

CONRADO DE MATTOS PIETRAROIA

**MERCADO DE MEDICINA DIAGNÓSTICA:
MODELO DE ANÁLISE E ALGORITMO DE AVALIAÇÃO PARA UM
FUNDO DE PRIVATE EQUITY**

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

São Paulo
2013

CONRADO DE MATTOS PIETRAROIA

**MERCADO DE MEDICINA DIAGNÓSTICA:
MODELO DE ANÁLISE E ALGORITMO DE AVALIAÇÃO PARA UM
FUNDO DE PRIVATE EQUITY**

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

Orientador: Prof. Dr. João Eduardo de Moraes
Pinto Furtado

São Paulo
2013

FICHA CATALOGRÁFICA

Pietraroia, Conrado de Mattos

Mercado de medicina diagnóstica: modelo de análise e algoritmo de avaliação para um fundo de private equity / C.M. Pietraroia. -- São Paulo, 2013.

173 p.

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

**1.Investimentos 2.Capital de risco 3.Serviços de saúde
4.Fusão e aquisição de empresas I.Universidade de São Paulo.
Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção
II.t.**

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, José Rubens e Telma, pela educação, atenção, ensinamentos transmitidos durante a vida, buscando sempre me proporcionar as melhores condições de vida, além de compreenderem os motivos de minha ausência em encontros familiares. A toda minha família, pelo carinho e suporte que transmitiram durante todo o período de graduação e, em especial, durante a realização deste Trabalho.

Ao meu orientador, João Furtado, pela orientação precisa e eficaz, pelas críticas construtivas e valiosas, e, acima de tudo, por mostrar qual o verdadeiro caminho para alcançar o conhecimento.

Aos demais professores da Escola Politécnica, em especial aos professores do Departamento de Engenharia de Produção, que compartilharam seus conhecimentos e contribuíram para minha formação acadêmica e pessoal.

Aos amigos que fiz durante o curso de graduação, em especial, Rafael e Luís Guilherme, pelas longas horas de trabalho e estudos juntos, e, principalmente, pelo conhecimento compartilhado e amizade verdadeira.

Aos meus amigos de longa data, pela força, companheirismo e momentos de descontração.

Aos companheiros de trabalho, pela abertura necessária para que esse trabalho fosse realizado, pela paciência e pela transmissão de experiências fundamentais para minha carreira profissional.

A todos que de certa forma ajudaram para que este trabalho se tornasse realidade.

“Primeiro, você é ignorado. Depois, é ridicularizado. Mais tarde, é combatido. E, por fim, sai vitorioso”.

(Mahatma Gandhi)

RESUMO

A execução de um plano estratégico de crescimento inorgânico (via fusões e aquisições) é um desafio para muitas empresas, principalmente para aquelas que não têm experiência neste processo.

Como parte das atividades de monitoramento e agregação de valor de um fundo de *Private Equity* às companhias que compõem o portfólio de investimento, o presente trabalho tem como objetivo auxiliar o Grupo de Diagnóstico Bahia (que atua no mercado de Medicina Diagnóstica), na execução da estratégia de expansão planejada. Após receber um aporte de capital, a empresa visa acelerar o crescimento inorgânico, para que, aproveitando-se da fragmentação do mercado no Nordeste, inicie um processo de consolidação via aquisição de clínicas regionais.

O ponto de partida é uma análise do posicionamento estratégico da empresa no mercado de Medicina Diagnóstica, visando entender o contexto da estratégia competitiva, alinhando-a a oportunidades de mercado e criando armas para mitigar as ameaças existentes. Além disso, foi realizada uma análise estrutural da indústria, auxiliando no entendimento das forças rivais do mercado e no correto desenvolvimento do plano de crescimento.

A seguir, foram mapeados os projetos que, alinhados à estratégia de expansão da empresa, apresentaram tamanho e potencial de retorno financeiro relevantes. Para respeitar as condições financeiras de endividamento do Grupo, foi elaborado um modelo de análise e um algoritmo de avaliação para priorizar e escolher os projetos que, sob a ótica da relação existente entre o resultado gerado (variável analisada através de três fatores: TIR incremental, *Fit* Estratégico e Complexidade) e o investimento requerido por cada um deles, mostraram-se mais interessantes para realizar o investimento.

Enfim, as análises desenvolvidas neste trabalho buscaram proporcionar as condições necessárias à empresa para executar o plano de expansão idealizado, posicionando-a estrategicamente como um consolidador da indústria de Medicina Diagnóstica do Nordeste e, consequentemente, intensificando as barreiras de entrada na região aos concorrentes externos.

Palavras-chave: Medicina Diagnóstica. Private Equity. Avaliação de Investimentos. Fusões e Aquisições. Estratégia Competitiva.

ABSTRACT

The execution of a strategic inorganic growth plan via mergers and acquisitions is a challenge for many companies, especially for those who have no experience in this process.

As part of monitoring and value adding activities of a private equity fund to companies that make up the investment portfolio, this paper aims to assist the Grupo de Diagnóstico Bahia (Bahia Diagnostic Group) which operates in the Diagnostic Medicine sector, carrying out the expansion strategy planned. After receiving an injection of capital, the company aims to accelerate the inorganic growth, so that, taking advantage of market fragmentation in the Northeast, it starts a process of consolidation via acquisition of regional clinics.

The starting point is about an analysis of the company's strategic positioning in the Diagnostic Medicine market, in order to understand the context of competitive strategy, aligning it to market opportunities and creating weapons to mitigate existing threats. In addition, we performed a structural analysis of the industry, assisting in understanding the rival forces of the market and developing the correct growth plan.

Therefore, the projects that, were aligned to the company's expanding strategy and showed size and potential for a significant financial return, were mapped. To meet the financial conditions of the Group's indebtedness, a model analysis and evaluation algorithm were designed to prioritize and choose the projects that proved to be more interesting to carry out the investment from the perspective of the relationship between the results generated (variable analyzed by three factors: TIR incremental, Strategic fit and Complexity) and the investment required for each one.

Thus, the developed analysis in this paper sought to provide the conditions necessary for the company to execute the designed expansion plan, strategically positioning it as a Diagnostic Medicine industry consolidator at Northeast and, consequently, intensifying the entry barriers in the region to foreign competitors.

Keywords: Diagnostic Medicine. Private Equity. Investment Appraisal. Mergers and Acquisitions. Competitive Strategic.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Diagrama da Análise SWOT	24
Figura 2 – As Cinco Forças Competitivas de Porter	25
Figura 3 – Três Estratégias Genéricas	28
Figura 4 – Mapa de Grupos Estratégicos em uma indústria hipotética	30
Figura 5 – Estrutura simplificada do Balanço Patrimonial.....	32
Figura 6 – Estrutura da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)	33
Figura 7 – Estrutura da Demonstração dos Fluxos de Caixa	34
Figura 8 – Fluxo de processos para análise dos projetos	38
Figura 9 – Estrutura da indústria de PE/VC	43
Figura 10 – Percentual (%) do capital comprometido por tipo de investidor.....	47
Figura 11 – Crescimento percentual (%) do capital comprometido (2011 – 2012)	48
Figura 12 – Percentagem do valor investido por setor	50
Figura 13 – Estágios das modalidades dos veículos de investimento de PE/VC	51
Figura 14 – Percentual (%) do valor investido por modalidade de investimento.....	52
Figura 15 – Percentual do valor desinvestido por tipo de saída	59
Figura 16 – Evolução do Capital Comprometido Alocado no Brasil (em U\$ bilhões)	63
Figura 17 – Relação dos investimentos de PE/VC sobre o PIB	64
Figura 18 – Cadeia do setor de saúde	71
Figura 19 – Gastos totais com saúde no Brasil (em PPP int. \$ bilhões).....	72
Figura 20 – Gastos totais per capita com saúde no Brasil (em PPP Int. \$).....	73
Figura 21 – Evolução mensal da taxa de desemprego (%)	74
Figura 22 – Beneficiários de planos de saúde no Brasil (em milhões).....	74
Figura 23 – Despesas mensais como porcentagem da renda familiar	75
Figura 24 – Evolução do rendimento médio real do trabalho principal (R\$).....	76
Figura 25 – Mudança do perfil de distribuição econômica e social no Brasil.....	76
Figura 26 – Gasto médio mensal com saúde das faixas de renda (R\$)	77
Figura 27 – Gasto per capita médio com saúde em 2011 (PPP Int. \$)	78
Figura 28 – Taxa de cobertura (%) de planos de saúde no Brasil	78
Figura 29 – Distribuição da população brasileira por faixa etária.....	80

Figura 30 – Relação lucratividade vs. risco nos diferentes segmentos de saúde	81
Figura 31 – Evolução dos gastos com serviços de diagnóstico (em R\$ bilhões).....	82
Figura 32 – Fragmentação do setor de Medicina Diagnóstica (2012)	83
Figura 33 – Linha histórica com as principais aquisições da DASA	85
Figura 34 – DASA: evolução do faturamento (R\$ milhões) e <i>market share</i> (%).....	85
Figura 35 – Linha histórica com as principais aquisições do Fleury	86
Figura 36 – Fleury: evolução do faturamento (R\$ milhões) e <i>market share</i> (%)	87
Figura 37 – Evolução do número de equipamentos de imagem por região	88
Figura 38 – Número de habitantes por equipamento	89
Figura 39 – Organograma Grupo de Diagnóstico Bahia.....	91
Figura 40 – Linha Histórica do Grupo de Diagnóstico Bahia	93
Figura 41 – Análise de SWOT	103
Figura 42 – Análise das Cinco Forças Competitivas de Porter	109
Figura 43 – Posicionamento Estratégico da Organização	110
Figura 44 – Mapa dos Grupos Estratégicos	111
Figura 45 – Análise do número de habitantes para cada aparelho de ressonância magnética para as principais regiões influência do Nordeste	116
Figura 46 – Projeção da Receita Bruta da Companhia (R\$ milhões).....	122
Figura 47 – Projeção do EBITDA da Companhia (R\$ milhões).....	123
Figura 48 – Projeção do Lucro Líquido da Companhia (R\$ milhões)	124
Figura 49 – Avaliação por Múltiplos de DASA e Fleury	130
Figura 50 – Exemplo de cálculo do Valor Patrimonial (R\$ milhões).....	131
Figura 51 – TIR incremental (%) gerada por cada projeto ao Cenário Base	132
Figura 52 – Matriz resultado do projeto vs. investimento realizado	143
Figura 53 – TIR (%) resultante da realização dos projetos selecionados.....	144
Figura 54 – Análise de Sensibilidade	145
Figura 55 – Linha histórica de aquisições do Fleury	155
Figura 56 – Comparação do mercado diagnóstico do Brasil com dos EUA.....	157
Figura 57 – Equipamentos por tipo de exame	158
Figura 58 – Análise do número de habitantes por tipo de equipamento	158
Figura 59 – Evolução da taxa de cobertura dos planos de saúde (%)	160
Figura 60 – Evolução da taxa de desemprego por região metropolitana	160
Figura 61 – Localização das clínicas da companhia	163
Figura 62 – Evolução do volume de exames realizados por clínica	165

Figura 63 – Evolução do volume de exames realizados por categoria.....	166
Figura 64 – Evolução do faturamento por clínica.....	167
Figura 65 – Evolução do faturamento por categoria de exame	168

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Taxa Mínima de Atratividade para os estágios do investimento	53
Tabela 2 – Principais pontos de negociação das clínicas mapeadas.....	117
Tabela 3 – Projeção da Receita Bruta da Companhia (R\$ milhões).....	121
Tabela 4 – Projeção do EBITDA da Companhia (R\$ milhões).....	123
Tabela 5 – Projeção da variação do Capital de Giro da Companhia (R\$ milhões)	125
Tabela 6 – Projeção do Ativo Imobilizado da Companhia (R\$ milhões).....	126
Tabela 7 – Projeção de Endividamento da Companhia (R\$ milhões)	127
Tabela 8 – Projeção do Patrimônio Líquido (R\$ milhões)	128
Tabela 9 – Projeção do Fluxo de Caixa (R\$ milhões)	128
Tabela 10 – Classificação dos projetos de acordo com a TIR incremental (%)	132
Tabela 11 – Critério para atribuição de notas ao fator Localização	133
Tabela 12 – Critério para atribuição de notas ao fator Portfólio de Exames	134
Tabela 13 – Critério para atribuição de notas ao fator Fontes Pagadoras.....	134
Tabela 14 – Notas dos projetos pela ótica do <i>Fit</i> Estratégico.....	137
Tabela 15 – Critério para atribuição de notas ao fator Número de Sócios	138
Tabela 16 – Critério para atribuição de notas ao fator Contingências.....	138
Tabela 17 – Critério para atribuição de notas ao fator Auditoria	139
Tabela 18 – Notas dos projetos pela ótica da Complexidade	141
Tabela 19 – Resultados gerados por cada projeto em cada categoria.....	141
Tabela 20 – Resultados totais gerados por cada projeto em bases comparáveis	141
Tabela 21 – Investimento necessário por projeto	142
Tabela 22 – Resultado gerado e investimento necessário por projeto	142
Tabela 23 – TIR (%) e Índice de Alavancagem com a incorporação dos projetos.....	144
Tabela 24 – Expressividade das clínicas no volume total de exames.....	165
Tabela 25 – Expressividade das categorias de exames no volume total.....	166
Tabela 26 – Expressividade das clínicas no faturamento total	167
Tabela 27 – Expressividade das categorias de exame no faturamento total.....	168
Tabela 28 – Preço médio (R\$) das categorias de exames (em 2012)	169
Tabela 29 – Número de equipamentos por clínica	169

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

- ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital
- ANS – Agência Nacional de Saúde Suplementar
- BP – Balanço Patrimonial
- CAGR – *Compound Annual Growth Rate* (Taxa Composta de Crescimento Anual)
- CEO – *Chief Executive Officer* (Diretor Presidente)
- CFO – *Chief Financial Officer* (Diretor Financeiro)
- CNES – Cadastro Nacional de Estabelecimentos de Saúde
- COO – *Chief Operations Officer* (Diretor Operacional)
- CSLL – Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
- DL – Dívida Líquida
- DRE – Demonstração do Resultado do Exercício
- EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização – LAJIDA)
- EV – *Enterprise Value* (Valor da Empresa)
- FC – Demonstração dos Fluxos de Caixa
- GVcepe – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da Fundação Getúlio Vargas
- IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
- IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
- IPO – *Initial Public Offering* (Oferta Pública Inicial)
- IR – Imposto de Renda
- PE – *Private Equity* (Investimentos em Participações)
- PIB – Produto Interno Bruto
- PPP – *Purchasing Power Parity* (Paridade do Poder de Compra – PPC)
- P&D – Pesquisa e Desenvolvimento
- SWOT – *Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats* (Forças, Fraquezas, Oportunidades e Ameaças)
- TIR – Taxa Interna de Retorno
- VPL – Valor Presente Líquido

VC – *Venture Capital* (Capital de Risco)

WHO – World Health Organization

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	17
1.1	O Estágio.....	17
1.2	Problema	19
1.3	Objetivos	20
1.4	Plano do Trabalho de Formatura.....	21
2.	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	23
2.1	Posicionamento Estratégico	23
2.1.1	Análise SWOT	23
2.1.2	Cinco Forças Competitivas de Porter.....	24
2.1.3	Estratégias Genéricas de Porter.....	27
2.1.4	Grupos Estratégicos	29
2.2	Análise e Escolha dos Projetos	30
2.2.1	Modelagem Financeira.....	31
2.2.2	Cálculo do Retorno do Investimento.....	34
3.	METODOLOGIA.....	37
3.1	Análise do Posicionamento Estratégico.....	37
3.2	Análise e Escolha dos Projetos	38
4.	“PRIVATE EQUITY”	41
4.1	Introdução	41
4.1.1	Principais Características	42
4.2	A Estrutura da Indústria de PE/VC	43
4.2.1	Organizações Gestoras	43
4.2.2	Investidores	46
4.2.3	Veículos de Investimento.....	48
4.2.4	Empresas do Portfólio.....	50
4.3	Ciclo dos Investimentos de PE/VC.....	53

4.3.1	Captação dos Recursos	53
4.3.2	Originação e Seleção dos Investimentos	54
4.3.3	Estruturação e Execução dos Investimentos.....	56
4.3.4	Monitoramento e Adição de Valor aos Investimentos	56
4.3.5	Preparação e Execução da Saída	58
4.4	Críticas à Indústria de PE/VC	60
4.5	PE/VC no Brasil	62
4.5.1	Histórico do PE/VC no Brasil	62
4.5.2	Tamanho da Indústria	64
4.5.3	Comparação com o Modelo Norte-Americano de PE/VC	65
4.6	Considerações Finais	66
5.	O SETOR	71
5.1	<i>Drivers</i> do Crescimento do Setor de Saúde.....	72
5.1.1	Queda da Taxa de Desemprego	73
5.1.2	Aumento da Renda da População.....	75
5.1.3	Baixa Penetração dos Planos de Saúde.....	77
5.1.4	Envelhecimento da População Brasileira	79
5.2	Medicina Diagnóstica.....	80
5.2.1	Linhas de Negócio	82
5.2.2	Principais Players do Setor	83
5.2.3	Potencial da Região Nordeste.....	87
6.	A COMPANHIA.....	91
6.1	Estrutura Organizacional.....	91
6.2	Estrutura Operacional.....	92
6.3	Processo de Atendimento	93
6.4	O Valor do Serviço.....	95
7.	ANÁLISE DO POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO	99
7.1	Análise SWOT	99
7.1.1	Pontos Fortes	99
7.1.2	Pontos Fracos.....	100
7.1.3	Oportunidades.....	101

7.1.4	Ameaças	102
7.2	Cinco Forças Competitivas de Porter	103
7.2.1	Rivalidade entre Concorrentes	103
7.2.2	Ameaça de Novos Concorrentes	104
7.2.3	Poder de Barganha dos Compradores	106
7.2.4	Poder de Barganha dos Fornecedores	107
7.2.5	Ameaça de Serviços ou Bens Substitutos	108
7.3	Três Estratégias Genéricas de Porter	109
7.4	Grupos Estratégicos	110
7.5	Considerações Finais	112
8.	ANÁLISE E ESCOLHA DOS PROJETOS.....	115
8.1	Mapeamento dos Potenciais Alvos	115
8.2	Alvos Mapeados.....	116
8.3	Investimento em Análises Clínicas	118
8.4	Priorização e Seleção dos Investimentos	119
8.4.1	TIR Incremental	119
8.4.2	Fit Estratégico	132
8.4.3	Complexidade	137
8.4.4	Resultados Gerados por cada Projeto.....	141
8.5	Análise Capital Investido vs. Resultado Gerado.....	142
8.5.1	Análise de Sensibilidade	145
9.	CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS	147
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	149
	ANEXO A – CASOS DE SUCESSO DE INVESTIMENTOS DE PE/VC.....	153
	Diagnósticos da América S.A. (DASA)	153
	América Latina Logística (ALL)	153
	GOL Linhas Aéreas (GOL)	154
	Natura.....	154
	ANEXO B – HISTÓRICO DE AQUISIÇÕES DO FLEURY	155
	APÊNDICE A – INFORMAÇÕES ADICIONAIS SOBRE O SETOR	157

i.	Comparação entre o Mercado Brasileiro e Americano	157
ii.	Concentração dos Equipamentos de Diagnóstico por Imagem	157
iii.	Análise do Número de Habitantes por tipo de Equipamento	158
iv.	Taxa de Cobertura de Planos de Saúde e Taxa de Desemprego	159
APÊNDICE B – INFORMAÇÕES ADICIONAIS SOBRE A COMPANHIA		161
i.	Descrição detalhada da Estrutura Operacional	161
ii.	Descrição detalhada da Área de Atuação	162
iii.	Descrição detalhada do portfólio de serviços	163
iv.	Descrição detalhada dos Dados Operacionais	164
APÊNDICE C – MODELAGEM ECONÔMICO-FINANCEIRA.....		170
i.	Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).....	170
ii.	Balanço Patrimonial (BP).....	171
iii.	Demonstrações dos Fluxos de Caixa (FC)	172
APÊNDICE D – CD-ROM		173

1. INTRODUÇÃO

1.1 O Estágio

O Trabalho de Formatura do curso de Engenharia de Produção foi desenvolvido durante o período de estágio em uma Gestora de Fundos de *Private Equity*, que por motivos de confidencialidade será denominada no desenvolver deste trabalho por Fundo PE.

O Fundo PE faz parte de uma gestora de investimentos alternativos de uma das maiores instituições financeiras do Brasil. Esta gestora opera, com equipes de gestão independentes, em três classes de ativos: *Hedge Funds* (fundos Multimercados e de Ações); Imobiliário (Incorporação ou Renda Imobiliária); e *Private Equity* (fundos de participação em empresas). O Fundo PE possui uma estratégia de investimento focada na aquisição de participação minoritária de companhias brasileiras presentes em três categorias:

- *Aumento do Consumo Doméstico*. Investimentos em companhias que se beneficiam do aumento da renda per capita e do crédito ao consumo. Envolve setores como: varejo de bens de consumo, educação, saúde, serviços, entre outros;
- *Melhoria da Infraestrutura do País*. Trata-se de investimentos em empresas que oferecem bens ou serviços associados à infraestrutura e indústria de base ou que estão indiretamente expostas à infraestrutura. Envolve setores como: transporte, logística, aluguel de equipamentos, serviços auxiliares, construção / serviços de engenharia, entre outros;
- *Vantagens Competitivas Sustentáveis*. Envolve investimentos em companhias presentes em setores que o Brasil possui vantagem competitiva em relação aos demais países, como recursos naturais abundantes, baixo custo de mão de obra, baixo custo de produção, etc. Os principais setores desta categoria de investimento são o agronegócio (*commodities*) e a mineração.

Atualmente, o portfólio de investimentos do Fundo PE é composto por quatro companhias, que atuam nos setores de Educação, Serviços, Saúde (mais especificamente Medicina Diagnóstica) e Mídia e Entretenimento.

O time de gestores do Fundo PE é formado por nove funcionários, incluindo o autor deste trabalho, sendo dois sócios, dois diretores, dois associados e três analistas, os quais se

dividem em equipes de geralmente três pessoas para analisar, investir e monitorar as companhias do portfólio. Os gestores buscam agregar valor às companhias investidas participando ativamente da gestão das mesmas, contribuindo com uma extensa rede de relacionamento e com a experiência em Governança Corporativa, Finanças e Planejamento Estratégico, adquiridos durante a graduação ou através dos investimentos realizados anteriormente.

O Trabalho de Formatura foi elaborado para auxiliar uma das companhias investidas, o Grupo de Diagnóstico Bahia¹ (“Grupo” ou “Companhia”), na execução da estratégia de crescimento desenvolvida pelos diretores da Companhia junto com os gestores do Fundo PE. O Grupo foi fundado no final da década de 70 e possui suas atividades concentradas no setor de saúde, mais especificamente no segmento de Medicina Diagnóstica, como provedor de serviços de diagnóstico por imagem (exames de ressonância magnética, tomografia, mamografia, ultrassonografia, entre outros).

O Setor de Saúde, no Brasil, apresenta um elevado potencial de crescimento, em decorrência das mudanças econômicas sofridas pelo país nos últimos anos, com expansão da renda, queda do desemprego e envelhecimento da população, que impulsionam o aumento da taxa de penetração de planos de saúde e, conseqüentemente, da demanda por serviços médicos. A indústria de Medicina Diagnóstica segue a mesma tendência de crescimento, com as grandes companhias do setor, DASA e Fleury, apresentando um histórico de crescimento médio na faixa de 20% ao ano. Esse crescimento é realizado, principalmente, através de um processo inorgânico (via fusões e aquisições), em função principalmente dos seguintes fatores: (i) dificuldade de cadastramento de planos de saúde em novas clínicas, dado o longo e burocrático procedimento requisitado pelas seguradoras; e (ii) mercado regionalizado, em que cada estado possui suas referências médicas locais, contribuindo para o aumento das barreiras de entrada “orgânicas” e incentivando atividades de fusões e aquisições.

A Companhia possui atualmente sete unidades de atendimento na região Nordeste, sendo que seis delas estão localizadas no estado da Bahia e uma em Natal, no Rio Grande do Norte. A estratégia de crescimento proposta visa um forte crescimento inorgânico, no Nordeste do Brasil, tornando-a a plataforma de consolidação da região, dada a fragmentação do setor de Medicina Diagnóstica (os dois principais *players*, DASA e Fleury, possuem juntos apenas 25% de participação do mercado nacional e baixa atuação no Nordeste).

¹ Por questões de confidencialidade, o nome verdadeiro da companhia não foi revelado, sendo, assim, adotado um nome genérico para ela e para suas unidades de atendimento.

Para desenvolver este trabalho, o autor participou ativamente do monitoramento realizado pelo Fundo PE na Companhia, participando da elaboração do Orçamento e de reuniões com bancos de investimento e assessores financeiros para mapear e identificar possíveis alvos para aquisição, acompanhando mensalmente os resultados financeiros e operacionais e fazendo parte das reuniões semanais dos Comitês de Aquisição e Financeiro. Além disso, o autor teve acesso a todos os dados do Grupo e liberdade para se comunicar com os funcionários que fossem importantes para a realização deste trabalho, como o CEO (*Chief Executive Officer*), COO (*Chief Operations Officer*), CFO (*Chief Financial Officer*), Gerente de Novos Negócios, Gerente Financeiro e Diretor Administrativo.

Durante o período de estágio, que teve início em dezembro de 2011, o autor, além de participar ativamente como analista de todo o processo desenvolvido no Grupo de Diagnóstico Bahia até o momento (prospecção, análise, investimento e monitoramento), fez parte das principais atividades que envolvem as organizações gestoras de *Private Equity*, como a prospecção de novas oportunidades de investimento, análises setoriais, estratégicas e financeiras das companhias prospectadas, monitoramento e agregação de valor às companhias investidas, análises de processos de fusões e aquisições, estruturação e mapeamento de oportunidades de saídas dos investimentos, como venda para estratégico e abertura de capital.

1.2 Problema

O investimento realizado no Grupo de Diagnóstico Bahia ocorreu no começo do ano de 2013 e, por ser ainda recente, os gestores do Fundo PE ainda não conseguiram tornar a gestão da companhia totalmente profissionalizada. Embora tenham indicado, em comum acordo com o acionista fundador (atual CEO), o COO e o CFO, que possuem experiência no setor e na região, respectivamente, o Grupo ainda apresenta fortes características de gestão familiar, com muitas tarefas e atividades ainda atreladas à figura do acionista fundador, e possui pouca experiência para a execução da estratégia elaborada, nunca tendo executado um plano agressivo de crescimento via fusões e aquisições.

Por esses fatores e devido à importância deste plano de crescimento para tornar Companhia a plataforma de consolidação do setor de Medicina Diagnóstica no Nordeste, os gestores do Fundo PE estão realizando um monitoramento intenso e constante, de modo que a estratégia possa ser posta em prática da maneira mais eficiente possível, fazendo com que o crescimento da Companhia ocorra rapidamente e gere os retornos esperados pelos acionistas do Grupo.

Para executar a estratégia da melhor maneira possível, é preciso, segundo a opinião dos gestores do Fundo PE, realizar, além de uma análise do posicionamento estratégico da Companhia no setor em que atua, um mapeamento detalhado dos possíveis alvos de aquisição no Nordeste, para que, na sequência, seja possível priorizar e escolher os principais projetos.

Dessa forma, devido à gestão com características ainda familiares e a pouca experiência para executar a estratégia traçada, o Grupo apresenta dificuldades em estruturar e analisar a melhor maneira de desenvolver o plano de crescimento, levando os gestores do Fundo PE a participarem mais ativamente da sua elaboração e execução. Com o propósito de ajudar os gestores nesta tarefa de monitoramento, o autor foi encarregado de estruturar a análise do posicionamento estratégico do Grupo e dos projetos a serem realizados.

1.3 Objetivos

O objetivo deste trabalho consiste, então, em auxiliar a execução da estratégia traçada para a Companhia, realizando duas análises para mitigar os principais riscos existentes: (i) análise do posicionamento estratégico do Grupo de Diagnóstico Bahia perante seus concorrentes no mercado de Medicina Diagnóstica da região Nordeste; e (ii) mapeamento, priorização e escolha dos principais projetos (alvos para aquisição e novos serviços) existentes na região, de modo a gerar o melhor retorno aos investimentos.

A análise do posicionamento estratégico tem como objetivo identificar as condições internas à Companhia, seus pontos fortes, fracos, sua capacidade em executar o plano de expansão elaborado e as condições externas do mercado que acabam por influenciar este processo, como as principais forças existentes no setor, envolvendo seus concorrentes, fornecedores, compradores, barreiras de entrada do mercado e possíveis serviços substitutos.

O mapeamento, priorização e escolha dos projetos a serem investidos têm como objetivo identificar quais oferecem as melhores condições para a Companhia colocar em prática a estratégia elaborada. Além disso, esta análise busca verificar a viabilidade e o impacto financeiro que a execução do plano de crescimento via fusões e aquisições apresenta, observando o retorno do investimento em cada projeto para os seus sócios.

Dessa forma, este Trabalho de Formatura objetiva, através da realização dessas duas análises, fornecer subsídios necessários aos gestores do Fundo PE e aos Diretores da Companhia para conseguirem estruturar e executar a estratégia de crescimento inorgânica da melhor maneira possível, uma vez que este processo é essencial para que o Grupo consiga

expandir rapidamente sua área de atuação e se fortalecer como a principal plataforma de consolidação do mercado de Medicina Diagnóstica da região Nordeste.

1.4 Plano do Trabalho de Formatura

A estrutura do Trabalho de Formatura foi composta de modo que o encadeamento dos capítulos forneça a base necessária ao leitor para entender desde a dinâmica dos investimentos de *Private Equity* até as características específicas que envolvem o investimento realizado no Grupo de Diagnóstico Bahia.

O Plano de Trabalho pode ser detalhado da seguinte forma:

- 1) *Introdução*. Descreve sucintamente o papel do autor no estágio realizado, além de caracterizar brevemente o setor e a empresa analisada neste estudo. Além disso, foi descrito o problema que levou a realização deste trabalho, bem como o objetivo do estudo;
- 2) *Revisão Bibliográfica*. Envolve a descrição dos conceitos utilizados, pesquisa e seleção de diversas ferramentas para avaliação do posicionamento estratégico da Companhia e a análise dos projetos mapeados;
- 3) *Metodologia*. Explica o procedimento de utilização das ferramentas descritas na revisão bibliográfica objetivando alcançar e solucionar o problema enfrentado pela Companhia;
- 4) *Private Equity*. Proporciona ao leitor condições necessárias para entender as principais características deste modelo de investimento alternativo, abordando a estrutura da indústria, seus participantes (organizações gestoras, investidores, veículos de investimento e empresas investidas), o ciclo dos investimentos (captação de recursos, originação e seleção dos investimentos, estruturação e execução dos mesmos, monitoramento e adição de valor e preparação e execução da saída) e as características desenvolvidas no Brasil;
- 5) *O Setor*. Aborda a tendência do setor de Saúde no Brasil, as características do segmento de Medicina Diagnóstica, mostrando a situação dos principais competidores do setor e as condições favoráveis existente na região Nordeste para o crescimento e desenvolvimento desta indústria. Esta análise setorial é importante, pois, além de indicar a tendência de crescimento do mercado de

atuação do Grupo, mostra os motivos macroeconômicos que levaram o Fundo PE a realizar o investimento;

- 6) *A Companhia*. Trata-se da descrição do Grupo de Diagnóstico Bahia, relatando a estrutura organizacional e operacional, mostrando os principais dados operacionais e analisando o valor do serviço realizado;
- 7) *Análise do Posicionamento Estratégico*. Neste capítulo, são apresentados resultados gerados pela aplicação das seguintes ferramentas: (i) Análise SWOT; (ii) Cinco Forças Competitivas de Porter; (iii) Estratégias Genéricas de Porter; e (iv) Grupos Estratégicos;
- 8) *Análise e Escolha dos Projetos*. Compreende os resultados do mapeamento, priorização e escolha dos projetos, envolvendo o modelo de análise e o algoritmo de avaliação dos projetos sob a ótica da relação existente entre o capital investido e o resultado gerado (ponderação entre a TIR incremental, *Fit Estratégico* e Complexidade) por cada um deles;
- 9) *Considerações Finais*. Apresenta a resposta ao problema que motivou a realização do estudo desenvolvido por este trabalho e destaca a contribuição efetiva do Trabalho de Formatura para o desempenho da empresa no mercado.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 Posicionamento Estratégico

O posicionamento estratégico de uma empresa busca fazer com que a organização alcance, através da preservação das características singulares da mesma, vantagem competitiva no mercado em que atua, seja realizando atividades diferentes dos concorrentes ou atividades similares de maneira distinta (PORTER, 1991). Assim, a análise do posicionamento estratégico da companhia envolve não apenas o entendimento das atividades internas da mesma, mas também a compreensão do setor em que ela atua, buscando analisar as atividades dos concorrentes e identificar as vantagens competitivas da organização.

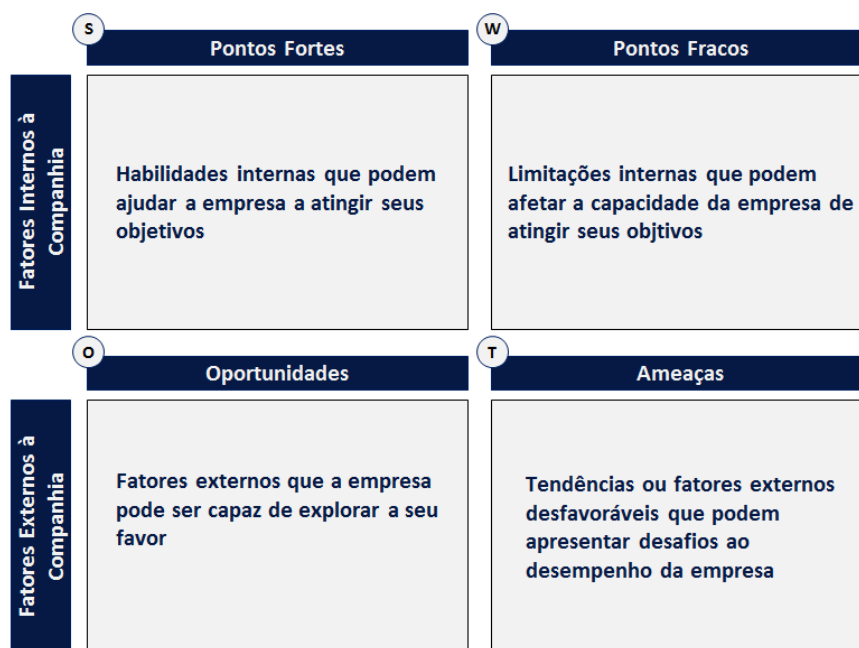
A análise do posicionamento estratégico do Grupo de Diagnóstico Bahia será feita através das seguintes ferramentas: (i) Análise SWOT; (ii) Cinco Forças Competitivas de Porter; (iii) Estratégias Competitivas de Porter; e (iv) Grupos Estratégicos.

2.1.1 Análise SWOT

A análise SWOT foi desenvolvida pelo norte-americano Albert Humphrey, entre as décadas de 1960 e 1970, sendo utilizada para avaliar os seguintes fatores que envolvem uma companhia:

- *Pontos Fortes (Strengths)*. Envolvem as habilidades, recursos e fatores situacionais positivos que a companhia possui internamente e que podem auxiliá-la a alcançar seus objetivos (KOTLER, 2012);
- *Pontos Fracos (Weakness)*. Segundo Kotler (2012), os pontos fracos são referentes às limitações e fatores situacionais negativos que afetam internamente a companhia e que podem vir a prejudicar o seu desempenho;
- *Oportunidades (Opportunities)*. Englobam, segundo Kotler (2012), os fatores ou tendências favoráveis existentes no ambiente externo da empresa e que podem influenciar o seu desempenho se utilizados da maneira correta;
- *Ameaças (Threats)*. Ao contrário das oportunidades, envolvem fatores negativos externos ou tendências de mercado que podem comprometer o desempenho da companhia e apresentar desafios ao seu desenvolvimento e crescimento (KOTLER, 2012).

Figura 1 – Diagrama da Análise SWOT



Fonte: Adaptado de Kotler (2012)

A aplicação da análise SWOT em uma empresa pode ser dividida em duas fases, sendo que a primeira delas analisa o ambiente interno da companhia, a fim de mapear os pontos fortes e fracos da organização, e a segunda aborda o ambiente externo, de modo a mapear as oportunidades e ameaças do setor em que a empresa está inserida (HARVARD BUSINESS SCHOOL PRESS, 2005).

Dessa forma, a Análise SWOT possibilita à companhia entender internamente os seus pontos fortes e fracos de modo que esta possa focar e priorizar as atividades em que possui vantagem competitiva, diferenciando-se e destacando-se dos seus concorrentes, como também trabalhar em melhorias nas atividades em que apresenta fraqueza. Paralelamente, é possível identificar as condições do mercado que a empresa faz parte, de modo a encontrar oportunidades atraentes e identificar ameaças do ambiente externo. Assim, o objetivo é alinhar os pontos fortes da organização às oportunidades do mercado, eliminar os pontos fracos e minimizar as ameaças externas (KOTLER, 2012).

2.1.2 Cinco Forças Competitivas de Porter

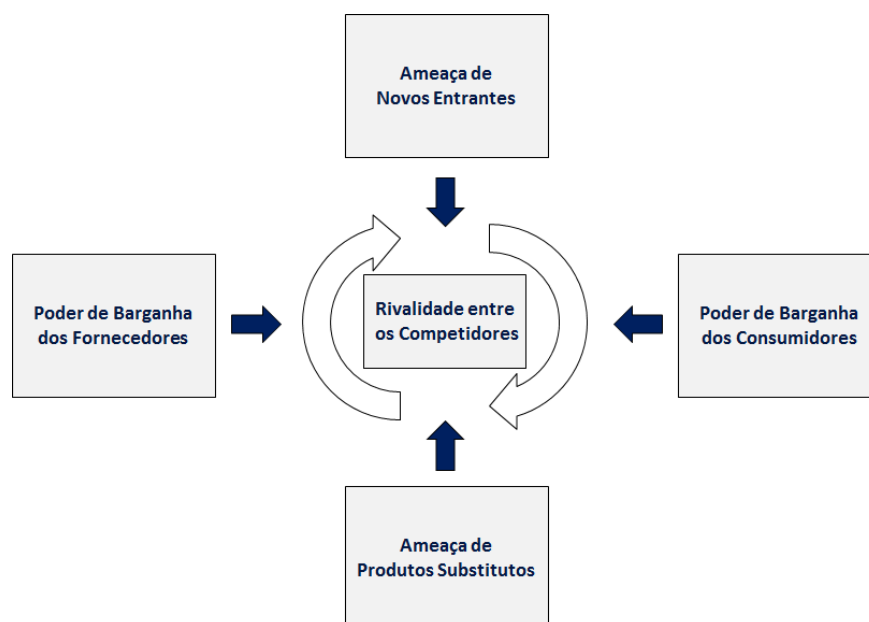
O modelo das cinco forças da competitividade, elaborado por Michael Porter na década de 70, é importante para que se possa realizar uma boa análise do ambiente externo da companhia. O correto desenvolvimento da estratégia de uma companhia só é possível através

de um bom entendimento das forças rivais em um ramo de negócios (SERRA; TORRES; TORRES, 2004).

A formulação estratégica de uma companhia tem como objetivo dar suporte para que esta consiga enfrentar a competição do mercado, que se manifesta na figura dos outros participantes e na economia subjacente do setor, como os clientes, fornecedores, potenciais entrantes e os produtos substitutos (PORTER, 1999).

A intensidade de competição existente em um setor depende, segundo Porter (1999), de cinco forças básicas, ilustradas na figura abaixo, de modo que a intensidade coletiva destas determina a perspectiva de rentabilidade do mercado, sendo que a estratégia da empresa deve ser elaborada de modo que a defesa contra essas forças ou que influencie positivamente ao seu favor. Assim, a estratégia competitiva de uma companhia deve conter ações ofensivas e defensivas para enfrentar as cinco forças competitivas de um setor e, conseqüentemente, obter uma boa rentabilidade sobre seus investimentos.

Figura 2 – As Cinco Forças Competitivas de Porter



Fonte: Adaptado de Porter (1999)

2.1.2.1 Rivalidade entre os Competidores

A rivalidade entre os competidores de um mesmo setor pode ocorrer de diversas maneiras: introdução de novos produtos, disputa mais acirrada por queda de preços e fortes investimentos em propagandas. Os principais fatores que influenciam a rivalidade existente em um setor são: (i) grande número de concorrentes em igualdade de tamanho e poder; (ii) baixo crescimento do setor, gerando intensa luta por participação de mercado; (iii) bens ou

serviços sem diferenciação ou custos de mudança que retenham os compradores; (iv) produto perecível ou altos custos fixos, levando a um aumento do preço dos produtos; (v) incremento não linear da capacidade de produção; (vi) elevadas barreiras de saída; e (vii) diferenças de estratégia, origem e personalidade entre os competidores do setor (PORTER, 1999).

Esta força é considerada, por Serra; Torres e Torres (2004), como a mais significativa dentre as cinco forças propostas, uma vez que considera a agressividade e a atividade dos concorrentes diretos presentes no mercado, ou seja, aqueles que oferecem o mesmo serviço no mesmo mercado e setor que a organização em análise.

2.1.2.2 Ameaça de Novos Entrantes

Além de ser necessário observar as atividades das empresas concorrentes, é importante também observar a ameaça da entrada de novos *players* no mercado de atuação da companhia, entendendo as barreiras de entrada existentes no setor e analisando o poder de reação das organizações já constituídas (SERRA; TORRES; TORRES, 2004).

Os novos entrantes de um setor tendem a trazer recursos substanciais, novas capacidades e a vontade de ganhar participação de mercado. A intensidade da ameaça de novos entrantes depende de dois fatores: (i) existência já consolidada de barreiras de entrada (como altos investimentos de capital, domínio de tecnologia, entre outros); e (ii) ameaça e poder de reação dos concorrentes já estabelecidos neste mercado (PORTER, 1999). Assim, a ameaça de novos entrantes está diretamente ligada às barreiras de entrada do setor e à expectativa de retaliação por parte das empresas já existentes, de modo que a ameaça será tanto menor quanto maior for a barreira de entrada e a possibilidade de retaliação.

Segundo Porter (1999), os principais fatores que determinam a força das barreiras de entrada de um setor são: (i) economias de escala; (ii) diferenciação de produtos; (iii) exigências de capital; (iv) desvantagens de custo, independentes do tamanho; (v) acesso a canais de distribuição; e (vi) política governamental.

2.1.2.3 Poder de Barganha dos Consumidores

O poder de barganha dos consumidores está baseado na força de decisão sobre os atributos dos bens e serviços, sendo capazes de forçar os preços para baixo e exigir melhores qualidades nos serviços recebidos ou nos bens adquiridos, acirrando e intensificando a disputa entre os concorrentes do setor (PORTER, 1999).

As principais características do mercado que determinam o poder de barganha dos consumidores são, segundo Porter (1999): (i) compradores concentrados ou que comprem grandes volumes; (ii) produtos vendidos são padronizados ou não possuem diferenciação; (iii)

os produtos vendidos no setor são componentes dos produtos desenvolvidos pelos compradores com grande expressividade nos custos; (iv) compradores com baixas margens de lucro, possuindo um grande incentivo para reduzir os valores das compras; (v) os produtos do setor não são determinantes para a qualidade dos bens e serviços oferecidos pelos compradores; (vi) o produto do setor não gera economia ao comprador; e (vii) intensidade da ameaça existente por parte dos compradores em integrar as vendas do setor, incorporando os produtos do setor.

2.1.2.4 Ameaça de Produtos Substitutos

A ameaça de produtos substitutos está em impor limites ao potencial de crescimento e ganhos de um setor, uma vez que limitam os preços exercidos neste mercado. Este limite imposto pelos produtos substitutos será tanto maior ao potencial de lucro do setor quanto mais atrativa for a relação custo-desempenho do mesmo (PORTER, 1999).

Os produtos substitutos, além de diminuir a rentabilidade do setor em situações normais de mercado, comprometem, segundo Porter (1999), os ganhos em momentos de prosperidade, sendo que aqueles que merecerem maior atenção são: (i) os que estão sujeitos a tendências que favorecem suas relações de custo-desempenho versus os produtos do setor; e (ii) produzidos por setores que possuem maiores rentabilidades.

2.1.2.5 Poder de Barganha dos Fornecedores

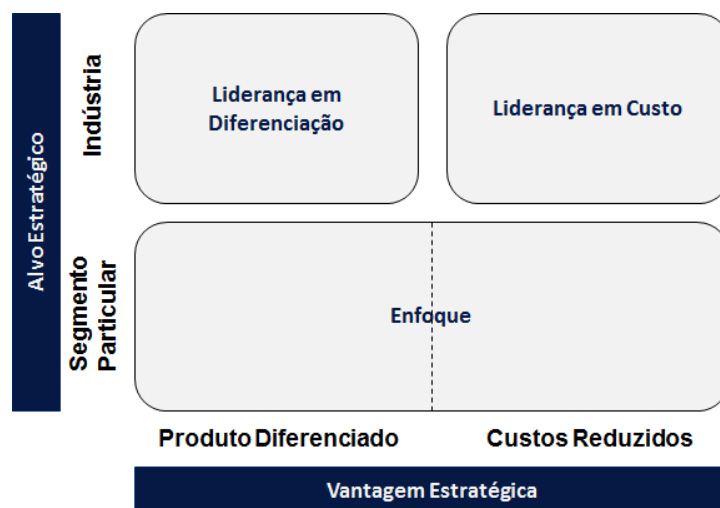
O poder de barganha exercido pelos fornecedores de um setor ocorre através da elevação dos preços ou da redução da qualidade dos produtos ou serviços fornecidos, podendo impactar diretamente as vendas e a rentabilidade das empresas (PORTER, 1999).

Segundo Porter (1999), a relevância do poder de barganha dos fornecedores está relacionada aos seguintes fatores: (i) mercado dominado por poucas empresas e mais concentrado que a parte compradora; (ii) venda de produtos exclusivos / diferenciados ou existência de grandes custos fixos de mudança de fornecedor; e (iii) não existe competição de produtos similares; (iv) ameaça de vendas integradas diretamente aos consumidores do setor; e (v) o setor em análise não é um comprador importante para os fornecedores.

