado através de administradoras de benefícios com um contrato padrão de prestação de serviço, que permite que o cliente realize seu autoatendimento e contrate o plano diretamente pela internet e com o apoio da administradora de benefício, que se torna responsável pela cobrança e relacionamento com o consumidor.
4. Individuais: segmento de clientes que desejam contratar um plano assistencial para um único indivíduo, contendo ou não dependentes, ou um grupo familiar de poucas pessoas.

O foco da companhia está em clientes corporativos, e em dezembro de 2019, os clientes *corporate* e PMEs eram a parcela mais representativa da base, correspondendo por 81% da carteira de vidas do GNDI. Clientes de planos de adesão representavam 6%, enquanto clientes individuais e familiares, 13%. O perfil etário dos beneficiários do GNDI é jovem, sendo a faixa etária média de 34 anos, abaixo da média do setor de 35 anos calculada pela ANS. Na mesma data mencionada, clientes acima de 60 anos representavam apenas 9,7% da carteira, comparado aos 11,6% nas demais operadoras de planos de saúde (Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A, 2020).

4.2.2 Planos de saúde comercializados

A companhia oferece quatro linhas de planos de saúde distintas: Smart, Advance, Premium e Infinity (Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A, 2020).

1. Smart - os planos da linha Smart oferecem atendimento à saúde com foco regional. Clientes que optem por este plano terão acesso à toda a rede própria localizada nas proximidades definidas, permitindo que o beneficiário opte por uma cobertura local, com qualidade e velocidade no atendimento, a preços acessíveis.
2. Advance - a linha Advance oferece planos com cobertura nacional, acesso total à rede própria da companhia, acesso à parte da rede de hospitais, laboratórios, clínicas e profissionais credenciados em todas as especialidades médicas. Os planos desta linha também permitem que o beneficiário utilize serviços de especialistas, que não são credenciados pelo grupo, e recebam um reembolso por este serviço. Este plano oferece maior cobertura e abrangência e possui a opção de acomodação em apartamento.
3. Premium - a linha de planos Premium garante ao beneficiário uma cobertura mais completa da rede credenciada do grupo por todo o território regional, cobertura em toda a rede própria em território nacional e valores mais altos de reembolso, no caso de utilização de serviços médicos de especialistas que não são credenciados, tanto no Brasil, quanto no exterior.
4. Infinity - os planos da linha Infinity garante cobertura nos melhores hospitais, laboratórios, clínicas e médicos do Brasil. Participação nos programas de prevenção de doenças e acompanhamento de grupos de risco como gestantes, hipertensos, diabéticos ofertados pela companhia.

As linhas de planos de saúde apresentadas acima oferecem acesso a tratamento de saúde, de acordo com o rol da ANS através de uma rede que abrange:

- a. Serviços com diferentes graus de limitação à rede própria, que corresponde por 88% dos serviços do GNDI ou HMO;
- b. Serviços com acesso à rede credenciada, que corresponde por 12% dos serviços do grupo ou PPO.

O formato de atendimento, majoritariamente em rede própria com maior controle de custos e eficiência, permitiu que o GNDI tenha praticado, na modalidade HMO, um ticket médio de R\$195 e R\$457, na modalidade PPO, preços entre os mais competitivos do setor.

Dessa forma, de acordo com o plano optado pelo beneficiário, este pode optar por utilizar a rede própria da companhia, se beneficiando do aumento de eficiência que esta consegue por tratá-lo na estrutura da empresa, ou obtendo um acesso mais amplo, contando com a rede credenciada a um preço ainda abaixo do praticado por outras operadoras.

4.2.3 Rede própria e credenciada

Esta subseção discorrerá sobre a rede assistencial do Grupo Notre Dame Intermédica, tanto sobre a rede própria, quanto sobre a rede credenciada.

4.2.3.1 Rede própria

Ao final do ano de 2019, a rede própria do GNDI continha 20 hospitais, 20 unidades de pronto-socorro, 73 centros clínicos, 11 unidades de tratamento preventivo, 63 pontos de coleta de análises clínicas e 11 unidades de imagem diagnóstica. Todos concentrados, principalmente, nos estados de São Paulo e Rio de Janeiro, nas cidades de São Paulo, Campinas, Jundiaí, Sorocaba, Santos, Rio de Janeiro (Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A, 2020).

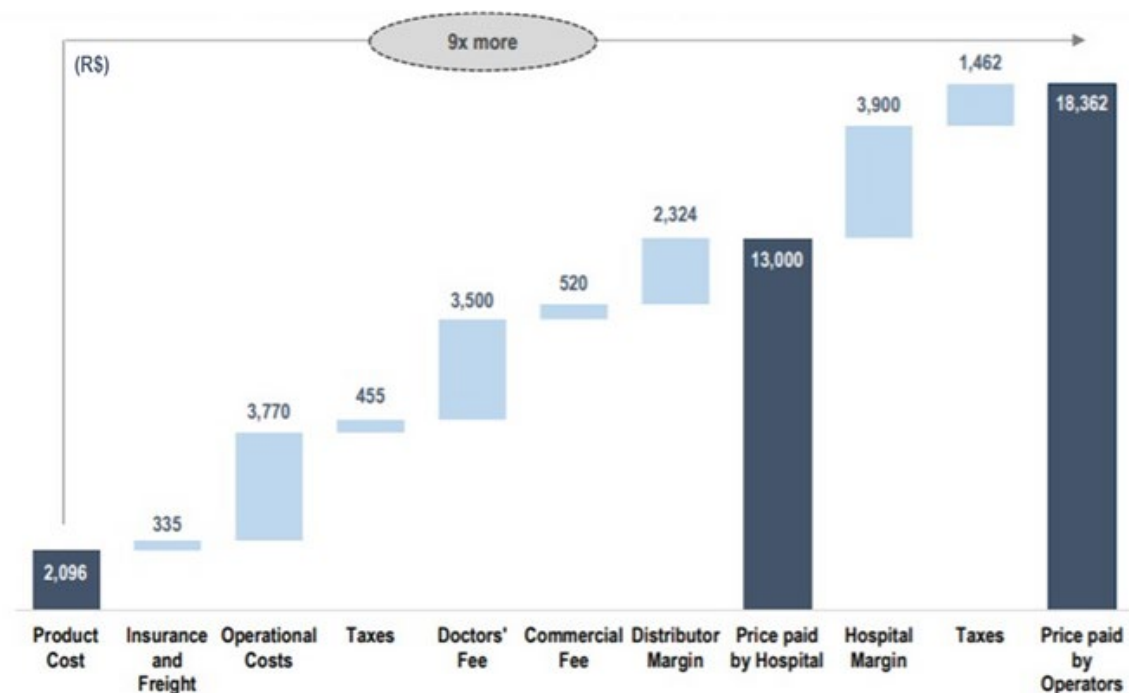
A rede própria está localizada estrategicamente na região do país com maior densidade demográfica e maior penetração da saúde suplementar, o que garante à mesma, a possibilidade de atuar em um dos maiores TAMs do país, com grande eficiência e preços competitivos. De acordo com a companhia, aproximadamente 70% das consultas e admissões hospitalares de beneficiários em planos HMO, foram realizadas em rede própria, no ano de 2019, representando 68% do total de gastos médicos incorridos pela companhia (Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A, 2020).