2.1.3 *Estratégias Genéricas de Porter*

Para enfrentar as cinco forças competitivas e superar os concorrentes de um setor, Porter (1991) lista três abordagens estratégicas genéricas: (i) liderança no custo total; (ii) diferenciação; e (iii) enfoque.

Figura 3 – Três Estratégias Genéricas



Fonte: Adaptado de Porter (1991)

2.1.3.1 Liderança no Custo Total

A liderança no custo exige da companhia um parque operacional eficiente, redução e controle rígido dos custos e despesas de produção, minimização de gastos com certos departamentos, como publicidade e P&D (Pesquisa e Desenvolvimento), entre outros. O baixo custo proporciona retornos acima da média apesar da existência das forças competitivas, uma vez que oferece proteção contra a rivalidade dos concorrentes (com custos mais baixos a empresa consegue obter retorno mesmo depois que os concorrentes estejam gerando prejuízos), dos compradores (só conseguem exercer seu poder de barganha até o nível de preço do concorrente mais eficiente) e dos fornecedores (proporciona maior flexibilidade para combater o aumento dos custos com insumos), além de também colocar a companhia em uma posição favorável em relação aos produtos substitutos e gerar maiores barreiras de entrada (PORTER, 1991).

2.1.3.2 Diferenciação

A segunda estratégia genérica é a diferenciação, na qual a companhia busca oferecer um bem ou serviço diferente e único daqueles existentes no mercado. A estratégia de diferenciação, quando alcançada, propicia a oportunidade de se obter retornos acima da média do mercado, uma vez que proporciona uma posição defensável em relação às cinco forças competitivas. Nesta estratégia, embora o foco estratégico primário seja a diferenciação, a companhia não deve ignorar os custos (PORTER, 1991).

Em relação à proteção contra as cinco forças competitivas, a diferenciação proporciona, segundo Porter (1991): (i) lealdade dos consumidores e menor sensibilidade ao

preço, gerando um isolamento contra a rivalidade competitiva interna do setor; (ii) aumento das barreiras de entrada do mercado, dada a necessidade do concorrente superar a lealdade dos consumidores e a supremacia da marca; (iii) margens operacionais maiores, gerando vantagens para lidar com o poder de barganha dos fornecedores; (iv) um menor poder de barganha dos compradores, uma vez que as alternativas comparáveis são escassas; (v) um melhor posicionamento de mercado para lidar com a concorrência dos bens substitutos, uma vez que possui lealdade de seus consumidores.

2.1.3.3 Enfoque

A estratégia genérica baseada no enfoque busca focar a estratégia da companhia em um grupo comprador específico, um segmento diferenciado de linha de produtos ou em um determinado mercado geográfico, podendo, assim como a estratégia de diferenciação, assumir diferentes formas baseando-se na premissa de que a companhia consegue abordar mais eficientemente seu foco estratégico ao dos seus concorrentes (PORTER, 1991).

A estratégia de enfoque, mesmo que não foque na diferenciação ou no baixo custo, ela acaba atingindo, segundo Porter (1991), uma ou ambas quando busca chegar ao seu alvo estratégico, já que a companhia, por satisfazer melhor os anseios e necessidades de seu alvo particular, atinge a diferenciação ou os custos mais baixos.

2.1.4 *Grupos Estratégicos*

A análise das Cinco Forças Competitivas retrata um cenário em que todas as empresas em uma indústria competem. Porém, as estratégias utilizadas pelas diferentes empresas para atuar em um setor podem ser bem diferentes, de modo que a competição existente seja mais intensa em diferentes grupos de companhias de um mesmo mercado (PORTER, 1991).

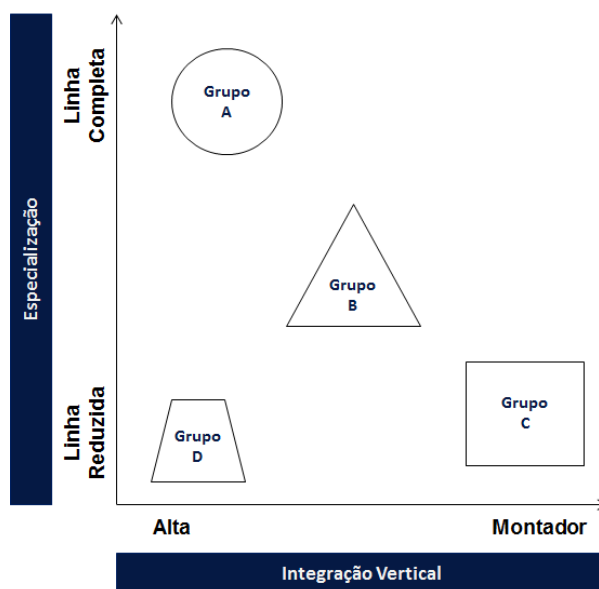
Geralmente, uma indústria é composta por diferentes grupos estratégicos, os quais, segundo Porter (1991), são integrados por um conjunto de empresas que apresentam semelhanças em relação às seguintes dimensões estratégicas: (i) especialização; (ii) identificação de marcas; (iii) política de canal; (iv) seleção do canal; (v) qualidade do produto; (vi) liderança tecnológica; (vii) integração vertical; (viii) posição de custo; (ix) atendimento; (x) política de preço; (xi) alavancagem; (xii) relacionamento com a matriz; e (xiii) relacionamento com os governos do país de origem e anfitriões.

A categorização das estratégias das empresas em cada uma destas dimensões é o primeiro passo para se realizar uma análise estrutural de uma determinada indústria. Com essa

categorização são criados os Grupos Estratégicos, representando o grupo de empresas que seguem uma estratégia semelhante ou idêntica ao longo das dimensões estratégicas propostas. Dessa forma, uma indústria poderia apresentar desde apenas um grupo estratégico, no qual todas as companhias seguiriam a mesma estratégia; ou um grupo estratégico para cada empresa, se cada uma delas possuísse uma estratégia de mercado distinta das demais. Geralmente, há apenas um pequeno número de grupos estratégicos que englobam as diferentes estratégias das companhias de um setor (PORTER, 1991).

Os Grupos Estratégicos são definidos através de uma concepção mais ampla da estratégia, não sendo, assim, equivalentes a estratégias de segmentação ou a segmentos de mercado. As empresas presentes nos diferentes grupos estratégicos se assemelham, além de possuírem estratégias parecidas, em termos de participação de mercado, influência de fatores externos e de forças competitivas na indústria (PORTER, 1991).

Figura 4 – Mapa de Grupos Estratégicos em uma indústria hipotética



Fonte: Adaptado de Porter (1991)

2.2 Análise e Escolha dos Projetos

Os conceitos utilizados na análise e escolha dos projetos são direcionados ao cálculo da TIR incremental que cada um deles proporciona ao investimento do Fundo PE na Companhia. Estes conceitos podem ser divididos em duas etapas de análise: (i) modelagem financeira; e (ii) cálculo do retorno do investimento.

2.2.1 Modelagem Financeira

A modelagem financeira envolve a projeção dos dados operacionais e financeiros da Companhia, de modo a representar a situação econômica da mesma no futuro. Para isso, é feita a projeção dos seguintes instrumentos de contabilidade: Balanço Patrimonial (BP), Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) e Demonstração dos Fluxos de Caixa (FC).

Essas projeções fornecem uma série de dados sobre a empresa, que podem ser transformados em informações através da Análise de Balanços. Esta análise permite determinar os pontos críticos de uma companhia e também priorizar as ações a serem tomadas para solucionar os problemas, sendo, assim, importante para que se possa realizar um bom diagnóstico da empresa. Além disso, através da Análise de Balanços é possível ter uma visão dos impactos da estratégia e dos planos da companhia, podendo verificar suas limitações e potencialidades (MATARAZZO, 2003).

2.2.1.1 Balanço Patrimonial (BP)

O BP é a principal demonstração contábil de uma companhia, refletindo a posição financeira em um determinado momento. O BP pode ser dividido em três grupos (MARION, 2009):

- *Ativo*. Envolve, segundo Marion (2009), os bens (dinheiro, estoque, máquinas, instalações, etc.) e direitos (contas a receber, ações, duplicatas a receber, etc.) da empresa, sendo agrupados de acordo com o grau de liquidez: Ativo Circulante (elevada liquidez), Ativo Não Circulante (menor grau de liquidez) e Permanente (item que permanecem na companhia por períodos longos, que não são vendidos);
- *Passivo*. Compreende todas as obrigações (dívidas) da companhia, sendo agrupadas, segundo Marion (2009), de acordo com o vencimento: Passivo Circulante (contas que serão liquidadas mais rapidamente) e Passivo Não Circulante (contas que serão liquidadas em um prazo mais longo, sendo denominadas de Exigível a Longo Prazo);
- *Patrimônio Líquido*. Envolve todo o capital (recursos) aplicado pelos proprietários na empresa, ou seja, as obrigações da companhia com seus sócios (MARION, 2009).

Segundo Marion (2009), estes grupos estão equilibrados de modo que a soma dos bens e direitos (Ativo) de uma Companhia é igual à soma das suas obrigações (Passivo + Patrimônio Líquido):

Figura 5 – Estrutura simplificada do Balanço Patrimonial

Balanço Patrimonial	
ATIVO	PASSIVO
Circulante	Circulante
Não Circulante	Não Circulante
Permanente	PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Fonte: Adaptado de Marion (2009)

2.2.1.2 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

Através da DRE é possível observar o indicador global de eficiência da companhia, ou seja, o retorno (lucro ou prejuízo) dos investimentos realizados pelos proprietários em um determinado período de tempo. A DRE é estruturada de modo a indicar como a Receita Bruta (venda de bens e serviços) é reduzida até o resultado (lucro ou prejuízo) gerado pela companhia (MARION, 2009).

Os principais resultados obtidos através da utilização da DRE, segundo Marion (2009), são:

- *Lucro Bruto*. Trata-se, segundo Marion (2009), do resultado obtido pela dedução do custo da mercadoria vendida da Receita Líquida (Receita Bruta reduzida pelos abatimentos e devoluções e impostos de venda), não incluindo as despesas administrativas, de vendas e financeiras;
- *Lucro Operacional*. É o resultado da atividade operacional da companhia, sendo obtido pela dedução das Despesas Operacionais (envolve todas as despesas essenciais para a manutenção da atividade operacional) do Lucro Bruto (MARION, 2009);
- *Lucro Antes do Imposto de Renda (Lair)*. Trata-se, segundo Marion (2009), da dedução das Despesas não Operacionais e do acréscimo das Receitas não Operacionais ao Lucro Operacional;

- *Lucro Depois do Imposto de Renda*. Envolve a dedução do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) do Lucro Antes do Imposto de Renda (MARION, 2009);
- *Lucro Líquido*. Trata-se, segundo Marion (2009), do Lucro Depois do Imposto de Renda deduzido das participações de empregados e administradores, de debêntures, partes beneficiárias e das contribuições para instituições ou fundos de previdência ou assistência aos funcionários.

Assim, a DRE pode ser estruturada conforme a figura abaixo:

Figura 6 – Estrutura da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

DRE
Receita Bruta
(-) Deduções
Receita Líquida
(-) Custo dos Produtos Vendidos
Lucro Bruto
(-) Despesas Operacionais
Lucro Operacional
(+/-) Despesas/Receitas não Operacionais
Lucro Antes do Imposto de Renda
(-) IR e CSLL
Lucro Depois do Imposto de Renda
(-) Participações
Lucro Líquido

Fonte: Adaptado de Marion (2009)

Outro indicador de lucro muito utilizado pelas empresas é o EBITDA², que indica o potencial de geração de caixa da companhia, mostrando, dessa forma, se ela é capaz de, com a geração de caixa obtida, investir, remunerar o capital de terceiros e dos acionistas (dividendos) e pagar os impostos necessários (IR e CLSS). Além disso, o EBITDA é um indicador de resultado que possibilita a comparação com os resultados de empresas de diversos países, uma vez que não contabiliza a depreciação, os impostos e os custos com dívidas, que variam entre os países (MARION, 2009).

2.2.1.3 Demonstrações dos Fluxos de Caixa (FC)

Segundo Gitman (2010), o FC mostra os fluxos de caixa (valores recebidos e gastos pela companhia) em um determinado período de tempo, sendo muito utilizada pelo gestor financeiro, tanto na gestão das finanças diárias quanto no planejamento e execução de

² EBITDA (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation e Amortization*) significa, em português, Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.

estratégias para criar valor aos acionistas da companhia. Esta demonstração distingue o fluxo de caixa da empresa em (GITMAN, 2010):

- *Fluxo de Caixa Operacional*. Envolve, segundo Gitman (2010), o fluxo de caixa resultante das entradas e saídas de caixa relacionadas à atividade principal da empresa;
- *Fluxo de Caixa de Investimentos*. Compreende o fluxo de caixa resultante dos investimentos em participações societárias e da compra e venda de ativos de longo prazo (GITMAN, 2010);
- *Fluxo de Caixa de Financiamento*. Trata-se, segundo Gitman (2010), do fluxo de caixa resultante das transações financeiras, tanto com capital de terceiros (dívidas) quanto capital próprio.

Figura 7 – Estrutura da Demonstração dos Fluxos de Caixa

Demonstração dos Fluxos de Caixa
Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais
Lucro Líquido Depois do Imposto de Renda
(+) Depreciação
(+/-) Redução/Aumento do Ativo Circulante
(+/-) Aumento/Redução do Passivo Circulante
(=) Caixa Gerado pelas Atividades Operacionais
Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento
(+/-) Redução/Aumento de Ativo Imobilizado Bruto
(+/-) Variações em investimentos Societários
(=) Caixa Gerado pelas Atividades de Investimento
Fluxo de Caixa das Atividades de Financiamento
(+/-) Emissão/Amortização de Dívida
(+/-) Variação no Patrimônio Líquido
(-) Dividendos Pagos
(=) Caixa Gerado pelas Atividades de Financiamento
(=) Aumento/Redução Líquido dos Saldos de Caixa

Fonte: Adaptado de Gitman (2010)

2.2.2 Cálculo do Retorno do Investimento

O cálculo do retorno do investimento envolve a análise da TIR incremental que cada projeto proporciona ao investimento do Fundo PE no Grupo de Diagnóstico Bahia. Para que fosse possível realizar este cálculo, foram utilizados os seguintes conceitos: (i) Avaliação por Múltiplo; e (ii) Taxa Interna de Retorno (TIR);.

2.2.2.1 Avaliação por Múltiplo

O modelo de Avaliação por Múltiplos, também conhecido por Avaliação Relativa, procura determinar o valor de um ativo através da comparação com os valores de ativos semelhantes. Porém, encontrar ativos semelhantes não é simples, uma vez que não existem dois ativos que sejam exatamente iguais, uma vez que empresas de um mesmo setor podem ser diferentes em termos de riscos, potenciais de crescimento e fluxos de caixa, tornando o processo de avaliação suscetível a erros (DAMODARAN, 1997).

Dessa forma, a Avaliação Relativa envolve a avaliação do ativo baseado na semelhança que este apresenta em relação aos comparáveis do mercado. Este método assume que o valor de mercado de uma empresa pode ser aproximado pelo valor indicado pelas companhias comparáveis, transações comparáveis ou pela média dos valores de uma indústria comparável (DEPAMPHILIS, 2009).

Se existir uma companhia comparável, o valor de mercado da empresa alvo A (VM_A) pode ser estimado, segundo DePamphilis (2009), através da seguinte equação.

Equação 1 – Fórmula para Avaliação Relativa

$$VM_A = \left(\frac{VM_C}{IR_C} \right) * IR_A$$

Onde, VM_C é valor de mercado da companhia comparável, IR_C é o indicador de resultado (lucro líquido, fluxo de caixa operacional, EBITDA, Receita Bruta, entre outros) da companhia comparável e IR_A é o indicador de resultado da empresa alvo (empresa avaliada). Assim, a relação (VM_C/IR_C) corresponde ao múltiplo adotado para calcular o valor de mercado da companhia comparável.

Os principais múltiplos utilizados para realizar a comparação entre empresas similares são, segundo Dodge e Kartzman (2005) apud Valle (2011):

- *Price per Earnings (P/E)*. Este indicador mostra o quanto os investidores estão dispostos a pagar por unidade de lucro da empresa, sendo calculado dividindo-se o Valor Patrimonial de uma companhia (*Market Capitalization* ou, resumidamente, *Mkt Cap*) pelo resultado líquido gerado, conforme equação abaixo.

Equação 2 – Fórmula do múltiplo P/E

$$P/E = \frac{Mkt\ Cap}{Lucro\ Líquido}$$

Onde,

Equação 3 – Fórmula do Valor Patrimonial (*Market Capitalization*) de uma companhia

$$Mkt\ Cap = Preço\ da\ Ação * \#\ de\ Ações$$

- *EV/EBITDA*. Correlaciona o valor de uma empresa com o resultado EBITDA gerado pela mesma. O EV (*Enterprise Value*) pode ser obtido através do Valor Patrimonial da companhia, conforme mostra a equação abaixo.

Equação 4 – Fórmula do EV (*Enterprise Value*)

$$EV = Mkt\ Cap + Dívida\ Líquida$$

2.2.2.2 Taxa Interna de Retorno

A Taxa Interna de Retorno (TIR) é uma técnica utilizada para realizar o orçamento de capital e analisar a viabilidade de diferentes projetos. A TIR é a taxa de desconto de um projeto (oportunidade de investimento) que, quando utilizada para descontar o fluxo de caixa, iguala o Valor Presente Líquido (VPL) deste projeto a zero (GITMAN, 2010), sendo calculada matematicamente segundo a fórmula abaixo.

Equação 5 – Fórmula da Taxa Interna de Retorno (TIR)

$$\sum_{n=0}^n \frac{FC_t}{(1 + TIR)^t}$$

Para realizar a análise de um projeto e decidir por sua aceitação/rejeição, a TIR deve, segundo Gitman (2010), ser comparada ao custo de capital da companhia, de modo que: (i) deve-se aceitar o projeto se a TIR for superior ao custo de capital; e (ii) deve-se rejeitar o projeto se a TIR for inferior ao custo de capital.

O VPL, por sua vez, é uma técnica que considera o valor do dinheiro no tempo, descontando o fluxo de caixa gerado pela empresa por uma taxa específica, que representa o retorno mínimo esperado pelos acionistas da empresa para justificar um investimento (GITMAN, 2010).

Dada a preferência dos administradores financeiros por taxas de retorno em detrimento do retorno em termos monetários, a TIR tende a ser mais utilizada no mercado financeiro que o VPL, uma vez que, por estarem acostumados a lidar com lucratividade, taxas de juros, inflação, entre outros, que são expressos em taxas anuais, os administradores financeiros consideram o VPL menos intuitivo, já que não mede o retorno gerado em relação à quantia investida (GITMAN, 2010).

3. METODOLOGIA

A Metodologia do Trabalho de Formatura visa explicar como as ferramentas listadas na Revisão Bibliográfica foram utilizadas para que fosse possível atingir o objetivo deste trabalho e, conseqüentemente, solucionar o problema apresentado.

A fim de estruturar melhor a estratégia proposta, foi preciso, em um primeiro momento, entender e analisar o posicionamento estratégico da Companhia no setor de Medicina Diagnóstica, para que, posteriormente, fosse possível mapear, priorizar e escolher os projetos a serem realizados.

3.1 Análise do Posicionamento Estratégico

Visando entender o contexto da estratégia competitiva do Grupo, foi aplicada a análise SWOT, a qual permite identificar e entender tanto o ambiente interno, mapeando os pontos fortes e fracos, quanto o ambiente externo, uma vez que identifica as oportunidades e ameaças existentes no mercado. Assim, esta análise possibilitou a estruturação do plano de expansão da Companhia, focando e priorizando as atividades em que possui vantagem competitiva, a fim de criar diferenciação em relação aos seus concorrentes, e também desenvolvendo melhor as atividades em que apresenta fraqueza. Além disso, possibilitou alinhar a estratégia às oportunidades de mercado e se protegendo das ameaças existentes.

Com o propósito de obter uma análise estrutural da indústria de Medicina Diagnóstica, foi desenvolvida a análise das Cinco Forças Competitivas, descritas por Porter (1999), que auxiliou no entendimento das forças rivais existentes no setor e, conseqüentemente, no correto desenvolvimento da estratégia. Assim, esta análise foi realizada para que a formulação do plano de crescimento fosse capaz de desenvolver ações ofensivas e defensivas para o Grupo enfrentar as forças existentes no setor, manifestadas nos concorrentes internos, clientes, fornecedores, potenciais entrantes e produtos substitutos.

Complementando a análise das Cinco Forças Competitivas, foram desenvolvidas duas análises: Três Estratégias Genéricas e Grupos Estratégicos. A primeira foi elaborada com o propósito de caracterizar a posição estratégica atual da Companhia em um nível mais amplo e simples. A segunda, por outro lado, foi desenvolvida objetivando mapear quais marcas pertencentes no mercado de Medicina Diagnóstica do Nordeste competem diretamente com o Grupo podendo oferecer ameaça a estratégia de crescimento planejada. Assim, as clínicas da

região foram agrupadas em diferentes grupos estratégicos de acordo com sua capacidade de investimento e em linha com a imagem e credibilidade das marcas.

Através da aplicação destas quatro ferramentas foi possível desenvolver uma análise intrínseca da Companhia, que aborda as principais características, pontos fortes e fracos, e analisa a viabilidade do *bussiness plan* e das estratégias internas de crescimento (como expansão para novos segmentos de mercado, aumento do portfólio de serviços, aquisição de concorrentes locais, etc.), e uma análise extrínseca, que mapeia a estrutura do setor de Medicina Diagnóstica, identificando as oportunidades, ameaças e as forças competitivas do mercado e mitigando as potenciais dificuldades a serem encontradas pela empresa em seu plano de crescimento e desenvolvimento.

3.2 Análise e Escolha dos Projetos

O desenvolvimento da análise e escolha dos projetos compreendeu, conforme ilustrado na figura abaixo, três processos: (i) mapeamento; (ii) priorização; e (iii) seleção dos projetos.

Figura 8 – Fluxo de processos para análise dos projetos



Fonte: Elaborado pelo autor

O mapeamento foi elaborado abordando duas vias de crescimento: (i) aquisição de novas clínicas; e (ii) exames de Análises Clínicas. A aquisição de novas clínicas envolve a compra de uma participação societária em clínicas regionais, de modo a aumentar, via um crescimento inorgânico, a área de atuação no Nordeste. Por outro lado, o projeto de Análises Clínicas compreende o desenvolvimento deste tipo de serviço nas clínicas já existentes, a fim de aumentar o portfólio de serviços e intensificar o crescimento orgânico.

O mapeamento das clínicas com potencial e tamanho relevantes para serem adquiridas foi realizado através de três etapas sequenciadas. Em um primeiro momento, o autor identificou as regiões de influência do Nordeste que apresentavam potencial para receber um investimento da Companhia. Após esta etapa, foram mapeadas as clínicas existentes nas regiões de influência com potencial de médio a alto crescimento. Na sequência, com o auxílio dos Diretores do Grupo e dos gestores do Fundo PE, selecionou as clínicas que apresentaram potencial e tamanho relevantes para a aquisição; assim, o CEO, aproveitando-se da sua extensa rede de relacionamento, entrou em contato com os sócios das mesmas para verificar a viabilidade e disposição para um processo de aquisição. O projeto de Análises Clínicas, por outro lado, compreendeu duas etapas, a definição da forma de operar o serviço e a definição das categorias de exames a serem realizadas.

A priorização dos projetos mapeados aborda a análises em duas variáveis: (i) resultado gerado; e (ii) investimento total necessário para a execução. A fim de alinhar a escolha dos projetos ao planejamento estratégico, expandindo rapidamente as operações pelo Nordeste, a análise do resultado gerado foi subdividida em três categorias:

- *TIR incremental*. Para verificar a TIR incremental que cada projeto gera, foi inicialmente elaborado um modelo econômico-financeiro com as projeções de DRE, BP e FC para a situação atual do Grupo, verificando o retorno no Cenário Base (“Caso Base”), no qual a Companhia apresenta apenas um crescimento orgânico, e nos cenários que abordam a incorporação individual de cada um dos projetos. Após a construção da modelagem, foi utilizada a ferramenta de Análise por Múltiplos para identificar o Valor Patrimonial do Grupo no momento do desinvestimento e, com isso, através do uso da ferramenta TIR, calcular a TIR incremental que cada projeto proporciona;
- *Fit Estratégico*. Compreende a adequação dos projetos à estratégia de expansão da Companhia. Para isso, foram analisados os seguintes fatores de cada projeto: (i) Localização; (ii) Competição; (iii) Mix de exames; e (iv) Fontes Pagadoras;
- *Complexidade*. Envolve as dificuldades que a Companhia pode enfrentar para concretizar a realização dos projetos, de modo que possam atrapalhar a velocidade de implementação da estratégia de crescimento. Para esta categoria, foram analisados os seguintes fatores: (i) Número de Sócios; (ii) Contingências; e (iii) Auditoria.

Após a análise individual destas três categorias, foi calculado o resultado gerado por cada projeto. Com isso, verificou-se a demanda de capital necessária para realização de cada um deles, para, então, analisar a relação existente entre o resultado gerado e o investimento requerido.

A seleção dos projetos compreende uma sequência de quatro etapas. Inicialmente, os projetos foram sendo inseridos na modelagem econômico-financeira por ordem de prioridade. Paralelamente, era analisado o índice de endividamento (DL/EBITDA), uma vez que este é o fator de restrição para a realização dos investimentos. Assim, foi feita a seleção dos projetos até que a situação financeira do Grupo conseguisse suportar os investimentos requeridos, ou seja, até que o índice de endividamento atingisse seu valor máximo. Por fim, foi desenvolvida uma análise de sensibilidade, verificando os impactos que a mudança de algumas variáveis adotadas como fixas durante a análise geram ao retorno final do investimento ao Fundo PE.

4. “PRIVATE EQUITY”

4.1 Introdução

O modelo de investimento de *Private Equity* (investimentos em participações) foi inicialmente desenvolvido nos EUA, onde obteve grande sucesso, com investimentos na economia de aproximadamente 1% do PIB americano, promovendo o setor empresarial, através do financiamento de pequenas e médias empresas (RIBEIRO; CARVALHO, 2008). A indústria norte-americana de *Private Equity* teve como origem escritórios que gerenciavam a riqueza de indivíduos e famílias muito ricas (*Family Offices*), investindo diretamente em diversas empresas, como AT&T e Eastern Airlines, no final do século 19 e começo do século 20. O sucesso obtido nos EUA fez com que essa indústria se propagasse para o mundo todo.

Segundo a GVcepe³, *Private Equity* refere-se a investimentos em empresas de capital fechado (*private*) através da compra de participações acionárias (*equity*). As empresas investidas ou não possuem tamanho suficiente para acessar o mercado financeiro via instrumentos públicos, como lançamento de debêntures ou ações em bolsa de valores, ou, apesar de já possuírem tamanho, ainda não estão suficientemente preparadas para abrir o capital.

Segundo a ABVCAP⁴, os fundos de *Private Equity*, ao contrário dos fundos de renda variável (ações) convencionais, são estruturados como “condomínios fechados”, em que os investidores subscrevem suas cotas no início do fundo e só recebem o capital no momento do desinvestimento, ou seja, não há possibilidade de resgates intermediários, estando este vinculado a venda das participações do fundo nas empresas da carteira, que normalmente gira em torno de 5 a 10 anos após o fim da captação do veículo de investimento.

Assim, dada a característica privada e ilíquida dos investimentos de *Private Equity*, este veículo de investimento se enquadra na categoria de ativos alternativos (*alternative assets*), que requer um horizonte mais longo de investimento para realização dos ganhos do que os ativos financeiros tradicionais. Dessa forma, os ativos alternativos, embora apresentem maior risco de perda de capital aos investidores, objetivam proporcionar um maior retorno ao investimento (VALLE, 2011).

³ A GVcepe é o centro de estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP

⁴ A ABVCAP (Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital) é uma entidade sem fins lucrativos, que visa o desenvolvimento da atividade de investimento em longo prazo no País, nas modalidades de Private Equity, Venture Capital e Seed Capital, segundo fontes da associação.

Os investimentos de *Private Equity* são, segundo a GVcepe, tradicionalmente divididos em *Buyout* e *Venture Capital* (Capital de Risco), sendo que o primeiro se refere às aquisições de controle acionário em empresas em estágios mais maduros de desenvolvimento, enquanto que o segundo se refere às participações minoritárias em empresas em estágios iniciais de desenvolvimento. Porém, convencionou-se a utilizar o termo PE/VC de modo distinto para separar estes dois estágios de investimento e maturidade das empresas em que essa indústria (PE/VC) investe. Neste contexto, *Private Equity* pode ser associado a investimentos em empresas mais maduras, e *Venture Capital* a investimentos em empresas nascentes e em estágio inicial (conforme detalhado a seguir)⁵.

Dessa forma, os fundos de PE/VC são formados basicamente por um grupo de investidores que desejam adquirir participações em empresas, tradicionalmente de capital fechado. Trata-se de um investimento através da aquisição de ações ou de outros valores imobiliários (como debêntures conversíveis, bônus de subscrição, etc.) em empresas com alto potencial de crescimento e rentabilidade, objetivando ganhos expressivos de capital no médio e longo prazo. Quando o potencial de crescimento da empresa é alcançado, o fundo de PE/VC aliena a sua participação, vendendo a parcela adquirida e obtendo os retornos financeiros de seu investimento (BONFIM, 2008).

Por outro lado, através dos recursos dos investimentos de PE/VC, as pequenas e médias empresas, que pretendem se tornar grandes companhias, passam a obter o capital financeiro necessário para manter e acelerar o seu crescimento. Além disso, os fundos de PE/VC auxiliam a companhia na governança corporativa, no crescimento e lucratividade do negócio, estruturando-a de modo a manter a sustentabilidade futura do negócio.

4.1.1 Principais Características

Segundo Bonfim (2008), as principais características que envolvem a indústria de PE/VC são:

[...]

- Risco Elevado: tradicionalmente, a maior parte dos investimentos é realizada em empresas em estágio inicial de desenvolvimento, que apresentam maior potencial de crescimento;
- Baixa liquidez: representam investimentos de longo prazo, dado que o capital torna-se indisponível durante o tempo de gestão do projeto, até a venda da participação;

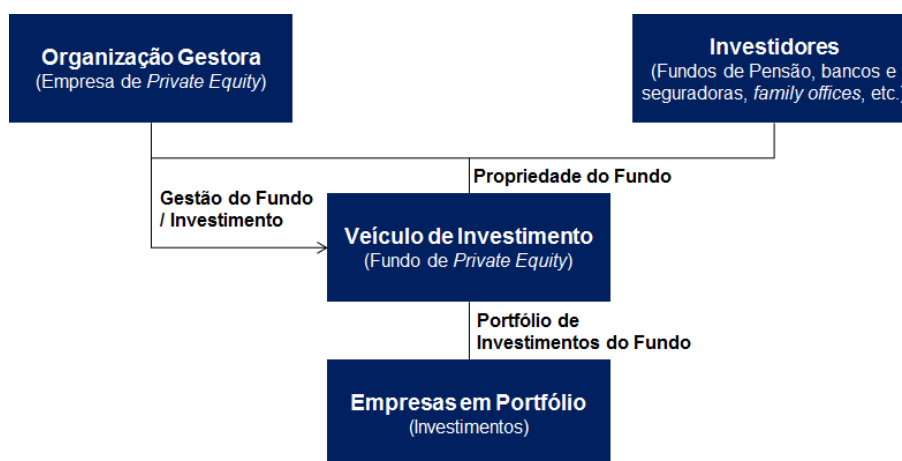
⁵ Neste trabalho, o termo PE/VC será utilizado para designar a indústria de *Private Equity* de modo generalizado.

- Altas expectativas de retorno: decorrentes da aceitação das duas características acima mencionadas, e resultado da gestão pró-ativa na empresa adquirida;
- Gestão ativa das empresas investidas: espera-se que o gestor contribua ativamente para o crescimento consistente das atividades da empresa, através de assessoria financeira e estratégica.

4.2 A Estrutura da Indústria de PE/VC

A estrutura básica da indústria de PE/VC é composta, segundo Carvalho; Ribeiro e Furtado (2006), pelos seguintes participantes: (i) organizações gestoras; (ii) investidores; (iii) veículos de investimento; e (iv) empresas em portfólio.

Figura 9 – Estrutura da indústria de PE/VC



Fonte: Bonfim (2008)

4.2.1 Organizações Gestoras

As organizações gestoras de PE/VC funcionam como um elo entre os participantes da indústria, já que fazem a captação dos recursos financeiros necessários aos investimentos com os investidores, os quais comprometem estes recursos aos veículos de investimento, que são estruturados e gerados pelas organizações gestoras. Dessa forma, as organizações gestoras de PE/VC administram os veículos de investimento (também conhecidos por fundos de PE/VC), a fim de utilizar os recursos captados com os investidores para realizar investimento em empresas, normalmente através da aquisição de participações acionárias ou instrumentos de dívidas, segundo Carvalho; Ribeiro e Furtado (2006).

Segundo Ribeiro (2005), a indústria de PE/VC é composta basicamente por quatro tipos de organizações gestoras:

- *Organizações Independentes*. São organizações que não pertencem a nenhuma instituição financeira ou grupo empresarial, possuindo uma equipe de gestão totalmente independente (estrutura predominante no Brasil e ao redor do mundo);
- *Corporate Venture*. Estrutura criada por corporações ou conglomerados empresariais para alocar recursos a departamentos ou divisões com o objetivo de realizar investimentos de PE/VC;
- *Instituições Financeiras*. Bancos e instituições financeiras que, através de um departamento, divisão, subsidiária ou estrutura de administração de recursos (*asset management*), atua na indústria de PE/VC;
- *Setor Público*. O Setor Público atua na indústria de PE/VC principalmente como investidor, porém algumas instituições públicas realizam investimento diretamente nas empresas (no Brasil, o governo atua como gestor através de dois braços de investimento: BNDESPar *Private Equity* e BNDESPar *Venture Capital*).

Uma característica típica das organizações gestoras, segundo Ribeiro (2005), é a concentração regional, uma vez que a indústria de PE/VC se caracteriza pela atividade de relacionamento (gestores tendem a se localizar próximos uns dos outros, de seus investidores e de seus fornecedores de serviços – advogados, consultores e auditores). Além disso, as organizações gestoras tendem a procurar regiões com oferta adequada de oportunidades de negócio, a fim de estarem localizadas próximas aos empreendedores, reduzindo os custos de originação, seleção e monitoramento dos negócios, além de facilitar a realização das saídas dos investimentos, dada a proximidade com possíveis compradores.

No Brasil, há uma forte concentração das sedes das organizações gestoras na cidade de São Paulo, mais especificamente na região das avenidas Faria Lima e Berrini, ou seja, no principal centro financeiro e de negócios do país. Nos EUA, por outro lado, a indústria de PE/VC está concentrada em torno de *clusters* tecnológicos e de inovação, dentre os quais se destacam o *Silicon Valley*, no estado da Califórnia, e o Route 128, no estado de Massachusetts, o que sugere que os maiores desafios da indústria brasileira de PE/VC estão mais relacionados à busca de clientes e parceiros corporativos para as empresas investidas e a viabilização da saída do investimento através de venda estratégica (*trade sale*), segundo Ribeiro (2005).

4.2.1.1 Perfil, Experiência e Remuneração dos Gestores

O perfil do capital humano envolvido na indústria de PE/VC é elemento fundamental para a análise dos investimentos, uma vez que determina o tipo de empresa que recebe os investimentos e o grau de envolvimento nas atividades de monitoramento (RIBEIRO; CARVALHO, 2008).

Segundo Carvalho; Ribeiro e Furtado (2006), os profissionais responsáveis pela gestão dos investimentos em PE/VC são profissionais altamente qualificados e experientes, que podem ser classificados em dois tipos:

- *Gestores*. Profissionais com extensa rede de relacionamento e que possuem poder de decisão em pelo menos uma das principais etapas do ciclo de investimento de PE/VC: captação de recursos (*fundraising*), originação e seleção do fluxo de oportunidades de negócios (*deal flow*), negociação e estruturação de investimentos (*investment*), monitoramento e acompanhamento das empresas do portfólio (*monitoring*) e saída (*exit*). Além disso, muitos dos gestores costumam ser sócios das organizações em que trabalham, tendo a remuneração fortemente atrelada ao desempenho do fundo e possuindo um comprometimento de longo prazo com os investimentos;
- *Profissionais de Apoio*. Engloba analistas, *controllers*, estagiários e secretárias, que auxiliam os gestores na administração dos investimentos realizados.

As experiências vividas pelos gestores de PE/VC no decorrer dos investimentos realizados são fundamentais para o sucesso das organizações, de modo que os resultados históricos (*track record*) destes são um bom sinalizador do potencial retorno futuro gerado aos investidores e do provável valor adicionado às empresas do portfólio. Dessa forma, um novo veículo de investimento terá maior probabilidade de gerar um retorno mais expressivo aos investidores se a organização gestora e os gestores envolvidos tiverem um histórico de desempenho bem sucedido (KAPLAN; SCHOAR, 2005).

A indústria de PE/VC é composta por profissionais com elevado nível educacional e apresenta um perfil demográfico masculino e jovem. No Brasil, os gestores de PE/VC também são bem qualificados para realizar as atividades demandadas por esta indústria, sendo que a grande maioria deles, além de serem bem titulados, vem do setor industrial ou de grandes empresas de consultoria e possuem sólida experiência na atividade de PE/VC, o que revela uma grande proximidade com o perfil encontrado na indústria norte-americana (RIBEIRO, 2005).

Segundo Manigart e Wright (2013), a remuneração da organização gestora dos veículos de investimento de PE/VC é composta por uma parte fixa (taxa de administração – *management fee*), e por uma parte variável (taxa de performance, também conhecida com *carried interest* ou apenas *carry*), que depende do desempenho e retorno dos investimentos.

- *Taxa de Administração.* Valor cobrado pelas organizações gestoras sobre o capital comprometido pelos investidores, normalmente em torno de 2% ao ano, para cobrir custos fixos e outras despesas de administração e gestão do fundo de investimento;
- *Taxa de Performance.* Corresponde ao compartilhamento (cerca de 20%) do lucro gerado (parte dos ganhos de capital que superam a Taxa Mínima de Atratividade – *hurdle rate* – exigida pelos investidores) pelos veículos de investimento, tendo como objetivo o alinhamento de interesse entre os gestores e os investidores do veículo, de forma a alcançar a maximização do valor das empresas em portfólio e, consequentemente, do retorno dos investimentos.

4.2.2 Investidores

Os investimentos em fundos de PE/VC, conforme detalhado anteriormente, enquadram-se na categoria de ativos alternativos, apresentando como principais características a baixa liquidez, elevado risco e alta expectativa de retorno. Segundo Carvalho; Ribeiro e Furtado (2006), essas características tornam os veículos de investimento de PE/VC atrativos para investidores com elevado nível de riqueza e horizontes de investimentos mais longos, tais como⁶:

- *Fundos de Pensão.* Fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos, que busca proporcionar renda de aposentadoria e serviços de saúde a seus integrantes e familiares;
- *Trust e Endowments.* Instituições sem fins lucrativos, como fundações, universidades e hospitais, que aplicam seus recursos objetivando retornos financeiros capazes de suprir as despesas operacionais anuais da mesma;
- *Fund of Funds.* Fundo de investimentos estruturado para investir em organizações gestoras de PE/VC, que por sua vez investem o capital nas companhias. É uma forma eficiente de viabilizar o acesso de investidores à indústria de PE/VC, constituindo um

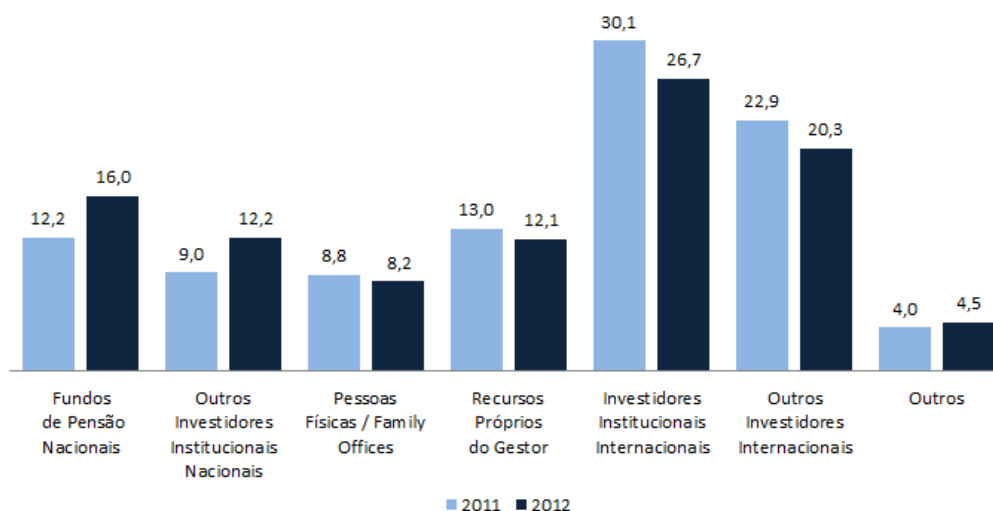
⁶ As definições dos diferentes tipos de investidores foi feita com base no material da GVcepe

portfólio diversificado e mais efetivo em termos de custo e investindo em fundos de diferentes safras e estratégias;

- *Empresas e Corporações.* Objetivando retorno estratégico e financeiro, investem recursos próprios em fundos de PE/VC;
- *Bancos e Seguradoras.* Tendem a aplicar recursos em investimentos de longo prazo, como os veículos de PE/VC, a fim de obter retornos financeiros em linha com a duração de seus passivos;
- *Family Offices.* Administradores de fortunas familiares.

Como a atividade de PE/VC gera impacto econômico-social relevante, uma vez que cria novas empresas, gera empregos e promove a inovação, é comum encontrar também instituições multilaterais⁷ e agências de fomento⁸ entre os investidores desta indústria. No Brasil, assim como nos Estados Unidos, os fundos de pensão são os principais investidores nacionais da indústria de PE/VC, conforme ilustrado na figura abaixo.

Figura 10 – Percentual (%) do capital comprometido por tipo de investidor



Fonte: ABVCAP / KPMG

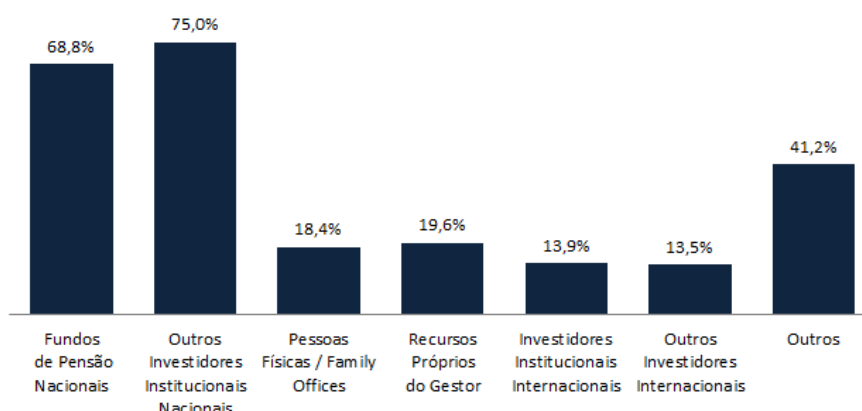
Além dos recursos de terceiros, é possível observar no gráfico uma grande expressividade do capital comprometido pelos gestores de PE/VC, uma vez que estes também investem o capital próprio nas companhias, indicando comprometimento e confiança para os demais investidores.

⁷ Instituições que trabalham na coordenação de políticas financeira entre países, como, por exemplo, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e Fundo Multilateral de Investimento (FUMIN).

⁸ Instituições financeiras sem caráter bancário que exercem papel de desenvolvimento por meio de financiamento de projetos, concessão de créditos e aquisições, direta ou indiretamente, e que possuem suas atividades reguladas pelo Banco Central.

Apesar da redução da participação relativa no capital total comprometido de alguns tipos de investidores em 2012 versus 2011, a ABCVAP mostra que todos eles aumentaram o montante investido no setor em 2012, conforme ilustrado no gráfico abaixo.

Figura 11 – Crescimento percentual (%) do capital comprometido (2011 – 2012)



Fonte: ABVCAP / KPMG

Observa-se o forte crescimento no capital comprometido pelos fundos de pensão nacionais e por outros investidores institucionais nacionais, que aumentaram em 68,8% e 75,0%, respectivamente, impulsionando a expansão do capital nacional comprometido em 46,5%, enquanto que o capital comprometido dos investidores internacionais cresceu 17,6%, demonstrando um crescente interesse local pela indústria de PE/VC.

4.2.3 Veículos de Investimento

O veículo de investimento é uma estrutura legal criada pelas organizações gestoras para captar recursos financeiros com os investidores para investirem nas empresas.

Nos Estados Unidos, a principal estrutura de investimentos em PE/VC é a denominada *Limited Partnership*, que é composta por pelo menos duas partes, o gestor (*General Partner*) e os investidores (*Limited Partner*). O *Limited Partner* (LP) se compromete a alocar uma quantidade de recursos no veículo de investimento. O *General Partner* (GP), então, tem um período de tempo acordado para investir o capital comprometido pelos LPs, que geralmente é de 5 anos. Além disso, o GP possui também um período de tempo acordado com investidores para gerar o retorno esperado, sendo normalmente na faixa dos 10 aos 12 anos após a captação dos recursos. Um *Limited Partnership* é, portanto, um veículo de investimento com tempo de vida pré-estabelecido, sendo que, após uma quantia do capital comprometido estiver investida, o GP pode começar a captação de um novo fundo (KAPLAN; SCHOAR, 2005). As *Limited Partnership* também contam com uma tributação mais adequada à realidade dos

investimentos de PE/VC, uma vez que os ganhos de capital são tributados apenas no final do prazo, conforme o resultado final obtido pelo veículo.

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)⁹, a fim de implementar uma estrutura mais adequada a realidade e ao cenário econômico e financeiro do país, instituiu duas novas figuras jurídicas aos veículos de investimento em PE/VC, conforme detalhado a seguir (RIBEIRO, 2005):

- *FMIEE (Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes)*. Apresenta restrições relaxadas quanto à entrada de recursos internacionais, possui um tratamento fiscal de ganhos e perdas mais adequado, duração limitada e existe previsão para a cobrança de taxas de administração e performance;
- *FIP (Fundos de Investimentos em Participações)*. Os FIPs são, em comparação aos FMIEEs, mais flexíveis e trazem disposições importantes quanto à governança corporativa do fundo e das empresas investidas.

Dessa forma, estas estruturas buscam aproximar-se do modelo norte-americano das *Limited Partnerships*, ao mesmo tempo em que se adequam ao ambiente legal e regulatório brasileiro. Atualmente, a tendência é que os FIPs sejam adotados como estrutura de preferência para os investimentos em PE/VC no Brasil.

Os veículos de investimento normalmente possuem uma tese de investimento, que expressa de forma clara o âmbito das oportunidades de investimentos a serem identificadas e analisadas pelos gestores da organização. Assim, a tese é a razão de ser do veículo de investimento, sendo utilizada para apresentar o mesmo aos potenciais investidores.

As organizações gestoras de PE/VC utilizam também, além do aporte de capital que foi levantado com investidores através dos veículos de investimento, outra forma de investimento em uma empresa, o qual envolve a alavancagem de capital, tomando empréstimos juntos aos bancos, para realizar a aquisição (VALLE, 2011). Esta modalidade de investimento, conhecida como LBO (*Leveraged Buyout*, em inglês), é pouco utilizada no Brasil quando comparado aos Estados Unidos, dado o alto custo do capital no país (RIBEIRO, 2005).

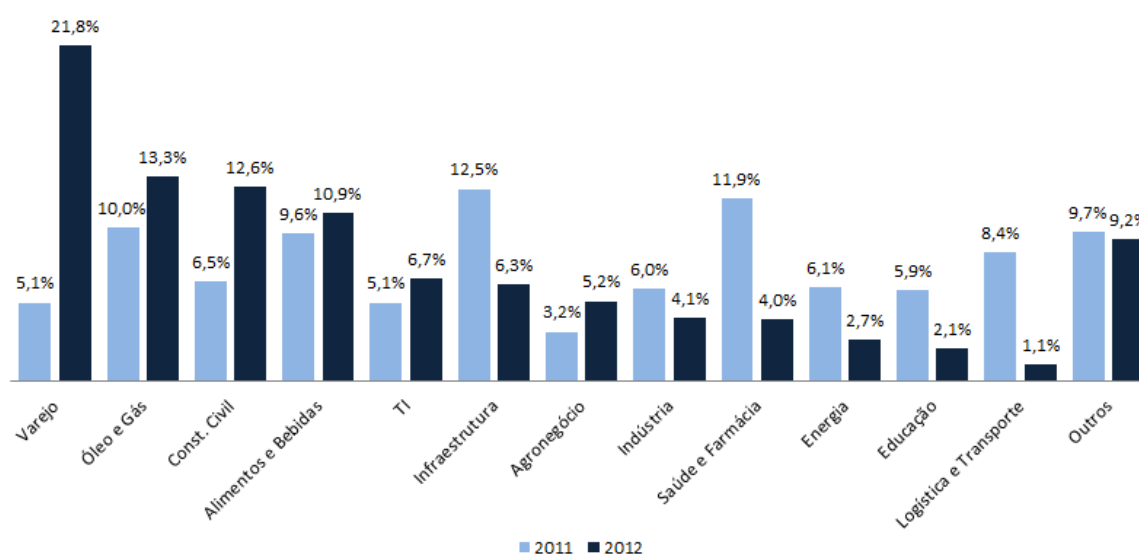
⁹ Entidade responsável por tomar medidas reguladoras dos veículos de investimentos locais de PE/VC.

4.2.4 Empresas do Portfólio

As empresas que recebem investimentos de PE/VC podem estar em diferentes estágios de desenvolvimento. O financiamento de organizações de PE/VC cobre, desde a fase de concepção de um projeto empresarial (*seed capital*), até o momento que antecede uma possível abertura de capital e, conseqüentemente, a entrada na bolsa de valores (*bridge finance*), sendo que, em alguns casos raros, é possível realizar um investimento em uma empresa cotada na bolsa de valores, fazendo a aquisição da totalidade das ações negociadas, com o objetivo de retirar a empresa do mercado de capitais (*public-to-private*). A atividade de PE/VC, de modo a conseguir diversificar os investimentos, desenvolveu mecanismos de governança para lidar com riscos típicos dos investimentos em empresas com pouco histórico de atuação e pouca ou nenhuma garantia real, além de conseguir justificar o custo de capital nos investimentos em empresas em fases mais avançadas (RIBEIRO, 2005).

No Brasil, os investimentos de PE/VC se mostram bastante diversificados setorialmente, sendo destinados principalmente para os setores mais tradicionais da economia, como varejo, infraestrutura, construção civil, saúde e farmácia, entre outros, conforme figura abaixo.

Figura 12 – Percentagem do valor investido por setor



Fonte: ABVCAP / KPMG

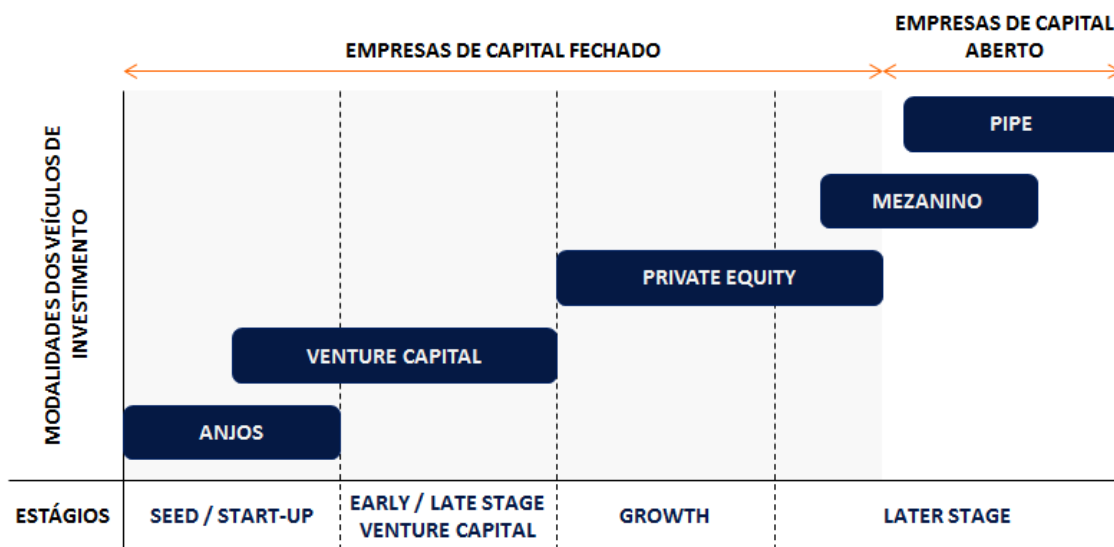
4.2.4.1 Estágios dos Investimentos

Os estágios dos investimentos de PE/VC podem ser divididos em (ASSUMPÇÃO, 2007):

[...]

- *Capital semente (seed capital):* aporte realizado em fase pré-operacional;
- *Estruturação inicial (start-up):* aporte anterior à execução do plano de negócios;
- *Expansão:* capital de giro, expansão da planta ou da rede de distribuição;
- *Estágios avançados (later stage):* aportes em empresas com taxas de crescimento estável e/ou com fluxo de caixa positivo;
- *Financiamento de aquisições (acquisition finance);*
- *Tomada de controle pelos executivos (management buyout/ in):* financiamento da equipe gestora;
- *Estágio pré-emissão (bridge finance):* financiamento da estruturação da empresa para abertura de capital;
- *Recuperação empresarial (turnaround):* aporte em empresas com dificuldades operacionais e/ou financeiras;
- *Mezanino:* aporte por meio de dívidas subordinadas;
- *PIPE (private investment in public equity):* aquisição de capital acionário de empresas já listadas em bolsa.

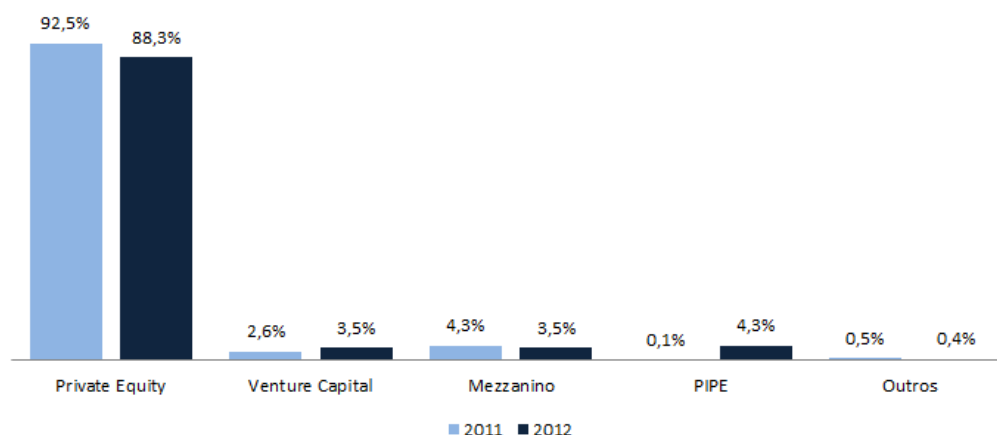
Figura 13 – Estágios das modalidades dos veículos de investimento de PE/VC



Fonte: GVcepe

No Brasil, a forma de investimento que predomina é o *Private Equity*, sendo responsável por mais de 88% dos investimentos realizados em 2012, conforme ilustrado no gráfico abaixo.

Figura 14 – Percentual (%) do valor investido por modalidade de investimento



Fonte: ABVCAP / KPMG

Os investimentos de *Venture Capital*, embora tenham apresentado um crescimento de quase 80% nos investimentos realizados em 2012 versus 2011, correspondem ainda por apenas 3,5% do total dos investimentos realizados por essa indústria no Brasil, o que demonstra o tamanho ainda modesto desta modalidade de investimento no país.

4.2.4.2 Risco e Retorno

As organizações gestoras de PE/VC capitalizam empresas com grande potencial de crescimento que necessitam de investimento para expandir as operações, consolidar mercados ou adquirir novos negócios. Conforme detalhado anteriormente, este investimento é caracterizado por ser de alto risco, uma vez que estas empresas costumam apresentar uma projeção de fluxo de caixa negativo para alguns anos, incerteza sobre a possibilidade de obter financiamentos bancários, baixa conversão de caixa, entre outros fatores.

Para que um investimento seja feito, a taxa esperada de retorno deve ser alta o suficiente para superar o custo de oportunidade (custo do capital), o risco do investimento e o prêmio de liquidez. Assim, compara-se a Taxa Interna de Retorno (TIR) com a Taxa Mínima de Atratividade (TMA) ou custo de capital (GITMAN, 2010).

Dessa forma, para verificar a viabilidade de um investimento, as organizações gestoras de PE/VC fazem a comparação da TIR com a TMA, de modo que se a TIR for superior ao TMA, o investimento deve ser realizado. Segundo dados do GVcepe, nos Estados Unidos, têm-se as seguintes TMAs para os investimentos de PE/VC:

Tabela 1 – Taxa Mínima de Atratividade para os estágios do investimento

Estágio do Investimento	TMA
<i>Start-up (idea stage)</i>	50% - 70%
<i>First stage (new business)</i>	40% - 60%
<i>Second Stage (development)</i>	30% - 50%
<i>Third stage (expansion)</i>	25% - 40%
<i>IPO</i>	15%

Fonte: GVcepe

De modo a mitigar o risco existente nos investimentos e proteger o valor de sua participação no capital das empresas investidas, as organizações gestoras de PE/VC realizam uma diligência criteriosa nas companhias antes de realizar os investimentos e mantêm um monitoramento constante das operações e resultados financeiros das empresas do portfólio no pós-investimento (MANIGART; WRIGHT, 2013). Além disso, o investimento pode ser realizado em fases (*staged investment*), à medida que a companhia for performando e mostrando os resultados esperados pelos gestores.

4.3 Ciclo dos Investimentos de PE/VC

O ciclo dos investimentos de PE/VC pode ser dividido em cinco etapas: (i) *captação de recursos*; (ii) *originação e seleção de investimentos*; (iii) *estruturação e execução dos investimentos*; (iv) *monitoramento e adição de valor*; e (v) *preparação e execução da saída* (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

4.3.1 Captação dos Recursos

Esta primeira etapa do ciclo de investimento de PE/VC, que é realizada principalmente pelos sócios gestores das organizações, envolve a estruturação de novos veículos de investimento, seguida da busca por recursos, e/ou a captação de novos recursos para veículos de investimento já existentes, segundo Carvalho; Ribeiro e Furtado (2006).

Para a captação de recursos, os sócios gestores estruturam o fundo de investimento e vão ao mercado em busca de recursos, fazendo visitas, reuniões e palestras com potenciais investidores para divulgar as informações do novo veículo de investimento (*road show*), como estratégia, setor de atuação, estrutura e experiência da equipe de gestão, histórico dos investimentos já realizados pelos gestores (*track record*), entre outros. A experiência e o *track record* dos gestores estão diretamente relacionados com a habilidade para atrair capital para

os novos veículos de investimento, uma vez que a expectativa de retorno para o novo fundo está diretamente relacionada com o retorno gerado nos investimentos realizados anteriormente (KAPLAN; SCHOAR, 2005).

Embora os sócios gestores também apliquem recursos ao novo fundo de investimento para demonstrar alinhamento de interesse com os investidores, o veículo resultante conterà, predominantemente, recursos de terceiros. Existe, porém, outra forma de elaboração de um veículo de investimento, em que o investidor estrutura o fundo e contrata uma equipe de gestores para realizar os investimentos, (caso este das *corporate ventures*, organizações afiliadas a instituições financeiras e as pertencentes ao setor público), segundo Carvalho; Ribeiro e Furtado (2006).

Dada as características relativas à liquidez, risco e retorno da atividade de PE/VC, que torna este tipo de investimento atrativo para investidores com alta disponibilidade de capital e horizonte de investimento de longo prazo, que buscam retornos mais altos e diversificação do portfólio de investimento, os investidores dos veículos de investimento de PE/VC são principalmente fundos de pensão, *Family offices*, *trusts and endowments* e instituições bancárias, conforme detalhado anteriormente.

4.3.2 Originação e Seleção dos Investimentos

A fase de originação e seleção dos investimentos envolve a identificação das oportunidades de negócio que se enquadram nas características e teses do veículo de investimento e a consequente análise e seleção das empresas elegíveis ao aporte de capital. Segundo Carvalho; Ribeiro e Furtado (2006), os meios mais utilizados para a prospecção e originação de novas oportunidades de negócio são três:

- *Prospecção dos Próprios Gestores (cold calls)*. Modo pró-ativo de prospecção, em que os gestores identificam as companhias mais atrativas de um setor-alvo, e realizam contatos iniciais (normalmente via ligação telefônica) para marcar uma reunião com os sócios da empresa. Neste caso, a oportunidade de investimento é considerada exclusiva, pois a empresa-alvo dedica-se a negociar, na maioria das vezes, com apenas uma organização gestora;
- *Indicação de Terceiros*. Modo passivo de prospecção, no qual as oportunidades de investimento são apresentadas às organizações gestoras de PE/VC por assessores financeiros de fusões e aquisições, boutiques de M&A, escritórios de advocacia, contadores, bancos de investimento, entre outros. Neste caso, o fluxo de oportunidades

de negócios é competitivo, uma vez que estes parceiros levam as oportunidades de investimento a diversos gestores, uma vez que pretendem aumentar as chances de realização do negócio;

- *Candidatura Espontânea.* A candidatura espontânea se caracteriza pela própria empresa buscando parcerias com as organizações gestoras de PE/VC para realização de seus projetos.

A seleção dos investimentos mapeados é um processo longo e complexo, que envolve análises e estudos da empresa-alvo e do setor que ela atua, buscando identificar principalmente os diferenciais competitivos da companhia e as barreiras de entrada do setor. No processo de seleção dos investimentos, é comum a realização de visitas aos parques fabris e reuniões com os sócios e funcionários da empresa, de modo a entender melhor a operação, as necessidades, as oportunidades e as projeções de desempenho da companhia, ou seja, entender o *business plan* da mesma (VALLE, 2011).

A fim de selecionar as melhores companhias para realização do aporte de capital, os gestores de PE/VC realizam análises estratégicas, a fim de investigar a atratividade da empresa e do setor em que esta atua, o cenário competitivo no qual a empresa se encontra, principais concorrentes, fornecedores e clientes, entre outros, e financeiras, que envolvem análises do crescimento *top line* histórico da companhia, manutenção ou expansão das margens operacionais, endividamento, necessidade de capital de giro, entre outros. Assim, além de uma análise setorial completa, que envolve conversas com executivos e consultores do setor, são criados modelos econômico-financeiros com projeções, que vão de cinco a dez anos, do desempenho operacional e financeiro da companhia e analisadas as possibilidades de saída do investimento, uma vez que este fator impacta diretamente o retorno do mesmo.

Segundo Meuleman (2009) apud Alperovych; Amess e Wright (2013), os gestores mais experientes de PE/VC tendem a ter maiores habilidades de seleção de oportunidades, assim como um maior fluxo de negócios (*deal flow*). O conhecimento adquirido ao longo da carreira e as experiências vividas nos investimentos já realizados podem ajudar a diminuir a quantidade de informações assimétricas existente nas negociações, ajudando os gestores a identificar as companhias com maior potencial de desempenho. Além disso, segundo Kaplan e Stromberg (2003) apud Alperovych; Amess e Wright (2013), esta experiência pode ajudar também na elaboração de sofisticados contratos de investimentos e na criação de mecanismo de proteção de governança para as organizações de PE/VC.

4.3.3 Estruturação e Execução dos Investimentos

A estruturação e execução dos investimentos envolvem a negociação dos termos de contrato, montagem da estrutura financeira e a realização do aporte de capital.

Dado que os investimentos de PE/VC concentram-se em companhias que apresentam alta expectativa de crescimento e retorno, com risco elevado e baixa liquidez, as organizações gestoras de PE/VC adotam alguns mecanismos que visam mitigar possíveis conflitos com os proprietários das empresas.

Os principais mecanismos são: (i) acordo de acionistas para alinhar interesses; (ii) direito de escolha de auditores; (iii) indicação de executivos-chave, como CEO, COO e CFO; (iv) adoção de instrumentos financeiros que permitam a aquisição de controle acionários por parte dos fundos de PE/VC ou forcem a liquidação do negócio caso o desempenho da empresa investida se deteriore ou esteja muito aquém das projeções modeladas; (v) realização do investimento em fases (*staged investment*) através de aportes financeiros de forma gradual segundo a consecução de metas de desempenho preestabelecidas pelos gestores; (vi) cláusulas que evitem divergências ou conflitos de interesse no processo de saída do investimento; (vii) cláusula de não-competição para os principais executivos da empresa (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

Em relação aos aspectos financeiros da negociação, o ponto mais importante e relevante refere-se à apuração do valor (*valuation*) da companhia, uma vez que, mantido o tamanho do aporte de capital investido, é o fator que vai determinar a participação do fundo de investimento de PE/VC na mesma. Normalmente, o *valuation* é feito com base nos múltiplos de negociação (EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E, entre outros) de empresas comparáveis¹⁰ listadas no mercado de capital (BONFIM, 2008).

4.3.4 Monitoramento e Adição de Valor aos Investimentos

Em contraste com a maioria dos intermediários financeiros, tais como bancos, instituições financeiras ou mercado de capitais, que assumem um papel mais passivo na administração da companhia, os investimentos de PE/VC são uma forma especial de financiamento empresarial, uma vez que as organizações gestoras assumem um papel ativo na gestão da empresa investida.

¹⁰ Empresas comparáveis são companhias de capital aberto que atuam no mesmo setor e oferecem os mesmo tipos de serviços e produtos que a empresa-alvo

Embora o investidor consiga monitorar periodicamente o desempenho da companhia investida no mercado de capitais, dado que os resultados financeiros e operacionais são públicos, raramente este consegue intervir em alguma decisão a ser tomada. Por outro lado, as organizações gestoras de PE/VC, a fim de superar os elevados riscos e os potenciais problemas de gestão associados a empresas jovens, em etapa inicial de crescimento e que geralmente só apresenta investimentos intangíveis (não possui ativos valiosos), especializam-se em selecionar os empreendimentos mais promissores e em se envolver (monitorar) e agregar valor à rotina das empresas, uma vez realizado o investimento (MANIGART; WRIGHT, 2013).

Assim, um aspecto importante da relação entre os gestores de PE/VC e os empresários está relacionado ao monitoramento realizado nas empresas pelas organizações de PE/VC, a fim de reduzir os conflitos de interesse, avaliando regularmente o comportamento do empresário e o desempenho financeiro e operacional da companhia através do controle e compartilhamento das informações da empresa. O envolvimento das organizações de PE/VC nas atividades de monitoramento deriva principalmente da existência de objetivos incongruentes juntamente com a assimetria de informação existente entre as duas partes (empresário e gestor de PE/VC), dado que nem sempre os fundos de PE/VC e os empresários terão os mesmo objetivos (MANIGART; WRIGHT, 2013). Esta necessidade de monitoramento justifica o fato de as organizações gestoras de PE/VC tenderem a investir em negócios que estão localizados perto de seus escritórios, já que a proximidade de uma empresa investida pode aumentar a capacidade do PE/VC em acompanhar o monitoramento da mesma.

Se por um lado, as atividades de monitoramento ajudam as organizações de PE/VC a minimizar os comportamentos que potencialmente podem ser prejudiciais por parte dos empresários, os gestores de PE/VC tentam aumentar o valor das empresas do portfólio através de atividades que agregam valor a companhia, a fim de aumentar o potencial de crescimento dos investimentos.

Segundo Manigart e Wright (2013), há três papéis fundamentais desempenhados pelo PE/VC em sua relação com os empresários a fim de agregar valor à companhia: (i) *papel estratégico* como geradores de iniciativas estratégicas, (ii) *papel operacional*, incluindo o fornecimento de importantes contatos externos para recrutar gestores, prestadores de serviços profissionais, ou atrair clientes-chave, e (iii) *papel pessoal*, como amigo, mentor e confidente. De modo geral, os gestores de PE/VC acreditam que o papel estratégico é o mais importante

para ajudar as empresas do portfólio a alcançar seu pleno potencial, sendo que o foco está nas tarefas e atividades em que eles se sentem mais confortáveis em realizar.

As organizações de PE/VC exercem seu papel estratégico principalmente através da sua presença no conselho de administração das companhias investidas. Em relação ao papel financeiro, os gestores de PE/VC, conhecidos por sua formação e especialização financeira, estão fortemente envolvidos na captação de novos recursos e nas operações de fusão e aquisição. Além disso, os gestores facilitam o fluxo de informações nas companhias através de suas redes de contato, atuando assim como um filtro de notícias e informações para as companhias. Além de fornecer valiosas informações, as redes de contato destes gestores também servem como um canal de acesso para recrutamento de gestores e profissionais, especialmente nos casos em que há necessidade de profissionalização da gestão da companhia investida (MANIGART; WRIGHT, 2013).

4.3.5 Preparação e Execução da Saída

Os gestores de PE/VC, através do monitoramento e adição de valor às empresas do portfólio, objetivam a valorização destas, de modo a gerar o maior retorno possível aos investimentos. Dessa forma, a existência de mecanismos de saída eficientes é um fator fundamental para o sucesso dos investimentos de PE/VC, representando, muitas vezes, a variável mais importante na rentabilidade gerada pelo investimento (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006). Além disso, segundo Ribeiro e Almeida (2005) apud Ribeiro e Carvalho (2008), a estratégia de saída de um investimento influencia todo o ciclo de investimento realizado pelas organizações de PE/VC, uma vez que influencia diretamente o retorno gerado pelo mesmo, estando diretamente correlacionada com a situação econômica do país no momento do desinvestimento.

De acordo com Assumpção (2007), as principais modalidades de saída dos investimentos de PE/VC são:

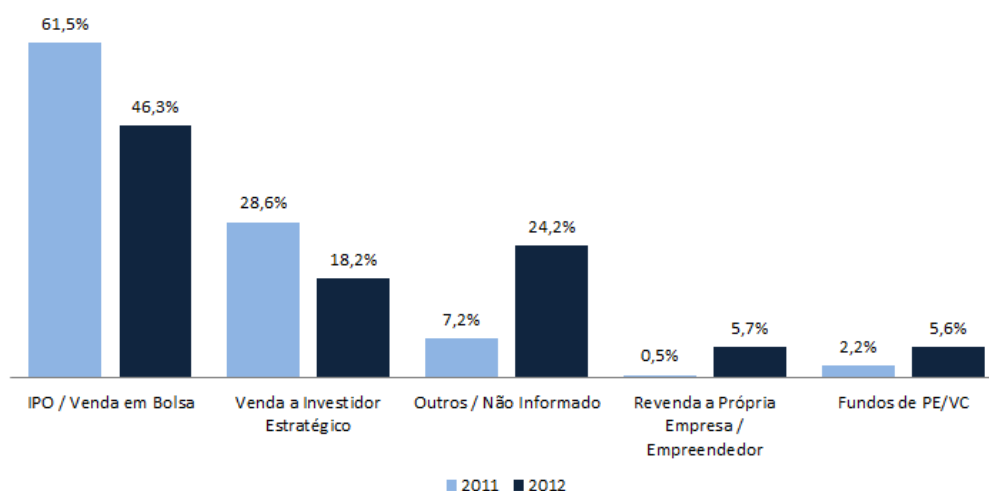
- *Oferta Pública Inicial (IPO)*. Trata-se da abertura de capital da empresa no mercado de capitais;
- *Venda Estratégica (trade sale)*. Acompanhada do IPO, a venda a compradores estratégicos é uma das principais formas de saída de um investimento, na qual o comprador estratégico é geralmente um grupo ou conglomerado de maior porte que a empresa investida que, operando no mesmo segmento de mercado, busca aumentar

suas vendas e participação de mercado (*market share*), além de obter sinergias operacionais;

- *Venda Secundária (Secondary Sale)*. Trata-se da venda da participação no capital acionário da companhia investida para outro investidor ou outro fundo de PE/VC;
- *Recompra de Ações pela Empresa (buyback)*. Trata-se da recompra da participação da organização gestora na companhia por parte do sócio fundador da empresa;
- *Liquidação dos Ativos e Descontinuação das Operações, Declaração de Falência (write-off/down)*. A fim de realizar o pagamento de dívidas, distribuir dividendos, expandir as operações, entre outros fatores, a companhia levanta recursos através da venda de parte ou da totalidade dos ativos.

Em 2012, segundo dados da ABVCAP / KPMG, os desinvestimentos realizados somaram R\$6 bilhões, um crescimento expressivo de 67% em relação ao total de R\$3,6 bilhões desinvestidos em 2011, demonstrando que as opções de saída para os investimentos são crescentes no Brasil. As vendas através de IPO ou alienações subsequentes no mercado de capitais foram as principais formas de desinvestimento no Brasil em 2011 e 2012, apesar da bolsa de valores não apresentar uma situação muito favorável para a realização dos mesmos. A venda para investidor estratégico foi a segunda opção de desinvestimento mais atualizada, representando 18,2% do total em 2012, conforme ilustrado no gráfico abaixo. Este fato demonstra a percepção dos gestores de PE/VC em investir em empresas com características atrativas para consolidação de mercados.

Figura 15 – Percentual do valor desinvestido por tipo de saída



Fonte: ABVCAP / KPMG

4.4 Críticas à Indústria de PE/VC

As transações de PE/VC têm adquirido uma importância cada vez maior como mecanismo de governança, conseguindo reestruturar rapidamente e radicalmente as empresas investidas. Porém, este crescimento acelerado de importância da indústria de PE/VC, principalmente a partir de 2011, resultou em um aumento da atenção da mídia e das críticas sociais. As organizações de PE/VC têm sido acusadas de maximizar o retorno do capital investido sem se preocupar com as consequências que isso pode acarretar para o futuro das companhias investidas e para o meio social em que estão inseridas.

Dado que os investimentos de PE/VC duram atualmente, na média, de quatro a cinco anos, as organizações de PE/VC são acusadas de agir, neste intervalo de tempo, em busca da valorização rápida da companhia, de modo a maximizar o valor da mesma para o momento de saída dos investimentos. Críticos do setor alegam que as organizações de PE/VC não se preocupam com as consequências que essa busca vidrada pela maximização do retorno pode causar para as companhias investidas no longo prazo e para as pessoas que nela estão envolvidas.

As principais críticas existentes às organizações de PE/VC são: (i) venda de ativos das companhias investidas; (ii) de ganho de capital através da venda precoce das mesmas, sem gerar valor algum ao investimento; e (iii) impactar os empregos e os salários dos funcionários através das reestruturações que executam nas companhias investidas, induzindo, muitas vezes, a uma série de demissões (WRIGHT; GILLIGAN; AMESS, 2008).

O alto nível de alavancagem financeira que as organizações de PE/VC instalam nas empresas investidas, principalmente nos EUA e Europa, que apresentam um acesso mais fácil ao financiamento que no Brasil, é outro problema apontado pela crítica, segundo Bonfim (2008). A alavancagem instalada nas companhias do portfólio é decorrente dos anseios de alcançar altos retornos com os investimentos por parte dos gestores de PE/VC, que buscam realizar projetos ambiciosos para que estas possam crescer rapidamente. Outro motivo de crítica é a desobrigação de divulgação dos resultados das companhias investidas, uma vez que, embora os gestores disponibilizem relatórios trimestrais de acompanhamento, não existe uma regra a ser cumprida como ocorre para as empresas de capital aberto, o que pode encobrir o uso de práticas incorretas para conseguir vantagem competitiva e ganhos operacionais (BONFIM, 2008).

Wright et. al. (2009) mostram, porém, que o envolvimento das organizações de PE/VC nas empresas tem resultado em uma série de vantagens organizacionais para as companhias

investidas, como: (i) resolver problemas de alinhamento de incentivos (o problema da governança corporativa está em criar e controlar os incentivos de modo que os gestores utilizem os recursos da companhia para maximizar o valor da mesma e atender aos interesses dos proprietários); (ii) abordar e resolver problemas de fluxo de caixa; e (iii) aumentar o controle corporativo do mercado.

Segundo Wright et. al. (2009), as companhias que recebem investimento de PE/VC apresentam, tanto no curto quanto no longo prazo, ganhos em desempenho contábil, eficiência (produtividade e redução de custos) e ações empreendedoras (como desenvolvimento de novos produtos, migração para novos mercados, criação de patentes e melhor uso de P&D), sendo que estes ganhos de desempenho são mais notáveis entre dos 3 aos 5 anos do investimento. Ou seja, há um aumento de desempenho da companhia, com aumento da rentabilidade, das medidas e índices de fluxo de caixa, na gestão do capital de giro, na produtividade, reorientação das atividades estratégicas, entre outros. Este aumento de performance está diretamente relacionado ao tamanho da participação dos gestores do fundo de PE/VC na equipe de gestão e na tomada de decisões da companhia, que, por sua vez, está diretamente correlacionado ao tamanho do investimento realizado na empresa.

O impacto dos investimentos de PE/VC nos empregos dos funcionários é misto, ou seja, está diretamente ligado ao fator motivador do investimento, que, na maioria das vezes, tende-se a ser dois: (i) se a perspectiva de retorno (investimento) estiver ligada ao potencial de crescimento da companhia, não há motivos para demitir funcionários, podendo, até mesmo, gerar a contratação de novos funcionários para acompanhar o crescimento da empresa; (ii) por outro lado, se a perspectiva de retorno do investimento estiver ligada à reestruturação de uma companhia em dificuldade financeira, é provável que ocorra um grande corte no número de funcionários, de modo a possibilitar uma redução de custos (WRIGHT; GILLIGAN; AMESS, 2008).

Embora a venda de ativos possa ser vista como um redutor aparente do crescimento da companhia, Wright; Gillian e Amess (2008) afirmam que, se a venda dos ativos for relacionada a atividades que apresentam baixo desempenho, a performance dos negócios resultantes irá melhorar com a venda dos mesmos. Além disso, os investimentos de PE/VC geralmente são direcionados às áreas da companhia que apresentam maiores oportunidades de crescimento, de modo a maximizar o desempenho da empresa e, conseqüente, o retorno do investimento para os fundos de PE/VC.

A venda precoce dos investimentos está ligada ao ciclo heterogêneo dos investimentos de PE/VC, sendo que algumas saídas são realizadas em curto período de tempo, enquanto outras excedem o período de cinco anos. Atualmente, o período de saída dos investimentos é, na média, entre quatro a cinco anos, sendo que geralmente as saídas dos investimentos maiores são mais rápidas que as dos investimentos menores. Além disso, mesmo após a saída dos fundos de PE/VC, como, por exemplo, através da abertura do capital da companhia, a performance da empresa continua significativamente acima das comparáveis do setor (WRIGHT; GILLIGAN; AMESS, 2008).

Dessa forma, pode-se observar que, embora os investimentos de PE/VC busquem maximizar a valorização no curto prazo, grande parte das críticas tem se baseado em evidências selecionadas e/ou enganosas, uma vez que, como demonstrado por Wright; Gillian e Amess (2008) e Wright et. al. (2009), os benefícios e a agregação de valor que as organizações de PE/VC proporcionam as companhias são enormes, como ganhos de desempenho, desenvolvimento de novos produtos, expansão para novos mercados, dentre outros. Além disso, observa-se que o impacto no emprego dos funcionários e na venda de ativos da companhia está diretamente relacionado com a condição econômico-financeira em que a empresa se encontra, ou seja, com perspectivas de expandir os negócios ou com necessidade de reestruturação interna.

4.5 PE/VC no Brasil

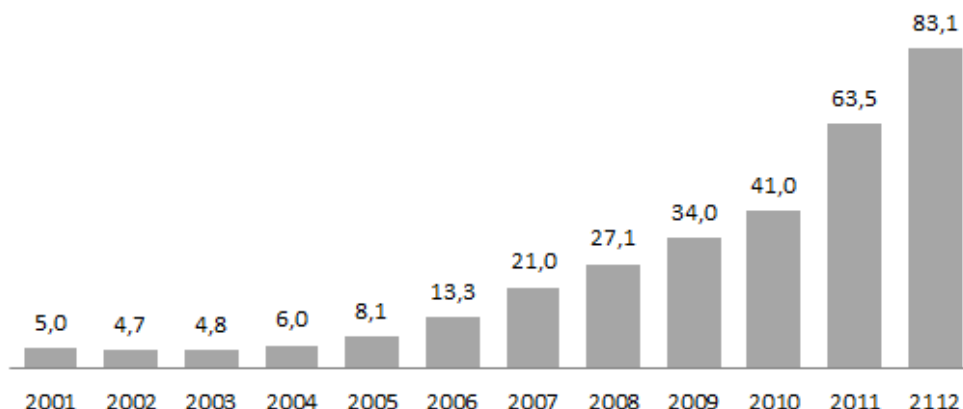
4.5.1 *Histórico do PE/VC no Brasil*

Embora os primeiros fundos de PE tenham sido criados no começo dos anos 80 no Brasil, a indústria só alcançou significância após a estabilização da moeda brasileira, no meio dos anos 90 (RIBEIRO; CARVALHO, 2008).

Até 1999, os investimentos de PE/VC haviam sido pouco explorados no Brasil, com a indústria tendo captado apenas US\$200 milhões em recursos para realizar investimentos. Porém, com o forte crescimento da internet e do comércio eletrônico nos anos de 1999 e 2000, a indústria de PE/VC captou mais US\$1,1 bilhão no período, em especial para investimentos de *Venture Capital* (que se caracterizam por serem destinados a empresas em início de operação e fase de desenvolvimento) nessas indústrias e setores correlatos. Após este período de forte crescimento, a indústria de PE/VC apresentou um novo período de baixa, devido principalmente ao revés causado no setor pelo “estouro da bolha da internet”. Em

2005, o setor superou essa fase de transição e transformação, voltando a apresentar um período de forte crescimento e captação de recursos, como mostra o gráfico abaixo com a evolução do capital comprometido¹¹, segundo dados da GVcepe.

Figura 16 – Evolução do Capital Comprometido Alocado no Brasil (em U\$ bilhões)



Fonte: GVcepe e ABVCAP / KPMG

Em decorrência da crise financeira de 2008, o mercado financeiro foi marcado pela incerteza em 2009. Porém, o reflexo da crise no Brasil não foi tão acentuado quanto o ocorrido nos demais países, principalmente os europeus e os Estados Unidos. A razão disso está baseada, principalmente, no sistema financeiro sólido e nos fundamentos macroeconômicos, além do crescimento da classe média, que impulsionou o mercado consumidor doméstico.

O expressivo crescimento de 31% no capital comprometido de 2012 em relação a 2011 mostra a forte tendência de crescimento da indústria de PE/VC no Brasil. Segundo dados da ABVCAP / KPMG, 63% do capital comprometido em 2012 (aproximadamente R\$53 bilhões) já havia sido efetivamente investido em companhias, o que demonstra a forte demanda por capital das empresas, favorecendo a captação de recursos por parte das organizações gestoras de PE/VC para novos veículos de investimento.

Dessa forma, embora a indústria brasileira de PE/VC seja bem recente se comparada com a existente nos Estados Unidos, ela vem demonstrando um forte crescimento ano a ano, com expressivo incremento no capital comprometido com novos veículos de investimento. Além disso, apesar da enorme diferença de idade em relação à indústria norte-americana, o

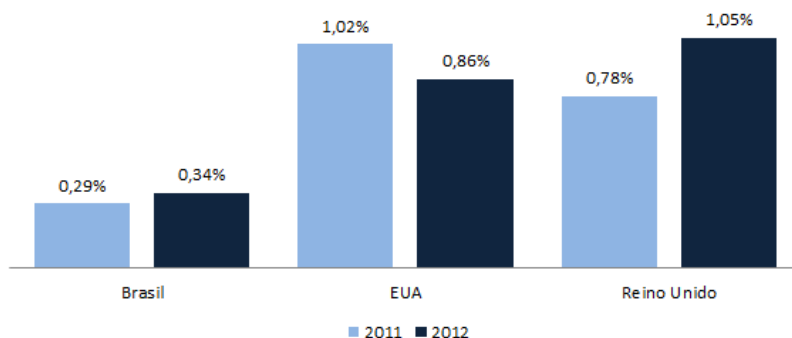
¹¹ O Capital Comprometido envolve o montante de aporte de capital dos investidores nos fundos de investimento, o qual é pré-definido contratualmente e é solicitado pela organização gestora à medida que vai realizando os investimentos, segundo a GVcepe

Brasil integra o grupo de países emergentes pioneiros na criação e implementação de suas indústrias de PE/VC (RIBEIRO, 2005).

4.5.2 *Tamanho da Indústria*

Embora os investimentos de PE/VC totalizaram quase R\$15 bilhões em 2012, um crescimento significativo de 26% em relação ao total de R\$11,8 bilhões investidos em 2011, a indústria brasileira de PE/VC, quando comparada com a de outros países, ainda apresenta um tamanho modesto. Observando-se a relação dos investimentos de PE/VC realizados em 2011 e 2012 com o PIB gerado pelo país, observa-se que o Brasil ainda apresenta um índice bem inferior ao encontrado em países desenvolvidos, como EUA e Reino Unido (índice de 0,34% para o Brasil contra 0,86% dos EUA e 1,05% do Reino Unido em 2012), conforme ilustrado no gráfico abaixo. Considerando esta relação de investimentos sobre o PIB dos EUA em 2012 (0,86%), entretanto, é possível notar o potencial de crescimento do setor no Brasil, uma vez que o mercado brasileiro tem capacidade para atrair anualmente pelo menos mais R\$38 bilhões de investimentos, ou seja, 154% de incremento em relação ao investido em 2012, segundo dados da ABVCAP KPMG.

Figura 17 – Relação dos investimentos de PE/VC sobre o PIB



Fonte: ABVCAP / KPMG

Além disso, conforme detalhado anteriormente, a indústria brasileira de *Venture Capital* corresponde por apenas 3,5% do valor investido em 2012, demonstrando o estágio ainda inicial desta categoria e revelando o grande potencial de crescimento para a mesma. Este potencial já está sendo verificado em 2013, uma vez que, segundo Rodrigues (2013), fundos de VC realizaram grandes investimentos no primeiro semestre deste ano, como, por exemplo, os aportes de R\$ 23 milhões e R\$5 milhões realizados pelo fundo alemão Rocket Internet na Cupo Nation, empresa que oferece, entre outros, cupons de descontos em serviços

de beleza pela *internet*, e na Airu, empresa que atua no varejo *online* de produtos de decoração e artesanato, respectivamente. Os fundos brasileiros também estão aproveitando as oportunidades e investido nos empreendedores locais, prova disso é o fundo brasileiro Monashees Capital, que, após receber um aporte de US\$6 milhões da Cisco Systems (multinacional do ramo de tecnologia), já realizou seis investimentos este ano, sendo o fundo de VC mais ativo no Brasil no momento.

Assim, embora a indústria brasileira de PE/VC ainda seja pequena levando-se em consideração a importância que esta modalidade de investimento possui em países desenvolvidos, o país já apresenta volume e qualidade de recursos, profissionais competentes e empresas com grande potencial de crescimento, atraindo o interesse de investidores locais e internacionais.

4.5.3 Comparação com o Modelo Norte-Americano de PE/VC

Segundo Jeng e Well (2000) e Gompers e Lerner (1998) apud Ribeiro e Carvalho (2008), a indústria de PE/VC tem evoluído de forma muito diferente entre os países e até mesmo dentro dos próprios países. No Brasil, a situação não poderia ser diferente, dado que o país possui um ambiente econômico-institucional diferente do encontrado nos Estados Unidos, onde a indústria de PE/VC se originou e se desenvolveu. O modelo brasileiro de PE/VC sofreu adaptações ao longo do tempo, de forma que pudesse atuar e se adaptar a um ambiente econômico-institucional diferente, caracterizado, segundo Ribeiro (2005) e a opinião do autor deste Trabalho, principalmente por: (i) dificuldade de acesso ao financiamento empresarial, com um custo de capital exageradamente elevado; (ii) procedimentos fiscais ineficientes, que leva a um alto grau de informalidade nas empresas; (iii) infraestrutura inadequada; (iv) instabilidade política; e (v) restrições impostas pelas leis trabalhistas.

O modelo brasileiro de PE/VC guarda similaridades e diferenças com o modelo norte-americano. As similaridades são esperadas, dado que a atividade de PE/VC é oriunda dos Estados Unidos e as indústrias de ambos os países se relacionam bastante entre si. Entre as principais similaridades, o autor deste trabalho, baseado no estudo realizado por Carvalho e Ribeiro (2008), destaca as seguintes:

- O setor é basicamente composto por organizações independentes que gerenciam recursos provindos, em sua maioria, de fundos de pensão e demais investidores institucionais;
- A indústria é muito concentrada regionalmente e a maior parte dos recursos é controlada por poucos gestores;
- Os investimentos, em geral, são feitos em empresas localizadas perto das organizações gestoras; e
- Alta qualificação dos gestores.

Entre as diferenças existentes entre as indústrias de PE/VC de ambos os países, destacam-se:

- Tendência de investimentos em setores mais tardios do desenvolvimento empresarial, dado o ambiente pouco propício ao empreendedorismo no Brasil, no qual as oportunidades de investimento em negócios nascentes tendem a ser escassas. Prova disso é a pequena expressividade da indústria de *Venture Capital* brasileira, que representou apenas 3,5% dos investimentos realizados em 2012;
- Poucas transações de LBO no Brasil, já que, devido à escassez de crédito e ao elevado custo de capital, os gestores não conseguem alavancar os investimentos;
- Baixo grau de especialização setorial no Brasil, com a predominância de fundos mais abrangentes setorialmente do que nos EUA, o que indica a escassez de boas oportunidades de investimento em um mesmo setor do mercado brasileiro;
- Ao invés de estarem concentrados em *clusters* tecnológicos, como nos Estados Unidos, os gestores brasileiros estão localizados em centros financeiros e de negócio, o que mostra que os maiores desafios estão relacionados à estruturação de parcerias comerciais e a busca de compradores estratégicos que viabilizem a saída. Além disso, essa proximidade busca diminuir a assimetria de informação existente na companhia investida e alinhar os objetivos dos empresários com os dos gestores do fundo;
- Embora sejam derivadas de regulamentação estrangeira, as normativas para a gestão de PE/VC no Brasil foram criadas especificamente para a realidade brasileira.

4.6 Considerações Finais

Através da compra de participação societária de empresas de capital fechado, que apresentam elevado potencial de crescimento, os fundos de PE/VC buscam gerar altos

retornos financeiros aos seus investidores, de modo a mitigar o elevado risco e a baixa liquidez que apresentam. A impossibilidade de regate do capital comprometido durante o ciclo de investimento acaba limitando os potenciais investidores, que, dada as condições apresentadas, devem apresentar um elevado nível de riqueza e horizontes de investimentos mais longos. Porém, conforme apresentado anteriormente, esta indústria vem crescendo rapidamente no Brasil nos últimos, impulsionada, em grande parte, pelos investidores nacionais, como os fundos de pensão.

Segundo Ribeiro e Carvalho (2008), o tamanho relativo da indústria de PE/VC depende de dois fatores:

- *Captação de Recursos com Investidores.* É o fator que atrair os investidores para a classe de ativos de PE;
- *Fluxo de Negócios.* É o fator que determina o número e a qualidade dos empreendimentos que buscam por capital, ou seja, reflete o número e a qualidade das oportunidades para investimentos de PE.