O grupo reuniu uma estrutura hospitalar de alta qualidade e corpo médico com especialistas de referência, em todas as principais especialidades, o que atrai seus beneficiários para a rede própria e permite que a grande maioria dos procedimentos sejam feitos na estrutura da companhia. Os procedimentos cirúrgicos realizados em rede própria custam, em média, aproximadamente 50% do custo de procedimentos realizados na rede credenciada. Esta redução nos custos se deve, primordialmente, pelo fato de que o modelo verticalmente integrado permite que, quando um beneficiário entra em uma unidade hospitalar da rede própria da companhia, o médico que irá atendê-lo tenha acesso à todos os exames recentes realizados por este

beneficiário em qualquer laboratório da rede, e com isso, consegue reduzir a quantidade de exames solicitados.

Além disso, outras formas de desperdícios comuns, como utilização de OPMEs mais complexas do que a necessária para o procedimento em especialidades como ortopedia, gastroenterologia, angiologia vascular, entre outros, permite um estrito controle dos custos e eficiência no atendimento (Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A, 2020). O gráfico 11 dimensiona o tamanho dos desperdícios relacionados à cadeia de distribuição de OPMEs, pela qual a operadora de planos de saúde costuma pagar 9 vezes mais do que o preço verdadeiro do produto, e são custos que podem ser evitados ou reduzidos em modelo de operação verticalizada.

Gráfico 11 - Desperdícios atrelados à cadeia de OPMEs pagos pelas operadoras de planos de saúde



Fonte: BTG Pactual, Gastim (2015, p. 11).

Estes são apenas alguns dos benefícios que as operadoras de planos de saúde, que adotam a estratégia de integração vertical no atendimento à saúde, possuem, e que geram enormes ganhos com eficiência e redução de desperdícios, permitindo que estas operadoras operem com índice de sinistralidade muito mais baixos, do que as seguradoras puras.

4.2.3.1.1 Hospitais e Prontos-Socorros

Entrando na estrutura hospitalar do GNDI, as subunidades são divididas de acordo com a complexidade dos serviços prestados, que variam desde atendimento de pronto-socorro até internação em especialidades clínicas e cirúrgicas. Os hospitais possuem infraestrutura para a prestação de diversos serviços diferentes, como exames, cirurgias gerais, infectologias, cirurgias plásticas e reconstrutivas, reabilitação, exames patológicos, endoscopias, ultrassonografias, radiografias, biópsias, entre muitos outros, o que garante um tratamento completo de qualquer patologia que o beneficiário possa ter, em um único lugar, atuando como *one-stop-shop*.

Durante os nove primeiros meses do ano de 2019, beneficiários da modalidade HMO realizaram 120 mil admissões hospitalares, sendo aproximadamente 71% das admissões em rede própria, e 29% em rede credenciada. Admissões hospitalares em rede própria custam, em média, 32% menos quando comparadas à rede credenciada para o mesmo CID. No mesmo período, os beneficiários realizaram 2,3 milhões de visitas em prontos-socorros, sendo 67% em rede própria, e 33% em rede credenciada. Também foram realizadas 9,0 milhões de consultas ambulatoriais, sendo que, aproximadamente 71%, foram em rede própria, e 29% em rede credenciada. A ocupação média dos leitos do GNDI foi de 78% dos leitos operacionais no mesmo período (Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A, 2020).

Como mencionado anteriormente, o GNDI possuía 20 hospitais próprios ao final do ano de 2019, e a tabela 9 abaixo, mostra a relação de leitos por hospital.

Tabela 9 - Rede de hospitais próprios do GNDI

Hospital da Rede Própria	Quantidade de leitos
Hospital Cruzeiro do Sul	140
Hospital Santa Cecília ⁽¹⁾	127
Hospital Maternidade N.S. Rosário	102
Hospital Frei Galvão	37
Hospital Paulo Sacramento	173
Hospital Modelo	93
Hospital Renascença Campinas	79
Hospital Montemagno	100
Hospital Bosque da Saúde	141
Hospital Family	63
Hospital Guarulhos	127
Hospital NotreCare Rio (antigo Hospital SAMCI)	81
Hospital NotreCare (antigo Hospital Baeta Neves)	97
Hospital São Bernardo	152
Hospital Nova Vida	73
Hospital ABC	112
Hospital Santana	95
Hospital Salvalus	495
Hospital Jacarepaguá (antigo Hospital AMIU)	67
Hospital Samaritano Sorocaba	156
Hospital São José dos Lirios	106
Capacidade instalada	2.616

Fonte: Formulário de Referência – 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A. (2020, p. 133).

Os principais hospitais da companhia são:

- Hospital Salvalus - maior hospital da rede própria com 495 leitos, e referência em média e alta complexidade;
- Hospital Paulo Sacramento - um dos principais hospitais da cidade de Jundiaí, hospital de referência em cirurgias cardíacas e partos humanizados, e atrai beneficiários da região para o plano de saúde;
- Hospital São Bernardo - referência em alta complexidade no ABC Paulista.

Atualmente, a companhia possui 11 hospitais, 7 prontos-socorros e 3 centros clínicos certificados, com acreditação ONA em diferentes níveis, e os demais estão em processo de

acreditação. Adicionalmente, o Hospital Modelo de Sorocaba recebeu a acreditação de qualidade Qmentum (Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A, 2020).

4.2.3.1.2 Centros clínicos

Os centros clínicos da companhia possuem uma abrangência específica para cada centro, sendo as principais especialidades: ginecologia, cardiologia, dermatologia, endocrinologia, ortopedia, pediatria, urologia, geriatria e psiquiatria. Possuem localizações estratégicas ao redor de hospitais de referência da rede, e em 2019, realizaram 11.959 mil consultas ambulatoriais, das quais 70% foram realizadas em rede própria a um custo 43% menor, quando comparadas aos 30% das consultas que ocorreram em rede credenciada (Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A, 2020).

Conforme mencionado na seção 4.2.3.1, a companhia possui 73 centros clínicos dos quais vale destacar:

- Centro Clínico Zona Sul em São Paulo - com atuação para emergência e urgência;
- Centro Clínico Zona Oeste no Rio de Janeiro - que funciona com e sem hora marcada;
- Centros Clínicos Madureira, no Rio de Janeiro, e Prudente de Moraes, em Jundiaí - centros que foram ampliados no último ano para aumentar as suas respectivas capacidades instaladas;
- Centros Clínicos da Lapa, Itapevi, Santo André e Ribeirão Pires - centros que trazem demanda da Grande São Paulo para dentro da rede GNDI.

4.2.3.1.3 Unidades de tratamento preventivo

A companhia possui programas de medicina preventiva para grupos de risco, desde 1982, e foi pioneira na implementação desta medida. A prevenção para grupos de risco permite diagnosticar e iniciar ações remediadoras de forma precoce, e com isso, melhorar a qualidade de vida do beneficiário e tratar o problema antes dele se tornar uma comorbidade, e ter alta complexidade, aumentando as interações com o beneficiário, porém, com custos reduzidos em comparação com os custos que teriam, caso o risco se materializasse.

As unidades de atendimento preventivo são caracterizadas a partir de três níveis de performance:

1. Promoção saudável - programa que incita a adoção de hábitos saudáveis a determinados grupos de beneficiários, por meio de palestras gratuitas, oficinas, campanhas, grupos de apoio e orientações individuais
2. Prevenção de complicações - programa visa prevenir que doenças simples se tornem mais problemáticas e mais caras de se tratar. Público alvo são pacientes crônicos, idosos, gravidez de alto risco e oncologia
3. Prevenção de incapacitação - casos complexos, tratamentos domiciliares e apoio a cuidadores.

A empresa realiza monitoramentos através de SMS, chat, *call center* e equipes multidisciplinares, para se manter próxima dos beneficiários que participam dos programas de prevenção, utilizando um sistema informativo totalmente integrado com a operação médica. Atualmente, o GNDI possui 11 unidades para a realização de atendimentos de alto risco e alta complexidade, o que proporciona uma maior adesão dos beneficiários ao tratamento, maior resolutividade, resultando em um menor número de internações e menores custos associados a cada internação. (Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A, 2020)

A companhia possui, aproximadamente, 147 mil beneficiários inscritos em algum dos programas de prevenção, classificados como participantes de algum grupo de risco. Para o GNDI, os programas de medicina preventiva proporcionam uma redução muito significativa, com despesas assistenciais destes pacientes, e a empresa estima que a cada R\$1,00 investido em programas de medicina preventiva, R\$7,34 são economizados em despesas médicas (Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A, 2020).

4.2.3.1.4 Laboratório de análises clínicas (“Notrelabs”)

No segundo semestre de 2018, o Grupo Notre Dame Intermédica ampliou sua atuação como operadora verticalizada, com o lançamento da marca NotreLabs, que possui o objetivo de aproveitar a estrutura de medicina diagnóstica, que a companhia acabou adquirindo sem intenção ao comprar outras operadoras e hospitais que possuíam esta infraestrutura.

O laboratório NotreLabs tem capacidade para desempenhar mais de 2.000 tipos de exames, e possui capacidade instalada para realizar 3,0 milhões de exames por mês, com 63 pontos de coleta dentro de centros clínicos e prontos-socorros, além de operar os laboratórios internos que os hospitais da rede própria possuem (Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A, 2020).

4.2.3.2 Rede credenciada

De forma complementar à rede própria, a companhia possui mais de 8 mil prestadores de serviços, 15 mil unidades espalhadas pelo Brasil, 1.600 hospitais e prontos-socorros, 7.506 centros clínicos e 5.880 unidades de diagnósticos credenciadas para seus beneficiários, de acordo com o plano contratado, conforme apresentado na seção 4.2.2. (Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A, 2020).

Os estabelecimentos passam por um processo de credenciamento extremamente seletivo, com uma análise de todos os protocolos e estimativas, e análise de custos históricos para tratamento de cada CID, avaliação da infraestrutura e acessibilidade de cada unidade. Somente médicos com título de especialista podem ser credenciados. No âmbito da medicina diagnóstica, a companhia analisa a capilaridade, que a rede laboratorial da empresa a ser credenciada possui, complexidade dos procedimentos e exames realizados, disponibilidade de agenda e acessibilidade. Para hospitais, a companhia analisa a complexidade e modalidade.

4.3 Potencial fusão entre Hapvida e Grupo Notre Dame Intermédica

Esta análise da potencial fusão entre Hapvida e Grupo Notre Dame Intermédica abordará os seguintes tópicos: (i) Simulação de uma análise preliminar realizada pelo CADE, para julgar se há ou não aumento de concentração de mercado relevante nas praças em que as empresas competem, e que tipo de remédios a transação precisaria receber para ser aprovada; (ii) Estimativa de potenciais sinergias que poderiam ser capturadas pelas companhias; e (iii) Estimativa de *valuation* e composição acionária da companhia resultante.

4.3.1 Análise de CADE nas principais localizações e principais tipos de planos

De acordo com Resende (2017) e o Ministério da Justiça (2014, p. 4), existem quatro classificações possíveis, dentro das análises realizadas pelo CADE, quanto ao nível de concentração que uma transação pode gerar: (i) Pequena alteração na concentração; (ii) Concentrações que geram preocupações em mercados não concentrados; (iii) Concentrações que geram preocupações em mercados moderadamente concentrados; e (iv) Concentrações que geram preocupações em mercados altamente concentrados, conforme detalhadas na revisão bibliográfica deste trabalho.

Transações enquadradas nas classificações 1 e 2, podem ser analisadas pelo procedimento sumário do CADE, e não exigem análises aprofundadas pelo órgão do governo. Conforme observado em avaliações recentes, feitas pelo CADE, de transações no setor de saúde suplementar, como no julgamento da aquisição realizada pela Athena Saúde Espírito Santo Holding S.A., do Grupo São Bernardo Saúde, julgado em 24/06/2020 (BRASIL, 2020); o CADE analisa a variação de concentração por estado e por município para classificar o aumento de concentração resultante da aquisição.

Portanto, esta análise irá considerar a parcela de mercado que a Hapvida e o Grupo Notre Dame Intermédica possuem por Estado, e nos Estados em que se configurar classificação nos grupos 3 ou 4, será realizada uma análise por município para entender que tipo de remédios poderiam ser impostos pelo CADE, para autorizar esta fusão.