Segundo a opinião do autor deste Trabalho e dos gestores do Fundo PE, onde foi realizado o estágio, os principais fatores que influenciam a captação de recursos com investidores podem ser agrupados da seguinte forma:

- *Variáveis Macroeconômicas e Ambiente Institucional.* Compreendem, principalmente, os seguintes fatores: (i) incentivos para os fundos de pensão (maiores investidores nacionais) realizarem investimentos alternativos, como baixa rentabilidade da renda fixa, uma vez comprimida por uma baixa na taxa de juros básicos, aumento da meta atuarial (determina a rentabilidade mínima dos fundos de pensão), entre outros; (ii) crescimento do mercado de previdência privada; (iii) relação das taxas de juros de longo prazo versus curto prazo, sendo que, em um cenário de redução de taxas de juros, há um aumento da propensão a investir na economia real; e (iv) qualidade das normas contábeis;
- *Variáveis Internas à Indústria.* Envolvem as variáveis relacionadas à capacidade de uma organização de PE/VC em captar recursos, como: (i) reputação, *background*, senioridade e histórico de performance (*track record*) dos gestores da equipe em fundos de investimento com perfil similares, envolvendo, por exemplo, a capacidade e velocidade de investimento do dinheiro (impacto no tamanho do fundo), a rentabilidade de fundos anteriores e a consistência dos retornos dos investimentos

dentro de um mesmo veículo; (ii) diferencial da estratégia e proposta do fundo de investimento, como o tamanho mínimo dos investimentos, compra de participação minoritária ou controle, foco setorial, entre outros; (iii) mecanismos de alinhamento de interesse entre os investidores e os gestores do fundo e também a implementação de mecanismos de retenção de talentos; e (iv) existência ou não de investidores âncora, como grandes fundos de pensão.

Em relação aos principais fatores que explicam o fluxo de oportunidades de investimentos, foram identificados os seguintes pontos:

- *Variáveis Macroeconômicas e Ambiente Institucional.* Compreendem os seguintes fatores: (i) precificação dos ativos listados em mercado de capitais, uma vez que balizam a precificação de ativos privados através de avaliações relativas (múltiplos mais altos em bolsa de valores ensejam *valuations* privados mais elevados, logo, maior motivação dos empresários a vender uma parcela de suas empresas); (ii) ímpeto da atividade empresarial, que geram necessidades de capital para movimentos de consolidação de mercados, expansão para novos negócios e diferentes segmentos de mercado, entre outros; (iii) esforço inovador das empresas, como gastos com P&D, registro de patentes, compra de novos equipamentos, etc.; (iv) desenvolvimento e crescimento da economia (PIB) nacional, uma vez que determina as condições de mercado e o ímpeto consumista da população, indicando, conseqüentemente, o potencial de crescimento empresarial; (v) disponibilidade de crédito e canário da taxa de juros, uma vez que a baixa disponibilidade de crédito leva a um aumento da procura das companhias por aporte de capital de fundos de PE/VC;
- *Variáveis Internas à Indústria.* Envolve, principalmente, os seguintes fatores: (i) capacidade de prospecção ativa (*cold calls*) e alocação da equipe de gestores do fundo de PE/VC, além dos mecanismos de incentivo aplicados a estes pelas organizações gestoras; (ii) competição local dentro da estratégia de investimento proposta pelo fundo; (iii) presença e histórico local da organização gestora e reputação do time de gestores, uma vez que influencia diretamente a prospecção passiva, na qual os empresários e assessores procuram os gestores; (iv) mecanismos de incentivo oferecidos a terceiros (*fees* oferecidos a assessores, boutiques de fusões e aquisições, etc.); e (v) *sponsor* da organização gestora, como uma grande instituição financeira, que proporciona credibilidade e confiança aos fundos.

O ambiente brasileiro tem se mostrado favorável ao fluxo de negócios e à captação de novos recursos, atraindo, inclusive, um maior número de investidores e organizações gestoras de PE/VC internacionais. Outro fator determinante para o crescimento do setor é a necessidade e busca das empresas pelos investimentos de PE/VC e a consequente agregação de valor que estes proporcionam.

Além da disponibilidade de capital, as organizações gestoras proporcionam às companhias investidas um monitoramento constante dos resultados e agregam valor através do conhecimento adquirido durante a graduação e em investimentos realizados anteriormente, principalmente em Governança Corporativa, Finanças e Planejamento Estratégico. Segundo Zampieri (2013), os fundos de PE/VC proporcionam às companhias investidas um desempenho melhor na abertura de capital (IPO) ao longo dos anos que o das empresas que não possuem o suporte dos mesmos, dado o caráter ativo dos gestores de PE/VC, participando do conselho de administração, indicando bons conselheiros, melhorando as práticas de governança corporativa e profissionalizando a gestão das companhias investidas. Assim, através deste processo de agregação de valor e monitoramento, os fundos de PE/VC conseguem formalizar processos, formalizar a contabilidade e melhorar a governança das empresas de modo a torná-las mais preparadas para o IPO.

Além disso, o Brasil tem apresentado condições necessárias para o desenvolvimento das atividades e da indústria de PE/VC no país. Dentre os principais fatores listados por Ribeiro (2005), o autor deste Trabalho destaca: (i) crescimento da possibilidade de saída de um investimento através do mercado acionário (IPO), principalmente após a criação do Novo Mercado; (ii) perspectiva de taxas de juros mais baixas; (iii) expansão da alocação de recursos por parte dos fundos de previdência privada e de outros investidores nacionais no mercado de PE/VC; (iv) desenvolvimento de regulação nacional e desenvolvimento de um ambiente jurídico-legal mais eficiente aos veículos de investimento; e (v) oportunidades de investimento na área de infraestrutura, dado que o governo não possui capital necessário para suprir essas demandas.

Portanto, na visão do autor deste Trabalho, a indústria de PE/VC, além de ser capaz de gerar benefícios à economia nacional, proporcionando ganhos aos participantes do processo, tanto os investidores e gestores do fundo de PE/VC quanto para os proprietários das companhias adquiridas, apresenta um grande potencial de crescimento para os próximos anos.

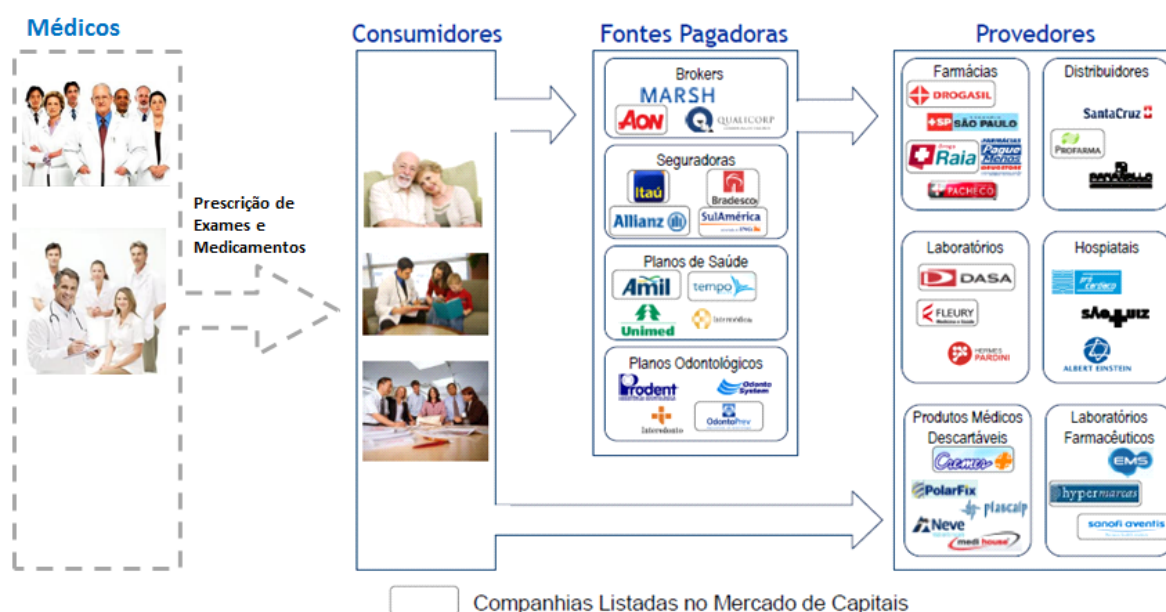
5. O SETOR

O Grupo de Diagnóstico Bahia é uma prestadora de serviços de saúde na região Nordeste, atuando mais especificamente na realização de exames de diagnósticos por imagem, e, conseqüentemente, faz parte da indústria brasileira de saúde.

A segmentação dos prestadores de serviço no setor de saúde envolve principalmente: (i) os médicos; (ii) os prestadores do serviço; e (iii) as fontes pagadoras, conforme detalhado e ilustrado abaixo.

- *Médicos.* Prescrevem os exames, medicamentos e tratamentos aos seus pacientes, determinando o fluxo de serviços realizados em toda a cadeia;
- *Prestadores de Serviço.* Compreendem as clínicas médicas, hospitais, laboratórios de análises clínicas e de diagnósticos por imagem, farmácias, entre outros;
- *Fontes Pagadoras.* Consideram, principalmente, os planos de saúde, que, na maioria das vezes, realizam os pagamentos dos serviços de saúde. Envolvem as cooperativas médicas, instituições filantrópicas, seguradoras especializadas em saúde, etc.

Figura 18 – Cadeia do setor de saúde



Fonte: Elaborado pelo autor

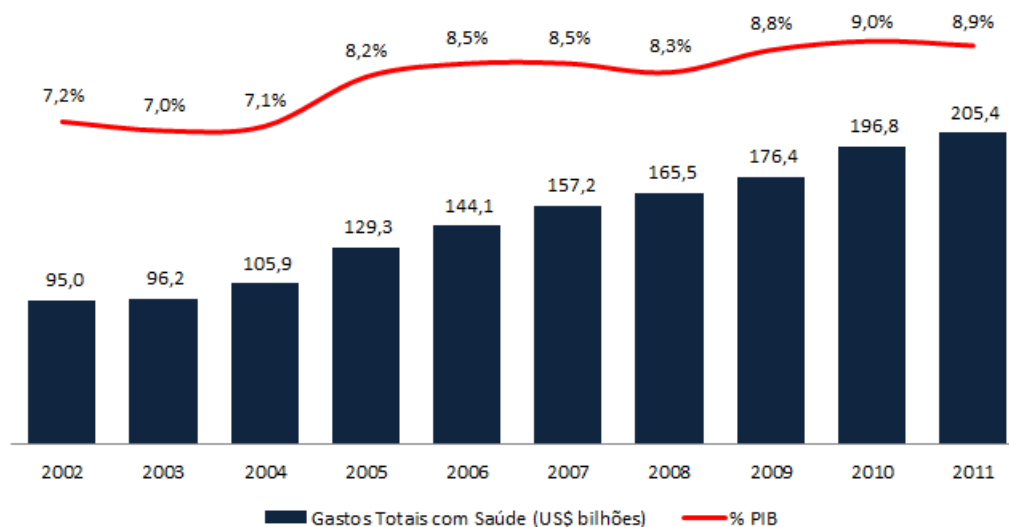
Dessa forma, após o médico prescrever os exames e medicamentos necessários ao diagnóstico e tratamento de potenciais doenças, as fontes pagadoras realizam a intermediação entre o serviço prestado pelos provedores, e os clientes, que necessitam do atendimento

médico. Na maioria das vezes, a fonte pagadora é quem determina os prestadores de serviço (hospitais, clínicas de exames, farmácias, etc.) que os clientes terão acesso. Caso os pacientes não possuem convênio médico, ou seja, não têm planos de saúde, estes devem realizar o próprio pagamento pelo atendimento recebido.

5.1 Drivers do Crescimento do Setor de Saúde

A indústria brasileira de Saúde totalizou \$205,4 bilhões, em valores comparáveis (PPC)¹², em gastos em 2011, valor que correspondeu a 8,9% do PIB e apresentou um CAGR¹³ de 8,9% entre os anos de 2002 a 2011, segundo a World Health Organization (WHO)¹⁴.

Figura 19 – Gastos totais com saúde no Brasil (em PPP int. \$ bilhões)



Fonte: World Health Organization (WHO)

Paralelamente, os gastos totais per capita com saúde apresentam um crescimento ainda mais expressivo, com um CAGR de 20,9% no mesmo período, alcançando o valor de \$1.042,7, em PPC, em 2011. Desse volume de gastos com saúde em 2011, as despesas privadas e públicas com saúde representaram 54,3% e 45,7%, respectivamente, conforme ilustrado no gráfico abaixo. Essa relação entre os gastos públicos e privados tem se mantida

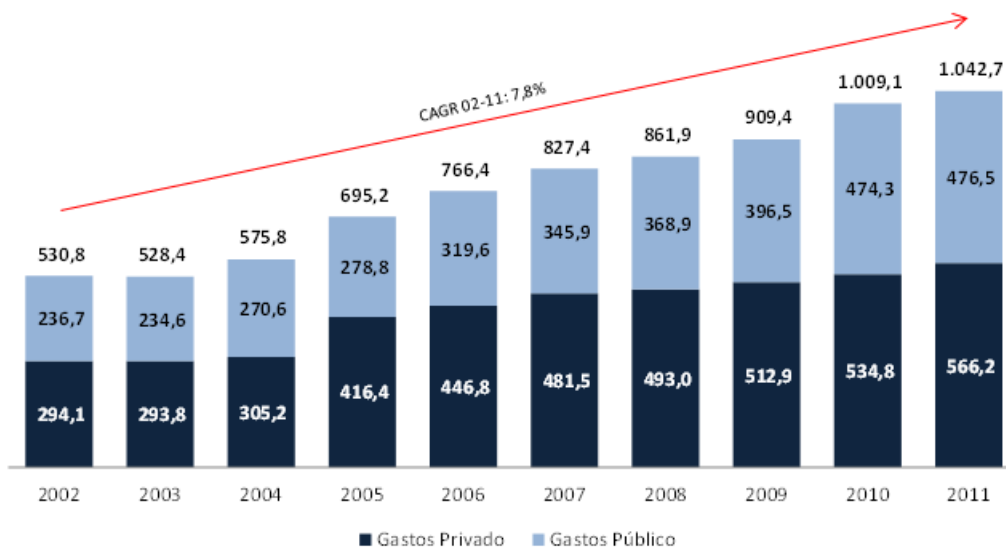
¹² PPC (Paridade Poder de Compra, ou, no inglês, PPP – *Purchasing Power Parity*) é, segundo a Wikipédia, um método utilizado para calcular o poder de compra de dois países, determinando quanto que uma moeda pode comprar em termos internacionais.

¹³ CAGR (Compound Annual Growth Rate) é um termo muito utilizado para análise de uma série histórica de dados, que corresponde à taxa de crescimento média anual para um longo período de tempo.

¹⁴ World Health Organization (WHO) é entidade autorizada a dirigir e coordenar o setor de saúde dentro do sistema das Nações Unidas. Segundo o site da organização, ela é responsável por fornecer a liderança em questões globais de saúde, moldando agenda de pesquisa, estabelecendo normas e padrões, monitorando e avaliando as tendências de saúde, entre outras atividades.

constante desde 2002, o que demonstra a importância dos serviços privados de saúde em suprir a carência existente nos serviços público.

Figura 20 – Gastos totais per capita com saúde no Brasil (em PPP Int. \$)



Fonte: World Health Organization (WHO)

Embora o Sistema Único de Saúde (SUS) tenha sido criado com base nos princípios de ser universal, integral e igual, Bernard Couttolenc, especialista em economia da saúde, afirma, que a disponibilidade de serviços públicos de saúde a toda a população é inviável, sendo que uma saída para esta situação é fortalecer a integração e as parcerias com a iniciativa privada, a qual investe um valor maior que o setor público em saúde (MÁXIMO; OLIVEIRA, 2013).

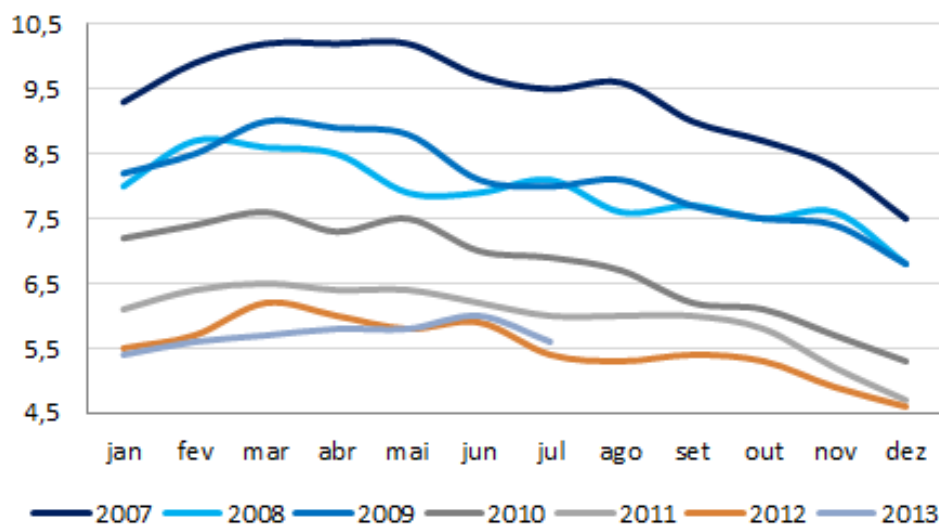
Segundo a opinião de analistas e companhias do setor de saúde e em linha com os *drivers* do desenvolvimento socioeconômico do Brasil, os principais fatores que já contribuem e que deverão continuar impulsionando o crescimento desta indústria no país são: (i) queda da taxa de desemprego; (ii) aumento da renda da população; (iii) baixa penetração dos Planos de Saúde na população; e (iv) envelhecimento da população brasileira.

5.1.1 Queda da Taxa de Desemprego

O enriquecimento do país e a consequente queda da taxa de desemprego, que atingiu 5,6% em julho de 2013 (conforme figura 21), impactam diretamente no crescimento do setor de saúde no Brasil. Com a criação de novos postos de trabalho, aumenta-se também a adesão de planos de saúde para o segmento corporativo, que representa atualmente 78% do total, e, consequentemente, leva a um crescimento dos gastos com saúde no país e a um aumento da taxa de cobertura (penetração) das seguradoras. Conforme ilustrado na figura 22, o número de

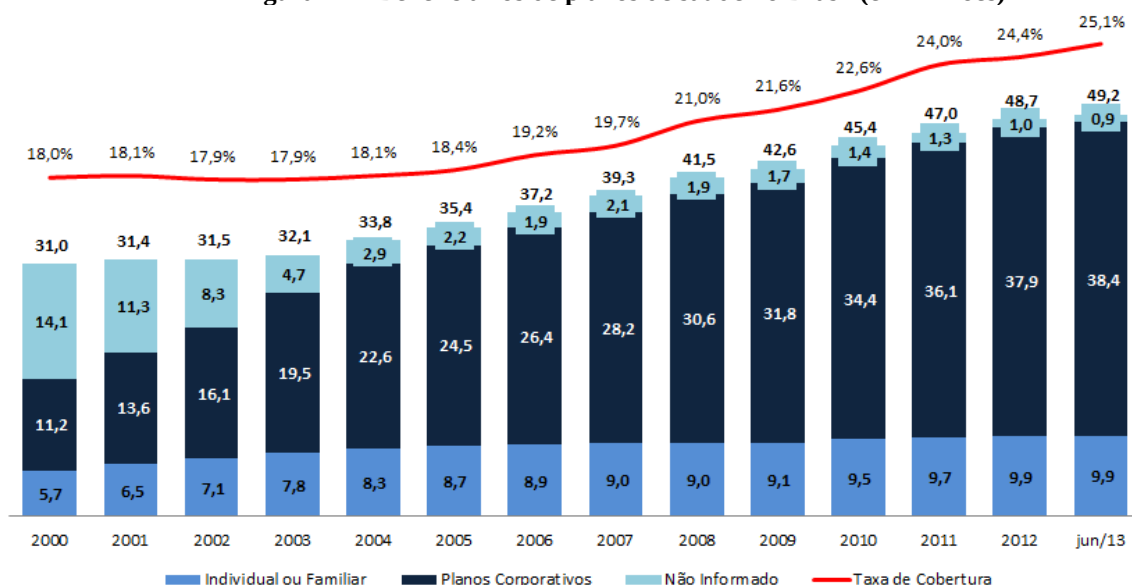
beneficiários de planos de saúde privados no Brasil tem apresentado taxa média de crescimento de 3,8% ao ano desde 2000, com destaque para o segmento de planos corporativos, que obteve um crescimento médio de 10,7% ao ano no mesmo período.

Figura 21 – Evolução mensal da taxa de desemprego (%)



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)¹⁵

Figura 22 – Beneficiários de planos de saúde no Brasil (em milhões)



Fonte: Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS)¹⁶

¹⁵ IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) é uma fundação pública criada em 1934, que possui atribuições ligadas às geociências e estatísticas sociais, demográficas e econômicas, segundo informações da entidade.

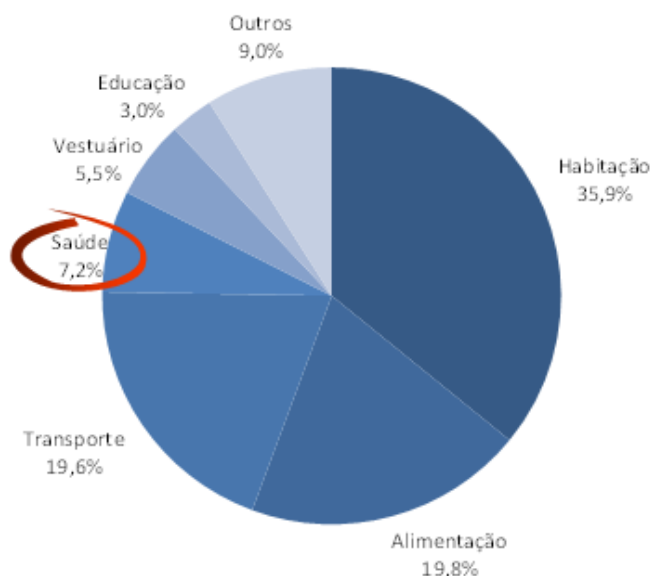
¹⁶ ANS (Agência Nacional de Saúde Suplementar) é uma agência reguladora do setor de planos de saúde brasileiro, estando vinculada ao Ministério da Saúde, segundo informações da própria entidade.

Assim, a queda da taxa de desemprego é um dos principais *drivers* do crescimento da indústria de saúde, uma vez que eleva o número de beneficiários dos planos de saúde pelo segmento corporativo, que representam grande parte do total de planos de saúde privado.

5.1.2 Aumento da Renda da População

A população brasileira gasta, na média, 7,2% da renda familiar com serviços e produtos de saúde, conforme dados da Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF)¹⁷ 2008 – 2009. Este percentual é relativamente baixo quando comparado aos gastos com habitação, alimentação e transporte, que representam 35,9%, 19,8% e 19,6%, respectivamente, do total das despesas familiares.

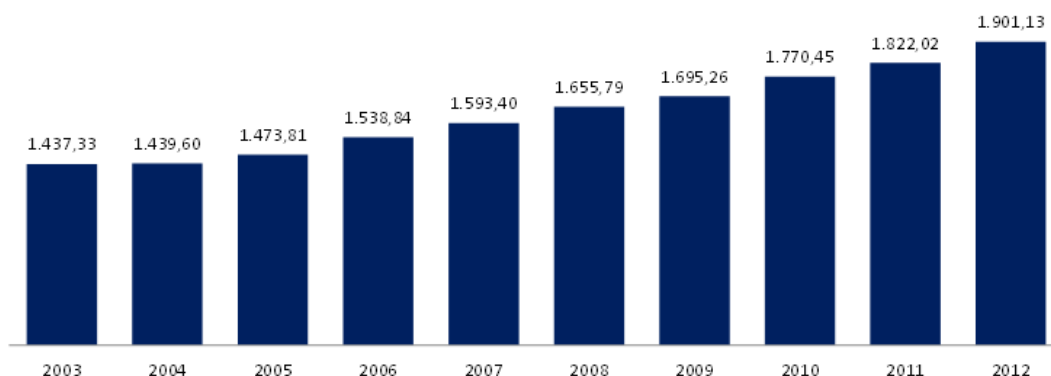
Figura 23 – Despesas mensais como porcentagem da renda familiar



Fonte: POF 2008 – 2009 (IBGE)

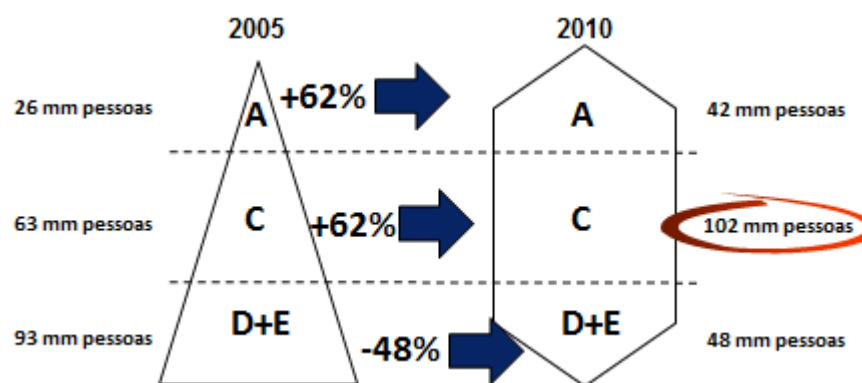
Com a tendência de aumento da renda familiar brasileira, conforme ilustrado no gráfico abaixo, e a expressividade ainda baixa dos gastos com saúde como percentual dos gastos familiares, nota-se um grande potencial de crescimento para o setor, tanto em valores absolutos como consequência da expansão da renda familiar quanto com o aumento relativo das despesas com saúde na participação dos gastos familiares.

¹⁷ POF (Pesquisa de Orçamentos Familiares) é realizada pelo IBGE, visando mensurar as estruturas de consumo, dos gastos, dos rendimentos e parte da variação patrimonial das famílias, segundo a entidade.

Figura 24 – Evolução do rendimento médio real do trabalho principal (R\$)

Fonte: IBGE

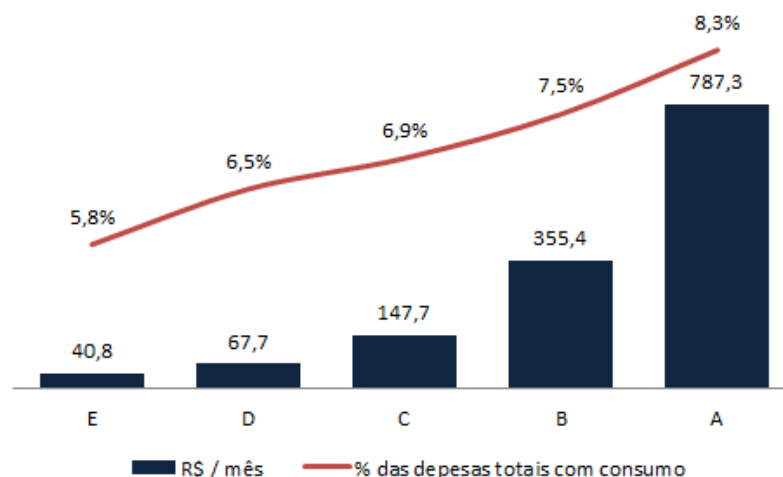
Além disso, o enriquecimento do país, com a consequente queda da taxa de desemprego e aumento da renda média, gera uma forte migração da população brasileira entre as diferentes faixas de renda. Segundo dados do IBGE, há, no Brasil atualmente, uma forte migração da população das classes D e E para a classe C, e, também, um grande crescimento da classe A.

Figura 25 – Mudança do perfil de distribuição econômica e social no Brasil

Fonte: IBGE

A correlação entre os gastos com saúde com as diferentes faixas de renda é grande, de modo que os gastos com saúde tendem a aumentar com a migração das faixas mais baixas para as faixas mais altas. Segundo dados do IBGE, a classe A apresentou um gasto médio mensal com saúde de R\$787 no período de 2008 a 2009, enquanto que as classes D e E apresentaram um gasto médio mensal de R\$68 e R\$41, respectivamente, conforme ilustrado abaixo.

Figura 26 – Gasto médio mensal com saúde das faixas de renda (R\$)



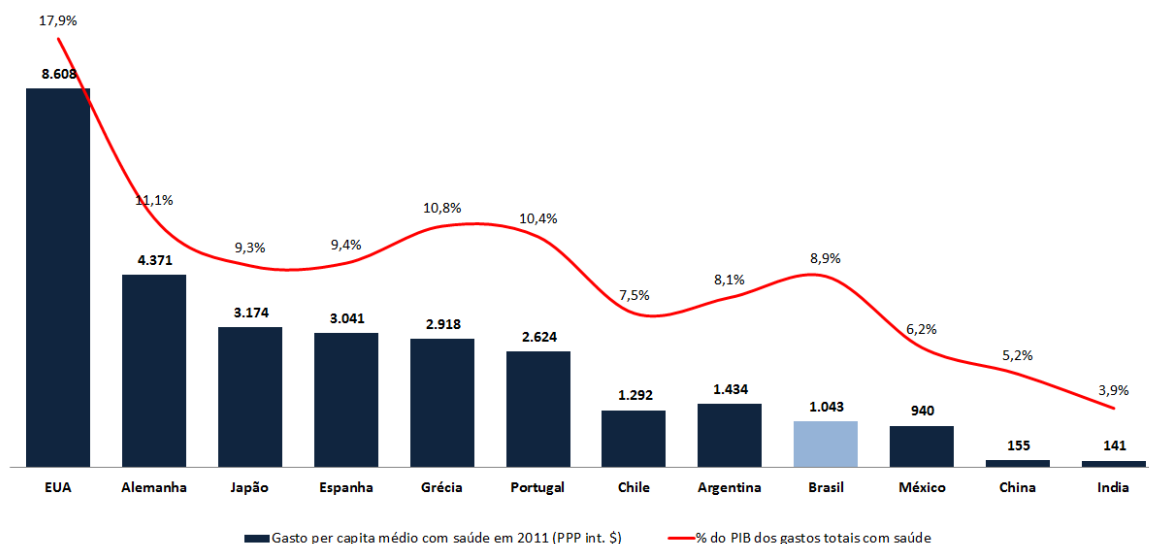
Fonte: POF 2008 – 2009 (IBGE)

Dessa forma, a estabilidade e o crescimento econômico permitiram a queda da taxa de desemprego e o aumento da renda média dos trabalhadores brasileiros, variáveis que afetam diretamente os gastos com o setor de saúde, pois, além de aumentar o número de pacientes com planos de saúde (aumento do segmento corporativo), tende a influenciar a migração da população para as faixas de renda com maior poder aquisitivo, que possuem um gasto médio mensal com saúde mais elevado que as faixas de renda com menor poder aquisitivo.

5.1.3 Baixa Penetração dos Planos de Saúde

Os gastos per capita com saúde ainda são baixos quando comparados a outros países do mundo. Segundo dados da WHO, o gasto per capita médio anual do Brasil com saúde, em 2011, foi de \$1.043, em PPC, valor que, embora seja superior ao de países que também estejam em estágio de desenvolvimento, como China e Índia, é inferior ao de países latino americanos com economia menos desenvolvida que a brasileira, como México, Argentina e Chile, e também significativamente menor que os gastos dos países desenvolvidos, como EUA, Alemanha e Japão. Além disso, o gasto per capita médio brasileiro chega a ser, inclusive, inferior aos gastos de países europeus que vivem um período de crise financeira, como Espanha, Grécia e Portugal.

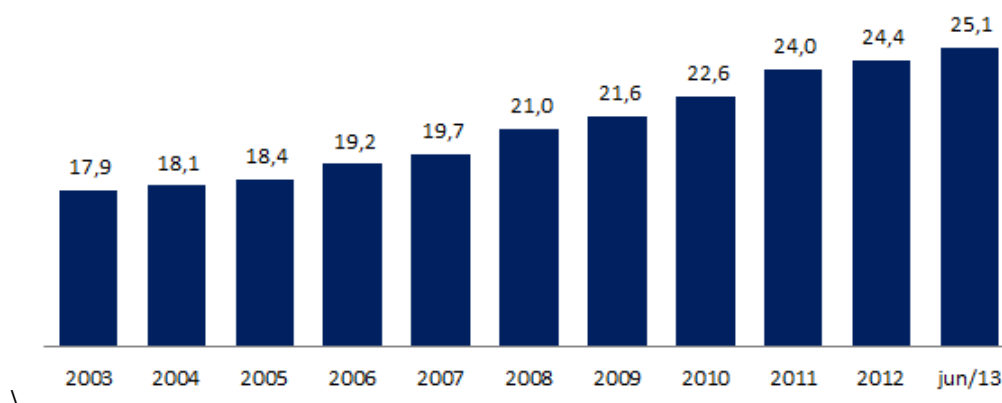
Figura 27 – Gasto per capita médio com saúde em 2011 (PPP Int. \$)



Fonte: World Health Organization (WHO)

Grande parte deste baixo gasto per capita com saúde se deve a baixa penetração dos planos de saúde no Brasil, o que faz com que 75% da população brasileira tenham acesso limitado a serviços de saúde, uma vez que não possuem planos de saúde e dependem dos serviços públicos, os quais são limitados e ineficientes. Embora a penetração de planos de saúde no Brasil tenha apresentado um crescimento de 7,2 pontos percentuais nos últimos 10 anos, chegando a 25,1% em 2013, segundo dados da ANS, esta penetração ainda se encontra em um patamar muito inferior ao da encontrada em outros mercados internacionais, como no México (penetração de 60%) e nos Estados Unidos (penetração de 85%).

Figura 28 – Taxa de cobertura (%) de planos de saúde no Brasil



Fonte: ANS

Esses dados evidenciam o alto potencial de crescimento que os planos de saúde têm na população brasileira, dado que a penetração destes ainda é baixa. A expansão no número de

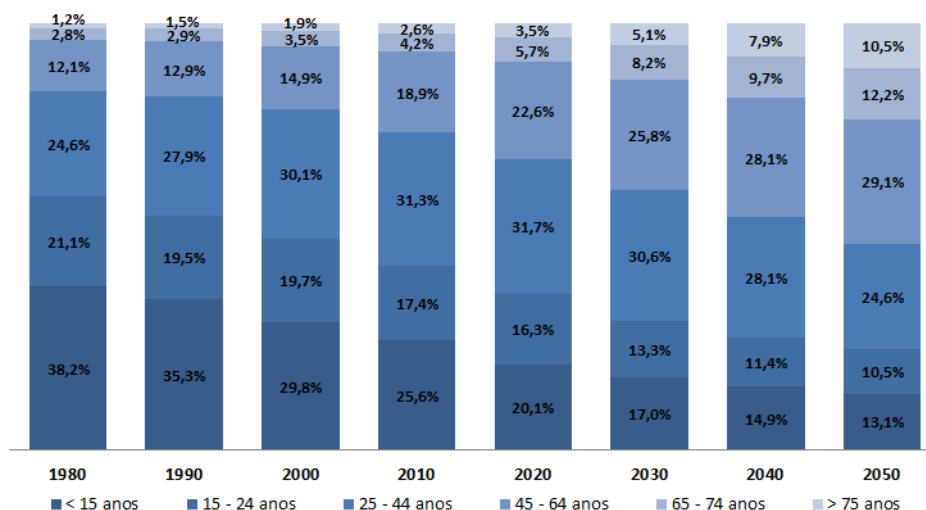
usuários tende a gerar um maior gasto per capita com serviços médicos, uma vez que o efeito do elevado preço dos serviços de saúde, como consultas e exames médicos, acaba sendo minimizado para os beneficiários dos planos de saúde.

Além disso, ainda existe uma grande carência do governo brasileiro em gerenciar os serviços públicos de saúde com qualidade para a população, que é verificada com a manutenção do percentual dos gastos privados com saúde em relação ao total dos gastos com saúde no Brasil, que, conforme ilustrado na figura 20, mantiveram-se na faixa dos 55% de 2002 a 2011. Essa carência gera uma desconfiança na população com os serviços públicos, dado que o governo não consegue suprir as necessidades básicas de saúde, colaborando para o aumento da procura por planos de saúde privado, que dão condições à população de receber um serviço médico particular e de melhor qualidade que o oferecido pelo setor público.

5.1.4 *Envelhecimento da População Brasileira*

O envelhecimento gradual da população (“aging”) é considerado pelo mercado um dos principais fatores para o aumento dos gastos com saúde no Brasil.

A população brasileira vem apresentando mudanças em sua estrutura etária nos últimos trinta anos, com a perspectiva de que a população acima dos 65 anos dobre até 2030, alcançando 13% da população total. Em 1980, observa-se um cenário bem distinto do atual, com apenas 16% da população brasileira possuindo mais de 45 anos de idade, proporção esta que vem crescendo continuamente, com a expectativa de que, em 2020, este indicador atinja 32% da população brasileira, podendo atingir mais da metade da população (52%) em 2050.

Figura 29 – Distribuição da população brasileira por faixa etária

Fonte: IBGE

Essa mudança na distribuição da população brasileira por faixa etária tende a beneficiar o setor de saúde, já que a maior parte dos gastos com serviços médicos concentra-se nas faixas etárias mais altas, onde, segundo dados da ANS, a penetração de planos de saúde é maior, estando acima da média nacional (25,1%) e atingindo uma penetração máxima de 31,6% para as pessoas com mais de 80 anos.

Dessa forma, a diminuição expressiva nos índices de desemprego e o consequente aumento de renda disponível deverão, junto com o aumento da penetração dos planos de saúde e o envelhecimento da população, garantir o incremento dos gastos com saúde no Brasil para os próximos anos.

5.2 Medicina Diagnóstica

A história da Radiologia, segundo a Sociedade Paulista de Radiologia e Diagnóstico por Imagem, teve início com a descoberta do exame de Raios-X pelo físico alemão Wilhelm Conrad Roentgen, em 1895, sendo que a primeira radiologia foi realizada em 22 de dezembro deste mesmo ano. No Brasil, o primeiro exame de radiologia foi realizado em 1896.

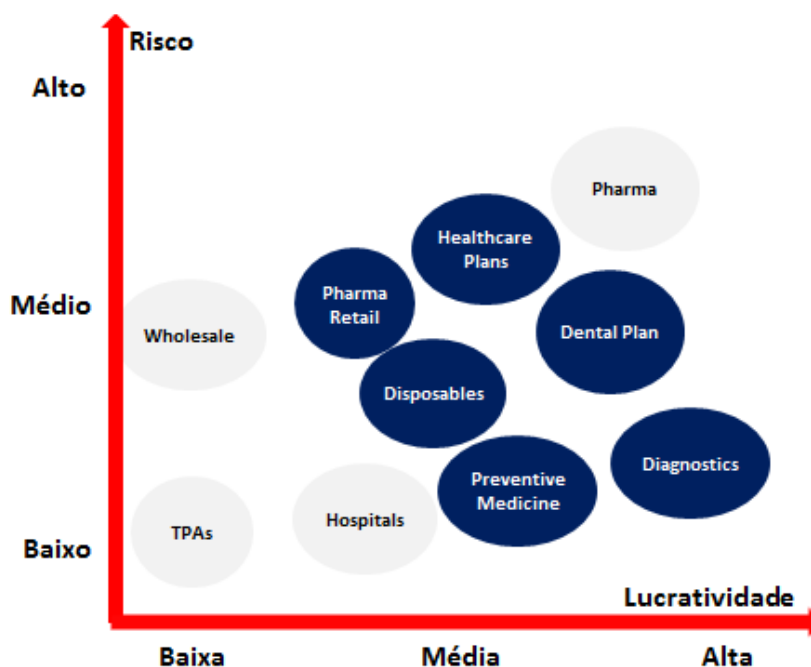
Através da descoberta da radiologia, foi possível visualizar o interior do corpo humano dos pacientes, revolucionando as aplicações médicas. Com a evolução da medicina ao longo do tempo, este método se desenvolveu e assumiu uma expressividade universal no diagnóstico do corpo humano.

Segundo o Colégio Brasileiro de Radiologia e Diagnóstico por Imagem, os exames de diagnóstico que utilizam métodos de imagem e/ou radiações ionizantes podem ser divididos

em: (i) densitometria óssea; (ii) *doppler* esplâncnico e periférico; (iii) mamografia; (iv) medicina nuclear; (v) neurorradiologia; (vi) radiodiagnóstico convencional e especializado; (vii) radiologia pediátrica; (viii) radiologia vascular e intervencionista; (ix) ressonância magnética; (x) tomografia computadorizada; e (xi) ultrassonografia.

O setor de Medicina Diagnóstica é muito atrativo e interessante para a realização de investimentos. Além dos fatores macroeconômicos levantados, que favorecem o crescimento e desenvolvimento do setor de saúde brasileiro, Cerdan; Schreck; Baldoni (2010) indica que o segmento de Medicina Diagnóstica é o que apresenta a maior atratividade no setor de saúde, uma vez que possui, segundo o estudo, o melhor índice lucratividade/risco dentre os diferentes segmentos existentes, como mostra a figura abaixo.

Figura 30 – Relação lucratividade vs. risco nos diferentes segmentos de saúde

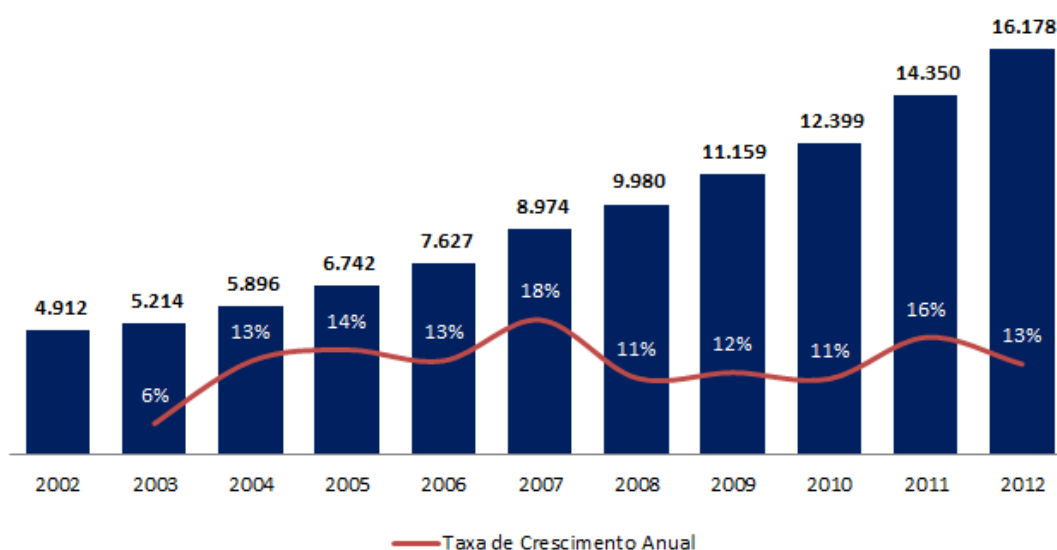


Fonte: Cerdan; Schreck; Baldoni (2010)

Observa-se, na figura, que o segmento de diagnóstico por imagem apresenta uma alta lucratividade para um baixo fator de risco existente no negócio, apresentando, por exemplo, uma maior lucratividade e um menor risco que as farmácias, planos de saúde e odontológicos, indústria farmacêutica, entre outros. Além disso, é interessante notar que, para um risco muito similar ao apresentado pelos hospitais (serviços que possuem baixo risco devido ao elevado grau de importância que apresentam), os serviços de diagnóstico por imagem apresentam uma lucratividade muito superior, já que possuem serviços com maior valor agregado e exames mais sofisticados, como ressonâncias magnéticas e tomografias.

O mercado de Medicina Diagnóstica está em constante crescimento, beneficiando-se largamente da expansão dos gastos com saúde no Brasil, principalmente pelo crescimento da penetração dos planos de saúde, visto que a grande maioria dos pacientes realiza este tipo de exame com a cobertura de seu plano de assistência médica, em detrimento da forma particular. Os gastos com serviços de diagnóstico totalizaram R\$16,2 bilhões em 2012, representando um aumento de R\$11,3 bilhões quando comparado ao ano de 2002. Conforme ilustrado na figura abaixo, a taxa de crescimento anual se manteve acima de 10% desde 2004, apresentando um CAGR de 12,7% para o período de 2002 a 2012.

Figura 31 – Evolução dos gastos com serviços de diagnóstico (em R\$ bilhões)



Fonte: ANS

Até o início dos anos 90, os exames de diagnóstico e análises clínicas eram feitos pelos médicos, de forma não normatizada, em seus próprios consultórios ou em pequenos laboratórios. Desde a metade dos anos 90, porém, o mercado vem passando por profundas mudanças, impulsionado por novas tecnologias e pela implementação de novas técnicas e serviços, capazes de processar diagnósticos de maneira mais eficiente e em maior volume, sendo que essas mudanças tendem a favorecer a consolidação do mercado (segue análise comparativa com o mercado americano de Medicina Diagnóstica no Apêndice A).

5.2.1 Linhas de Negócio

Segundo o Grupo Fleury, o setor de Medicina Diagnóstica pode ser dividido em três grandes linhas de negócio:

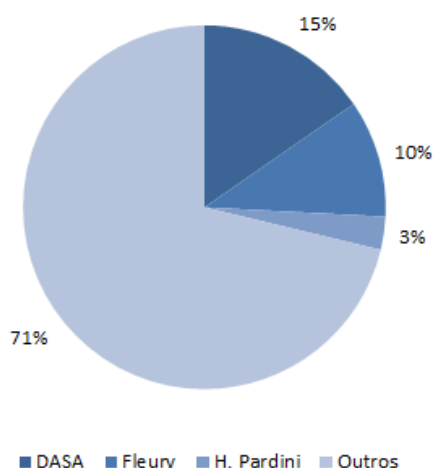
- *Atendimento Ambulatorial.* Trata-se da coleta de amostras de exames de análises clínicas ou da realização de exames de diagnóstico por imagem em Unidades de Atendimento que não estão localizadas em hospitais ou consultórios médicos;
- *Atendimento Hospitalar.* Essa linha de negócio realiza os exames dentro dos hospitais, o que favorece a realização de exames que demandam urgência e agilidade, dada as necessidades dos diferentes tratamentos e cuidados médicos. Em geral, os hospitais brasileiros não focam nestes serviços, o que torna frequente a criação de parcerias com empresas particulares;
- *Atendimento ou Apoio a Laboratórios.* Consiste na prestação de serviços a outros laboratórios, que, normalmente, são clínicas de pequeno e médio porte e que, assim, não apresentam escala e volume suficientes para viabilizar financeira e tecnicamente a realização destes exames na própria clínica.

5.2.2 Principais Players do Setor

O setor de Medicina Diagnóstica é extremamente fragmentado, com predominância de pequenas clínicas particulares (mais de 15.400 unidades em 2009, segundo dados na ANS), que realizam exames regionais e apresentam baixo faturamento, quando comparadas às grandes companhias do mercado.

Os principais *players* desta indústria são DASA, Fleury e Hermes Pardini, sendo que as duas primeiras são de capital aberto (listadas no mercado de capitais). Em termos de faturamento em 2012, essas três empresas possuíam apenas 28% de *market share*, conforme mostra a figura abaixo.