O primeiro passo para esta análise é coletar os dados de número de beneficiários que cada operadora possui por Estado no Caderno 2.0 da ANS, disponibilizados pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (2020) conforme tabela 10.

Tabela 10 - Beneficiários por Estado - Hapvida e GNDI

Estado	# Beneficiários Hapvida	# Beneficiários GNDI	Total
Acre	1,079	39	42,471
Alagoas	73,540	297	364,405
Amapá	103	43	63,540
Amazonas	238,693	596	520,314
Bahia	388,425	3,803	1,556,965
Ceará	541,464	1,376	1,243,372
Distrito Federal	12,342	12,748	908,874
Espírito Santo	914	3,106	1,102,094
Goiás	142,712	8,433	1,148,745
Maranhão	100,261	796	474,440
Mato Grosso	30,858	499	578,092
Mato Grosso do Sul	90,507	633	593,047
Minas Gerais	2,226	7,937	4,999,602
Pará	180,753	944	768,987
Paraíba	54,024	479	416,090
Paraná	945	9,686	2,839,493
Pernambuco	490,572	2,725	1,332,339
Piauí	38,121	188	332,093
Rio de Janeiro	1,497	251,387	5,298,259
Rio Grande do Norte	162,127	720	504,486
Rio Grande do Sul	3,541	14,894	2,522,737
Rondônia	78	21	149,971
Roraima	29	5	29,798
Santa Catarina	30,555	1,601	1,449,696
São Paulo	580,207	2,667,286	17,035,749
Sergipe	86,205	518	313,334
Tocantins	126	107	110,625
Total	3,313,803	2,990,867	46,723,985

Fonte: O Autor com informações da Agência Nacional de Saúde Suplementar – ANS (2020).

O segundo passo é calcular a parcela de mercado que cada operadora possui, em cada Estado como apresentado na tabela 11.

Tabela 11 - Parcela de mercado por Estado - Hapvida e GNDI

Estado	Parcela de Mercado Hapvida	Parcela de Mercado GNDI
Acre	2.5%	0.1%
Alagoas	20.2%	0.1%
Amapá	0.2%	0.1%
Amazonas	45.9%	0.1%
Bahia	24.9%	0.2%
Ceará	43.5%	0.1%
Distrito Federal	1.4%	1.4%
Espírito Santo	0.1%	0.3%
Goiás	12.4%	0.7%
Maranhão	21.1%	0.2%
Mato Grosso	5.3%	0.1%
Mato Grosso do Sul	15.3%	0.1%
Minas Gerais	0.0%	0.2%
Pará	23.5%	0.1%
Paraíba	13.0%	0.1%
Paraná	0.0%	0.3%
Pernambuco	36.8%	0.2%
Piauí	11.5%	0.1%
Rio de Janeiro	0.0%	4.7%
Rio Grande do Norte	32.1%	0.1%
Rio Grande do Sul	0.1%	0.6%
Rondônia	0.1%	0.0%
Roraima	0.1%	0.0%
Santa Catarina	2.1%	0.1%
São Paulo	3.4%	15.7%
Sergipe	27.5%	0.2%
Tocantins	0.1%	0.1%
Total	7.1%	6.4%

Fonte: O Autor.

Com a parcela de mercado de cada operadora em cada Estado calculada, calcula-se a variação do HHI resultante pela transação em cada Estado, e com isso, é realizada a classificação do aumento de concentração resultante, também em cada Estado, de acordo com os grupos definidos anteriormente, como apresentado na tabela 12.

Tabela 12 - Delta HHI da combinação entre Hapvida e GNDI

Estado	Δ HHI	Classificação CADE
Acre	0	1
Alagoas	3	1
Amapá	0	1
Amazonas	11	1
Bahia	12	1
Ceará	10	1
Distrito Federal	4	1
Espírito Santo	0	1
Goiás	18	1
Maranhão	7	1
Mato Grosso	1	1
Mato Grosso do Sul	3	1
Minas Gerais	0	1
Pará	6	1
Paraíba	3	1
Paraná	0	1
Pernambuco	15	1
Piauí	1	1
Rio de Janeiro	0	1
Rio Grande do Norte	9	1
Rio Grande do Sul	0	1
Rondônia	0	1
Roraima	0	1
Santa Catarina	0	1
São Paulo	107	X
Sergipe	9	1
Tocantins	0	1
Total	91	1

Fonte: O Autor.

Como a tabela 12 mostra, em todos os estados exceto em São Paulo, a variação do HHI seria inferior a 100 pontos, o que nos permite classificar todos os demais Estados no grupo 1 do CADE, e não avançar com análises profundas de aumento de concentração nestes para avaliar a necessidade da imposição de restrições à esta transação.

No estado de São Paulo, a variação do HHI seria superior a 100, portanto, apenas com este indicador não é possível classificar o aumento de concentração em São Paulo, e para isso será necessário calcular o HHI do mesmo. Para calcular o HHI de um Estado é necessário calcular a parcela de mercado das principais operadoras no mesmo, e somar o quadrado delas para ver se o resultado permite a classificação no grupo 2 ou não. Na tabela 13, temos o cálculo

da parcela de mercado das principais operadoras do Estado e o valor de HHI que cada uma contribui individualmente.

Tabela 13 - HHI do Estado de São Paulo

#	Operadora	Beneficiários	Parcela de Mercado	HHI
1	GNDI	2,667,286	16%	245
2	Amil	1,533,919	9%	81
3	Bradesco	1,435,429	8%	71
4	Sul América	1,371,917	8%	65
5	Central Nacional Unimed	553,793	3%	11
6	Unimed Campinas	513,763	3%	9
7	Prevent Senior	447,516	3%	7
8	Santa Helena	285,048	2%	3
9	Unimed do Estado de São Paulo	271,486	2%	3
10	Unimed Seguros	240,712	1%	2
Total Aproximado		-	-	496

Fonte: O Autor.

Com o somatório do HHI individual das 10 maiores operadoras do Estado, totalizando 496, podemos afirmar que o HHI resultante da transação entre Hapvida e GNDI continuará abaixo de 1.500, o que permite classificar o Estado como dentro do grupo 2 do CADE, e que portanto, não é necessário aprofundar as análises de combinação nem aplicar remédios na NewCo no Estado de São Paulo.

As análises apresentadas permitem concluir que, caso o CADE siga os precedentes adotados em suas avaliações recentes de aquisição no setor de saúde suplementar, não apontará a existência de sobreposição horizontal relevante em nenhum Estado brasileiro e, portanto, a fusão entre Hapvida e GNDI não deveria ser alvo de remédios significativos, e sim, aprovada.

4.3.2 Potenciais sinergias

Comum a todas as aquisições de companhias que atuam no mesmo setor, diversas sinergias poderão ser capturadas pela união das operações da Hapvida e GNDI. Diversas posições administrativas de alta qualificação e altos custos, que existem em ambas as companhias, poderiam ser substituídas por apenas um profissional, um único CEO, CFO, COO, entre outras posições administrativas chaves. Custos com *back-office* poderiam ser integrados em um CSC maior, abrangendo áreas de suporte como RH, financeiro, jurídico, auditoria,

controladoria, atendimento ao cliente, importantes economias de escala, aumento de poder de barganha com fornecedores, consumidores e uma posição competitiva de vantagem com relação a outros competidores. Estas são apenas parte das sinergias que poderiam ser capturadas.

Nesta análise, tentou-se quantificar de forma estimada o quanto o resultado (EBITDA) da companhia consolidada poderia se beneficiar da estrutura maior resultante da operação. Como toda companhia listada na B3, a Hapvida e o GNDI são obrigados a divulgar seus resultados financeiros para o mercado de forma trimestral e anual.

A partir das informações trimestrais, foi obtido a DRE LTM das companhias e, somando as linhas de cada companhia, tem-se o que seria o resultado LTM da NewCo pré-sinergias, apresentado na tabela 14.

Tabela 14 - Demonstração de resultado de exercício consolidada

Demonstração de Resultado de Exercício		GNDI	Hapvida	NewCo Pré-Sinergias
Item	Unidade	LTM	LTM	LTM
Receita de contraprestações brutas	R\$M	8,708.3	7,457.6	16,165.8
Beneficiários	# 000	3,597.5	6,266.3	9,863.8
Ticket Médio	R\$M	201.7	99.2	136.6
Receita com outras atividades	R\$M	298.7	190.8	489.5
Deduções	R\$M	632.7	(392.2)	240.6
Receita líquida	R\$M	9,639.7	7,256.2	16,895.9
Custo médico-hospitalar e outros	R\$M	(6,556.5)	(4,061.5)	(10,618.0)
Aluguel com partes relacionadas	R\$M	0.0	0.0	0.0
Depreciação e amortização	R\$M	(119.8)	(130.0)	(249.8)
Variação da PEONA	R\$M	(34.8)	43.0	8.2
Variação da provisão de ressarcimento ao SUS	R\$M	(87.2)	(186.3)	(273.5)
Custo total	R\$M	(6,798.4)	(4,334.8)	(11,133.2)
Lucro bruto	R\$M	2,841.3	2,921.4	5,762.7
Margem bruta	%	29.5%	40.3%	34.1%
Despesas de vendas	R\$M	(596.3)	(606.0)	(1,202.3)
Despesas com publicidade e propaganda	R\$M	(21.5)	(39.2)	(60.7)
Despesas com comissões	R\$M	(491.8)	(338.7)	(830.4)
Provisão para perdas sobre créditos	R\$M	(83.1)	(212.7)	(295.8)
Outras despesas com vendas	R\$M	0.0	(15.4)	(15.4)
Despesas administrativas	R\$M	(1,039.2)	(1,051.7)	(2,090.8)
Pessoal	R\$M	(432.2)	(303.2)	(735.4)
Serviços de terceiros	R\$M	(242.3)	(221.2)	(463.5)
Localização e funcionamento	R\$M	(72.3)	(105.7)	(178.0)
Depreciação e amortização	R\$M	(165.2)	(324.9)	(490.2)
Tributos	R\$M	0.0	(2.4)	(2.4)
Provisões para riscos cíveis, trabalhista e tributário	R\$M	(27.8)	(72.4)	(100.2)
Despesas diversas	R\$M	(36.0)	(21.9)	(57.9)
Programa de outorga de ações	R\$M	(48.4)	0.0	(48.4)
Amortização de Arrendamento Mercantil	R\$M	(14.9)	0.0	(14.9)
Outras despesas/receitas operacionais	R\$M	24.3	(4.1)	20.2
Despesas totais	R\$M	(1,611.3)	(1,661.7)	(3,273.0)
Lucro operacional (EBIT)	R\$M	1,230.1	1,259.7	2,489.8
Depreciação e amortização	R\$M	(285.1)	(454.9)	(740.0)
EBITDA	R\$M	1,515.1	1,714.6	3,229.7
Margem EBITDA	R\$M	15.7%	23.6%	19.1%
Receitas financeiras	R\$M	173.0	273.0	446.0
Despesas financeiras	R\$M	(350.6)	(336.6)	(687.3)
Resultado financeiro	R\$M	(177.6)	(63.7)	(241.3)
Lucro antes de IR e CSLL	R\$M	1,052.5	1,196.0	2,248.5
IR e CSLL	R\$M	(437.6)	(329.8)	(767.3)
Lucro líquido	R\$M	614.9	866.2	1,481.1
Margem líquida	%	6.4%	11.9%	8.8%

Fonte: O Autor com informações das companhias.

Antes de qualquer tipo de sinergia, a NewCo resultante da transação, teria tido uma receita líquida LTM de R\$16,166 bilhões, EBITDA LTM de R\$3,230 bilhões e lucro líquido LTM de R\$1,481 bilhões, e margens EBITDA e líquida de 19,1% e 8,8%, respectivamente. A tabela 15 abaixo, mostra uma estimativa das principais sinergias que poderiam ser quantificadas com a abertura das linhas de custos, e despesas que as companhias disponibilizam ao mercado.