Figura 32 – Fragmentação do setor de Medicina Diagnóstica (2012)



Fonte: ANS, DASA e Fleury

Em linha com o que vem acontecendo nos países desenvolvidos, como nos Estados Unidos, espera-se um movimento de consolidação setorial no Brasil, que proporciona um maior volume de exames, diluindo, assim, custos fixos e investimentos, gerando ganhos de escala, maior poder de barganha com fontes pagadoras e fornecedores de equipamentos e incremento de margens operacionais, devido à diluição das despesas e custos fixos. Dessa forma, por ser extremamente fragmentado, o setor de Medicina Diagnóstica apresenta um alto potencial de consolidação, o que favorece as atividades de fusões e aquisições.

5.2.2.1 DASA

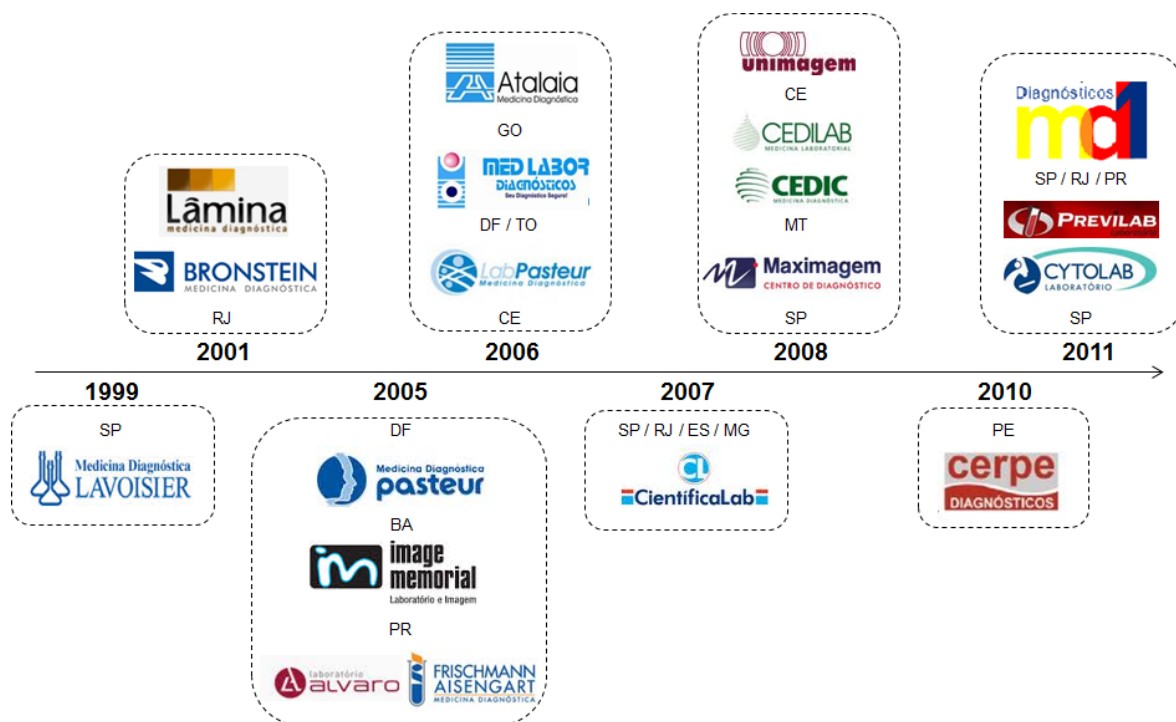
A DASA é a maior companhia do setor de medicina diagnóstica da América Latina, oferecendo um portfólio de mais de 3 mil tipos de exames, distribuídos entre os segmentos de análises clínicas e diagnóstico por imagem. As amostras dos exames de análises clínicas são coletadas nas mais de 500 unidades de atendimento que a empresa possui e, então, são encaminhadas a um dos 10 Núcleos Técnicos Operacionais (NTO)¹⁸ existentes. Os exames de diagnóstico por imagem, por outro lado, são realizados e laudados por médicos especializados na própria clínica de atendimento, segundo informações do *website* da companhia.

Através de um forte crescimento via aquisições, a empresa possui atualmente 25 marcas distintas, que estão distribuídas em 12 estados e em três níveis de atendimento: *premium* (com a marca Alta Excelência Diagnóstica); *executivo* (16 marcas, como Delboni Auriemo e Imagem Memorial); *standard* (7 marcas, como Lavoisier e Cytolab); e *público* (com a marca CientificaLab). Esta segmentação adequa os serviços prestados aos diferentes segmentos e classes do mercado, alinhando os produtos oferecidos com as diferentes categorias de planos de saúde e com as diferenças socioeconômicas de cada região.

Em 1999, com a aquisição da marca Lavoisier, a DASA iniciou, no Brasil, um processo de consolidação do setor de Medicina Diagnóstica, adquirindo 19 marcas, expandindo regionalmente e nacionalmente sua área de atuação, além de agregar um maior número de exames ao seu portfólio de serviços, conforme ilustrado na figura abaixo.

¹⁸ Núcleo Técnico Operacional (NTO) é laboratório central que recebe as amostras de análises clínicas para realizar as análises necessárias

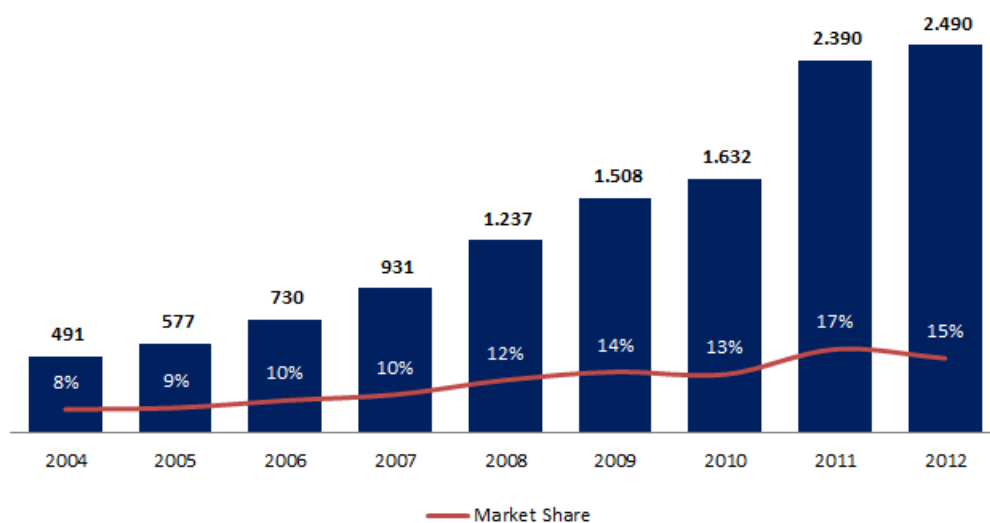
Figura 33 – Linha histórica com as principais aquisições da DASA



Fonte: Site institucional da DASA

Na última década, a empresa apresentou um crescimento expressivo, atingindo um faturamento de R\$2,5 bilhões em 2012, (CAGR de 22,5% desde 2004) e uma participação de 15% no mercado de Medicina Diagnóstica, conforme indica a figura abaixo.

Figura 34 – DASA: evolução do faturamento (R\$ milhões) e market share (%)



Fonte: ANS e DASA

Esse crescimento expressivo se deve, em grande parte, às aquisições realizadas no período, como, por exemplo, a aquisição do grupo MD1, que engloba as clínicas Sérgio Franco, Multi-Imagem, CDPI e ProEcho e aumenta a exposição nos mercados do Paraná, Rio

de Janeiro e São Paulo, além de contribuir para o crescimento de 45,1% no faturamento em 2011 em relação ao resultado obtido em 2010.

5.2.2.2 Fleury

O Grupo Fleury é uma das organizações mais tradicionais de medicina e saúde do país. Com 87 anos de existência, é reconhecida pela comunidade médica por sua excelência no serviço ao cliente e qualidade técnica. A empresa busca oferecer soluções cada vez mais integradas e completas, sempre em busca da melhor solução diagnóstica (seu *core business*) aos seus clientes. Para isso, o Grupo Fleury possui um portfólio de mais 3,5 mil testes em 37 diferentes áreas diagnósticas e está presente nos principais centros econômicos do País. Atualmente, a empresa tem as seguintes linhas de negócio: *unidades de atendimento; operações diagnósticas em hospitais; laboratório de referência* (realização de exames de média e alta complexidade para laboratórios, hospitais e clínicas em todo o Brasil); *medicina preventiva (check-up); e diagnóstico dental*.

Assim como a DASA, o Fleury iniciou, em 2001, um processo de consolidação do Mercado de Diagnósticos, com a aquisição de diversas marcas do setor. Conforme figura abaixo (e no Anexo B), em 10 anos, a companhia fez 28 aquisições com a intenção de entrar em novas regiões, complementar seu *mix* de serviços e aumentar sua base de conhecimento.

Figura 35 – Linha histórica com as principais aquisições do Fleury

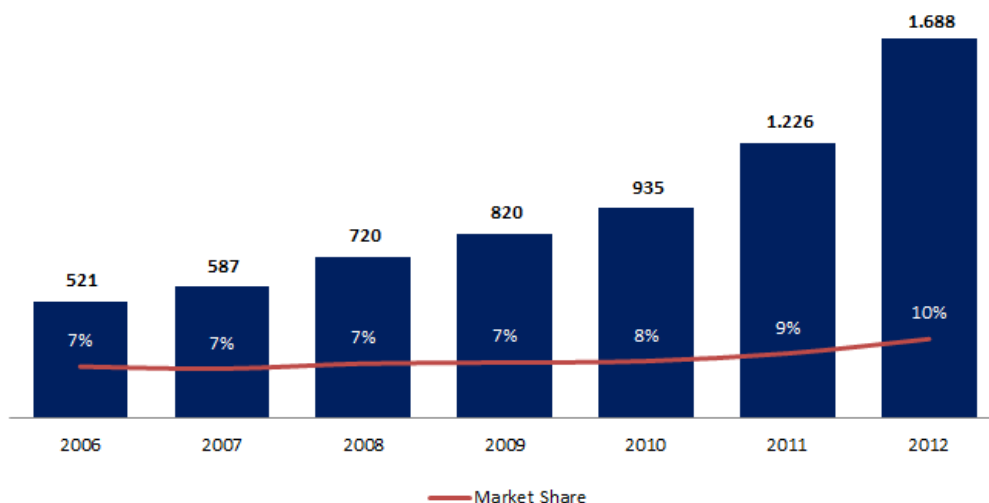


Fonte: Fleury

O Fleury também cresceu bastante nos últimos anos, crescimento este impulsionado por aquisições, como das clínicas Diagnoson e Labs D'Or. Em 2012, gerou um faturamento

de R\$1,7 bilhão (CAGR de 21,7% para o período de 2006 a 2012) e um incremento de 2% em termos de *market share*, conforme detalha o gráfico abaixo.

Figura 36 – Fleury: evolução do faturamento (R\$ milhões) e *market share* (%)



Fonte: ANS e Fleury

Esses dados mostram o potencial de crescimento do setor e das empresas, uma vez que o Fleury, segundo maior *player*, embora quase triplicou seu faturamento em apenas cinco anos, cresceu apenas 2% em termos de participação de mercado. Devido à dificuldade em cadastrar os planos de saúde na abertura de novas unidades de atendimento, uma vez que cada nova clínica necessita de um novo CNPJ e, conseqüente, precisa solicitar o cadastro e autorização dos planos de saúde, atividade que apresenta alto grau de burocracia e demanda longos períodos para ser concretizada, observa-se a necessidade de realizar aquisições para continuar crescendo rapidamente em termos de faturamento e área de atuação.

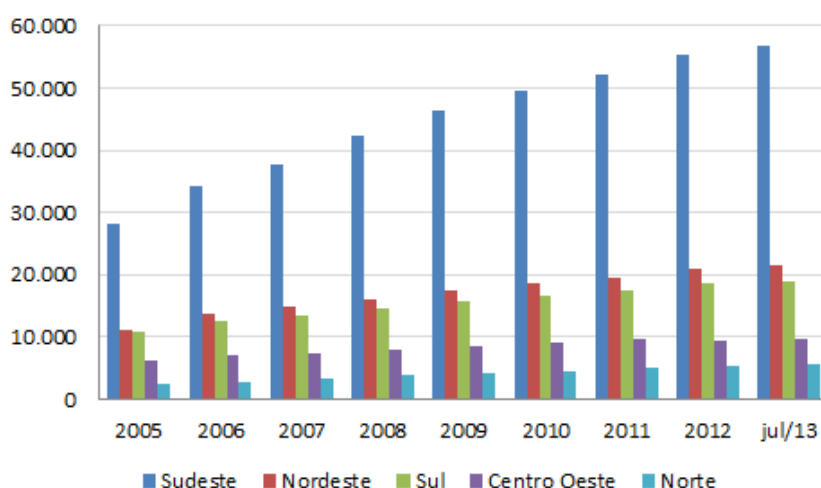
5.2.3 Potencial da Região Nordeste

O Grupo de Diagnóstico Bahia possui como foco de atuação a região Nordeste, com forte presença no estado da Bahia e uma perspectiva de expansão para as capitais e principais cidades dos demais estados.

Quando comparado com o restante do país e, principalmente, com a região Sudeste, região mais capitalizada e desenvolvida, o Nordeste apresenta um mercado em estágios iniciais de desenvolvimento social e econômico, com grandes perspectivas e condições de crescimento, o que favorece a expansão da Companhia.

O Sudeste do Brasil concentra praticamente metade de todos os equipamentos por imagem do Brasil. Segundo dados do CNES¹⁹, são mais de 112,7 mil equipamentos de imagem no país atualmente, representando aproximadamente 0,6 equipamentos para cada mil habitantes. Deste total, a região Sudeste possui mais de 56,8 mil equipamentos (aproximadamente 50%), conforme mostra a figura abaixo. O Nordeste é a segunda região em termos de número de equipamentos, com aproximadamente 21,5 mil equipamentos (20% do total), um incremento de aproximadamente 10,3 mil equipamentos em relação ao ano de 2005, como mostra a figura abaixo.

Figura 37 – Evolução do número de equipamentos de imagem por região

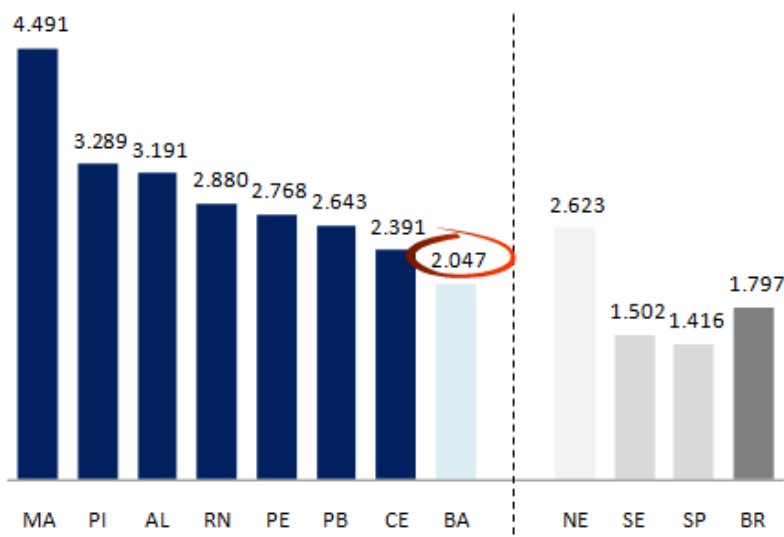


Fonte: CNES

Conforme dados da ANS e IBGE, é possível verificar que todos os estados do Nordeste apresentam uma relação do número de habitantes por equipamentos de imagem superior à média nacional, o que indica a baixa penetração de equipamentos nesta região. No Apêndice A, encontra-se uma análise mais detalhada sobre este indicador.

¹⁹ CNES (Cadastro Nacional de Estabelecimentos de Saúde) é uma base de dados que operacionaliza os Sistemas de Informações de Saúde, propiciando ao gestor o conhecimento da realidade da rede assistencial existente e suas potencialidades, segundo site da entidade.

Figura 38 – Número de habitantes por equipamento



Fonte: ANS e IBGE

Adicionalmente à análise de habitantes por número de equipamentos, outra pesquisa relevante para verificar o potencial de crescimento das regiões é através da análise da penetração dos planos de saúde nestes locais. Conforme dados da ANS, as regiões Norte e Nordeste são as que apresentam a menor taxa de cobertura de planos de saúde (número de segurados / habitantes) dentre as cinco regiões brasileiras, com uma penetração de 10,9% e 12,2%, respectivamente. Por outro lado, a região Sudeste é a que apresenta a maior taxa dentre as regiões brasileiras (38,0%), sendo que São Paulo e Rio de Janeiro são os estados que apresentam os maiores valores do Brasil, com 44,3% e 36,6%, respectivamente (análise complementar no Apêndice A).

Dessa forma, por apresentar um índice do número de equipamentos de diagnóstico por habitante bem inferior ao Sudeste e uma baixa penetração dos planos de saúde, a região Nordeste apresenta um grande potencial de crescimento, possibilitando a Companhia expandir sua operação local e partir para uma consolidação da região (via de um intenso processo de fusões e aquisições), em linha com o apresentado por DASA e Fleury nas regiões Sul e Sudeste do Brasil.

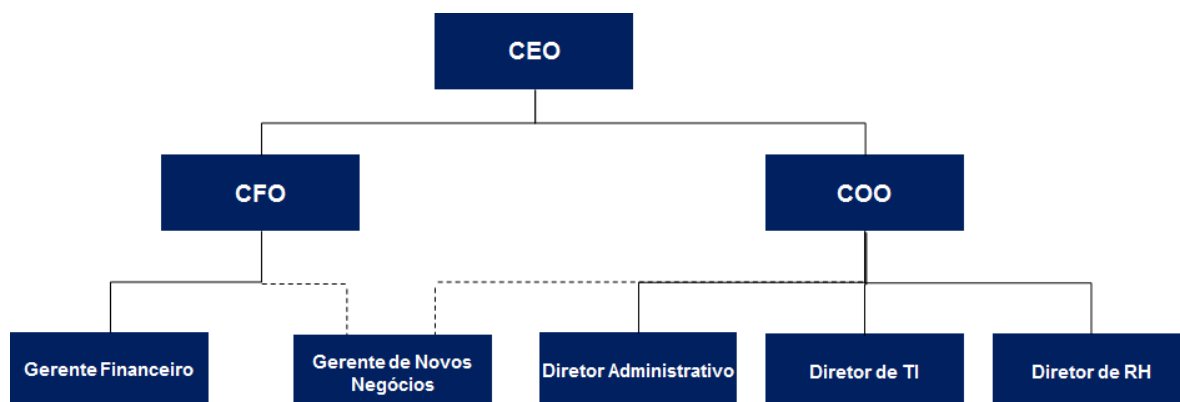
6. A COMPANHIA

O Grupo de Diagnóstico Bahia tem suas atividades concentradas no setor de saúde, mais especificamente no ramo da Medicina Diagnóstica. Atualmente, conta com sete clínicas de diagnóstico por imagem na região Nordeste, sendo que seis delas estão localizadas no estado da Bahia e uma no estado do Rio Grande do Norte.

6.1 Estrutura Organizacional

A estrutura organizacional do Grupo é composta principalmente pelo CEO, CFO e COO, e cinco grandes departamentos (Financeiro, de Novos Negócios, Administrativo, Recursos Humanos e de Tecnologia da Informação), conforme a figura abaixo.

Figura 39 – Organograma Grupo de Diagnóstico Bahia



Fonte: Elaborado pelo autor

- *CEO (Chief Executive Officer)*. Trata-se do presidente da Companhia, responsável pelas principais decisões financeiras, operacionais e de expansão. O atual CEO é o fundador e acionista controlador, médico com mais de 20 anos de experiência de mercado, que transmite confiança e credibilidade aos clientes;
- *COO (Chief Operations Officer)*. O Diretor Operacional é responsável pela execução e controle dos serviços prestados, assim como pela compra de novos equipamentos e manutenção do parque operacional instalado atualmente. Além disso, é responsável por controlar e direcionar os setores administrativos, de recursos humanos e de tecnologia da informação, bem como prospectar e analisar novos negócios, novos serviços a serem oferecidos e novos segmentos de mercado. Em linha com a estratégia de expandir regionalmente, a Companhia contratou um COO com vasta experiência no

mercado de Medicina Diagnóstica, o qual fez carreira no Grupo Fleury, sendo, entre outros, Diretor de Medicina Diagnóstica e Diretor de Negócios de Saúde, participando, inclusive, da aquisição e integração do laboratório D'Or;

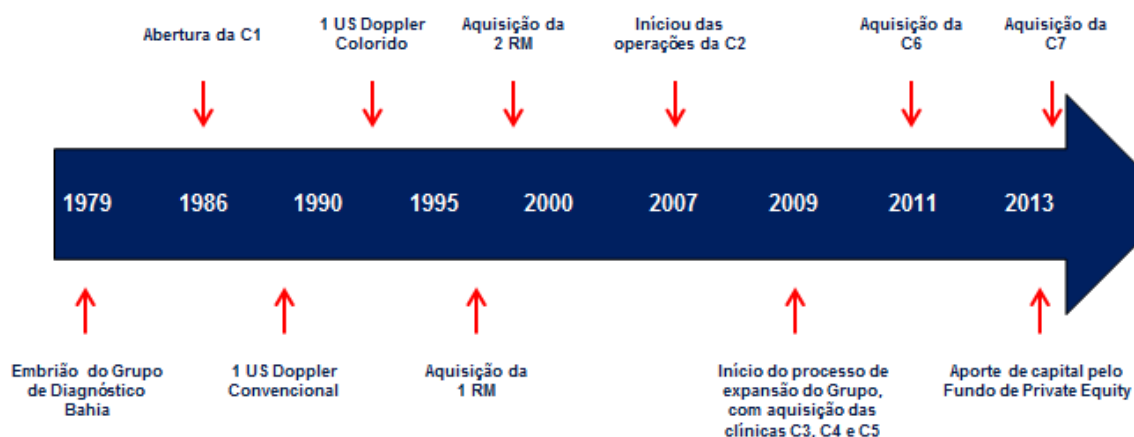
- *CFO (Chief Financial Officer)*. O Diretor Financeiro é responsável pelo controle dos dados contábeis e das finanças, controlando o caixa (gastos e recebíveis) da Companhia. Além disso, é responsável por realizar as análises de viabilidade financeira para o departamento de Novos Negócios, verificando se há capital suficiente para realizar a aquisição de novas clínicas e/ou compra de novos equipamentos. O CFO contratado possui experiência na região Nordeste e está habituado à forma de monitoramento realizado pelos gestores de PE/VC.

Anteriormente ao aporte de capital do Fundo PE, a Companhia possuía uma gestão estritamente familiar, sem procedimentos e controles necessários à realização de uma gestão de qualidade. Com a realização do investimento, os gestores do Fundo PE, buscaram tornar a gestão profissionalizada, com a contratação do COO e CFO, possibilitando um controle financeiro e operacional mais rigoroso, além de auxiliar no processo de expansão inorgânica pela região, que requer um grande controle de gastos e uma forte prospecção em busca das melhores oportunidades para aquisição.

6.2 Estrutura Operacional

O Grupo de Diagnóstico Bahia começou a operar no final da década de 70 em Salvador, Bahia. Em 1986, foi fundada a primeira clínica, a Clínica de Diagnóstico Bahia 1 (“C1”), a qual recebeu diversos investimentos ao longo dos anos, como a aquisição dos primeiros US Doppler Convencional e Colorido e dos primeiros equipamentos de Ressonância Magnética do Grupo. Em 2007, começou a operar em uma segunda unidade, a Clínica de Diagnóstico Bahia 2 (“C2”). A partir de 2009, iniciou um modesto processo de expansão inorgânica, com as aquisições da Clínica de Diagnóstico Bahia 3 (“C3”), Clínica de Diagnóstico Bahia 4 (“C4”) e Clínica de Diagnóstico Bahia 5 (“C5”) e, mais recentemente, em 2011, fez a aquisição da Clínica de Diagnóstico Bahia 6 (“C6”). Em janeiro de 2013, recebeu o aporte de capital do Fundo PE, para que, mais capitalizado, consiga continuar seu processo de expansão via aquisições, a fim de se tornar o consolidador do mercado de Medicina Diagnóstica do Nordeste. Com este aporte de capital, a Companhia já realizou a aquisição de mais uma unidade de atendimento, a Clínica de Diagnóstico Bahia 7 (“C7”).

Figura 40 – Linha Histórica do Grupo de Diagnóstico Bahia



Fonte: Elaborado pelo autor

O Grupo possui um portfólio de serviços bem diversificado, oferecendo uma variedade de 50 tipos diferentes de exames de diagnóstico por imagem, que podem ser classificados nas seguintes categorias: (i) Densitometria Óssea (“DENS”); (ii) Ressonância Magnética (“RM”); (iii) Raios-X (“RX”); (iv) Tomografia (“TOMO”); (v) Mamografia (“MAMO”); (vi) Ecocardiograma (“ECO”); (vii) Punção (“PUN”); (viii) Ultrassonografia (“USG”); e (ix) Exames Odontológicos (“ODON”).

As clínicas C1 e C2 foram responsáveis, em 2012, por mais de 80% do faturamento e do volume de exames realizados pelo Grupo. Em relação à expressividade das diferentes categorias de exame, observa-se que os exames de RX e USG concentram mais de 60% do volume de exames realizados, enquanto que RM, TOMO e USG representam mais de 85% do faturamento, em 2012, dado que possuem um preço médio mais elevado.

A estrutura operacional, área de atuação, portfólio de serviços e dados operacionais da Companhia são detalhados com mais profundidade no Apêndice B deste trabalho.

6.3 Processo de Atendimento

O procedimento de prestação de serviço realizado pelo Grupo, que envolve o atendimento médico e realização de exames de diagnóstico por imagem, pode ser resumido nas seguintes etapas:

- *Agendamento.* O paciente liga para a clínica para marcar o exame que necessita realizar;

- *Procedimentos.* Envolve as atividades prescritas ao paciente antes da realização do exame médico, como chegar à clínica com um determinado tempo de antecedência, ficar tantas horas de jejum, tomar uma quantidade específica de água, entre outros;
- *Exame.* Trata-se da realização do exame, no qual o paciente é avaliado e diagnosticado pelo médico;
- *Resultado.* Envolve a entrega dos resultados dos exames para o paciente, que pode ser imediatamente após a realização do mesmo, entregue ao domicílio do destinatário ou retirado na recepção da própria unidade de atendimento.

Neste processo de atendimento, as etapas que requerem maior atenção e cuidado por parte da Companhia, uma vez que são mais importantes para a percepção e qualificação do serviço recebido pelos clientes, são o agendamento e a qualidade na realização do exame.

O agendamento é realizado, na maioria das vezes, através de ligações telefônicas feitas pelos clientes à central de atendimento. Para que o paciente não espere longos períodos para ser atendido ou transferido, de acordo com a unidade escolhida e tipo de exame que será realizado, a Companhia está estruturando um sistema moderno de *call center*, que possibilita diminuir o tempo das ligações e torná-las mais eficientes. Dessa forma, consegue diminuir a taxa de abandono das ligações, aumentando a taxa de conversão das ligações em agendamentos, além de garantir o bom atendimento e a satisfação dos clientes. O Grupo também disponibiliza um serviço de pré-agendamento, no qual o paciente preenche uma ficha *online*, disponível no *website*, com seus dados pessoais, os exames a serem realizados e as categorias de convênio que possui, além de informar o horário e a unidade de preferência para a realização dos exames. Na sequência, um dos atendentes entra em contato para informar os horários, locais e médicos disponíveis e, consequentemente, marcar o exame.

A realização dos exames é a etapa do processo de atendimento em que ocorre a maior interação entre o cliente e a Companhia. Nesta etapa, o médico realiza os procedimentos necessários para a avaliação diagnóstica e, posteriormente, faz o laudo médico sobre os resultados obtidos no exame realizado. A interação do paciente com o médico é importante para o bom andamento do exame e para que este se sinta mais seguro durante o procedimento médico. O corpo clínico recebe treinamentos e qualificações constantemente, além de ser orientado a tratar os clientes da forma mais cordial e atenciosa possível. Além disso, nesta etapa do processo, o tempo de espera é um fator determinante para a qualificação do atendimento recebido. Assim, o Grupo tem desenvolvido um sistema eficiente de

programação e controle da fila de espera, cumprindo a grade horária dos atendimentos e evitando que os pacientes passem longos períodos na espera para realização do diagnóstico.

Os procedimentos para a realização dos exames são instruídos no momento em que o cliente faz o agendamento, dado que, para cada tipo de diagnóstico a ser realizado, existe um procedimento específico no pré-atendimento. Além disso, as instruções necessárias para os procedimentos pré-diagnóstico são disponibilizadas no *website*.

Buscando proporcionar um melhor serviço e atendimento, o Grupo estruturou sua trajetória em cima de três pilares de desenvolvimento: transparência, qualificação profissional permanente e tecnologia de ponta. Estes fatores são decisivos para um bom atendimento, sendo que a qualificação profissional permanente e a tecnologia são essenciais nesta atividade, dado que as novidades, inovações e desenvolvimento de novas técnicas no campo da Medicina Diagnóstica e, mais especificamente, no segmento de imagem surgem frequentemente. Dessa forma, a Companhia, em uma forma de demonstração do respeito aos clientes e médicos, assume um compromisso e uma postura moderna, buscando renovar e atualizar sua estrutura operacional de acordo com as inovações tecnológicas da área de imagenologia, garantindo a mais alta qualidade e precisão nos diagnósticos realizados e tornando-se o *player* de referência no Nordeste.

6.4 O Valor do Serviço

Zarifian (2001) propõe, um novo modelo para abordar o valor do serviço ao cliente, o qual é estruturado a partir das consequências e resultados do serviço sobre as condições de atividade dos destinatários e da eficiência no uso dos recursos necessários para produzi-los.

Para avaliar os resultados obtidos com a prestação do serviço, Zarafian (2001) lista quatro dimensões para análise:

- *Utilidade*. Consiste na transformação, através da produção de resultados positivos, das condições de atividade do destinatário do serviço;
- *Justiça*. Pressupõe cumprir o princípio da igualdade e universalidade do acesso ao serviço;
- *Solidariedade*. Consiste em verificar se o serviço prestado contribuiu para a inclusão social de segmentos marginalizados da sociedade;
- *Estética*. É uma avaliação subjetiva que reúne um misto de avaliação de beleza com a avaliação ética, ou seja, um misto do belo e do bom.

Na avaliação da utilidade, observa-se que a Companhia, através da realização dos exames de diagnóstico de imagem, visa diagnosticar com precisão as doenças do paciente, a fim de que estas sejam tratadas. Assim, busca transformar as condições de atividade do paciente com o diagnóstico das doenças, para que estas possam ser adequadamente tratadas.

No quesito justiça, o Grupo busca oferecer o serviço de modo que nenhum cliente seja favorecido e beneficiado por qualquer ação tomada. Para que isto ocorra, procura realizar os atendimentos seguindo a grade horária agendada, sem dar prioridade às pessoas com melhores condições sociais e financeiras. Embora os serviços sejam particulares, estes estão disponíveis a qualquer pessoa, desde que esta realize um agendamento. Além disso, a empresa só encaixa algum paciente na grade horária se realmente ocorrer a ausência de alguém agendado, para que, assim, evite os atrasos e, conseqüentemente, desfavoreça aqueles que seguiram os procedimentos corretos de agendamento.

Em relação à solidariedade, o Grupo, por fazer parte do segmento de saúde, não pode se negar a oferecer o serviço a pessoas necessitadas, que não possuem condições financeiras de arcar com as despesas, desde que haja disponibilidade de atendimento. Isso deve acontecer principalmente nas unidades que estão localizadas dentro dos hospitais, uma vez que a realização do exame de diagnóstico por imagem faz parte de um procedimento integrado de atendimento dos hospitais para com os pacientes. Além disso, os médicos e atendentes devem apresentar um atendimento e tratamento cordial e simpático, buscando corresponder, sempre que possível, às exigências e necessidades dos mesmos.

Na avaliação da estética, a Companhia deve apresentar uma estrutura de atendimento com os padrões de qualidade que um ambiente destinado à prestação de serviços de saúde deve possuir. Para melhorar o atendimento e, conseqüentemente, a percepção em relação à qualidade do serviço recebido, a empresa deve disponibilizar locais limpos, claros, bem iluminados, com boa temperatura ambiente, confortáveis para a espera do atendimento, entre outros. Além disso, as salas utilizadas para a realização dos exames devem ser sempre higienizadas e limpas, com os materiais sendo descartados à medida que os diagnósticos são realizados, dentro dos padrões exigidos pela vigilância sanitária. Os médicos e atendentes devem estar uniformizados adequadamente, com trajes sempre em boas condições, em cores claras e que transmitam sinais de limpeza e higiene.

A abordagem que melhor avalia o serviço realizado pelo Grupo é a da utilidade, uma vez que o serviço fornecido visa alterar positivamente as condições de atividade do paciente, diagnosticando a doença para que possa ser tratada.

Para analisar a eficiência do uso dos recursos necessários para produzir os serviços, Zarifian (2001) propõe o estudo da relação existente entre os seguintes conceitos:

- *Expectativas*. Envolvem as coisas que os clientes esperam ao receber os serviços;
- *Objetivos*. Consistem no que uma empresa espera conseguir com a prestação do serviço aos destinatários;
- *Recursos*. Envolvem tudo o que uma companhia precisar ter e dispor para prestar o serviço ao cliente;
- *Resultados*. Envolvem o que aconteceu de fato durante a interação entre uma companhia e o seu cliente durante a realização do serviço, sendo utilizado como um controle do processo.

A relação existente entre as expectativas do destinatário e os objetivos da entidade prestadora do serviço recebe o nome de pertinência. A eficiência se caracteriza como uma relação entre os objetivos e os recursos e a eficácia envolve a relação dos objetivos com os recursos necessários para realizar os serviços disponíveis (ZARIFIAN, 2001).

O objetivo do Grupo está centrado no diagnóstico das doenças, para que os pacientes recebam os atendimentos e cuidados médicos necessários. Por outro lado, a expectativa dos clientes é, evidentemente, identificar as suas doenças. Assim, verifica-se que existe uma forte pertinência no serviço prestado, uma vez que o objetivo da Companhia está em linha com as expectativas esperadas pelos pacientes que recebem os atendimentos.

Em relação à eficiência e à eficácia, é necessário analisar a relação dos recursos que a Companhia dispõe com as expectativas dos clientes e com os seus próprios objetivos, respectivamente. Os recursos que esta precisa dispor para prestar os serviços são principalmente os equipamentos de diagnóstico por imagem e médicos capacitados e especializados. Além disso, é necessário ter uma estrutura de suporte adequada para a realização destes exames, como uma equipe de *call center*, recepcionistas, TI, limpeza, entre outros. Para analisar a eficácia e eficiência é preciso verificar, assim, a relação existente entre os objetivos e as expectativas com os recursos disponíveis, respectivamente.

7. ANÁLISE DO POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO

O Grupo de Diagnóstico Bahia, após receber o aporte de investimento do Fundo PE, encontra-se em uma etapa de análise e estruturação de um forte crescimento inorgânico.

Para desenvolver a análise do posicionamento estratégico, entendendo o contexto da estratégia competitiva e obtendo uma visão estrutural da indústria de Medicina Diagnóstica, foi realizada uma reunião com os principais executivos do Grupo (CEO, COO, CFO e Diretor de Novos Negócios) na qual, foram aplicadas as seguintes ferramentas de análise: Análise SWOT, Cinco Forças Competitivas de Porter, Três Estratégias Genéricas de Porter e Grupos Estratégicos.

7.1 Análise SWOT

Visa entender o contexto da estratégia competitiva proposta, verificando suas características e potenciais internos e também analisando as condições do mercado.

Assim, foi possível identificar, para o Grupo de Diagnóstico Bahia, os seguintes pontos fortes (S – *strenghts*), pontos fracos (W – *weakness*), oportunidades (O – *opportunitites*) e ameaças (T – *threats*).

7.1.1 Pontos Fortes

- *Credibilidade e Reconhecimento da Marca “Grupo de Diagnóstico Bahia”*. Líder na região Nordeste, o Grupo possui uma marca bastante reconhecida nos mercados de atuação, com qualidade diferenciada, bom relacionamento com a comunidade médica local e nacional, posicionando-se como uma potencial plataforma de consolidação da região;
- *Equipe de Gestão Experiente e Qualificada*. CFO e COO, experientes e capacitados em suas áreas de atuação, foram indicados pelo Fundo PE e possuem objetivos alinhados com os da Companhia, uma vez que possuem Planos de Opção de Participação Societária;
- *Credibilidade do Acionista Controlador*. O acionista controlador, que permanece como CEO, é um doutor amplamente reconhecido no segmento de Medicina Diagnóstica, gerando credibilidade e confiança à marca;

- *Potencial de Crescimento Orgânico com o Início da Operação de Análises Clínicas.* Estuda-se a instalação de pontos de coleta de exames de análises clínicas nas unidades existentes, o que tende a gerar um grande potencial de crescimento orgânico com o aumento no portfólio de serviços, uma vez que gera praticidade e comodidade aos clientes por realizar todos os exames que necessitam em apenas um local;
- *Baixa Dependência de Planos de Saúde que Aplicam Preços Desfavoráveis aos Laboratórios.* O Grupo apresenta baixa dependência dos planos de saúde que são reconhecidos no mercado por aplicar preços desfavoráveis para os laboratórios de medicina diagnóstica e análises clínicas, como, por exemplo, a Unimed;

7.1.2 Pontos Fracos

- *Falta de Experiência para Executar o Plano de Crescimento Elaborado.* A Companhia nunca executou um plano arrojado de crescimento via aquisições, apresentando, assim, pouca experiência para executar o plano de expansão inorgânica proposto. Por isso, será fundamental a atuação dos executivos (COO e CFO) contratados e o auxílio e monitoramento do Fundo PE. Além disso, em um mercado altamente competitivo, com *players* capitalizados, a estratégia de crescimento através de aquisições pode ser dificultada;
- *Marca e Credibilidade do Grupo Estão Fortemente Atrrelados ao Acionista Fundador.* O mercado de laboratórios de imagem é bastante regionalizado, sendo que a marca e credibilidade das clínicas estão fortemente atrreladas ao médico fundador. O fundador (atual CEO) é sinônimo de qualidade e credibilidade no Nordeste, especialmente, em Salvador, fazendo com que sua aposentadoria ou saída poderia alterar esta boa imagem da marca e atrapalhar o projeto de expansão;
- *Baixo Poder de Barganha na Negociação de Reajustes de Preços com os Planos de Saúde.* A principal fonte pagadora são os planos de saúde, o que gera grande dependência dos mesmos e dificulta as negociações para reajustes dos preços dos exames realizados;
- *Indisponibilidade de Médicos para Realizar Certos Tipos de Exames.* Atualmente, há uma indisponibilidade médica para execução de certos tipos de diagnósticos de imagem, como Ultrassom, na região Nordeste, o que dificulta o processo de expansão elaborado, uma vez que a estruturação de um corpo clínico de qualidade é dificultada pela escassez de médicos capacitados;

- *A Gestão da Companhia ainda Apresenta Fortes Traços Familiares.* Dado que a contratação de uma equipe de gestão profissional ainda é recente, o Grupo ainda apresenta característica e costumes de uma gestão familiar, embora o CFO e COO já estão acelerando o processo de transformação para uma gestão profissional;

7.1.3 Oportunidades

- *Fragmentação do Mercado de Medicina Diagnóstica.* O segmento de Medicina Diagnóstica é altamente fragmentado, com grande potencial para consolidação (os dois maiores *players* representam cerca de apenas 23% de *market share*) e intensa atividade de fusões e aquisições;
- *Dinâmica Favorável da Indústria de Medicina Diagnóstica.* O setor de diagnóstico por imagem apresenta uma dinâmica bem favorável, com boas margens operacionais (*ticket* médio dos exames de imagem são maiores que os dos exames laboratoriais) e elevadas barreiras de entrada (o segmento exige maiores investimentos iniciais em equipamentos);
- *Baixa Penetração de Planos de Saúde no Nordeste.* O Grupo de Diagnóstico Bahia atua em uma região que apresenta baixas taxas de penetração de planos de saúde (as penetrações de planos de saúde na Bahia e no Nordeste são de 10,9% e 13,4%, respectivamente, contra uma penetração média de 25,1% no Brasil), o que demonstra o potencial de crescimento desta região;
- *Grande Potencial de Crescimento do Setor de Saúde no Brasil.* O setor de saúde no Brasil deve apresentar um crescimento sustentável nos próximos anos, dada a expansão da renda média real disponível da população brasileira, a diminuição do desemprego e o envelhecimento da população, que impulsionam o aumento da taxa de penetração de planos de saúde e o potencial de convergência dos gastos per capita brasileiro com saúde aos patamares internacionais (Brasil = \$1.043 – 8,9% do PIB – vs. EUA = \$8.608 – 17,9% do PIB – em 2011), aumentando , assim, a demanda por serviços médicos;
- *Regionalização do Mercado de Medicina Diagnóstica.* Cada estado possui suas referências médicas locais, o que contribui para o aumento das barreiras de entrada “orgânica” dos principais *players* do setor e incentiva as atividades de M&A. Isso faz com que, implementando o plano de consolidar o Nordeste, a atratividade do Grupo de

Diagnóstico Bahia se torne ainda maior, uma vez que a companhia se firme como o grande alvo para fusão e aquisição dos principais *players* do setor no Nordeste.

7.1.4 Ameaças

- *A Estratégia de Crescimento via Aquisições pode ser Dificultada pela Competição de Players mais Capitalizados.* Aumento da competição no Nordeste com *players* capitalizados, como DASA, Fleury e Hermes Pardini (empresa que possui como sócio o fundo de *Private Equity* do Gávea Investimentos), a medida que estes comecem a expandir suas operações para esta região, seja através de aquisições e/ou parcerias com outros *players* regionais;
- *Mudança das Projeções e Expectativas do Cenário Macroeconômico.* As condições macroeconômicas podem se tornar adversas em decorrência da diminuição do crescimento apresentado pela economia brasileira, tendo como consequência, por exemplo, o aumento do desemprego e a diminuição da renda familiar, que reduziriam o crescimento da penetração de planos de saúde privados sobre a população;
- *Dificuldade de Crescimento Orgânico via Abertura de Novas Unidades.* O crescimento orgânico via abertura de novas unidades é geralmente muito longo e delicado, uma vez que envolve o credenciamento junto aos planos de saúde. O processo de cadastramento dura geralmente de seis meses a dois anos, sendo que algumas vezes é possível que nem ocorra. Além disso, este processo é muito burocrático, envolvendo uma análise por parte das seguradoras do número de equipamentos de diagnóstico por imagem disponível na região pelo número de habitantes, pois, segundo os planos de saúde, esta análise demonstra a saturação de clínicas na região e a real demanda e necessidade dos serviços de diagnóstico por imagem. Na visão dos empresários e analistas do setor, porém, esta dificuldade de cadastramento se deve também a visão das seguradoras de que, quanto menor for a oferta dos serviços (número de unidades de atendimento), menor será a utilização dos planos de saúde pelos seus credenciados, o que diminui a sinistralidade dos mesmos, diminuindo o volume de exames realizados e, conseqüentemente, os gastos com os serviços de diagnóstico por imagem. Dessa forma, a dificuldade em crescimento orgânico via abertura de novas unidades cria uma maior dependência no processo de expansão via aquisições.

Figura 41 – Análise de SWOT

Fatores Internos à Companhia	S Forças • Credibilidade e reconhecimento da marca “Grupo de Diagnóstico Bahia” • Equipe de Gestão Experiente e Qualificada • Credibilidade do Acionista Controlador • Potencial de crescimento orgânico com o início da operação de Análises Clínicas • Baixa dependência de planos que aplicam preços desfavoráveis aos laboratórios	W Fraquezas • Falta de experiência para executar o plano de crescimento elaborado • Marca e credibilidade do Grupo estão fortemente atrelados ao acionista fundador • Baixo poder de barganha na negociação de reajustes de preços com os planos de saúde • Indisponibilidade de médicos para realizar certos tipos de exames • A gestão da companhia ainda apresenta fortes traços familiares
	O Oportunidades • Fragmentação do mercado de Medicina Diagnóstica • Dinâmica favorável da indústria de Medicina Diagnóstica • Baixa penetração de planos de saúde no Nordeste • Grande potencial de crescimento do setor de saúde no Brasil • Regionalização do Mercado de Medicina Diagnóstica	T Ameaças • Estratégia de crescimento via aquisições pode ser dificultada pela competição de <i>players</i> mais capitalizados • Mudança das projeções e expectativas do cenário macroeconômico • Dificuldade de credenciamento orgânico via abertura de novas Unidades

Fonte: Elaborado pelo autor

7.2 Cinco Forças Competitivas de Porter

A fim de obter uma visão estrutural da indústria de Medicina Diagnóstica, foi desenvolvida a análise das Cinco Forças Competitivas de Porter, uma vez que, para viabilizar, estruturar e selecionar os melhores projetos para a expansão inorgânica, é interessante verificar o grau de atratividade desta indústria, identificando os fatores que afetam a competitividade do Grupo dentro dela.

7.2.1 Rivalidade entre Concorrentes

O setor de Medicina Diagnóstica é extremamente fragmentado e regionalizado, principalmente no Nordeste brasileiro. Além disso, os grandes grupos e organizações do setor, como DASA e Fleury, embora possuam um grande número de clínicas espalhadas pelo Brasil (521 e 140 unidades, respectivamente), ainda têm uma fraca atuação na região, fazendo com que os principais concorrentes sejam as pequenas clínicas regionais. Se por um lado, esta concorrência regional atrapalha o crescimento orgânico da Companhia, uma vez que a credibilidade do médico fundador é fundamental para o sucesso de uma unidade de atendimento em uma nova região de atuação, por outro lado, favorece o crescimento

inorgânico, já que tende a incentivar a fusão ou aquisição de pequenas clínicas nas regiões em que se pretende expandir e começar a atuar.

Além disso, existe também uma forte concorrência pela contratação de médicos capacitados a operar os equipamentos de diagnóstico por imagem, uma vez que a disponibilidade dessa mão de obra é escassa no Nordeste. Prova disto é que alguns tipos de exames realizados pelo Grupo de Diagnóstico Bahia, como Ultrassonografia, não é capaz de atingir a ocupação máxima da capacidade operacional devido ao fator limitante de médicos disponíveis. Assim, este fator inibe o crescimento orgânico, uma vez que é difícil aumentar a disponibilidade de horários para determinados tipos de exames, limitando a capacidade operacional das clínicas. Porém, embora exista uma forte concorrência entre as clínicas da região para conseguir atrair médicos capacitados a operar os equipamentos de diagnósticos de imagem existentes nas clínicas, o Grupo de Diagnóstico Bahia, devido ao seu compromisso com a inovação, seu renomado corpo clínico e sua capacidade operacional superiores aos das pequenas clínicas regionais, o que possibilita aos médicos realizarem um maior número de atendimentos e, conseqüentemente, atingirem um salário maior, tem conseguido atrair e contratar excelentes médicos.

Portanto, os principais concorrentes do Grupo no Nordeste, são pequenas clínicas regionais. Além desta concorrência por participação de mercado, existe a concorrência operacional, em que, dada a escassez e dificuldade de contratação de médicos capacitados a operar e a laudar os exames de diagnósticos por imagem, as clínicas concorrem na contratação deste tipo de funcionário.

Como o Grupo encontra-se em uma situação financeira superior aos concorrentes regionais, uma vez que recebeu o aporte do Fundo PE, apresenta uma força de crescimento superior aos demais, tornando-se a principal empresa com capacidade e saúde financeira para se tornar a plataforma de consolidação do setor de Medicina Diagnóstica do Nordeste. Além disso, o tamanho e capacidade operacional já existentes tendem a beneficia-lo na contratação de novos médicos, à medida que estes enxergam um potencial de ganho salarial maior. Assim, esta força de competitividade pode ser considerada de média intensidade.

7.2.2 Ameaça de Novos Concorrentes

Embora a competição no Nordeste seja mais intensa entre os próprios *players* regionais, existe uma tendência de aumento da competição com as principais companhias nacionais do setor, como DASA, Fleury e Hermes Pardini. Estes *players* encontram-se mais

capitalizados que o Grupo de Diagnósticos Bahia e que as pequenas clínicas regionais, uma vez que possuem ações negociadas na Bolsa de Valores, caso de DASA e Fleury, que facilita a captação de novos recursos para investimentos, seja através da emissão de novas ações ou debêntures, ou que receberam um grande aporte de investimento, caso do Hermes Pardini, que em dezembro de 2012 recebeu um aporte de cerca de R\$300 milhões do fundo de *Private Equity* do Gávea Investimentos.

As principais barreiras de entrada deste setor, principalmente na região Nordeste, são:

- Capital (investimento) inicial necessário para construir uma nova clínica, incluindo imóvel, aquisição de equipamentos de diagnóstico de imagem, implementação de sistema de *call center*, entre outros;
- Construir confiança e credibilidade com os pacientes, uma vez que este fator é um grande diferencial regional entre as clínicas;
- Credenciamento de planos de saúde para as novas clínicas, dado que este processo é longo e burocrático.

Dada a capacidade de investimento dos principais *players* nacionais, as barreiras de entrada do setor no Nordeste se concentram na credibilidade das clínicas com os pacientes, que está fortemente atrelado à figura do médico fundador, e ao credenciamento de planos de saúde para novas clínicas.

Dessa forma, quando os principais *players* do setor intensificarem o processo de expansão para a região, este crescimento tende a ser sustentado por aquisições ou parcerias com outros *players* regionais, de modo a mitigar as barreiras de entrada apresentadas.

Assim, é importante que o Grupo de Diagnóstico Bahia execute seu planejamento de consolidação da região Nordeste o mais rápido possível, de modo a se fortalecer como o principal *player* da região e diminuir a capacidade de penetração das grandes companhias nacionais.

Esta força de competitividade possui forte intensidade, uma vez que grande parte da estratégia de crescimento do Grupo está atrelada à expansão inorgânica, que pode ser fortemente dificultada com a entrada de novos *players* no mercado do Nordeste, especialmente dos grandes grupos do setor que apresentam um acesso à capital extra mais fácil, caso de DASA e Fleury.

7.2.3 Poder de Barganha dos Compradores

Este fator está relacionado com a capacidade de barganha dos clientes para com as empresas do setor, envolvendo o poder de decisão dos compradores sobre os atributos do serviço, principalmente quanto a preço e qualidade. No setor de Medicina Diagnóstica, foi possível classificar e dimensionar o poder de barganha de acordo com o cliente, que pode ser identificado de duas maneiras:

- *Exames Particulares.* Envolvem os exames realizados em pacientes que não possuem convênio médico ou que, embora tenham, o plano de saúde em questão não é cadastrado na clínica. Este tipo de cliente não possui muito poder de barganha, uma vez que demanda um baixo volume de exames, estando, assim, submetido ao preço imposto pelos prestadores de exames de diagnóstico por imagem;
- *Exames Conveniados.* Compreendem os exames realizados através do convênio com planos de saúde, como Unimed, Bradesco e SulAmérica. Como os planos de saúde demandam um elevado volume de exames e o crescimento da Companhia está atrelado ao credenciamento dos mesmos, uma vez que os exames representam mais de 90%²⁰ do faturamento, o Grupo acaba ficando submetido ao preço e aos ajustes impostos pelas seguradoras.

Dessa forma, é possível observar que os planos de saúde possuem um grande poder de barganha com as clínicas de diagnóstico por imagem, pagando valores tabelados pelos exames realizados e cedendo baixos reajustes de preço – algo em torno de 25% da inflação –, o que acaba limitando o potencial de crescimento.

O poder de barganha dos compradores está diretamente relacionado ao tamanho e importância da empresa, de modo que quanto maior ela for, como DASA e Fleury, menor o poder de barganha dos planos de saúde. Isso ocorre, principalmente, pelo número expressivo de exames que estas empresas realizam e pelo fato de os pacientes escolherem a compra de um plano de saúde pela rede de clínicas credenciadas que apresentam, fazendo com que a marca e a extensa rede operacional das empresas se torne importante para o plano de saúde. Assim, à medida que o Grupo for expandindo suas operações na região Nordeste, o poder de barganha dos compradores tende a diminuir.

²⁰ Dados sobre fontes pagadoras foram divulgados pela companhia

Portanto, dada a elevada expressividade que os planos de saúde apresentam no faturamento da Companhia atualmente e o baixo poder de negociação de reajuste dos preços dos exames, esta força de competitividade apresenta forte intensidade.

7.2.4 Poder de Barganha dos Fornecedores

Para que a Companhia seja capaz de realizar os serviços que possui em seu portfólio, necessita de dois elementos fundamentais para viabilizar a realização dos exames:

- *Equipamentos de Diagnóstico por Imagem.* Os equipamentos de diagnóstico por imagem são aparelhos com alta tecnologia que permitem aos médicos visualizar mais claramente o interior do corpo humano para que, assim, possam realizar um diagnóstico mais preciso;
- *Corpo Clínico Capacitado.* Médicos capacitados e experientes são essenciais para executar um diagnóstico preciso e bem elaborado dos pacientes, uma vez que estes profissionais precisam laudar e avaliar os exames realizados.

Em relação aos equipamentos de diagnóstico por imagem, o Grupo conta atualmente com apenas um fornecedor, a General Electric (GE). Embora este fato possa induzir a certa dependência em relação ao seu fornecedor, ele tem se mostrado positivo nos últimos anos, uma vez que, dado o elevado número de equipamento que possui e seu constante compromisso com a renovação de seu parque operacional, a Companhia tem conseguido bons descontos com a GE, tanto na aquisição de novos equipamentos quanto na realização das manutenções rotineiras nos equipamentos existentes. Porém, fazendo uma análise mais macro do setor e compreendendo a relevância do Grupo dentro nas vendas da GE, foi possível notar que a GE não depende destas vendas para sobreviver, podendo a qualquer momento fazer um forte reajuste nos preços dos equipamentos e dos serviços de manutenção, parando, inclusive, de fornecer os descontos. A Companhia, por outro lado, não tem muitas opções de fornecedor, uma vez que o mercado é dominado pela GE, Siemens, Philips e Fujitsu. Dessa forma, é possível dizer que a intensidade da força de competitividade dos fornecedores de equipamentos de diagnóstico por imagem é forte.

Paralelamente, a contratação de médicos capacitados e experientes para a realização dos exames de diagnóstico por imagem está cada vez mais difícil. Conforme detalhado anteriormente, a região Nordeste tem apresentado uma escassez de mão de obra capacitada e especializada a realizar certos tipos de exames, como a Ultrassonografia, Ressonância e

Tomografia, o que acaba comprometendo o crescimento da clínica, uma vez que limita o volume total de exames realizados. Dessa forma, estes profissionais acabam sendo muito requisitados no setor, gerando uma competição entre as empresas para atrair os melhores profissionais e fazendo com que aumente o valor pago a estes médicos. Portanto, foi possível observar que a força de competitividade dos fornecedores de serviços médicos é alta, uma vez que estes profissionais vêm ganhando força no mercado, dada a escassez de mão de obra qualificada e capacitada disponível.

Assim, de modo geral, é possível dizer que a intensidade da força de competitividade dos fornecedores é forte, tanto em termos dos fornecedores de equipamentos quanto em função dos fornecedores de serviços médicos.

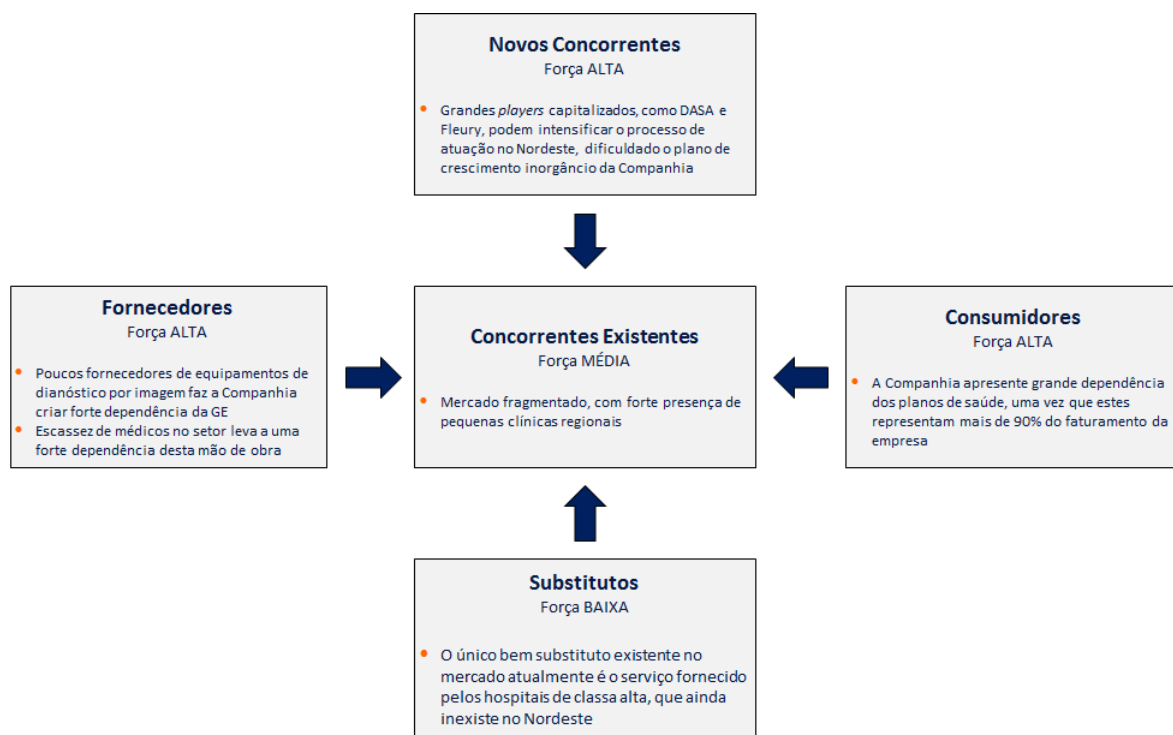
7.2.5 Ameaça de Serviços ou Bens Substitutos

No segmento de Medicina Diagnóstica, há atualmente uma tendência por parte de um grupo seleto de hospitais de classe alta, como o hospital paulistano Albert Einstein, de criarem clínicas particulares de diagnóstico por imagem dentro do próprio hospital, operadas pela administração do mesmo, de modo a manter o padrão de atendimento prestado.

Porém, esta tendência está mais concentrada nos hospitais que atendem pessoas da classe alta da região Sudeste, sendo que a grande maioria dos hospitais, principalmente os localizados no Nordeste, tendem a terceirizar os serviços de diagnóstico por imagem, uma vez que esta operação não faz parte de seu *core business*. Este fato é observado inclusive dentro do Grupo de Diagnóstico Bahia, uma vez que duas de suas sete clínicas, a C2 e a C7, estão instaladas dentro de hospitais localizados em Salvador.

Dessa forma, foi possível notar que a intensidade da força competitiva de ameaça de serviços ou bens substitutos é baixa, uma vez que, embora alguns hospitais de classe alta estejam começando a operar e administrar unidades de diagnóstico por imagem, esta tendência ainda inexistente no Nordeste, sendo que nesta região há uma forte característica de terceirização dos serviços de diagnóstico por imagem oferecidos pelos hospitais, conforme ocorre com a própria Companhia, que se beneficia deste fato para aumentar sua base de clientes e o volume de exames realizados.

Figura 42 – Análise das Cinco Forças Competitivas de Porter



Fonte: Elaborado pelo autor

7.3 Três Estratégias Genéricas de Porter

No Nordeste, devido à grande fragmentação do setor de Medicina Diagnóstica, a relevância da marca está fortemente atrelada à figura do médico fundador da companhia, o qual, através do seu histórico de atendimento médico e de prestação de serviços à sociedade, adquire credibilidade e confiança dos pacientes.

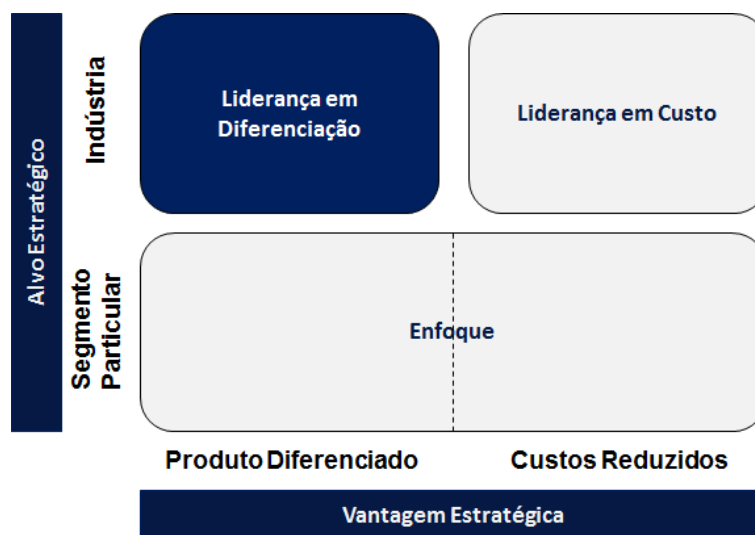
O acionista fundador do Grupo (atual CEO) é um médico com mais de 20 anos de experiência no mercado, que nesta longa carreira na área da saúde conseguiu transmitir a credibilidade e a confiança necessária aos seus pacientes, de modo a se tornar referência do setor de diagnóstico por imagem na região e, principalmente, no estado da Bahia, onde a companhia concentra atualmente a maior parte das suas operações.

Além disso, a fim de proporcionar um melhor atendimento, diferenciando-se, assim, de seus concorrentes e gerando vantagem competitiva, o Grupo estruturou sua trajetória de crescimento em cima de três pilares: transparência, qualificação profissional permanente e tecnologia de ponta. Estes fatores são essenciais para que consiga oferecer um excelente serviço, sendo que a qualificação profissional permanente e a manutenção da estrutura operacional da empresa com tecnologia de ponta são essenciais nesta atividade, uma vez que

as novidades, inovações e desenvolvimento de novas técnicas no campo da Medicina Diagnóstica e, mais especificamente, no segmento de imagem aparecem constantemente.

Assim, ao longo destes anos o Grupo conseguiu conquistar ainda mais a confiança de seus pacientes, tornando-se um *player* de referência na região (cinco vezes campeã do *Top of Mind* SSA e Prêmio *Benchmark* Saúde 2010, por exemplo), atingindo a liderança em diferenciação do segmento de Medicina Diagnóstica no Nordeste e fortalecendo-se como a principal plataforma de consolidação da região, conforme ilustrado na figura abaixo.

Figura 43 – Posicionamento Estratégico da Organização



Fonte: Elaborado pelo autor

7.4 Grupos Estratégicos

De modo a entender melhor como a indústria de Medicina Diagnóstica está posicionada no Nordeste, além de ver como as tendências do mercado podem afetá-la, foi desenvolvida uma análise estrutural do setor baseada nos Grupos Estratégicos.

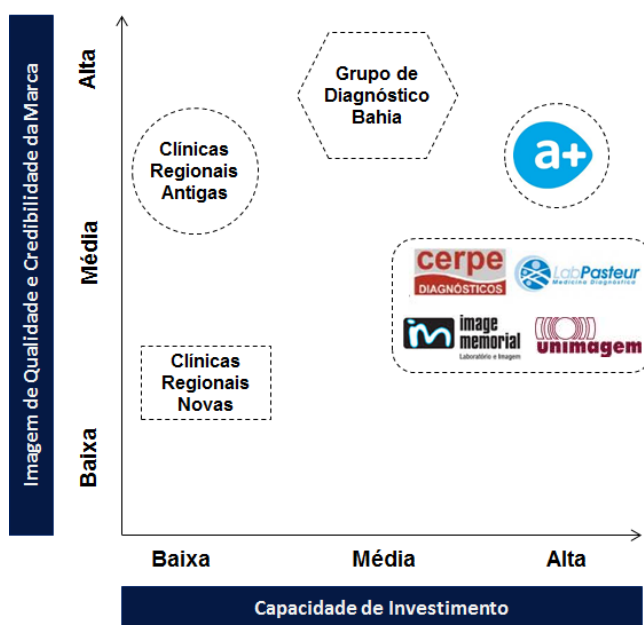
As variáveis utilizadas nos eixos do gráfico dos grupos estratégicos foram: (i) imagem da qualidade e credibilidade da marca; e (ii) capacidade de investimento da clínica. A imagem da qualidade e credibilidade da marca, que está fortemente atrelada ao médico fundador da clínica, foi escolhida por ser um dos principais diferenciais competitivos das empresas de Medicina Diagnóstica no Nordeste. A capacidade de investimento, por sua vez, é determinante para indicar quais os potenciais concorrentes que a Companhia terá de enfrentar no seu processo de expansão inorgânica, dado os elevados investimentos que são necessários.

Não foi considerada, nesta análise, a dimensão referente ao *market share* das clínicas nesta análise, uma vez que os resultados financeiros das empresas são confidenciais, de forma

que o tamanho da área tracejada envolvendo os diferentes grupos estratégicos não representa o *market share* dos mesmos.

Com isso, foi possível mapear os seguintes grupos estratégicos para o setor de Medicina Diagnóstica da região Nordeste.

Figura 44 – Mapa dos Grupos Estratégicos



Fonte: Elaborado pelo autor

A classificação das clínicas nos diferentes Grupos Estratégicos foi elaborada com o auxílio dos Diretores da Companhia, uma vez que estes compreendem melhor as características do mercado da região. Conforme ilustrado na figura acima, a variável da capacidade de investimento distingue claramente as marcas dos grandes *players* nacionais existentes no Nordeste, DASA, que possui as marcas Imagem, Unimagem, LabPasteur e Cerpe, e do Fleury, que tem o laboratório a+ Medicina Diagnóstica, das demais clínicas, uma vez que estes dois grupos apresentam uma grande capitalização financeira, dada a liquidez do mercado de capital. No lado oposto da matriz, encontram-se as clínicas regionais, que dependem do capital social investido pelos médicos fundadores, apresentando assim uma capacidade de investimento relativamente baixa. A Companhia foi classificada em média capacidade de investimento, pois, ao receber o aporte de capital do Fundo PE, diferenciou-se das demais clínicas regionais, mas, por outro lado, ainda não possui o porte e poderio financeiro equivalente às grandes empresas do setor.

Através da variável referente à credibilidade e qualidade da marca, foi possível distinguir as clínicas regionais em dois grupos: (i) Clínicas Regionais Antigas; e (ii) Clínicas

Regionais Novas. Essa distinção mostra que quanto mais velha for a clínica, maior tende a ser sua credibilidade, uma vez que o fundador da mesma está presente há mais tempo na comunidade médica local, transmitindo uma confiança e credibilidade superiores aos médicos fundadores das novas clínicas. Além disso, esta variável permitiu analisar o posicionamento das marcas de DASA e Fleury. Embora grande parte delas tenha sido classificada em média credibilidade, uma vez que estas marcas perderam a identidade do médico fundador quando foram adquiridas, observa-se que a marca a+, do Grupo Fleury, está bem posicionada, pois, após a aquisição do Laboratório Diagnoson, que já possuía um corpo clínico de referência e uma forte credibilidade na Bahia, foi realizado um grande investimento em *marketing* e na abertura de novas unidades, adotando também uma tabela de preços mais agressiva, atraindo mais clientes e agregando mais visibilidade à marca.

Este ganho de credibilidade apresentado pela marca a+ é motivo de alerta para o Grupo, pois, embora tenha conseguido colocar a credibilidade e confiança de sua marca em um patamar superior ao dos seus concorrentes, através da longa carreira de seu acionista controlador, gerando vantagem competitiva e fidelizando grande parte do mercado regional, mostra que, com uma intensificação dos investimentos e adoção de uma política de preço competitiva, os grandes *players* do setor podem ameaçar a posição privilegiada em que se encontra atualmente.

Assim, o Grupo deve aproveitar essa posição ainda superior em que se encontra para conseguir expandir rapidamente sua área de atuação e se proteger regionalmente da força e da capacidade de investimento dos grandes *players* nacionais, antes que estes intensifiquem seu processo de crescimento no Nordeste e, conseqüentemente, comprometam a sua estratégia de se tornar a plataforma de consolidação da região.

7.5 Considerações Finais

Após a análise do posicionamento estratégico do Grupo de Diagnóstico Bahia, o autor conclui que a maior ameaça à execução da estratégia de crescimento via fusão e aquisição proposta para 2014 é a intensificação da concorrência dos grandes *players* do setor, principalmente DASA e Fleury.

Embora esses dois grupos tenham adquirido algumas clínicas na região nos últimos anos, a atuação e presença regional ainda não é tão forte e intensa quanto a apresentada em outros estados, como São Paulo e Rio de Janeiro. Porém, dado o potencial de crescimento que o mercado de Medicina Diagnóstica apresenta no Nordeste e a forte capacidade de

investimento desses *players*, a tendência é que intensifiquem o crescimento, seja com a aquisição de novas clínicas ou com fortes investimentos em *marketing* e abertura de novas unidades de atendimento para as marcas já existentes.

Esse cenário dificultaria fortemente a estratégia de crescimento do Grupo, uma vez que este apresenta uma capacidade de investimento inferior à apresentada por essas empresas. Além disso, ao contrário da Companhia, DASA e Fleury possuem uma grande expertise na execução de fusões e aquisições, uma vez que balizaram seus crescimentos nos últimos 10 anos através, principalmente, deste modelo inorgânico de expansão.

A Companhia, por outro lado, apresenta algumas armas para mitigar essa potencial ameaça. Diferentemente dos grandes *players* do setor, que buscam adquirir, na maioria das vezes, 100% do capital social das clínicas, tirando da operação o sócio fundador, o Grupo baseia sua estratégia de crescimento na aquisição de uma participação que varia de 70 a 85%, mantendo, assim, o acionista fundador na operação. Essa estratégia alinha o crescimento às características culturais do Nordeste, em que a credibilidade e confiança dos pacientes em uma clínica estão fortemente atrelados à figura do médico fundador. Além disso, a manutenção do acionista fundador na operação auxilia no processo de crescimento, já que este conhece mais a fundo as características e potenciais da região para que se possa aumentar o portfólio de serviços, renegociar ajustes de preço com as fontes pagadoras, entre outros.

Outro fator de mitigação importante é a grande rede de contatos que o médico fundador da Companhia possui, dado o longo período de atuação na área de saúde. Através dos frequentes encontros em congressos e seminários, os médicos acabam criando uma identificação importante para se tornarem futuros sócios, de modo que optam por formar uma sociedade com outros médicos locais a venderem toda a sua participação aos grandes *players* nacionais, como DASA e Fleury, o que acaba beneficiando fortemente à Companhia.

Além disso, através do auxílio e monitoramento do Fundo PE, o Grupo vem se estruturando para conseguir realizar o plano de crescimento da maneira mais eficiente possível, deixando para trás a gestão familiar e adotando uma postura mais profissionalizada contratando, no início deste ano, o CFO e COO para gerenciarem, dentre outras coisas, esse processo (o COO contratado é ex-diretor do Grupo Fleury, participando, inclusive, da aquisição e integração do laboratório D'Or).

A fim de verificar a intenção da DASA e Fleury em intensificarem o processo de crescimento no Nordeste, o autor entrou em contato com analistas do setor e funcionários da área de Relação com os Investidores (RI) das duas empresas. O RI de ambas as companhias

disse que elas não estão analisando atualmente nenhuma aquisição específica na região, mas que estão sempre abertas a novas oportunidades de investimento. Os analistas do setor foram mais enfáticos e argumentaram que ambas as empresas precisam, em um primeiro momento, consolidar o grande número de aquisições que realizaram nos últimos anos às suas operações, principalmente, DASA com a aquisição do MD1 e Fleury com a do Labs D'Or. Estas duas aquisições, embora tenham sido relevantes em termos de volume e faturamento, o ainda não geraram as sinergias operacionais projetadas, fazendo com que as empresas concentrem mais esforços no crescimento orgânico do que no investimento em novas aquisições. Prova disso foi o anúncio feito pelo Grupo Fleury recentemente de um forte Capex na abertura de novas unidades de atendimento da principal marca do Grupo, a bandeira Fleury. Segundo os analistas, o grupo pretende intensificar a presença desta bandeira em regiões que já atua, uma vez que, além de já conhecer bem a região, é a marca mais rentável do mesmo.

Dessa forma, foi possível concluir que a rapidez e eficiência que o Grupo de Diagnóstico Bahia conseguirá imprimir em seu processo de expansão inorgânico serão essenciais para o sucesso da estratégia de crescimento, uma vez que possibilitará à Companhia mitigar a possível intensificação da concorrência dos grandes *players* nacionais, tornando-se a plataforma de consolidação do mercado de Medicina Diagnóstica do Nordeste.

8. ANÁLISE E ESCOLHA DOS PROJETOS

O Grupo de Diagnóstico Bahia, visando expandir rapidamente sua área de atuação pelas principais praças de atendimento do Nordeste, estruturou uma estratégia de crescimento para o curto prazo baseada em fusões e aquisições, buscando posiciona-lo como a principal plataforma de consolidação, dada a fragmentação existente no mercado de Medicina Diagnóstica da região. Além disso, as aquisições agregam rapidamente um maior volume e faturamento à operação atual, geraram potenciais sinergias e incremento das margens operacionais com a diluição dos custos e despesas fixos, expandem e diversificam a área de atuação e aumentam a força da Companhia no mercado, gerando maior poder de barganha com fontes pagadoras e fornecedores de equipamentos.

Esta estratégia de crescimento está em linha com a apresentada por DASA e Fleury, que, na última década, apresentaram um forte crescimento regional e nacional via fusões e aquisições.

8.1 Mapeamento dos Potenciais Alvos

A fim de mapear as clínicas com potencial para serem alvos de aquisição, foi elaborado, inicialmente, um estudo que identificou as cidades no Nordeste que apresentam um índice “Mil Habitantes / Equipamento de Ressonância Magnética (RM)” superior a 200²¹. Com base no relatório *Regiões de Influência das Cidades* do IBGE, foram listadas as principais cidades do Nordeste e mapeadas suas respectivas áreas de influência. Para cada uma dessas regiões de influência, foram identificadas todas as cidades que as compõem e que possuem mais de 20 mil habitantes²². Em seguida, foi pesquisado o número total de equipamentos de ressonância magnética existente em cada uma delas. Assim, foram mapeadas as regiões de influência das principais cidades do Nordeste e calculado o número de mil habitantes por equipamento de ressonância magnética existente em cada uma delas.

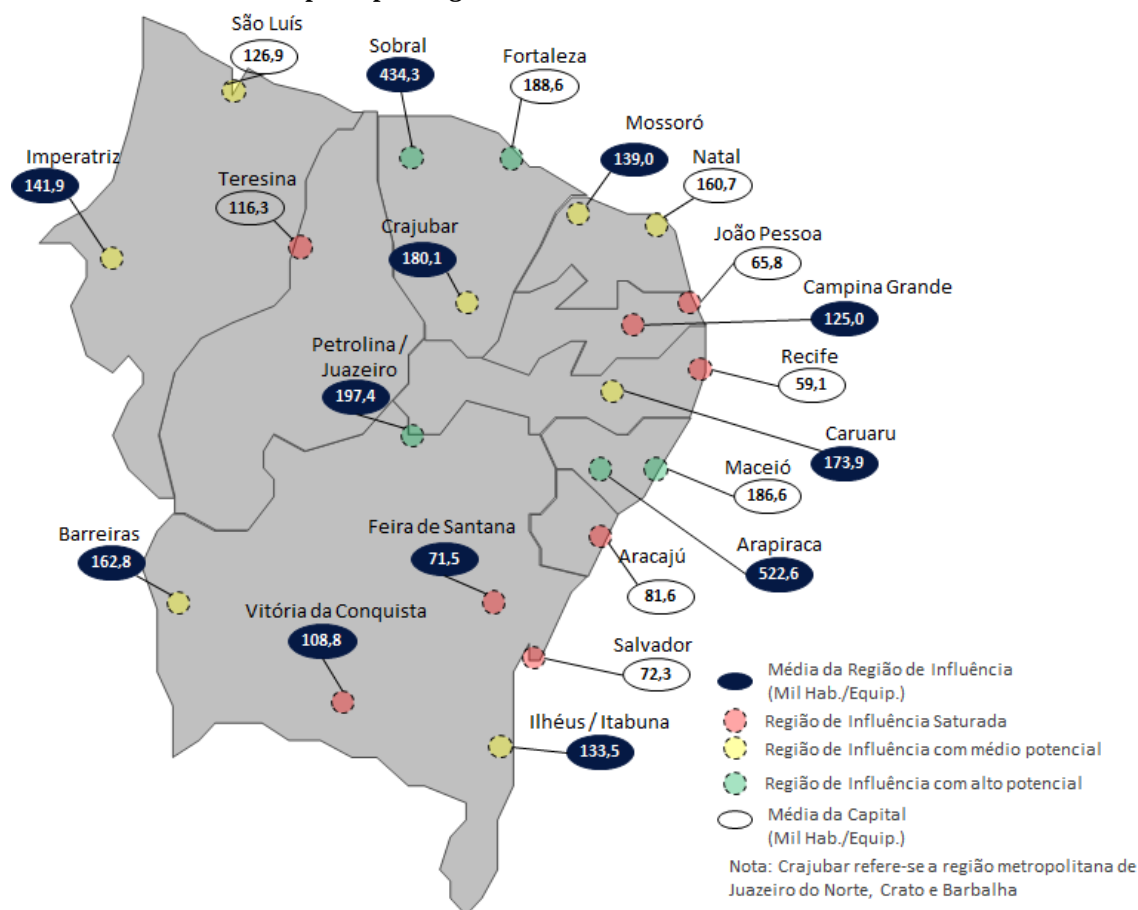
As regiões de influência mapeadas foram então classificadas de acordo com o índice “Mil Habitantes / Equipamento de RM”: (i) região de influência com alto potencial de retorno (índice superior a 200); (ii) região de influência com médio potencial de retorno (índice

²¹ Este índice foi adotado como premissa de seleção, pois, segundo informações da GE (General Eletrics), é o índice que utilizam para disponibilizar/vender uma nova Ressonância Magnética a uma clínica da região, sinalizando o potencial de crescimento da mesma.

²² A premissa de 20 mil habitantes foi adotada para excluir pequenas cidades que não são economicamente relevantes para a análise e que, provavelmente, não possuem equipamentos de ressonância magnética, segundo critério da própria Companhia.

superior a 125 e menor que 200); e (iii) região de influência saturada (índice inferior a 125), conforme figura abaixo.

Figura 45 – Análise do número de habitantes para cada aparelho de ressonância magnética para as principais regiões influência do Nordeste



Fonte: IBGE e CNES

8.2 Alvos Mapeados

Após a identificação das regiões de influência que apresentam um alto potencial de retorno, dado o número ainda baixo de equipamentos de ressonância magnética por habitante, o autor, com o auxílio do Comitê de Aquisição e visando executar o plano de crescimento inorgânico o mais rápido possível, começou um processo de listagens de clínicas de imagem, com potencial e tamanho relevantes para serem adquiridas, existentes em cada uma delas.

Em seguida, o CEO, aproveitando-se da sua extensa rede de contatos no mercado, começou a contatar os sócios das clínicas que, segundo a opinião dos gestores do Fundo PE e dos Diretores da Companhia, mostraram-se ser mais interessantes para a aquisição.

Como decorrência deste processo, o Grupo está em fase de negociação com as seguintes clínicas:

- *Clínica Fortaleza.* Clínica de diagnóstico por imagem localizada em Fortaleza, no estado do Ceará, sendo a maior oportunidade de investimento mapeada, com um volume de 195.794 exames e uma Receita Bruta de R\$61,0 milhões realizados em 2012;
- *Clínica Maceió.* Clínica localizada em Maceió, no estado de Alagoas, sendo a segunda maior oportunidade de aquisição do Grupo, tendo realizado um volume de 326.954 exames e um faturamento de R\$49,5 milhões em 2012;
- *Clínica Petrolina.* Clínica localizada na região de Petrolina e Juazeiro, divisa dos estados da Bahia e Pernambuco, é a terceira maior oportunidade de investimento da Companhia, com um volume de 232.241 exames e uma Receita Bruta de R\$44,5 milhões em 2012;
- *Clínica Barreiras.* Apresentando um volume de 107.685 exames e uma Receita Bruta de R\$27,0 milhões em 2012, esta clínica, localizada em Barreiras, no estado da Bahia, é a quarta maior oportunidade de aquisição mapeada pelo Grupo;
- *Clínica Cajubar.* Unidade de atendimento localizada em “Cajubar”, região metropolitana de Crato, Juazeiro do Norte e Barbalha, no sul do estado do Ceará, com um volume de 72.106 exames e um faturamento de R\$23,2 milhões realizados em 2012.

Os principais pontos que envolvem a negociação com essas clínicas podem ser resumidos na tabela abaixo.

Tabela 2 – Principais pontos de negociação das clínicas mapeadas

	Fortaleza	Maceió	Petrolina	Barreiras	Cajubar
# de Sócios	5	1	3	2	1
EBITDA 2014 (R\$ milhões)	20,1	16,8	14,4	9,6	7,7
Múltiplo de Negociação	7,50x	7,50x	7,00x	6,50x	6,50x
Participação Adquirida	85%	85%	80%	75%	80%
Investimento Total (R\$ milhões)	128,1	106,9	80,4	47,0	39,9

Fonte: Elaborado pelo autor

Pela tabela, é possível observar um ponto positivo da estratégia de crescimento inorgânico da Companhia, que é a manutenção do médico fundador das clínicas adquiridas como sócio após a aquisição. Em todas as clínicas mapeadas, as negociações envolvem a compra de uma participação que varia de 75 a 80%. Dessa forma, o Grupo consegue manter a

identidade da clínica adquirida, além de se beneficiar da credibilidade e conhecimento do médico fundador na nova região de atuação.

8.3 Investimento em Análises Clínicas

Os projetos mapeados envolvem, além das aquisições mapeadas no item anterior, a introdução dos exames de Análises Clínicas ao portfólio de serviços do Grupo, de modo a intensificar o crescimento orgânico do mesmo.

Em linha com as operações de DASA e Fleury, a Companhia pretende adicionar aos seus serviços, em 2014, a operação de Análises Clínicas, uma vez que atualmente atua apenas no segmento de diagnóstico por imagem. Esse incremento no portfólio de serviços disponíveis, além de gerar maior conforto e comodidade ao cliente, uma vez que proporciona realizar todos os exames necessários em uma mesma clínica, gera um incremento no volume de exames realizados, no faturamento do Grupo e aumenta a atratividade e fluxo de clientes, já que preferem realizar todos os exames em um mesmo local.

Entendendo que a Companhia não possui atualmente o *know-how* necessário para a realização das análises das amostras coletadas, a administração optou por começar a operar neste segmento através da terceirização das análises. Neste caso, o Grupo realizará a coleta das amostras dos exames em suas unidades de atendimento e terceirizará a suas análises. Em um segundo momento, após este tipo de serviço atingir um volume de escala relativamente grande, pretende-se estudar a viabilidade de construir um Núcleo Operacional próprio para realizar internamente as análises das amostras coletadas.

Buscando oferecer um amplo portfólio de exames, o COO decidiu por oferecer as categorias de exames que são realizadas mais frequentemente, como: Anatomia Patologia, Biologia Molecular, Hematologia, Imunologia, Imunoquímica, Microbiologia, Parasitologia e Urinalise.

O Conselho de Administração acredita que o início das operações em Análises Clínicas pode ser uma grande alavanca de crescimento, uma vez que a empresa já possui toda a estrutura operacional de clínicas bem distribuída na Bahia, necessitando apenas introduzir os pontos de coleta de amostras nas unidades de atendimento, o que não demanda muito investimento. Além disso, o potencial de retorno do investimento e de crescimento do faturamento é enorme, uma vez que o projeto agrega tanto em termos de volume de exames realizados quanto na atratividade e crescimento do fluxo de clientes nas clínicas.

8.4 Priorização e Seleção dos Investimentos

A priorização e seleção das oportunidades de investimento, que envolvem os cinco alvos de aquisição e o início da operação de análises clínicas, foram realizadas através de uma análise que correlaciona o potencial resultado do projeto com a necessidade de capital investido. A necessidade de priorização dos investimentos ocorre devido à limitação de capital da Companhia e ao grau de endividamento máximo que esta pode alcançar se decidir por realizar todos os projetos propostos. Devido a questões contratuais de debêntures emitidas anteriormente, o Grupo não pode atingir um endividamento líquido (DL)²³ que seja superior a três vezes o EBITDA gerado nos últimos doze meses, ou seja, o índice de alavancagem financeira de DL/EBITDA da Companhia deve ser inferior a 3 (três).

Para realizar a seleção dos projetos, foi, inicialmente, desenvolvida a análise do potencial resultado gerado por cada um deles. Para isso, considerou-se os seguintes fatores:

- *TIR Incremental*. Trata-se da taxa de retorno incremental que o projeto gera ao investimento do Fundo PE na Companhia;
- *Fit Estratégico*. Este fator envolve as características estratégicas do investimento, abordando os seguintes pontos: (i) localização; (ii) competição regional; (iii) mix de exames; e (iv) fontes pagadoras;
- *Complexidade*. Compreende a complexidade envolvida para estruturar e concretizar o investimento, abordando os seguintes pontos: (i) quantidade de sócios; (ii) existência de auditoria interna; e (iii) contingências.

O cálculo do potencial resultado gerado por cada projeto foi realizado através da ponderação destes fatores, conforme a fórmula a seguir.

Equação 6 – Fórmula utilizada para cálculo do potencial resultado de cada projeto

$$\text{Retorno} = 35\% * \text{TIR Incremental} + 30\% * \text{Fit Estratégico} + 35\% * \text{Complexidade}$$

8.4.1 TIR Incremental

Para realizar o cálculo da Taxa Interna de Retorno (TIR) incremental gerada por cada projeto ao investimento realizado pelo Fundo PE no Grupo de Diagnóstico Bahia, foi

²³ Endividamento Líquido envolve os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo, subtraídos do caixa e equivalentes de caixa.

inicialmente elaborada uma modelagem econômico-financeira, projetando-se a DRE, o BP e o FC da Companhia.

As análises realizadas visam comparar o valor adicional gerado por cada um dos projetos analisados ao retorno obtido em um cenário de crescimento orgânico (Cenário Base). Com isso, é possível verificar qual dos projetos que, individualmente, agrega uma maior TIR incremental ao retorno do investimento realizado pelo Fundo PE no Grupo.

O modelo econômico-financeiro elaborado pelo autor, assim como os cálculos da TIR e análises de sensibilidade, podem ser visualizados no Apêndice C deste Trabalho e também estão disponíveis no *CD-ROM* que o acompanha (Apêndice D).

Por questões de confidencialidade, os dados operacionais e financeiros presentes nesta modelagem, incluindo volume de exames, preço médio, entre outros, são fictícios. Os dados reais da Companhia e dos projetos mapeados foram multiplicados por uma constante que, quando aplicada aos resultados gerados pelo Grupo em 2012, resultou em uma Receita Bruta de R\$100.000.000,00 (cem milhões de reais).

8.4.1.1 Projeções Econômico-Financeiras

A primeira etapa realizada, a fim de obter o retorno do investimento tanto no Cenário Base quanto nos cenários com a incorporação dos projetos, foi a projeção econômico-financeira da Companhia para os próximos cinco anos (período máximo que o Fundo PE tem para realizar o desinvestimento, dada as questões contratuais do veículo de investimento).

As projeções foram feitas a partir dos resultados realizados nos anos de 2010 a 2012, sendo que a projeção para o ano de 2013 (ano em que este Trabalho foi elaborado) foi realizada com base no resultado realizado até agosto e em linha com o Orçamento para os meses de setembro a dezembro. Os principais *outputs* desta modelagem envolvem as projeções do BP, DRE e FC.

Os projetos foram introduzidos individualmente à modelagem financeira a partir de 2014 (ano em que a Companhia pretende concretizar os investimentos escolhidos), estando, porém, flexíveis para caso haja algum atraso no processo.

As premissas utilizadas para realizar as projeções financeiras, como crescimento do volume de exames, incremento do preço médio, redução de custos operacionais, entre outras, foram elaboradas pelo autor com auxílio do CFO, COO e gestores do Fundo PE. Para fins de descrição e ilustração, as projeções detalhadas a seguir compreendem o cenário em que todos os projetos foram realizados.

Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

A modelagem financeira elaborada foi estruturada projetando-se uma DRE, até o resultado do EBITDA, para cada clínica existente do Grupo e também para cada um dos projetos mapeados, para que seja possível calcular o valor individual de cada um deles no momento do desinvestimento, dado que possuem participações societárias distintas. Além disso, a construção independente das DREs permite projetar o crescimento do volume dos exames, do preço médio, dos custos e despesas, dentre outros, para cada clínica e projeto do Grupo, uma vez que apresentam características singulares e distintas dos demais.

A Receita Bruta foi projetada multiplicando-se o (i) volume de cada categoria de exame realizado pelo seu (ii) preço médio.

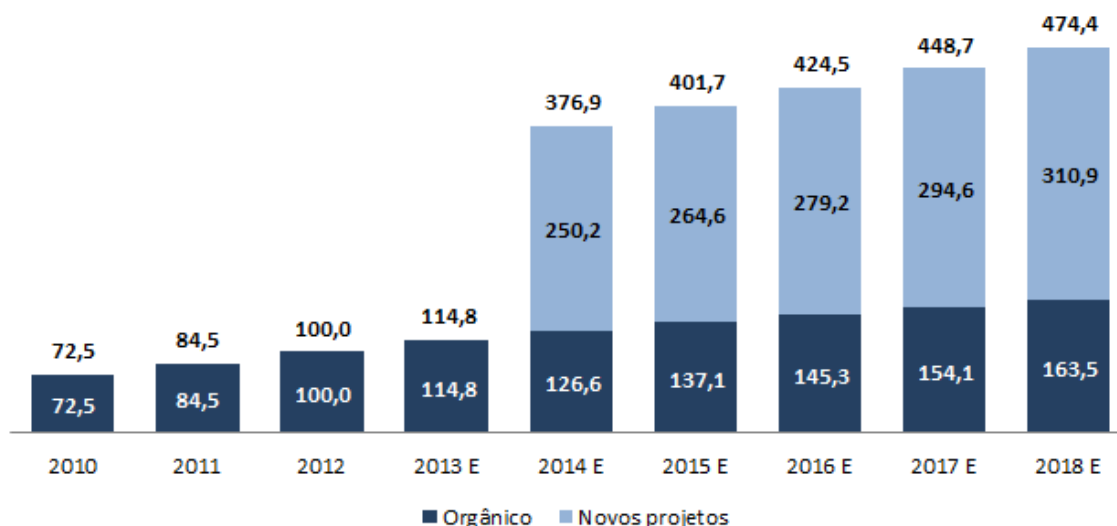
- *Volume de Exames.* A projeção do volume de exames realizados foi feita considerando as categoria de exame existente em cada umas das clínicas do Grupo e oportunidades de investimento. As projeções de crescimento estão diretamente relacionadas à capacidade operacional do Grupo e a estratégia de privilegiar as categorias de exames que possuem maior valor agregado, como Ressonância Magnética e Tomografia;
- *Preço Médio.* A projeção do preço médio foi elaborada de acordo com a renegociação de preços obtida com as principais fontes pagadoras, que concordaram em reajustar os preços dos exames todo ano através de um repasse de 25% da inflação existente no período.