Tabela 15 - Demonstração de resultado de exercício consolidada com sinergias

Demonstração de Resultado de Exercício com Sinergias		NewCo Pré-Sinergias	Sinergias Estimadas	Valor das Sinergias	NewCo + Sinergias
Item	Unidade	LTM		LTM	LTM
Receita de contraprestações brutas	RSM	16.165.8			16.570.0
A Beneficiários	# 000	9,863.8	2.5%	246.6	10,110.4
Ticket Médio	RSM	136.6			136.6
Receita com outras atividades	RSM	489.5			489.5
Dedações	RSM	240.6			240.6
Receita líquida	RSM	16,895.9			17,300.0
B Custo médico-hospitalar e outros	RSM	(10,618.0)	5.0%	530.9	(10,087.1)
Aluguel com partes relacionadas	RSM	0.0			0.0
Depreciação e amortização	RSM	(249.8)			(249.8)
Variação da PEONA	RSM	8.2			8.2
Variação da provisão de ressarcimento ao SUS	RSM	(273.5)			(273.5)
Custo total	RSM	(11,133.2)			(10,602.3)
Lucro bruto	RSM	5,762.7			6,697.8
Margem bruta	%	34.1%			38.7%
Despesas de vendas	RSM	(1,202.3)			(1,196.2)
C Despesas com publicidade e propaganda	RSM	(60.7)	10.0%	6.1	(54.7)
Despesas com comissões	RSM	(830.4)			(830.4)
Provisão para perdas sobre créditos	RSM	(295.8)			(295.8)
Outras despesas com vendas	RSM	(15.4)			(15.4)
Despesas administrativas	RSM	(2,090.8)			(1,962.0)
D Pessoal	RSM	(735.4)	10.0%	73.5	(661.8)
E Serviços de terceiros	RSM	(463.5)	10.0%	46.4	(417.2)
F Localização e funcionamento	RSM	(178.0)	5.0%	8.9	(169.1)
Depreciação e amortização	RSM	(490.2)			(490.2)
Tributos	RSM	(2.4)			(2.4)
Provisões para riscos cíveis, trabalhista e tributário	RSM	(100.2)			(100.2)
Despesas diversas	RSM	(57.9)			(57.9)
Programa de outorga de ações	RSM	(48.4)			(48.4)
Amortização de Arrendamento Mercantil	RSM	(14.9)			(14.9)
Outras despesas/receitas operacionais	RSM	20.2			20.2
Despesas totais	RSM	(3,273.0)			(3,138.1)
Lucro operacional (EBIT)	RSM	2,489.8			3,559.7
Depreciação e amortização	RSM	(740.0)			(740.0)
EBITDA	RSM	3,229.7			4,299.7
Margem líquida	%	19.1%			24.9%
Receitas financeiras	RSM	446.0			446.0
Despesas financeiras	RSM	(687.3)			(687.3)
Resultado financeiro	RSM	(241.3)			(241.3)
Lucro antes de IR e CSLL	RSM	2,248.5			3,318.4
G IR e CSLL	RSM	(767.3)	47.6%	(365.1)	(1,132.5)
Lucro líquido	RSM	1,481.1			2,185.9
Margem líquida	%	8.8%			12.6%

Fonte: O Autor com informações das companhias.

Após sinergias, a NewCo resultante da transação poderia ter uma receita líquida LTM de R\$16,570 bilhões, EBITDA LTM de R\$4,300 bilhões e lucro líquido LTM de R\$2,186 bilhões, além de margens EBITDA e líquida de 24,9% e 12,6%, respectivamente. Foram estimadas sinergias ou de-sinergias em 7 principais linhas do resultado da companhia, conforme explicadas abaixo:

A. **Beneficiários:** com o aumento da rede própria consolidada, que ocorrerá em localidades em que existe proximidade entre a rede assistencial de uma operadora com a rede assistencial da outra operadora, será possível aumentar a quantidade de planos de saúde vendidos que poderão ser atendidos na rede assistencial da NewCo. Dessa forma, aumentando os esforços de vendas, será possível aumentar também a base de beneficiários consolidada da companhia em 2,5%.

B. Custo médico-hospitalar e outros: devido ao aumento da rede própria consolidada que a fusão trará para a NewCo, será possível aumentar a quantidade de beneficiários que recebem tratamento em rede própria, dada a maior capilaridade que esta terá pelo Brasil. Além disso, este crescimento de tamanho da rede prestadora própria, aumentará o poder de barganha que a companhia possui, com vendedores de equipamentos, de materiais, medicações, e outros prestadores de serviços assistencialistas credenciados que a companhia possui, permitindo uma redução do custo médico-hospitalar em 5,0%.

C. Despesas com publicidade e propaganda: o aumento no número de beneficiários, aumento da rede consolidada e, consecutivamente, aumento do tamanho da companhia, fará um trabalho de publicidade e propaganda espontâneo por boca-a-boca de consumidores, além de permitir que a companhia negocie melhores condições com agências de marketing, e com isso, conseguir uma economia estimada em 10,0% das despesas consolidadas com publicidade e propaganda.

D. Pessoal: diversas áreas administrativas que dão apoio às operações principais da companhia, como RH, jurídico, contabilidade, atendimento ao cliente, auditoria, controladoria, entre outros, poderão ser integrados em um único CSC, e com isso reduzir a quantidade de funcionários necessários para realizar as mesmas tarefas, dado que grande parte dos serviços desempenhados internamente por estas áreas são altamente escaláveis. Além disso, cargos de alta gestão, como CEO, CFO, COO, entre outros, que existem hoje de forma duplicada por operarem em duas companhias diferentes, poderão ser cortados e manter apenas um executivo no lugar dos dois. Estas sinergias são estimadas em uma redução de 10,0% do valor somado, pago atualmente pelas companhias.

E. Serviços de terceiros: com o ganho de escala proveniente da fusão, a negociação com terceiros, que prestam serviços como limpeza, segurança, lavanderia, consultoria, entre outros tipos, permitirá melhores condições comerciais ao substituir um número maior de fornecedores por contratos de longo prazo, e maior escala com alguns fornecedores selecionados para cada atividade, o que poderá reduzir as despesas desta conta em 10,0%.

F. Localização e funcionamento: Aluguéis, manutenção, contas de água e luz poderão ser reduzidas também com a fusão, dado que algumas localidades, principalmente administrativas, poderão ser fechadas e integradas em apenas uma. Esta sinergia está estimada em 5,0%.

G. IR e CSLL: por último e de forma contrária aos outros pontos levantados, as sinergias provenientes dos itens A até F farão com que o lucro tributável (EBT) da NewCo seja maior do que no cenário sem sinergias. Dessa forma, será pago um imposto 47,6% maior do que o pago nos últimos doze meses, nos quais as companhias operaram de forma separada.

Estas sinergias totalizam um aumento de R\$404 milhões na receita líquida LTM, R\$1,070 bilhão ao EBITDA LTM, e R\$705 milhões ao lucro líquido LTM, comprovando que a fusão entre as duas companhias poderia ter um resultado muito positivo para os acionistas de ambas as companhias.

4.3.3 Participações societárias finais e avaliação da NewCo

Avaliando cada empresa separadamente, através do EV/EBITDA que cada uma está negociando em bolsa, encontramos que o *Equity Value* atual da Hapvida está, aproximadamente, 30% maior do que o do GNDI, conforme Tabela 16.

Tabela 16 - Avaliação da Hapvida e Grupo Notre Dame Intermédica

(R\$M)	EBITDA LTM	EV/EBITDA LTM	EV	Dívida Líquida 2T20	Equity Value
Hapvida	1,715	27.8x	47,615	(2,108)	49,723
GNDI	1,515	25.6x	38,742	27	38,715

Fonte: O Autor com informações das companhias.

Dito isso, após a combinação das participações de cada grupo de acionistas, os acionistas da Hapvida terão maior participação societária, e com isso, o controle patrimonial, sujeito às regras que serão definidas em conjunto durante o acordo de acionistas. As participações societárias da Hapvida podem ser observadas na tabela 17, conforme previsto no Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A (2020), e as participações societárias do GNDI na tabela 18, conforme informado no Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A (2020). As participações finais de cada acionista após a fusão estão apresentadas na tabela 19.

Tabela 17 - Participação acionária da Hapvida

Acionistas Hapvida	%
CPK Empresa de Participações	35.4%
CPJ Empresa de Participações	17.7%
JP Empresa de Participações	17.7%
Ações em Circulação	29.2%
Total	100.0%

Fonte: O Autor com informações da Hapvida.

Tabela 18 - Participação acionária do Grupo Notre Dame Intermédica

Acionistas GNDI	%
Alkes	20.1%
BlackRock	5.1%
Capital Research Global Investors	5.0%
Capital World Investors	4.6%
Ações em Circulação	65.1%
Total	100.0%

Fonte: O Autor com informações do Grupo Notre Dame Intermédica.

Tabela 19 - Participação acionária da NewCo

Acionistas NewCo	%
Alkes	8.8%
BlackRock	2.2%
Capital Research Global Investors	2.2%
Capital World Investors	2.0%
CPK Empresa de Participações	19.9%
CPJ Empresa de Participações	10.0%
JP Empresa de Participações	10.0%
Ações em Circulação	45.0%
Total	55.0%

Fonte: O Autor com informações das companhias.

Somando os valores de EV e *Equity Value* de cada companhia individualmente, encontra-se um EV e um *Equity Value*, após a fusão, de R\$86,357 bilhões e R\$88,437 bilhões,

respectivamente, antes de serem consideradas sinergias e uma esperada reprecificação, que o mercado atribuiria à nova companhia combinada, como mostrado na tabela 20.

Tabela 20 - Valor da NewCo antes de sinergias

(RSM)	EBITDA LTM	EV/EBITDA LTM	EV	Dívida Líquida 2T20	Equity Value	% NewCo
Hapvida	1,715	27.8x	47,615	(2,108)	49,723	56%
GNDI	1,515	25.6x	38,742	27	38,715	44%
Hapvida + GNDI	3,230	26.7x	86,357	(2,081)	88,437	100%

Fonte: O Autor.

Considerando as sinergias estimadas na seção anterior, e uma provável reprecificação para cima do múltiplo EV/EBITDA, que o mercado está utilizando atualmente para avaliar as duas empresas, devido principalmente a: (i) Valor de escassez, dado que a NewCo se tornará a única operadora de planos de saúde verticalizados listada na B3; e (ii) Efeito de manada, que costuma ocorrer por parte de investidores de bolsa quando uma fusão relevante acontece em determinado setor, uma vez que o preço das ações começa a subir e os investidores ficam com medo de perder esta oportunidade. Com o EBITDA LTM após sinergias de R\$4,3 bilhões de reais, e múltiplo de avaliação estimado em 30,0x, aproximadamente 12% maior do que o múltiplo implícito de 26,7x da NewCo antes de sinergias, a companhia poderia chegar a ter um EV de R\$128,99 bilhões e *Equity Value* de R\$131,07 bilhões, representando uma valoração de 48,2% na participação de todos os acionistas de ambas as empresas, conforme apresentado na tabela 21.

Tabela 21 - Valor da NewCo após sinergias

(RSM)	EBITDA LTM	EV/EBITDA LTM	EV	Dívida Líquida 2T20	Equity Value
Hapvida	1,715	27.8x	47,615	(2,108)	49,723
GNDI	1,515	25.6x	38,742	27	38,715
Hapvida + GNDI	3,230	26.7x	86,357	(2,081)	88,437
NewCo	4,300	30.0x	128,990	(2,081)	131,070

Fonte: O Autor.

A geração de valor, para os acionistas atuais de ambas as empresas, poderá ser muito grande. Acionistas da Hapvida, que hoje detêm uma empresa com *Equity Value* de R\$49,723 bilhões, terão 56% da NewCo e verão sua participação valendo R\$73,693 bilhões, um aumento de R\$23,970 bilhões, apenas com esta fusão. Enquanto isso, acionistas do GNDI, que atualmente detêm uma empresa com *Equity Value* de R\$38,715 bilhões, terão 44% da NewCo,

e verão sua participação valendo R\$57,378 bilhões, o que representa um aumento de R\$18,663 bilhões. A transação em questão poderá gerar um valor adicional de R\$42,633 bilhões para os acionistas das duas companhias, mais do que justificando a transação.

5 CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho de formatura, desenvolvido como conclusão do curso de Engenharia de Produção, é a apresentação e análise do setor de saúde suplementar, bem como avaliar uma potencial fusão entre as duas principais companhias do setor, do ponto de vista concorrencial, operacional, econômico e de avaliação das empresas. Conforme apresentado, o setor tem se tornado cada vez mais importante, tanto economicamente, quanto socialmente para o país, e está muito relacionado com as atividades da empresa na qual estou estagiando.

Para isto, primeiro foi desenvolvido um estudo de contabilidade financeira com os principais demonstrativos financeiros utilizados para analisar uma empresa, um estudo sobre os principais indicadores e métricas utilizadas para avaliação de valor de empresas e metodologias mais usuais, e por fim, um estudo sobre a análise das Cinco Forças de Porter e sobre a metodologia que o CADE utiliza para analisar concentração de mercado através do Índice Herfindahl-Hirschman na Revisão Bibliográfica (Cap. 2).

Na seção seguinte, Visão Geral do Setor de Saúde Suplementar (Cap. 3), foi realizado um panorama sobre o setor de saúde do país, com foco no setor de saúde suplementar, categorização dos tipos de planos de saúde, análise das Cinco Forças de Porter que regem o setor, análise dos movimento de consolidação, pelos quais o setor tem passado nos últimos anos, e uma análise dos principais impactos que a pandemia da COVID-19 causou no mesmo.