Tabela 3 – Projeção da Receita Bruta da Companhia (R\$ milhões)

(R\$m)	2010	2011	2012	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Receita Bruta									
C1	43,5	48,3	55,4	61,9	67,8	73,1	77,8	82,7	88,1
C2	19,1	21,1	25,4	28,1	30,4	32,1	33,8	35,7	37,6
C3	3,9	6,1	8,9	9,8	10,7	11,5	12,1	12,7	13,4
C4	1,9	2,9	3,2	3,5	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4
C5	2,1	2,6	3,5	4,5	5,3	6,1	6,5	7,0	7,5
C6	2,0	3,5	3,6	3,7	3,9	4,2	4,6	4,9	5,3
C7	-	-	-	3,4	4,7	6,2	6,5	6,9	7,2
Exames Análises Clínicas	-	-	-	-	12,6	13,2	13,9	14,6	15,3
Clínica Fortaleza	-	-	-	-	70,0	74,3	79,0	83,9	89,2
Clínica Maceió	-	-	-	-	56,5	59,9	63,4	67,2	71,2
Clínica Petrolina	-	-	-	-	51,2	53,4	55,7	58,1	60,5
Clínica Barreiras	-	-	-	-	31,6	33,6	35,2	36,8	38,6
Clínica Cajubar	-	-	-	-	28,3	30,1	32,0	34,0	36,2
Total	72,5	84,5	100,0	114,8	376,9	401,7	424,5	448,7	474,4

Fonte: Elaborado pelo autor

Figura 46 – Projeção da Receita Bruta da Companhia (R\$ milhões)



Fonte: Elaborado pelo autor

Observando-se o gráfico acima, nota-se o grande incremento de Receita Bruta existente em 2014, decorrente da execução dos projetos mapeados.

Para chegar ao valor do EBITDA, foram deduzidas da Receita Bruta as seguintes linhas:

- *Deduções sobre Vendas.* Compreendem as Devoluções e Descontos, Provisão De Impostos e Glosas. As projeções para estas deduções foram feitas considerando o mesmo percentual da Receita Bruta verificado no ano de 2012. A dedução desta conta da Receita Bruta resulta na Receita Líquida;
- *Custos e Despesas Variáveis.* Compreendem os gastos com Honorários Médicos, Materiais e Outras Despesas e Custos Variáveis. As projeções para os custos e despesas variáveis foram realizadas através de um percentual da Receita Líquida, projetando-se o mesmo valor verificado no ano de 2012;
- *Custos e Despesas Fixos.* Envolvem os Gastos com Pessoal, Utilidades (como Telefonia, Energia, etc.), Aluguéis, Seguros, Manutenções, Propaganda e Marketing, Serviços de Terceiros e Tributos (TFF, IPTU, etc.). As projeções para os custos e despesas fixos foram feitas em linha com a projeção da variação anual da Inflação e do IGP-M²⁴ (para o caso específico da Manutenção dos Contratos).
-

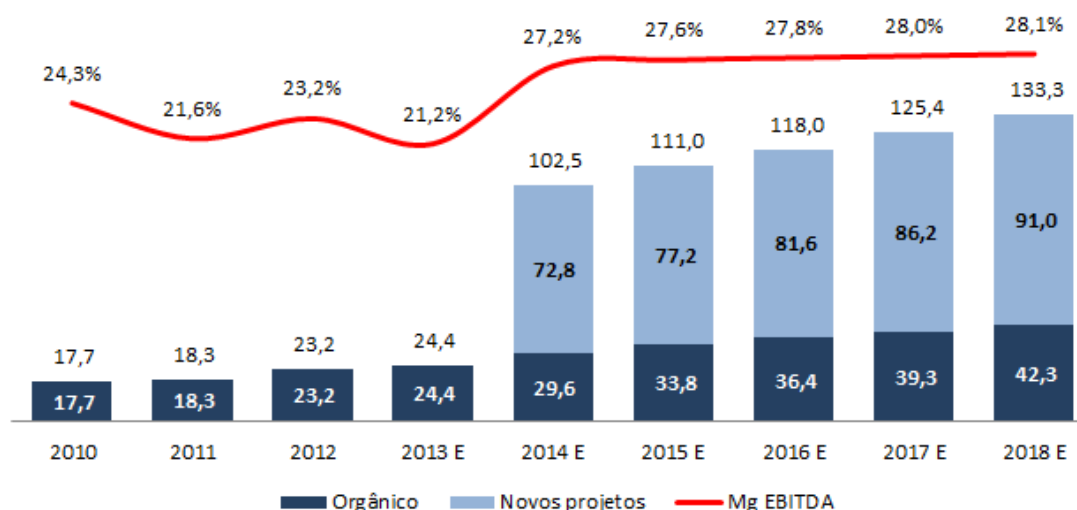
²⁴ Para os valores da Inflação e IGP-M, bem como para os demais dados econômicos, foram utilizadas as projeções feitas pela Itaú Corretora em setembro de 2013, conforme planilha em apêndice.

Tabela 4 – Projeção do EBITDA da Companhia (R\$ milhões)

(R\$m)	2010	2011	2012	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
EBITDA									
C1	12,8	10,8	13,2	13,5	16,3	18,5	20,2	21,9	23,8
C2	3,3	3,9	5,3	5,7	6,6	7,0	7,5	7,9	8,4
C3	0,8	1,7	2,5	2,5	2,8	3,1	3,3	3,5	3,7
C4	0,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
C5	0,4	0,5	0,8	1,0	1,4	1,7	1,8	2,0	2,2
C6	0,2	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2
C7	-	-	-	0,5	1,2	2,0	2,1	2,2	2,4
Exames Análises Clínicas	-	-	-	-	4,3	4,5	4,7	5,0	5,2
Clínica Fortaleza	-	-	-	-	20,1	21,6	23,2	24,9	26,7
Clínica Maceió	-	-	-	-	16,8	17,8	18,9	20,1	21,4
Clínica Petrolina/Juazeiro	-	-	-	-	14,4	14,8	15,2	15,6	16,0
Clínica Barreiras	-	-	-	-	9,6	10,3	10,7	11,1	11,6
Clínica Cajubar	-	-	-	-	7,7	8,3	8,9	9,5	10,2
Total	17,7	18,3	23,2	24,4	102,5	111,0	118,0	125,4	133,3

Fonte: Elaborado pelo autor

Figura 47 – Projeção do EBITDA da Companhia (R\$ milhões)



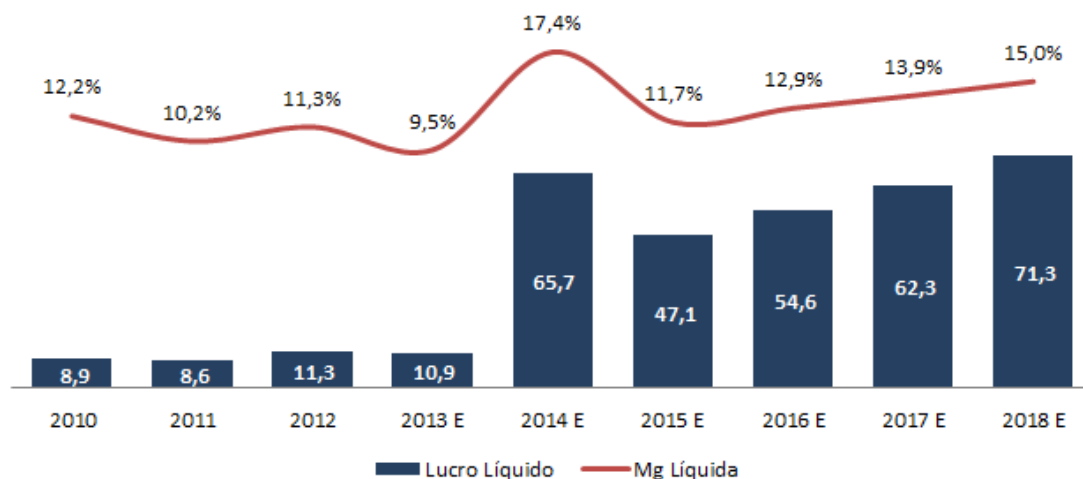
Fonte: Elaborado pelo autor

Através da figura acima, observa-se, primeiramente, a queda de margem EBITDA em 2013, para 21,2%. Esta queda se deve ao aumento considerável da folha de pagamento com a contratação do COO e CFO. Além disso, o sócio fundador, que, anteriormente ao aporte de capital do Fundo PE, recebia apenas através dos dividendos distribuídos, passou a ser remunerado pela função de CEO que exerce. A partir de 2014, por outro lado, nota-se uma expansão de margem EBITDA, que é decorrente da diluição dos custos e despesas fixos, uma vez que crescem a uma taxa inferior ao incremento de Receita.

A partir da construção das DREs individuais até o resultado do EBITDA, as projeções foram unificadas em uma DRE consolidada, que engloba as clínicas do Grupo e as

oportunidades de investimento, para que, assim, fossem projetados os resultados até o Lucro Líquido.

Figura 48 – Projeção do Lucro Líquido da Companhia (R\$ milhões)



Fonte: Elaborado pelo autor

Após uma grande expansão de Lucro Líquido em 2014, principalmente em função da incorporação dos projetos mapeados, observa-se, na figura acima, uma queda de margem líquida em 2015, decorrente do aumento das despesas financeiras, já que foram captadas novas dívidas na forma de Revolver (detalhado a seguir) para realizar os investimentos.

Balanço Patrimonial (BP)

Dado que a Companhia não possui um BP para cada clínica, a projeção ocorreu de forma consolidada. Esta projeção foi estruturada a partir dos seguintes itens: (i) Caixa; (ii) Capital de Giro; (iii) Imobilizado; (iv) Endividamento; e (v) Patrimônio Líquido.

Caixa

As projeções do Caixa envolvem as variações ocorridas no FC, retratas a seguir.

Capital de Giro

O Capital de Giro compreende algumas contas do Ativo Circulante, como Contas a Receber e Estoques, e do Passivo Circulante, como Fornecedores e Provisões Trabalhistas. Para realizar as projeções do Capital de Giro, foi utilizado como premissa o prazo (em dias) que a Companhia estima receber alguns pagamentos que estão presentes no Ativo Circulante e o prazo (em dias) para pagar as obrigações presentes no Passivo Circulante.

Para calcular o prazo de recebimento ou de pagamento das contas do Capital de Giro, associou-se cada uma delas a um resultado da DRE. Essa associação (valor percentual que a

conta do Capital de Giro representa da conta da DRE) é então transformada em dias, multiplicando-se o valor percentual pelo número de dias existente em um ano (365).

As contas do Ativo Circulante que fazem parte do Capital de Giro da Companhia são:

- *Contas a Receber*. Foi associada à Receita Líquida e projetada de acordo com o prazo obtido em 2012 (51 dias de receita);
- *Estoques*. Foi associada aos Custos e Despesas Totais e projetada de acordo com o prazo obtido em 2012 (2 dias de custos e despesas);
- *Impostos a Recuperar*. Foi associada aos Custos e Despesas Totais e projetada de acordo com o prazo obtido em 2012 (6 dias de custos e despesas);
- *Despesas Antecipadas*. Foi associada aos Custos e Despesas Totais e projetada de acordo com o prazo obtido em 2012 (2 dias de custos e despesas);

As contas do Passivo Circulante foram todas associadas aos Custos e Despesas Totais e projetadas de acordo com o prazo, em dias, observado em 2012. Sendo que as principais delas apresentam os seguintes prazos.

- *Fornecedores*. Prazo de 9 dias.
- *Provisões Trabalhistas e Obrigações Sociais*. Prazo de 13 dias;
- *Impostos, Taxas e Contribuições*. Prazo de 23 dias;

Tabela 5 – Projeção da variação do Capital de Giro da Companhia (R\$ milhões)

(R\$m)	2012	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Ativo Circulante							
Contas a receber	16,5	14,2	47,9	51,1	54,0	57,0	60,3
Estoques	0,5	0,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7
Impostos a Recuperar	1,1	1,0	3,2	3,4	3,5	3,7	3,9
Despesas Antecipadas	0,3	0,3	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1
Outras contas a receber	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	18,4	15,9	53,3	56,8	60,0	63,4	67,0
Passivo Circulante							
Fornecedores	2,3	2,0	6,2	6,6	7,0	7,3	7,7
Provisões trabalhistas e obrigações sociais	3,1	2,7	8,5	9,0	9,5	10,0	10,6
Impostos, taxas e contribuições	4,7	4,1	12,9	13,7	14,4	15,2	16,0
Outras Contas a Pagar	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Total	10,1	8,9	27,8	29,5	31,1	32,8	34,6
Capital de Giro	(8,4)	(7,0)	(25,5)	(27,3)	(28,9)	(30,6)	(32,5)
Variação do Capital de Giro		1,4	(18,5)	(1,8)	(1,6)	(1,7)	(1,8)

Fonte: Elaborado pelo autor

Imobilizado

A variação do Ativo Imobilizado envolve o acréscimo decorrente do Capex²⁵ realizado e o decréscimo das depreciações do período.

O Capex realizado pela Companhia envolve três categorias:

- *Novos Equipamentos.* Compreende a necessidade de compra de novos equipamentos, tanto pelas unidades de atendimento já existentes no Grupo quanto pelas novas clínicas a serem adquiridas. A compra de um novo equipamento está diretamente ligada ao crescimento do volume de exames projetado, de forma que, à medida que a ocupação máxima dos aparelhos existentes seja superada, a compra de um novo equipamento é imediatamente solicitada, aumentando o Capex do Grupo;
- *Manutenção.* Envolve o investimento necessário para manter a área operacional nas condições ideais de atendimento. Para isso, foi projetado um valor equivalente à depreciação gerada no período (ano) anterior;
- *Adequação Análises Clínicas.* Envolve o Capex necessário para adequar as unidades de atendimento à operação de Análises Clínicas, construindo, principalmente, as áreas necessárias para realizar a coleta das amostras.

A depreciação do período corresponde à degradação do Ativo Imobilizado por uma taxa anual de depreciação. A modelagem foi realizada considerando-se uma taxa de depreciação de 10% (estimou-se duração média dos Ativos Imobilizados de 10 anos).

Tabela 6 – Projeção do Ativo Imobilizado da Companhia (R\$ milhões)

<i>(R\$m)</i>	2012	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Imobilizado (Início do Período)		43,8	45,8	57,1	65,5	64,9	70,0
Capex		6,5	17,6	16,2	8,2	15,3	15,7
Novos Equipamentos		2,6	8,9	12,4	4,3	11,4	11,8
Manutenção		3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Adequação AC		-	4,9	-	-	-	-
Depreciação		(4,5)	(6,2)	(7,9)	(8,7)	(10,2)	(10,2)
Depreciação do Período		(4,5)	(6,2)	(7,9)	(8,7)	(10,2)	(10,2)
Imobilizado (Fim do Período)		45,8	57,1	65,5	64,9	70,0	75,4

Fonte: Elaborado pelo autor

²⁵ Termo muito utilizado no mercado financeiro, que, do inglês (*Capital Expenditure*), significa despesas de capital ou investimento em bens de capital.

Endividamento

As projeções do Endividamento compreendem as Amortizações e Emissões de dívida realizadas no período projetado.

- *Amortizações.* As Amortizações foram projetadas em linha com o cronograma de amortização da dívida atual, que possui um custo médio de 110% do CDI, carência de um ano e prazo de amortização de 5 (cinco) anos;
- *Emissões.* As Emissões de dívida ocorrem principalmente na forma de Revolver (empréstimo de curto prazo para cumprir com as obrigações correntes da Companhia no período em questão, caso haja déficit de caixa). As emissões de Revolver foram projetadas a um custo médio de 110% do CDI e amortizadas de acordo com a capacidade de geração de caixa.

Tabela 7 – Projeção de Endividamento da Companhia (R\$ milhões)

<i>(R\$m)</i>	2012	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Curto Prazo							
Revolver	-	-	299,6	259,6	211,7	160,6	90,6
Longo Prazo							
Empréstimos e Financiamentos	46,0	39,9	40,0	43,2	37,7	33,2	39,2
Endividamento Total	46,0	39,9	339,7	302,8	249,4	193,8	129,8

Fonte: Elaborado pelo autor

Observa-se na figura que o Endividamento atinge o valor máximo de R\$339,7 milhões em 2014, devido à necessidade de emissão de Revolver para realização dos projetos. A partir de 2015, essa dívida começa a ser amortizada de acordo com o caixa gerado no período.

Patrimônio Líquido

As projeções do Patrimônio Líquido compreendem duas contas:

- *Capital Social.* Envolve o capital investido pelos sócios, tanto o acionista fundador, com um investimento de R\$9,3 milhões, quanto o Fundo PE, com um investimento de R\$70,0 milhões. A projeção desta conta se mantém constante até 2018, não considerando novos aportes de capital;
- *Lucro Acumulados.* Compreende os Lucros Acumulados até 2012 acrescidos dos resultados de Lucro Líquido gerados no período da projeção (2013 a 2018) e deduzidos da distribuição de Dividendos aos acionistas.

Tabela 8 – Projeção do Patrimônio Líquido (R\$ milhões)

(R\$m)	2012	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Capital Social	9,3	79,3	79,3	79,3	79,3	79,3	79,3
Lucros Acumulados	5,3	13,5	79,2	126,2	180,8	243,1	314,4
Patrimônio Líquido Total	14,6	92,7	158,5	205,5	260,1	322,3	393,7

Fonte: Elaborado pelo autor

Observa-se, em 2013, um incremento de R\$70 milhões no Capital Social da Companhia, dado o aporte de capital realizado pelo Fundo PE.

Fluxo de Caixa (FC)

As projeções do FC mostram os valores recebidos e gastos pela Companhia ao longo dos anos projetados (2013 a 2018), sendo resumidos conforme a figura abaixo.

Tabela 9 – Projeção do Fluxo de Caixa (R\$ milhões)

(R\$m)	2012	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
EBITDA		24,4	102,5	111,0	118,0	125,4	133,3
IR e CSLL		(5,6)	(33,9)	(24,2)	(28,1)	(32,1)	(36,7)
Variação em Ativos Circulantes		2,5	(37,4)	(3,5)	(3,2)	(3,4)	(3,6)
Variação em Passivos Circulantes		(1,1)	18,9	1,6	1,6	1,7	1,8
Fluxo de Caixa Operacional		20,1	50,1	84,9	88,3	91,7	94,8
Investimentos							
Imobilizado		(6,5)	(17,6)	(16,2)	(8,2)	(15,3)	(15,7)
Aquisições		-	(402,2)	-	-	-	-
Fluxo de Caixa de Investimentos		(6,5)	(419,9)	(16,2)	(8,2)	(15,3)	(15,7)
Fluxo Financeiro							
Receitas (Despesas) Financeiras		(3,5)	3,3	(31,8)	(26,6)	(20,8)	(15,0)
Emissão (Amortização) de Dívida		(6,0)	0,2	3,1	(5,6)	(4,5)	6,0
Injeção de Capital - Equity		70,0	-	-	-	-	-
Dividendos		(2,7)	-	-	-	-	-
Fluxo de Caixa Financeiro		57,7	3,5	(28,7)	(32,3)	(25,3)	(9,1)
Fluxo de Caixa do Período		71,4	(366,2)	40,1	47,9	51,1	70,0
Caixa Início do Período		0,2	71,6	5,0	5,0	5,0	5,0
Revolver		-	299,6	(40,1)	(47,9)	(51,1)	(70,0)
Caixa Final do Período	0,2	71,6	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Aumento (Redução) dos Saldos de Caixa		71,4	(66,6)	-	-	-	-

Fonte: Elaborado pelo autor

Na projeção do FC, verifica-se o impacto decorrente dos investimentos nos projetos, que geraram um gasto de R\$402,2 milhões em 2014. Devido a esses gastos, foi preciso emitir um montante de R\$299,9 milhões de dívida na forma de Revolver, os quais foram sendo amortizados a partir de 2015 e impossibilitaram a distribuição de dividendos aos sócios. Por outro lado, as aquisições proporcionaram um grande incremento de Fluxo de Caixa Operacional Líquido, que passou de R\$20,1 milhões em 2013 para R\$50,1 milhões em 2014.

8.4.1.2 Cálculo da Taxa Interna de Retorno (TIR)

Para calcular a TIR incremental que cada projeto proporciona ao retorno do investimento do Fundo PE na Companhia, foi calculada, inicialmente, a TIR do investimento no Cenário Base, que considera apenas um crescimento orgânico. A partir do Cenário Base, os projetos mapeados foram sendo incorporados à modelagem individualmente, verificando-se a TIR incremental agregada por cada um deles ao retorno do investimento.

O cálculo da TIR do projeto considera o seguinte fluxo de capital do Fundo PE:

- *Investimento.* Consiste no aporte de capital (fluxo de caixa negativo) de R\$70,0 milhões feito na Companhia em janeiro de 2013, que gerou ao Fundo PE uma participação societária de 49%;
- *Dividendos.* Compreende os dividendos gerados pela Companhia ao longo das projeções e recebidos pelo Fundo PE de acordo com sua participação societária (fluxo de capital positivo). As premissas adotadas para distribuição de dividendos foram: (i) Lucro Líquido do exercício positivo; (ii) saldo final do Reverter do ano anterior igual a zero; (iii) Fluxo de Caixa do período não pode ficar negativo com a distribuição dos dividendos; e (iv) percentual de distribuição máximo de 25% do Lucro Líquido gerado no período;
- *Desinvestimento.* Trata-se do valor recebido pelo Fundo PE através da venda da sua participação societária no Grupo (fluxo de capital positivo). Este valor recebido é decorrente da avaliação do Valor Patrimonial da Companhia no momento do desinvestimento, em 2018.

Avaliação do Valor Patrimonial da Companhia no Desinvestimento

A avaliação do Valor Patrimonial no desinvestimento foi realizada através da metodologia de Avaliação por Múltiplos, a qual é adotada pelo Fundo PE na análise de todas as oportunidades de investimento.

Como o Grupo é uma empresa de capital fechado (não possui ações negociadas no mercado de capitais), foi preciso elaborar, inicialmente, a Avaliação por Múltiplos das principais comparáveis listadas na bolsa de valores (DASA e Fleury), conforme ilustrado na figura abaixo.

Figura 49 – Avaliação por Múltiplos de DASA e Fleury

Múltiplos de negociação e benchmarking financeiro dos Laboratórios de Imagem											
	Ação	# Ações	Mkt cap	DL	EV	EV / EBITDA			P / E		
	(R\$)		(R\$m)	(R\$m)	(R\$m)	2012A	LTM	2013E	2012A	LTM	2013E
DASA	12,17	311	3.781	852	4.633	12,07x	12,6x	10,1x	44,4x	44,9x	25,4x
Fleury	19,58	156	3.060	367	3.427	10,82x	10,8x	9,6x	28,7x	35,5x	20,9x
Média						11,4x	11,7x	9,8x	36,5x	40,2x	23,1x

Fonte: S&P Capital IQ (em 10 de outubro de 2013)

A partir do múltiplo médio negociado por essas empresas, foi adotado um desconto de 30% para obter o múltiplo de negociação teórico do Grupo. O valor do desconto foi adotado pelos gestores do Fundo PE, dada a experiência de mercado financeiro que possuem, e serve para retratar o porte e a liquidez inferiores da Companhia em relação às suas comparáveis.

O múltiplo de negociação escolhido pelo Fundo PE para comparação foi o EV/EBITDA 2012A, pois o EBITDA é a medida simplificada da DRE que mais se aproxima da geração operacional de caixa realizada pela Companhia. Pela figura acima, observa-se que DASA e Fleury são negociados a um múltiplo médio de 11,4x EBITDA 2012A. Assim, aplicando-se o desconto de 30%, chega-se a um múltiplo EV/EBITDA de 8x para o Grupo.

Esse múltiplo de negociação é, então, aplicado ao EBITDA gerado em 2018, o qual varia de acordo com a realização dos diferentes projetos. Com isso, chega-se ao EV do Grupo, que, descontando-se a DL no momento do desinvestimento, resulta no Valor Patrimonial.

Na figura abaixo, segue um exemplo de cálculo do Valor Patrimonial da Companhia para 2018 no Cenário Base.

Figura 50 – Exemplo de cálculo do Valor Patrimonial (R\$ milhões)

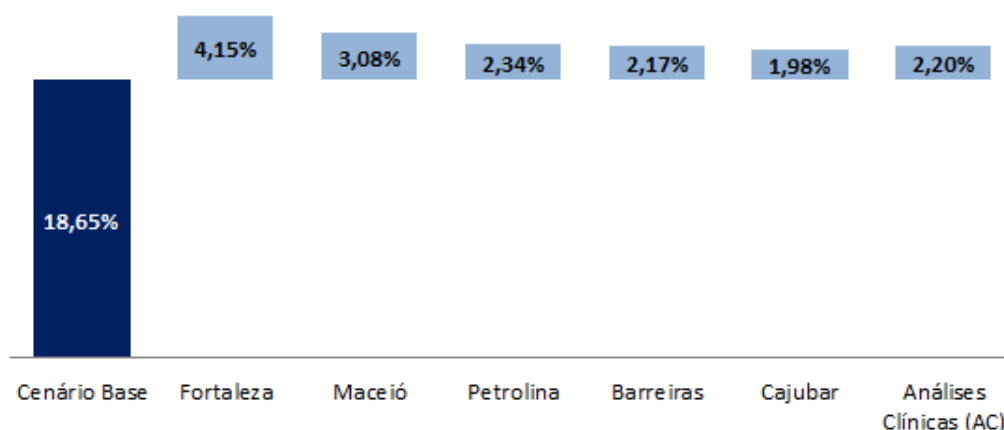
<i>(R\$m)</i>	
EV/EBITDA 2012A	
DASA	12,1x
Fleury	10,8x
Média	11,4x
Desconto	-30%
EV/EBITDA 2012A	
Grupo de Diagnóstico Bahia	8,0x
EBITDA 2018	
Cenário Base	42,3
Enterprise Value (EV)	
Grupo de Diagnóstico Bahia	338,9
Dívida Líquida (DL) 2018	
Cenário Base	-98,0
Valor Patrimonial	
Grupo de Diagnóstico Bahia	436,9

Fonte: Elaborado pelo autor

Observa-se pela figura acima, que, no Cenário Base, há um Caixa Líquido de R\$98,0 milhões, pois o Grupo não investiu em projetos o aporte de capital do Fundo PE e apresentou uma forte geração de caixa.

Cálculo da TIR

Dessa forma, considerando-se o investimento realizado pelo Fundo PE e a participação societária de 49% obtida no capital da Companhia através deste aporte em janeiro de 2013, o recolhimento de dividendos ao longo dos anos projetados (2013 a 2018) e o desinvestimento por um múltiplo de 8x EBITDA em 2018, foi possível obter a TIR no Cenário Base e a TIR incremental que cada um dos projetos agregaram individualmente ao retorno do investimento. A TIR incremental foi calculada sempre em relação ao Cenário Base, de modo que a incorporação de um novo projeto só ocorria quando os demais não estavam sendo considerados. Segue abaixo o resultado obtido.

Figura 51 – TIR incremental (%) gerada por cada projeto ao Cenário Base

Fonte: Elaborado pelo autor

Através desta análise, foi possível verificar que o retorno no Cenário Base é de 18,65%, valor inferior à TIR mínima (Taxa Mínima de Atratividade – TMA) de 25% esperada pelo Fundo PE nos investimentos que realiza. Além disso, nota-se que a aquisição da Clínica Fortaleza é o investimento que gera a maior TIR incremental (4,15%) ao Cenário Base. Dessa forma, para o critério da TIR incremental, foi obtida a seguinte classificação.

Tabela 10 – Classificação dos projetos de acordo com a TIR incremental (%)

Projeto	TIR Incremental
Fortaleza	4,15%
Maceió	3,08%
Petrolina	2,34%
Análises Clínicas (AC)	2,20%
Barreiras	2,17%
Cajubar	1,98%

Fonte: Elaborado pelo autor

8.4.2 Fit Estratégico

A análise do *Fit Estratégico* envolve a adequação dos projetos à estratégia de crescimento elaborada, a qual busca proporcionar condições, via um rápido crescimento inorgânico, para que o Grupo torne-se a plataforma de consolidação do Nordeste. Esta análise foi estruturada através dos seguintes fatores.

- **Localização.** Compreende a região em que o projeto está situado. Como a Companhia pretende expandir regionalmente sua área de atuação pelo

Nordeste, o novo investimento se torna mais interessante à medida que possibilita uma maior diversificação regional. Dado que o mapeamento dos projetos já considerou a diversificação regional, foi adotado como diferencial de classificação o índice de “Mil Habitantes / Equipamento de RM” da região de influência e a proximidade com outras regiões com potencial de crescimento, que possibilitaria atrair um número ainda maior de clientes. Dessa forma, quanto maior o índice e a proximidade com outras regiões de influência, mais interessante se torna o projeto e maior a nota atribuída;

Tabela 11 – Critério para atribuição de notas ao fator Localização

Notas	1	2	3	4	5
Índice "Mil Habitantes / Equipamento de RM"	< 140	141 - 160	161 - 180	181 - 200	> 200

Fonte: Elaborado pelo autor

- *Competição.* Envolve a competição local existente na região em que o investimento será realizado. Para isso, foram identificados os principais concorrentes na região, dando maior atenção para a existência de clínicas pertencentes à DASA e Fleury, uma vez que, segundo os Diretores da Companhia, seria mais interessante expandir, inicialmente, para locais em que não enfrentasse a concorrência imediata dessas duas empresas, dada a elevada capacidade de investimento que apresentam. Além disso, foi verificada a credibilidade da clínica analisada e de seu sócio fundador, uma vez que este fator é importante para o sucesso do investimento e da expansão regional do Grupo, dada a forte regionalização existente no setor de Medicina Diagnóstica. As notas atribuídas a este fator apresentam uma característica mais subjetiva, estando principalmente atreladas às opiniões dos Diretores da Companhia e dos gestores do Fundo PE quanto à força da competição regional, dando-se relevância, porém, a presença de DASA e Fleury;
- *Portfólio de Exames.* Compreende os exames já pelo projeto. Neste caso, conforme ilustrado na tabela abaixo, a nota atribuída está correlacionada com a presença dos exames de maior preço médio no portfólio de serviços, que são principalmente, em ordem decrescente, os exames de RM, TOMO e DENS.

Tabela 12 – Critério para atribuição de notas ao fator Portfólio de Exames

Notas	1	2	3	4	5
Portfólio de Exames	sem RM sem TOMO sem DENS	sem RM sem TOMO com DENS	sem RM com TOMO	com RM sem TOMO	com RM com TOMO

Fonte: Elaborado pelo autor

- *Fontes Pagadoras.* Foi analisada a concentração / diversificação da carteira de fontes pagadoras das clínicas mapeadas, de modo que quanto mais diversificada a carteira, mais interessante se torna o investimento, já que minimiza o poder de barganha dos compradores. Para atribuição das notas, foi analisada a expressividade das cinco principais fontes pagadoras no faturamento destas clínicas, de modo que quanto menor a expressividade, maior a nota, conforme mostra a tabela abaixo.

Tabela 13 – Critério para atribuição de notas ao fator Fontes Pagadoras

Notas	1	2	3	4	5
Top 5 Fontes Pagadoras (% ROB)	100 - 81%	80 - 61%	60 - 41%	40 - 21%	20 - 0%

Fonte: Elaborado pelo autor

Cada projeto foi então analisado atribuindo-se uma nota de um (1) a cinco (5) para cada um destes fatores, de modo que o valor 5 caracteriza a nota máxima.

8.4.2.1 Clínica Fortaleza

- *Localização.* A clínica está localizada em Fortaleza (índice de “Mil Habitantes / Equipamento de RM” de 188,6), região importante para a expansão da Companhia, dado que ainda não atua no Ceará, estado que apresenta uma importância econômica relevante no Nordeste;
- *Competição.* A DASA já possui duas clínicas na região (Lab Pasteur e Unimagem), o que dificultaria o processo de crescimento do Grupo nesta região;
- *Portfólio de Exames.* A clínica apresenta um portfólio de exames bem completo, com DENS, RM, RX, TOMO, MAMO e USG;
- *Fontes Pagadoras.* A empresa apresenta grande dependência de suas principais fontes pagadoras, como Unimed e Bradesco, sendo que as cinco maiores

representam mais de 83% do faturamento, o que sinaliza um baixo poder de barganha e alta dependência destes planos de saúde.

8.4.2.2 Clínica Maceió

- *Localização.* A clínica está localizada em Maceió (índice de Mil Habitantes / Equipamento de RM de 186,6), região também importante para o processo de expansão, dado que a Companhia ainda não atua em Alagoas. Além disso, Maceió está situado perto da região de Arapiraca (125km de distância), que possui um elevado índice de “Mil Habitantes / Equipamento de RM” (522,6), o que aumenta o potencial de crescimento da clínica;
- *Competição.* DASA e Fleury ainda não estão presentes nesta região, de modo que a competição se limita às pequenas clínicas regionais. Além disso, o médico fundador da Clínica Maceió é bem reconhecido no estado de Alagoas, sendo importante fazer com que continue a frente da administração e operacionalização;
- *Portfólio de Exames.* A clínica apresenta um portfólio de exames bem completo, com RM, RX, TOMO, MAMO e USG;
- *Fontes Pagadoras.* A empresa apresenta uma base de fontes pagadoras bem diversificada, com as cinco principais representando 34% do total do faturamento, sinalizando um grande poder de barganha com os compradores.

8.4.2.3 Clínica Petrolina

- *Localização.* A clínica está localizada na região de Petrolina/Juazeiro (índice de “Mil Habitantes / Equipamento de RM” de 194,7), que concentra tanto o Norte do estado da Bahia quanto o Sudoeste do estado de Pernambuco;
- *Competição.* DASA e Fleury ainda não estão presentes em Petrolina, de modo que a competição se limita às pequenas clínicas regionais. Porém, ambas as empresas já atuam na Bahia, podendo acirrar a competição mais rapidamente;
- *Portfólio de Exames.* A clínica apresenta um portfólio de exames bem completo, com DENS, RM, RX, MAMO e USG;
- *Fontes Pagadoras.* A empresa apresenta uma base de fontes pagadoras pouco diversificada, dependendo de grandes seguradoras nacionais, como Sul América e Bradesco, sendo que as cinco mais expressivas, em termos de faturamento, representam 82% do total.

8.4.2.4 Clínica Barreiras

- *Localização.* A clínica está localizada em Barreiras (índice de mil habitantes por equipamento de RM de 162,8), região situada no centro-oeste da Bahia;
- *Competição.* Embora DASA e Fleury não atuam nesta região, a competição pode aumentar rapidamente, uma vez que ambas as empresas já atuam na Bahia;
- *Portfólio de Exames.* A clínica apresenta um portfólio de exames bem completo, com DENS, RM, RX, TOMO, MAMO e USG;
- *Fontes Pagadoras.* A clínica apresenta uma concentração de 86% do seu faturamento nas cinco principais fontes pagadoras, com destaque para os planos de saúde da Unimed, Bradesco e Planserv.

8.4.2.5 Clínica Cajubar

- *Localização.* A clínica está situada em Cajubar (índice de mil habitantes por equipamento de RM de 180,1), no Ceará, estado em que o Grupo ainda não atua;
- *Competição.* DASA e Fleury não atuam nesta região, de modo que a concorrência se concentra nas pequenas clínicas regionais;
- *Portfólio de Exames.* A clínica apresenta um portfólio de exames com RM, RX, TOMO e USG, que, embora seja mais limitado que o das demais clínicas, engloba os exames de maior preço (foco de direcionamento do Grupo);
- *Fontes Pagadoras.* As cinco principais fontes pagadoras da clínica representam aproximadamente 68% do faturamento total da empresa.

8.4.2.6 Análises Clínicas

- *Localização.* Os exames de Análises Clínicas serão introduzidos ao portfólio das atuais clínicas da Companhia, que estão localizadas, em sua maioria, na Bahia. Como o índice “Mil Habitantes / Equipamento de RM” é utilizado para os exames de diagnóstico por imagem, a qualificação do projeto de Análises Clínicas por este critério acaba ficando comprometida. Assim, o autor analisou este projeto de acordo com o potencial de ganho, tanto em volume quanto em faturamento, que ele proporciona às unidades atuais;

- *Competição.* Embora DASA e Fleury já têm clínicas em cidades que a Companhia atua, a credibilidade do Grupo é muito forte neste estado, minimizando a força competitiva destes *players*;
- *Portfólio de Exames.* A estratégia envolve iniciar a operação com as principais categorias de exames de Análises Clínicas existentes, como Anatomia Patologia, Biologia Molecular, Hematologia, Imunologia, Imunoquímica, Microbiologia, Parasitologia e Urinalise;
- *Fontes Pagadoras.* As fontes pagadoras serão as mesmas da Companhia, de modo que as cinco principais delas representam 65% do faturamento.

8.4.2.7 Análise Comparativa

Dessa forma, após a análise pela ótica dos fatores do *Fit* Estratégico, o autor, em parceria dos Diretores da Companhia e dos gestores do Fundo PE, atribuiu as seguintes notas:

Tabela 14 – Notas dos projetos pela ótica do *Fit* Estratégico

	Fortaleza	Maceió	Petrolina	Barreiras	Cajubar	AC
Localização	4	5	4	3	4	4
Competição	1	4	2	2	3	3
Mix de Exames	5	5	4	5	5	5
Fontes Pagadoras	1	4	1	1	2	2
Total	11	18	11	11	14	14

Fonte: Elaborado pelo autor

8.4.3 *Complexidade*

Este critério envolve as complexidades existentes nos diferentes projetos e que poderiam prejudicar e atrasar o processo de realização, dificultando, assim, a estratégia da Companhia de crescer rapidamente via aquisições no Nordeste. A análise foi estruturada de forma a abordar os seguintes fatores:

- *Número de Sócios.* Compreende a quantidade de sócios existentes no projeto, uma vez que um número elevado tende a dificultar o processo de investimento, já que a negociação de compra e venda envolve os interesses pessoais de cada um deles. Assim, quanto menor o número de sócios, mais interessante se torna o projeto e maior a nota atribuída a este fator, conforme ilustrado na tabela abaixo;

Tabela 15 – Critério para atribuição de notas ao fator Número de Sócios

Notas	1	2	3	4	5
Número de Sócios	5 ou mais	4	3	2	1

Fonte: Elaborado pelo autor

- *Contingências.* Envolve potenciais desembolsos de caixa, identificados em reuniões com os sócios das clínicas, que estas podem vir a ter devido a alguma operação irregular, como contingências tributárias, ambientais e trabalhistas. Para tornar os valores das prováveis contingências identificadas nos diferentes projetos em bases comparativas, foi adotado como critério de quantificação o índice “Contingências / EBITDA”, de modo que quanto menor o índice, mais interessante se torna o projeto, conforme ilustrado na tabela abaixo. Para efeito de cálculo, foi adotado o EBITDA gerado pela clínica em 2012;

Tabela 16 – Critério para atribuição de notas ao fator Contingências

Notas	1	2	3	4	5
Índice "Contingência / EBITDA"	1,0 - 0,81	0,80 - 0,61	0,60 - 0,41	0,40 - 0,21	0,20 - 0,0

Fonte: Elaborado pelo autor

- *Auditoria.* Para que todo processo de fusão e aquisição seja concretizado, é necessário realizar uma auditoria interna na empresa analisada, a obter os resultados operacionais e financeiros reais, já que os valores gerenciais podem envolver formas distintas de contabilização. Assim, se o potencial alvo de aquisição já for auditado, mais rápido se torna o processo de investimento. Dessa forma, conforme mostra a tabela abaixo, as notas foram atribuídas de modo a beneficiar as clínicas que já apresentam auditoria interna e também a qualidade da consultoria que a realiza, dando-se mais importância às quatro principais consultorias do setor, conhecidas como “Big Four”, que são a PricewaterhouseCoopers, Ernest & Young, Deloitte e KPMG.

Tabela 17 – Critério para atribuição de notas ao fator Auditoria

Notas	1	2	3	4	5
		1 ano	2 ano	1 ano	2 ano
Auditoria	Não tem	Consultoria: Regional	Consultoria: Regional	Consultoria: "Big Four"	Consultoria: "Big Four"

Fonte: Elaborado pelo autor

Cada projeto foi então analisado atribuindo-se uma nota de um (1) a cinco (5) para cada um destes fatores, de modo que o valor 5 caracteriza a nota máxima.

8.4.3.1 Clínica Fortaleza

- *Sócios.* A clínica possui 5 sócios, o que tende a atrasar o processo de aquisição, devido às discrepâncias existente entre os interesses pessoais de cada um deles;
- *Contingências.* Clínica com um baixo valor de prováveis contingências, apresentando um índice de 0.23;
- *Auditoria.* A clínica é auditada há um ano pela Deloitte.

8.4.3.2 Clínica Maceió

- *Sócios.* A clínica possui apenas 1 sócio, que está alinhado com os pontos da negociação e que deseja formar uma parceria com o Grupo;
- *Contingências.* As reuniões com o sócio da clínica mostraram que esta unidade de atendimento não apresenta muitas prováveis contingências, sendo que estas representam apenas 0,26 do EBITDA gerado pela clínica em 2012;
- *Auditoria.* A clínica é auditada há dois anos também pela Deloitte.

8.4.3.3 Clínica Petrolina

- *Sócios.* A clínica possui 4 sócios, o que tem dificultado o processo de aquisição, dada o desalinhamento existente entre eles;
- *Contingências.* Foi possível observar algumas operações irregulares na clínica, que devem gerar prováveis desembolsos de caixa, resultando em um índice “Contingência / EBITDA” de 0,62;
- *Auditoria.* A clínica nunca foi auditada, o que pode atrasar a concretização da aquisição.

8.4.3.4 Clínica Barreiras

- *Sócios.* A clínica possui 4 sócios, com os quais a Companhia ainda vem negociando alguns termos do contrato de aquisição;
- *Contingências.* Muito em função do porte pequeno da clínica, a operação acontece com várias irregularidades, sendo possível verificar um valor de prováveis contingências na ordem de 0,81 vezes o EBITDA realizado em 2012;
- *Auditoria.* A clínica é auditada há um ano por uma consultoria regional.

8.4.3.5 Clínica Cajubar

- *Sócios.* A clínica possui 5 sócios, o que gera grande dificuldade para alinhar os objetivos pessoais e conseguir um acordo contratual;
- *Contingências.* Em linha com a operação na Clínica Barreiras, esta clínica apresenta um valor de prováveis contingências que pode atingir até 0,84 vezes o resultado EBITDA obtido pela empresa em 2012;
- *Auditoria.* A clínica nunca foi auditada, podendo levar a um tempo maior para que seja possível finalizar a aquisição.

8.4.3.6 Análises Clínicas

Dado que o investimento em Análises Clínicas será realizado nas unidades já existentes do Grupo, a complexidade de realização deste projeto é extremamente baixa, necessitando apenas de baixos investimentos para adequação dos pontos de coleta.

- *Sócios.* Os acionistas serão os mesmos da Companhia, não apresentando complexidade ou desalinhamento de interesses;
- *Contingências.* A introdução dos exames de Análises Clínicas não acrescenta contingência à estrutura financeira do Grupo;
- *Auditoria.* Não há processo de aquisição, não envolvendo, assim, a necessidade de auditoria de resultados. Além disso, a Companhia é auditada pela Deloitte há mais de três anos, o que facilitará a apuração dos resultados futuramente.

Dessa forma, foi adotada nota máxima (5) para este projeto em todos os fatores que se referem à complexidade de concretização do investimento.

8.4.3.7 Análise Comparativa

Assim, após a análise dos projetos pela ótica dos fatores da Complexidade, as notas foram atribuídas conforme a figura abaixo:

Tabela 18 – Notas dos projetos pela ótica da Complexidade

	Fortaleza	Maceió	Petrolina	Barreiras	Cajubar	AC
Sócios	1	5	2	2	1	5
Contingências	4	4	1	1	1	5
Auditoria	4	5	1	2	1	5
Total	9	14	4	5	3	15

Fonte: Elaborado pelo autor

8.4.4 *Resultados Gerados por cada Projeto*

Através das análises realizadas sobre a TIR incremental, o *Fit* Estratégico e a Complexidade apresentados por cada projeto, foram obtidos os seguintes resultados.

Tabela 19 – Resultados gerados por cada projeto em cada categoria

	Fortaleza	Maceió	Petrolina	Barreiras	Cajubar	AC
TIR Incremental	4,15%	3,08%	2,34%	2,17%	1,98%	2,20%
<i>Fit</i> Estratégico	11	18	11	11	14	14
Complexidade	9	14	4	5	3	15

Fonte: Elaborado pelo autor

De modo a tornar os valores em bases comparáveis para realizar a ponderação de cada um deles, foi tomado o maior valor apresentado por um dos projetos em cada um dos critérios e adotado o valor de 100 para este. A seguir, foi calculado o valor relativo dos demais projetos para cada um dos critérios. Com os valores obtidos para cada critério em bases comparáveis, foi possível calcular, aplicando-se a fórmula que pondera a TIR incremental, o *Fit* Estratégico e a Complexidade, o resultado total gerado por cada projeto, conforme tabela abaixo.

Tabela 20 – Resultados totais gerados por cada projeto em bases comparáveis

	Fortaleza	Maceió	Petrolina	Barreiras	Cajubar	AC
TIR Incremental	100,0	74,2	56,4	52,3	47,7	53,0
<i>Fit</i> Estratégico	61,1	100,0	61,1	61,1	77,8	77,8
Complexidade	60,0	93,3	26,7	33,3	20,0	100,0
Resultado Total	74,3	88,6	47,4	48,3	47,0	76,9

Fonte: Elaborado pelo autor

Através desta análise, é possível observar que os projetos que geram os maiores resultados, em termos de TIR incremental, *Fit* estratégico e Complexidade, são, em ordem de importância: (i) Clínica Maceió; (ii) Análises Clínicas; (iii) Clínica Fortaleza; (iv) Clínica Barreiras; (v) Clínica Petrolina; e (vi) Clínica Cajubar.

8.5 Análise Capital Investido vs. Resultado Gerado

Dado que cada projeto mapeado demanda uma quantidade diferente de capital investido e que a alavancagem financeira, (medida através do índice DL/EBITDA) não pode ultrapassar o valor de 3 vezes, os projetos analisados foram priorizados e escolhidos de acordo com a relação que apresentam entre o resultado gerado e o capital requerido para o investimento. Segue abaixo o investimento necessário para realização de cada um dos projetos.

Tabela 21 – Investimento necessário por projeto

	Fortaleza	Maceió	Petrolina	Barreiras	Cajubar	AC
Investimento (R\$m)	128,1	106,9	80,4	47,0	39,9	4,9
Investimento (Base 100)	100,0	83,4	62,7	36,7	31,2	3,8

Fonte: Elaborado pelo autor

Assim, temos os seguintes valores de resultado gerado e investimento necessário para cada um dos projetos, em bases comparáveis (base 100 para o maior valor).