Na seção Simulação da fusão entre Hapvida e Grupo Notre Dame Intermédica (Cap. 4), foi realizada uma apresentação das duas maiores operadoras de planos de saúde, que atuam no modelo de integração vertical das atividades de assistencialismo à saúde, com rede de assistência própria, e uma análise de uma potencial fusão entre as duas companhias, abordando concentração de mercado, sinergias que poderiam ser capturadas e uma avaliação de valor da companhia final. Nesta análise, conclui-se que caso estas empresas percorressem um processo de fusão, não teriam impeditivos claros por parte do CADE, uma vez que não ocorre sobreposição horizontal relevante entre as operações de ambas. Além disso, os acionistas destas empresas poderão ter um aumento de valor em suas participações acionárias de R\$42,433 bilhões apenas com sinergias e reprecificação da empresa consolidada.

6 REFERÊNCIAS

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR - ANS. 2020. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/anstabnet/cgi-bin/dh?dados/tabnet_cc.def> Acesso em: 1 out. 2020.

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **Boletim COVID-19 Saúde Suplementar**: setembro. 2020. Disponível em: <https://www.ans.gov.br/images/stories/noticias/pdf/covid_19/boletim-covid-19-ans-setembro.pdf>. Acesso em: 15 out. 2020.

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **Manual do Usuário Registro de Operadoras**. ANS. Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/images/stories/Plano_de_saude_e_Operadoras/Area_da_Operadora/Registro_de_operadoras/manual_do_usuario_registro_de_operadoras_2020_R4.pdf>. Acesso em: 13 out. 2020.

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **Sala de Situação**: Caderno 2.0. Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: <<https://www.ans.gov.br/perfil-do-setor/dados-e-indicadores-do-setor/sala-de-situacao>>. Acesso em: 23 out. 2020.

ALVES, Samuel. **GNDI: acquisition of Lifeday. BTG Pactual**. Disponível em: <<https://www.btgpactual.com/research/>>. Acesso em: 23 out. 2020.

BRASIL. Congresso Nacional. Lei n. 9.656, de 03 de junho de 1998. **Diário Oficial da União**. Brasília, 03 de junho de 1998.

BRASIL. Ministério da Justiça. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Resolução nº 9, de 01 de outubro de 2014. **Diário Oficial da União**: Artigo 8º, 7 out. 2014. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/assuntos/normas-e-legislacao/resolucao/resolucao-9-01outubro2014-alteracao-res-022012.pdf/view>> Acesso em: 23 out. 2020.

BRASIL. Ministério da Justiça e Segurança Pública - MJSP. Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE. Ato de Concentração nº 08700.002346/2019-85. Relator: Conselheiro Luiz Augusto Azevedo de Almeida Hoffmann. Julgamento em 24 jun. 2020. **Diário Oficial da União**. Ato de Concentração nº 08700.002346/2019-85. Brasília, 24 jun. 2020. Disponível em: <https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?DZ2uWeaYicbuRZEFhBt-n3BfPLlu9u7akQA8mpB9yPkq_3TxUeQh75UFWik_1Xl98JEZbY-dWDcr_nPNKH9TtIJej7AhMzHHFaTc5r7OXjdI4HYRRsa69aH-ZziM5o>. Acesso em: 23 out. 2020.

BUFFET, Warren. **BERKSHIRE HATHAWAY INC. 2008 ANNUAL REPORT. SEC.** Washington, D.C., EUA, 2008. 5 p. Disponível em:

<<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1067983/000119312509042455/dex991.htm>>
Acesso em: 6 out. 2020.

CAVALCANTE, Irna. **Inaugurado primeiro hospital particular exclusivo para atendimento à saúde da mulher. O Povo Online.** Fortaleza. Disponível em: <<https://www.opovo.com.br/noticias/economia/2017/08/inaugurado-primeiro-hospital-particular-exclusivo-para-atendimento-as.html>> Acesso em: 30 set. 2020.

DAMODARAN, Aswath. **Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset.** 2ª. ed. Nova York: Wiley, 2002. 1008 p.

FIORENTINO G.; SEBASTIÃO B.; MATTOS L.; GRASS K. **Tendências do setor de saúde no Brasil. Bain & Company Inc.** São Paulo. 2016. Disponível em: <<https://www.bain.com/pt-br/insights/healthcare-trends-in-brazil/>> Acesso em: 04 nov. 2020.

GASTIM, Rodrigo. **An unbalanced pricing power dilemma in healthcare chain. BTG Pactual.** São Paulo, 2015. Disponível em: <<https://www.btgpactual.com/research/>> Acesso em: 19 out. 2020.

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

MÁLAGA, Flávio Kezam. **Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial.** 2ª. ed. São Paulo: Saint Paul, 2018. 381 p.

MURPHY, CHRIS. **Enterprise Value – EV.** Investopedia. New York, 2020. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/e/enterprisevalue.asp>> Acesso em: 4 nov. 2020.

PORTER, Michael. **How Competitive Forces Shape Strategy. Harvard Business Review.** Brighton, Massachusetts, 1979. Disponível em: <<https://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy>> Acesso em: 3 out. 2020.

RESENDE, Guilherme. **Curso IBRAC 2017: Fundamentos Econômicos do Novo Guia de Análise de Atos de Concentração Horizontal: GUIA H – MERCADO RELEVANTE E CONCENTRAÇÃO DE MERCADO.** 2017. 10 slides. Disponível em: <<https://ibrac.org.br/UPLOADS/Eventos/324/Guilherme%20Resende%20aula%202022%2005%202017.pdf>> Acesso em: 16 out. 2020.

ROSENBAUM, Joshua; PEARL, Joshua. **Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions,** 2ª. ed. Nova Jersey: Wiley, 2013. 419 p.

SÃO PAULO (SP). CVM. **Formulário de Referência - 2020 - HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A.** Registro em: 16 set. 2020.

SÃO PAULO. CVM. **Formulário de Referência - 2020 - NOTRE DAME INTERMÉDICA PARTICIPAÇÕES S.A.** Registro em: 1 jan. 2020.

STATUS INVEST. **GNDI3 - NOTRE DAME INTERMEDICA.** São Paulo. Disponível em: <<https://statusinvest.com.br/acoes/gndi3>> Acesso em: 3 out. 2020.

STATUS INVEST. **HAPV3 - HAPVIDA.** São Paulo. Disponível em: <<https://statusinvest.com.br/acoes/hapv3>> Acesso em: 3 out. 2020.

THE UNITED STATES DEPARTMENT OF JUSTICE. **HERFINDAHL-HIRSCHMAN INDEX.** Washington D.C., 2018. Disponível em: <<https://www.justice.gov/atr/herfindahl-hirschman-index>> Acesso em: 16 out. 2020.