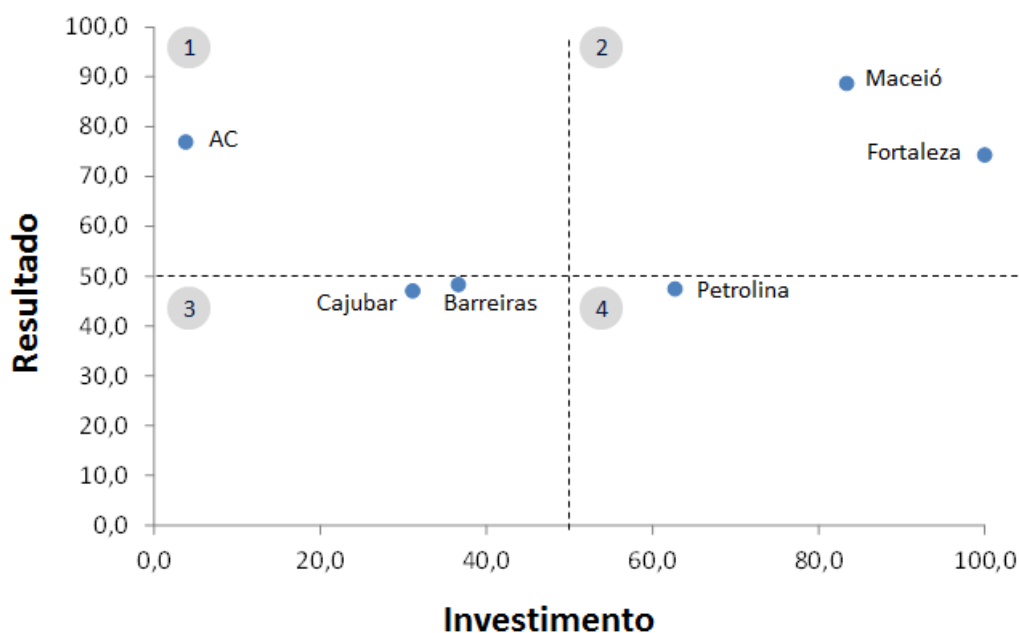
Tabela 22 – Resultado gerado e investimento necessário por projeto

	Fortaleza	Maceió	Petrolina	Barreiras	Cajubar	AC
Resultado	74,3	88,6	47,4	48,3	47,0	76,9
Investimento	100,0	83,4	62,7	36,7	31,2	3,8

Fonte: Elaborado pelo autor

Dessa forma, foi construída uma matriz que correlaciona essas duas variáveis, capital investido e resultado gerado, para verificar quais projetos devem ser realizados.

Figura 52 – Matriz resultado do projeto vs. investimento realizado



Fonte: Elaborado pelo autor

A partir desta matriz, foi possível priorizar os projetos mapeados. O critério de priorização contempla, inicialmente, a divisão da matriz em quatro quadrantes, por ordem de prioridade:

- 1) *Baixo Investimento e Alto Resultado*. Compreende o projeto de Análises Clínicas;
- 2) *Alto Investimento e Alto Resultado*. Envolve os projetos: Clínica Maceió e Clínica Fortaleza;
- 3) *Baixo Investimento e Baixo Resultado*. Engloba os projetos: Clínica Barreiras e Clínica Cajubar;
- 4) *Alto Investimento e Baixo Resultado*. Compreende a aquisição da Clínica Petrolina.

Para os projetos que estão situados em um mesmo quadrante, o critério de prioridade adotado dá preferência aos que geram um maior resultado, uma vez que a Companhia encontra-se capitalizada após o investimento do Fundo PE, buscando concretizar os investimentos que, alinhados com a estratégia, proporcionem os maiores retornos aos seus acionistas.

Dessa forma, a priorização dos projetos foi a seguinte: 1) Análises Clínicas; 2) Clínica Maceió; 3) Clínica Fortaleza; 4) Clínica Barreiras; 5) Clínica Cajubar; e 6) Clínica Petrolina.

Após esta etapa, os projetos foram inseridos na modelagem econômico-financeira em ordem de prioridade até que fosse atingido o maior índice de alavancagem possível (3x

DL/EBITDA). A tabela abaixo mostra como se comporta a TIR do investimento no Grupo e o índice de alavancagem obtido em 2014 (ano dos investimentos), à medida que os projetos foram sendo incorporados.

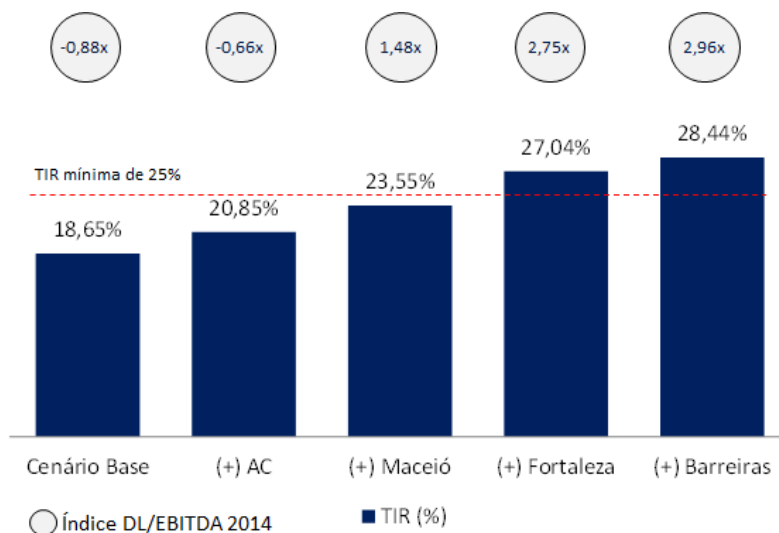
Tabela 23 – TIR (%) e Índice de Alavancagem com a incorporação dos projetos

Instante	Cenário	TIR (%)	DL/EBITDA 2014
0	Cenário Base	18,65%	-0,88x
1	(+) AC	20,85%	-0,66x
2	(+) Maceió	23,55%	1,48x
3	(+) Fortaleza	27,04%	2,75x
4	(+) Barreiras	28,44%	2,96x
5	(+) Cajubar	29,65%	3,15x
6	(+) Petrolina	31,12%	3,46x

Fonte: Elaborado pelo autor

Através da tabela acima, foi possível verificar que, de modo que o índice de endividamento máximo não seja ultrapassado, é possível realizar os seguintes projetos: Análises Clínicas, Clínica Maceió, Clínica Fortaleza e Clínica Barreiras. Além disso, observou-se que, com a incorporação destes projetos, o investimento do Fundo PE no Grupo rende uma TIR de 28,44%, superior à TMA esperada, conforme ilustra o gráfico abaixo.

Figura 53 – TIR (%) resultante da realização dos projetos selecionados



Fonte: Elaborado pelo autor

8.5.1 Análise de Sensibilidade

A partir do cenário obtido com a incorporação dos projetos selecionados, foi desenvolvida uma análise de sensibilidade (com a ferramenta de sensibilidade do *Microsoft Excel* 2010), que analisa a variação de duas variáveis básicas adotadas na modelagem:

- *Múltiplo de Saída.* Compreende a variação do múltiplo adotado na saída de 8x EBITDA, visto que este múltiplo foi determinado com base na Avaliação por Múltiplos de DASA e Fleury, dois comparáveis diretos da Companhia listados na bolsa de valores, estando, assim, fortemente atrelado ao desempenho destas empresas e das condições de mercado no momento do desinvestimento;
- *Ano de Realização dos Projetos Selecionados.* Dado que o retorno do investimento depende fortemente da realização dos projetos mapeados, é importante verificar qual o impacto gerado no mesmo se ocorrer um atraso nestes investimentos, pois, embora as negociações já estejam em um estado avançado, envolvem os interesses pessoais dos sócios.

Assim, a fim de verificar para quais cenários o retorno do Fundo PE continua sendo superior ao retorno mínimo esperado de 25%, foi elaborada a seguinte análise de sensibilidade.

Figura 54 – Análise de Sensibilidade

		Múltiplo EV/EBITDA de Saída do Investimento						
		6,5x	7,0x	7,5x	8,0x	8,5x	9,0x	9,5x
Ano de Realização dos Projetos	2014	27,3%	27,7%	28,1%	28,4%	28,8%	29,1%	29,5%
	2015	26,5%	26,8%	27,2%	27,6%	28,0%	28,3%	28,7%
	2016	25,5%	25,9%	26,3%	26,7%	27,1%	27,5%	27,8%
	2017	24,4%	24,8%	25,2%	25,6%	26,0%	26,4%	26,8%
	2018	23,3%	23,7%	24,2%	24,6%	25,0%	25,4%	25,8%

Fonte: Elaborado pelo autor

Dessa forma, observar-se que quanto maior o múltiplo de saída e mais cedo forem realizados os projetos, maior será o retorno obtido pelos acionistas. Além disso, nota-se que, no ano de 2017 e abaixo de um múltiplo de saída 7,0x EBITDA ou no ano de 2018 com um múltiplo menor que 8,0x EBITDA, o retorno não alcançará a TMA de 25%.

9. CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

O principal objetivo deste Trabalho de Formatura foi auxiliar o Grupo de Diagnóstico Bahia a executar e desenvolver a estratégia de expansão proposta pelos seus Diretores, em parceria com os gestores do Fundo PE, para o ano de 2014.

A estratégia de crescimento elaborada envolve a rápida expansão via fusões e aquisições no Nordeste, de modo a tornar a Companhia a principal plataforma de consolidação do setor na região. Para isso, foram realizadas duas análises: (i) análise do posicionamento estratégico; e (ii) análise dos projetos a serem realizados.

Com a finalização deste Trabalho, foi possível verificar que a Companhia apresenta, atualmente, uma posição de destaque no mercado de Medicina Diagnóstica do Nordeste. A extensa carreira e experiência do acionista fundador no setor, alinhadas à postura moderna e diferenciada, que busca constantemente a renovação e atualização de sua estrutura operacional e a qualificação e capacitação de seu corpo clínico, fizeram com que a Companhia adquirisse uma credibilidade e confiança superiores à de seus concorrentes. Porém, além da forte intensidade das forças exercidas pelos fornecedores e compradores do setor, foi possível verificar que a maior ameaça à estratégia de crescimento da Companhia está no poder exercido pelos novos concorrentes, sendo os principais deles DASA e Fleury. Estas empresas, embora já atuem no Nordeste, algumas marcas regionais adquiridas nos últimos anos, ainda não realizaram um forte investimento nesta região, como o verificado em outros estados nacionais. Dada a facilidade que apresentam em levantar novos recursos, uma vez que possuem ações listadas no mercado de capitais, além de possuírem uma geração de caixa muito superior ao do Grupo de Diagnóstico Bahia, estas empresas podem, a qualquer momento, intensificar o processo de crescimento e investimento no Nordeste, dificultando ou, até mesmo, inviabilizando a execução do plano de consolidação da região proposto pela Companhia.

A realização da análise dos projetos foi essencial para conseguir identificar quais deles deveriam ser realizados sem prejudicar a saúde financeira da Companhia. Após o mapeamento, priorização e escolha dos melhores projetos sob a ótica da relação existente entre o resultado gerado (variável analisada através de três fatores: TIR incremental, *Fit* Estratégico e Complexidade) e o investimento requerido por cada um deles, foi possível verificar um incremento de 9,79% no retorno gerado aos sócios do Grupo em relação ao Cenário Base, que compreende apenas um crescimento orgânico. Além deste aumento no

retorno financeiro, a execução dos projeto de Análises Clínicas e as aquisições das Clínicas Maceió, Fortaleza e Barreiras (projetos escolhidos) proporcionará à Companhia um maior poder de barganha com as fontes pagadoras e fornecedores de equipamentos, menores riscos de operação, devido à diversificação regional dos mercados, maiores margens operacionais, devido à diluição dos custos e despesas fixos, entre outros. Paralelamente, se esses projetos forem executados com rapidez e eficiência, qualificará o Grupo em uma posição a frente dos concorrentes externos nesta busca pela consolidação do mercado de Medicina Diagnóstica do Nordeste.

Na opinião do autor, esta execução é essencial para minimizar a ameaça dos grandes *players* regionais. Durante todo o processo de análise, foi possível verificar que, além da complexidade existente na realização de um crescimento orgânico, dada a dificuldade de cadastramento de novas clínicas junto aos planos de saúde e as características regionais de reconhecimento e confiança das marcas estarem fortemente atreladas à figura do acionista fundador, existe poucas clínicas com porte e tamanho relevantes para serem adquiridas, que proporcionem um bom posicionamento regional. Assim, se a Companhia conseguir avançar na aquisição dos alvos escolhidos, reduz consideravelmente as oportunidades de aquisição na região para os concorrentes externos. Com isso, o Grupo, além de se tornar a plataforma de consolidação do Nordeste, cria uma forte barreira de entrada no mercado, tornando-se um alvo relevante para os grandes *players* regionais, caso estes decidam por intensificar o crescimento na região.

Portanto, após as análises realizadas neste Trabalho, o Grupo de Diagnóstico Bahia deve, além de introduzir os serviços de Análises Clínicas ao seu portfólio, avançar rapidamente nas negociações com as clínicas escolhidas para aquisição. Com a concretização destes, a Companhia estará estrategicamente bem posicionada para ser a plataforma de consolidação do Nordeste, intensificando as barreiras de entrada na região e, consequentemente, se tornando também um alvo para futuras fusões e aquisições.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALPEROVYCH, Y.; AMESS, K.; WRIGHT, M. Private equity firm experience and buyout vendor source: what is their impact on efficiency?. **European Journal of Operational Research**, Amsterdam, v. 228, n. 3, p. 601-611, Aug. 1, 2013.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL. **Informações gerais sobre a indústria de private equity e venture capital**. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br>>. Acesso em: 5 jun. 2013.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL; KPMG. **Consolidação de dados da indústria de private equity e venture capital no Brasil 2011/2012**. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/2325.pdf>> Acesso em: 14 jun. 2013.

ASSUMPÇÃO, S.O. **Proposta de composição da carteira de um fundo de private equity focado em investimentos em biocombustíveis**. Trabalho de Formatura. Escola Politécnica. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

BONFIM, F.S.S. **Análise de viabilidade de um fundo de “private equity” voltado ao setor de habitação popular no Brasil**. Trabalho de Formatura. Escola Politécnica. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

BRASIL. Ministério da Saúde. Agência Nacional de Saúde Suplementar. **Dados e Indicadores do setor**. Disponível em: <<http://www.ans.gov.br/materiais-para-pesquisas/perfil-do-setor/dados-e-indicadores-do-setor>>. Acesso em: 24 jul. 2013.

_____. Cadastro Nacional de Estabelecimentos de Saúde. **Recursos Físicos e Equipamentos**. Disponível em: <<http://cnes.datasus.gov.br/>>. Acesso em: 25 jul. 2013.

CARVALHO, A.; RIBEIRO, L.; FURTADO, C. **A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro**. Fundação Getúlio Vargas. São Paulo: Saraiva, 2006. 105 p.

CERDAN., J. M. de O.; SCHRECK, E., D.; BALDONI, A. P. **Fleury S.A.**: Initiation of coverage: a quality lab with healthy growth and profitability. São Paulo: Morgan Stanley, Feb. 1, 2010.

COLÉGIO BRASILEIRO DE RADIOLOGIA E DIAGNÓSTICO POR IMAGEM. **Histórico**. Disponível em: <<http://cbr.org.br/historico/>>. Acesso em: 12 out. 2013.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. 1. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. 630 p.

DASA. **Informações Institucionais e Setoriais**. Disponível em: <<http://dasa.com.br/>>. Acesso em: 27 jul. 2013.

_____. Relações com os Investidores. **Planilhas Interativas**. Disponível em: <<http://www.dasa3.com.br/static/ptb/planilhas-interativas.asp?idioma=ptb>>. Acesso em: 28 jul. 2013.

DEPAMPHILIS, D. M. **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities**. 5. ed. Burlington: Elsevier, 2009. 751 p.

FLEURY. **Informações Institucionais e Setoriais**. Disponível em: <<http://www.fleury.com.br/>>. Acesso em: 4 ago. 2013.

_____. Relações com os Investidores. **Dados Históricos**. Disponível em: <http://ri.fleury.com.br/fleury/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28>. Acesso em: 5 ago. 2013.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS - EAESP. GVcepe. **Introdução ao private equity e venture capital para empreendedores – 2010**. Disponível em: <<http://gvcepe.com/site/pevc-coursebook/>> Acesso em: 14 jun. 2013.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010. 775 p.

HARVARD BUSINESS SCHOOL PRESS. **Strategy**: create and implement the best strategy for your business. 1. ed. Cambridge: Harvard Business School Press, 2005. 192 p.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Rio de Janeiro. **Censo Demográfico 2010**. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/censo2010/default.shtm>>. Acesso em: 11 ago. 2013.

_____. Rio de Janeiro. **Cidades@**. Disponível em: <<http://cidades.ibge.gov.br/xtras/home.php>>. Acesso em: 17 ago. 2013.

_____. Rio de Janeiro. **Pesquisa de Orçamentos Familiares 2008 – 2009**. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/xml/pof_2008_2009.shtm>. Acesso em: 11 ago. 2013.

_____. Rio de Janeiro. **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios – 2012**. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/trabalhoerendimento/pnad2012/default.shtm>>. Acesso em: 10 ago. 2013.

_____. Rio de Janeiro. **Regiões de Influência das Cidades - 2007**. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/geociencias/geografia/regic.shtm>>. Acesso em: 17 ago. 2013.

_____. Rio de Janeiro. **Sistema IBGE de Recuperação Automática - SIDRA**. Disponível em: <<http://www.sidra.ibge.gov.br/>>. Acesso em: 12 ago. 2013.

KAPLAN, S. N.; SCHOAR, A. Private equity performance: returns, persistence, and capital flows. **The Journal of Finance**, Singapore, v. 60, n. 4, Aug. 2005.

KOTLER, P.; ARMSTRONG, G. **Princípios de marketing**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2012. 600 p.

MANIGART, S.; WRIGHT, M. Venture capital investors and portfolio firms. **Foundations and Trends in Entrepreneurship**, Massachusetts, v. 9, n. 4-5, p. 365-570, 2013.

MARION, J. C. **Contabilidade empresarial**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 529 p.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003. 459 p.

MÁXIMO, L.; OLIVEIRA, V. de. **O gigante fragilizado**. Valor Econômico, 4 out. 2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/cultura/3293352/o-gigante-fragilizado>>. Acesso em: 5 out. 2013.

PORTER, M. E. **Competição: estratégias competitivas essenciais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999. 515 p.

_____. **Estratégia competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência**. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1991. 362 p.

RIBEIRO, L.L. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

RIBEIRO, L. L.; CARVALHO, A. G. Private equity and venture capital in an emerging economy: evidence from Brazil. **Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance**, Abingdon, v. 10, n. 2, p. 111-126, Apr. 2008.

RODRIGUES, W. **Empreendedores brasileiros na mira dos fundos de investimentos**. Endeavor. Disponível em: <<http://www.endeavor.org.br/artigos/financas/acesso-a-capital/empreendedores-brasileiros-na-mira-dos-fundos-de-investimento>>. Acesso em: 19 out. 2013.

SERRA, F. A. R.; TORRES, M. C. S.; TORRES, A. P. **Administração estratégica: conceitos, roteiro prático e casos**. Rio de Janeiro: Reichamnn & Affonso, 2004.

SOCIEDADE PAULISTA DE RADIOLOGIA E DIAGNÓSTICO POR IMAGEM. **Histórico da Radiologia**. Disponível em: <<http://www.spr.org.br/a-spr/historico-da-radiologia/>>. Acesso em: 12 out. 2013.

S&P CAPITAL IQ. **Múltiplos de avaliação de DASA e Fleury**. Disponível em: <<https://www.capitaliq.com/home.aspx>>. Acesso em: 10 out. 2013.

VALLE, L. E. B. R. do. **Análise estratégica e econômico-financeira para tomada de decisão sobre um aporte de capital em uma empresa de ensino à distância**. Trabalho de Formatura. Escola Politécnica. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

WORLD HEALTH ORGANIZATION. **Data and statistics. Country statistics**. Disponível em: <<http://www.who.int/gho/countries/en/index.html>>. Acesso em: 17 Jul. 2013.

WRIGHT, M. et al. Private equity and corporate governance: retrospect and prospect. **Corporate Governance: An International Review**, Singapore, v. 17, n. 3, p. 353-375, 2009.

WRIGHT, M.; GILLIGAN, J.; AMESS, K. The economic impact of private equity: what we would like to know. **Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance**, Abingdon, v. 11, n. 1, p. 1-21, Jan. 2009.

ZARIFIAN, P. Valor, organização e competência na produção de serviço - esboço de um modelo de produção de serviço. In: SALERNO M. S. **Relação de serviço: produção e avaliação**. São Paulo: Senac, 2001. p. 95-149.

ZAMPIERI, A. C. **A parceria compensa?**. Valor Econômico, 30 set. 2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3287360/parceria-compensa>>. Acesso em: 1 out. 2013.

ANEXO A – CASOS DE SUCESSO DE INVESTIMENTOS DE PE/VC

A ABVCAP lista alguns casos de sucesso de investimentos de PE/VC no Brasil

Diagnósticos da América S.A. (DASA)

A Diagnósticos da América S.A (DASA) atua no setor de diagnóstico por imagem, com forte atuação nos estados de São Paulo, Rio de Janeiro e Curitiba. Com mais de 20 marcas, entre elas a Delboni Auriemo e a Lavoisier, e 520 unidades, a companhia realizou mais de 275 milhões de exames em 2012 e faturou aproximadamente R\$2,5 bilhões no mesmo período, destacando-se como a maior companhia do setor na América Latina.

A DASA recebeu aporte de capital de um fundo de *Private Equity* do Pátria Investimentos, o Pátria Banco de Negócios, em 1999. A capitalização da companhia permitiu a expansão da empresa, principalmente através da aquisição de outros laboratórios de diagnóstico por imagem, até se tornar a maior companhia de medicina diagnóstica na América Latina, culminando com a entrada da empresa no Novo Mercado da BOVESPA²⁶, em 2004.

América Latina Logística (ALL)

A América Latina Logística é a maior empresa independente de serviços de logística da América do Sul, operando os modais rodoviário e ferroviário para diversos clientes no Brasil. Em 2006, com a aquisição da Brasil Ferrovias e da Novoeste, a ALL se tornou a principal empresa de logística do Cone Sul²⁷, segundo informações da própria companhia.

A ALL recebeu aporte de capital de alguns fundos de *Private Equity*, como GP Investimentos, CSFB, Electra e GEF, que possibilitaram a expansão da companhia e a aquisição de concorrentes até se tornar a maior empresa de logística da América Latina. Em 2004, a empresa fez sua primeira oferta pública de ações (IPO), arrecadando mais de R\$585 milhões.

²⁶ A BM&F BOVESPA é uma companhia que atua na administração de mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contratos derivativos, segundo o site da companhia.

²⁷ Cone Sul é uma região composta pelas zonas austrais da América do Sul, ou seja, é a porção sul do continente americano, segundo definição do Wikipédia

GOL Linhas Aéreas (GOL)

A Gol Linhas Aéreas começou suas atividades em 2001 e já possui participação de aproximadamente 30% no mercado aéreo brasileiro, sendo considerada umas das empresas com crescimento mais rápido do mundo, segundo ABVCAP.

Em 2002, a GOL recebeu um investimento de US\$26 milhões do fundo de *Private Equity* americano AIG Capital. Com o aporte, a companhia expandiu sua atuação para o mercado internacional e instituiu a prática de boa governança, abrindo capital na BOVESPA em 2004.

Natura

Há mais de 40 anos no mercado e com milhares de produtos divididos entre as marcas AMÓ, Ekos, Tododia e Una, a Natura é a maior companhia do setor de cosméticos no Brasil, com faturamento anual na ordem de R\$6 bilhões. Em um rápido processo de expansão, em 1994, a companhia iniciou sua internacionalização, passando a atuar também na Argentina, Chile e Peru.

A Natura recebeu aporte de capital de dois fundos de *Private Equity*, o Janos Participações e o BNDESPar (fundo de *Private Equity* do governo brasileiro). Sendo considerada um modelo de responsabilidade corporativa e transparência, a Natura realizou seu IPO em 2004, captando mais de R\$765 milhões.

ANEXO B – HISTÓRICO DE AQUISIÇÕES DO FLEURY

Figura 55 – Linha histórica de aquisições do Fleury



Fonte: Fleury

APÊNDICE A – INFORMAÇÕES ADICIONAIS SOBRE O SETOR

i. Comparação entre o Mercado Brasileiro e Americano

Segundo a DASA, a comparação do mercado de diagnóstico do Brasil com o dos Estados Unidos pode ser resumido conforme figura abaixo.

Figura 56 – Comparação do mercado diagnóstico do Brasil com dos EUA

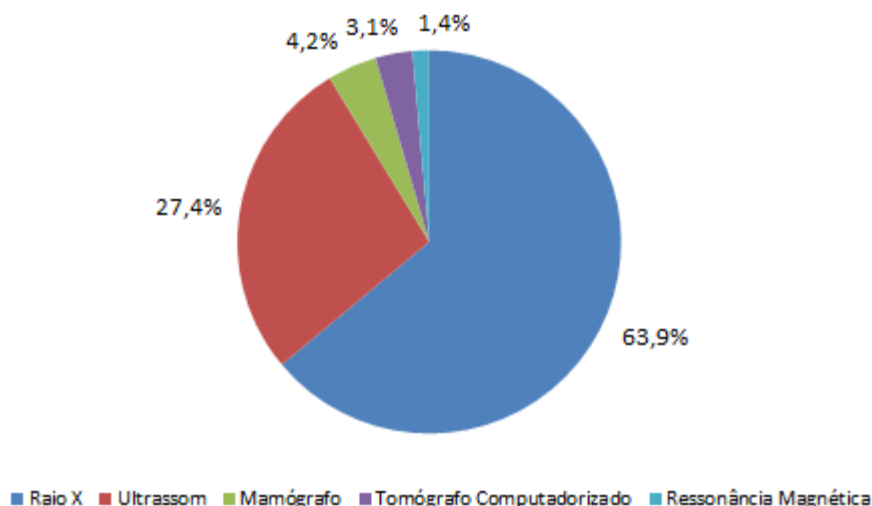
	EUA	Brasil
Concentração	Acima da Capacidade (altamente consolidado)	Abaixo da capacidade (altamente segmentado)
Médicos	- Laboratório nas clínicas - Alta influência na decisão do paciente	- Médicos não coletam amostras (não é permitido pelos planos de saúde e culturalmente não aceito pelos pacientes) - Influência limitada dos médicos (escolha do consumidor)
Pagamento	Sistema híbrido: pagamento pelo exame efetuado (taxa do serviço) ou pelo número de pacientes cobertos (com pagamento nivelado)	Pagamento por exame efetuado
Pacientes / Modelo de Negócios	- Sem marca - Análises clínicas e diagnóstico por imagem oferecidos por diferentes companhias	- Marcas - Análises clínicas e diagnóstico por imagem oferecidos pela mesma imagem

Fonte: Site de relação com os investidores DASA

ii. Concentração dos Equipamentos de Diagnóstico por Imagem

Além de possuir um baixo índice de habitantes por equipamento de diagnóstico por imagem (aproximadamente 0,6 equipamento por habitante), existe uma grande concentração em equipamentos de menor complexidade no Brasil, como Raios-X e Ultrassom, conforme dados da ANS. Assim, existe um grande espaço para o crescimento de exames de maior valor agregado e que, conseqüentemente, geram uma maior receita para as clínicas, como Ressonância Magnética, Tomografia e Mamografia, já que esses exames respondem por apenas 8,7% do número total de equipamentos de diagnóstico por imagem, conforme ilustrado na figura abaixo.

Figura 57 – Equipamentos por tipo de exame

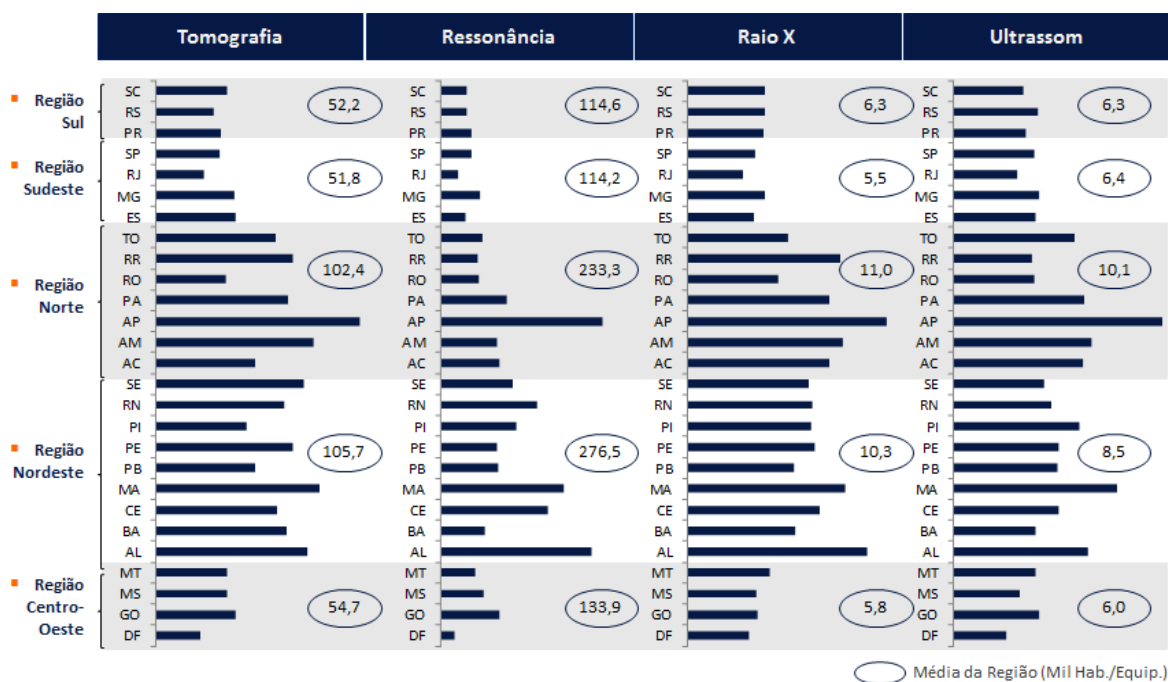


Fonte: ANS

iii. Análise do Número de Habitantes por tipo de Equipamento

Complementando os dados informados no trabalho, que mostram uma relação do número de habitantes por equipamento de imagem para os estados do Nordeste superior à média nacional, o autor elaborou, com base nos dados da ANS e IBGE, uma análise mais complexa e detalhada.

Figura 58 – Análise do número de habitantes por tipo de equipamento



Fonte: ANS e IBGE

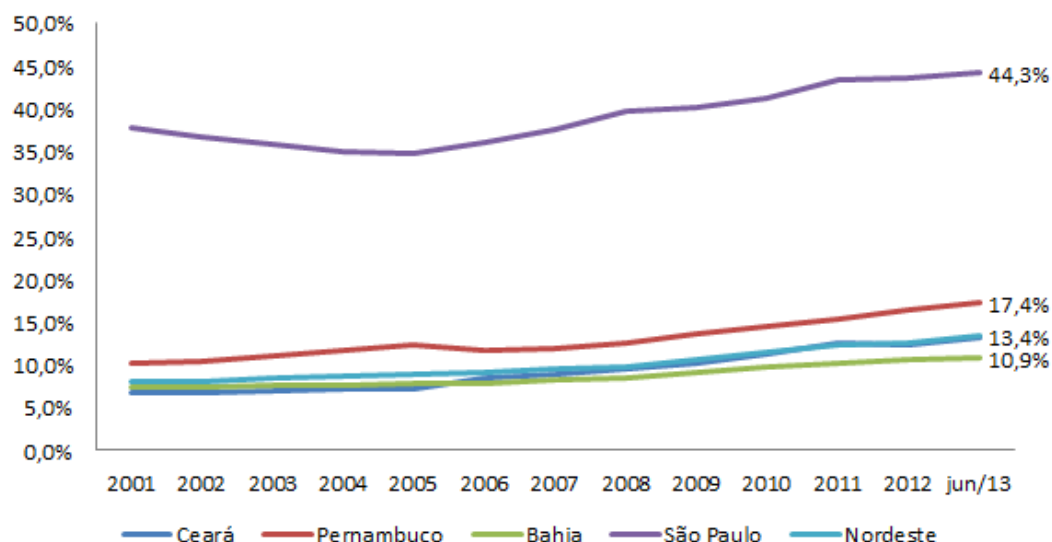
Esta análise comparativa do número de habitantes (mil habitantes) por tipo de equipamentos (Tomografia, Ressonância, Raios-X e Ultrassom) entre as regiões brasileiras (Sul, Sudeste, Centro-Oeste, Nordeste e Norte) é importante e relevante, pois evidencia o grande potencial de crescimento das regiões Norte e Nordeste, foco de atuação do Grupo de Diagnóstico Bahia.

Considerando estas principais especialidades de imagem e as regiões Sul e Sudeste como *benchmark*, nota-se que as regiões Norte e Nordeste ainda têm muito espaço para crescimento no número de equipamento. Para os exames de Tomografia, Ressonância e Raios-X, a diferença na quantidade de equipamentos é tão elevada que a média do número de habitantes por equipamentos chega a ser mais que o dobro nas regiões Norte e Nordeste em relação às regiões Sul e Sudeste.

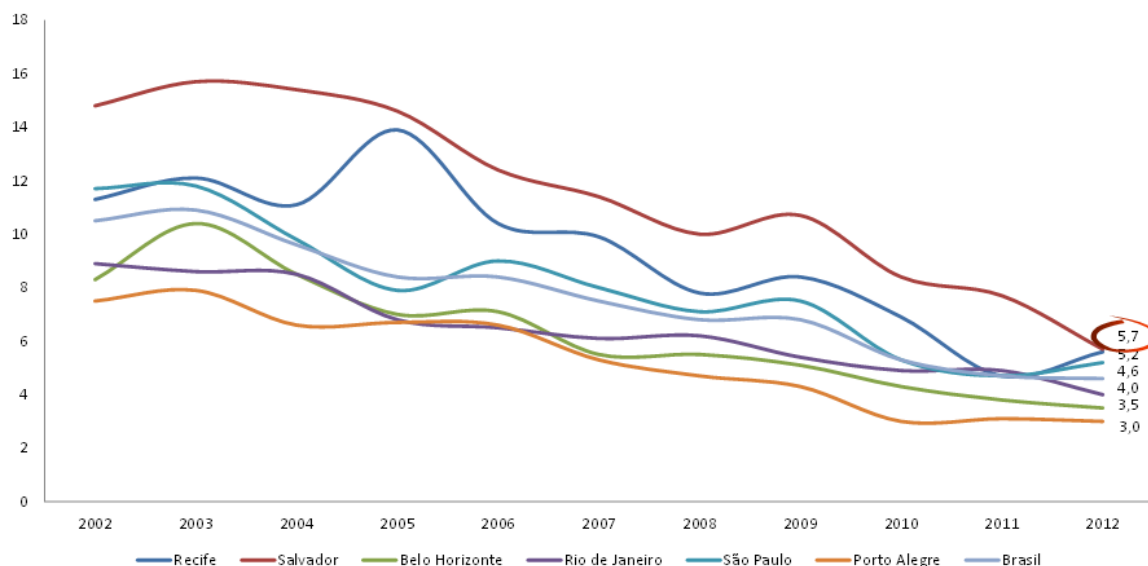
Para a região Nordeste atingir o número de habitantes por equipamento da região Sudeste, por exemplo, ela pode aumentar em: (i) 104% o número de Tomografias (acréscimo de 523 equipamentos); (ii) 142% o número de Ressonâncias (aumento de 273 equipamentos); (iii) 88% o número de Raios-X (incremento de 4.500 equipamentos); e (iv) 32% o número de Ultrassom (aumento de 2.000) equipamentos.

iv. Taxa de Cobertura de Planos de Saúde e Taxa de Desemprego

Tomando como base os principais estados de atuação da Companhia (Bahia, Ceará e Pernambuco) e analisando a evolução da taxa de penetração de planos de saúde, observa-se que o grande potencial de crescimento desta região. O estado da Bahia, local que a companhia possui o maior número de clínicas e onde pretende consolidar o mercado em um primeiro momento, é o que apresenta, atualmente, a menor penetração de planos de saúde (10,9%), abaixo, inclusive, da média da região Nordeste, que é de 13,4%, conforme ilustrado na figura abaixo. Além disso, a taxa de crescimento anual média da taxa de cobertura dos planos de saúde nestes três estados e na região Nordeste como um todo são superiores ao do estado de São Paulo e da média nacional, com destaque para o estado de Pernambuco, com crescimento anual médio de 4,5.

Figura 59 – Evolução da taxa de cobertura dos planos de saúde (%)**Fonte: ANS**

O potencial da Bahia é ainda mais evidente quando se analisa a taxa de desemprego da região. Além de a taxa de desemprego da região metropolitana de Salvador ter apresentado uma queda muito mais acentuada que as taxas das principais cidades da região Sudeste, como Belo Horizonte, Rio de Janeiro e São Paulo, caindo de 14,8% em dezembro de 2002 para 5,7% em dezembro de 2012, ela ainda se encontra nos patamares mais elevados do Brasil, conforme abordado na figura abaixo. Isso mostra que a economia da região de Salvador possui um grande potencial de crescimento, em linha com o forte desempenho histórico.

Figura 60 – Evolução da taxa de desemprego por região metropolitana**Fonte: IBGE**

APÊNDICE B – INFORMAÇÕES ADICIONAIS SOBRE A COMPANHIA

i. Descrição detalhada da Estrutura Operacional

A estrutura operacional do Grupo de Diagnóstico Bahia é composta pelas seguintes unidades de atendimento.

- *Clínica de Diagnóstico Bahia 1 (“C1”)*. Primeira unidade de atendimento do Grupo, a C1 foi fundada em 1986, estando localizada em Salvador, Bahia. Com mais de 3.480 m², a clínica é a maior unidade da Companhia, oferecendo os exames de Densitometria, Ressonância Magnética, Raios-X, Tomografia, Mamografia, Ecocardiograma, Ultrassonografia e exames odontológicos;
- *Clínica de Diagnóstico Bahia 2 (“C2”)*. Segunda clínica a entrar em operação, em 2007, está localizada também em Salvador, dentro de um hospital. Com uma área de aproximadamente 650 m², realiza os exames de Ressonância Magnética, Raios-X, Tomografia, Mamografia e Ultrassonografia;
- *Clínica de Diagnóstico Bahia 3 (“C3”)*. Começou a fazer parte do Grupo em 2009, estando localizada em Lauro de Freitas, município da região metropolitana de Salvador. Com uma área operacional de 900 m², possui um portfólio de serviços composto pelos exames de Densitometria, Ressonância Magnética, Raios-X, Mamografia e Ultrassonografia;
- *Clínica de Diagnóstico Bahia 4 (“C4”)*. A clínica C4 está localizada em Santo Antônio de Jesus, município do estado da Bahia localizado na região do Recôncavo Sul²⁸, e foi adquirida em 2009. Com aproximadamente 500 m² de área operacional, a clínica oferece os exames de Ressonância Magnética, Raios-X, Tomografia e Ultrassonografia;
- *Clínica de Diagnóstico Bahia 5 (“C5”)*. Localiza em Natal, no Rio Grande do Norte, a clínica foi adquirida em 2009 e possui uma área operacional de aproximadamente 650 m², oferecendo os exames de Densitometria, Ressonância Magnética, Raios-X, Tomografia, Mamografia e Ultrassonografia;

²⁸ O Recôncavo baiano é uma região geográfica do estado da Bahia localizada em torno da Baía de Todos os Santos, que abrange não apenas o litoral do estado, mas também toda a região que está localizada no interior circundante à baía.

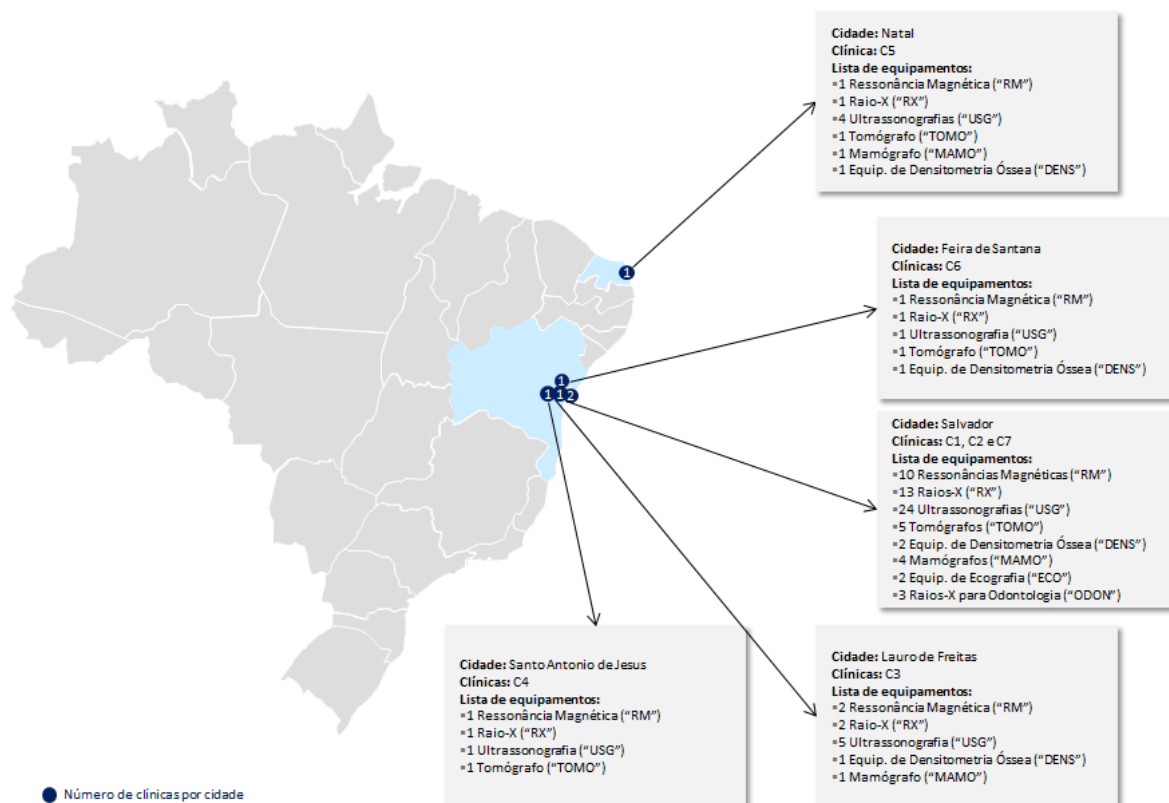
- *Clínica de Diagnóstico Bahia 6 (“C6”)*. A clínica foi adquirida em 2011 e está localizado em Feira de Santana (município baiano localizado a aproximadamente 100 km de Salvador, sendo a segunda cidade mais populosa do estado e a mais populosa do Nordeste, excluindo as capitais estaduais). Com uma área operacional de aproximadamente 700 m², oferece os exames de Densitometria, Ressonância Magnética, Raios-X, Tomografia e Ultrassonografia;
- *Clínica de Diagnóstico Bahia 7 (“C7”)*. Clínica mais recente do Grupo, foi adquirida em 2013, após o aporte de investimento do Fundo PE. Com uma área operacional de aproximadamente 650 m², também está localizada dentro de um hospital, na cidade de Salvador, e oferece os exames de Densitometria, Ressonância Magnética, Raios-X, Tomografia, Mamografia e Ultrassonografia.

Por ser a mais antiga e tradicional unidade da companhia, a Clínica de Diagnóstico Bahia 1 é a unidade que apresenta o maior volume de exames realizados e, consequentemente, gera o maior faturamento para o Grupo. Nesta clínica, também estão localizados o *call center* e os departamentos de suporte à prestação dos serviços realizados pela Companhia, como administrativo, financeiro, de recursos humanos, de tecnologia de informação, entre outros.

ii. Descrição detalhada da Área de Atuação

O Grupo de Diagnóstico Bahia atua na região Nordeste, sendo que, atualmente, concentra suas operações no estado da Bahia, onde possui seis clínicas – a sétima clínica está localizada em Natal, no Rio Grande do Norte, conforme mostra o gráfico abaixo.

Figura 61 – Localização das clínicas da companhia



Fonte: Dados da companhia

iii. Descrição detalhada do portfólio de serviços

O Grupo de Diagnóstico Bahia oferece uma variedade de 50 tipos diferentes de exames de diagnóstico de imagem, que podem ser classificados nas seguintes categorias²⁹:

- *Densitometria Óssea ("DENS")*. Exame que mede a densidade e o teor de cálcio dos ossos, permitindo o diagnóstico e o acompanhamento do tratamento da osteoporose, bem como para segmento da consolidação de fratura óssea.
- *Ressonância Magnética ("RM")*. A RM atua através da criação de um campo magnético que age nos prótons presentes no corpo humano, de modo que estes enviem sinais que são organizados em imagens de tecidos e ossos do corpo humano;
- *Raios-X ("RX")*. O exame de RX utiliza-se de emissões eletromagnéticas para estudar e analisar a estrutura óssea e áreas do corpo humano, uma vez que as ondas eletromagnéticas sofrem interferência, refração, reflexão, difração, dentre outros efeitos;

²⁹ A descrição dos diferentes exames foi feita com base nas definições elaboradas pela DASA no website da companhia.

- *Tomografia (“TOMO”)*. Através de um tubo rotatório de raios-X, a TOMO obtém imagens axiais do corpo de um paciente, a fim de produzir imagens bidimensionais ou tridimensionais;
- *Mamografia (“MAMO”)*. Utilizada na maioria das vezes para detecção de tumores, a MAMO é um exame de radiografia especial para as mamas;
- *Ecocardiograma (“ECO”)*. Realizado com o auxílio do ultrassom, o ECO é utilizado para estudar a estrutura e a dinâmica do fluxo e das válvulas cardíacas;
- *Punção (“PUN”)*. Através de um material metálico (agulha) e um aspirador a vácuo (seringa), consiste na perfuração do corpo humano para aspirar e coletar conteúdo líquido ou para introduzir medicamentos;
- *Ultrassonografia (“USG”)*. Utilizando-se de um sistema de emissão, detecção e processamento de ondas sonoras de alta frequência, o USG gera imagens das estruturas internas do corpo humano;
- *Exames Odontológicos (“ODON”)*. Envolve uma série de exames dentários, como, por exemplo, Raios-X bucal.

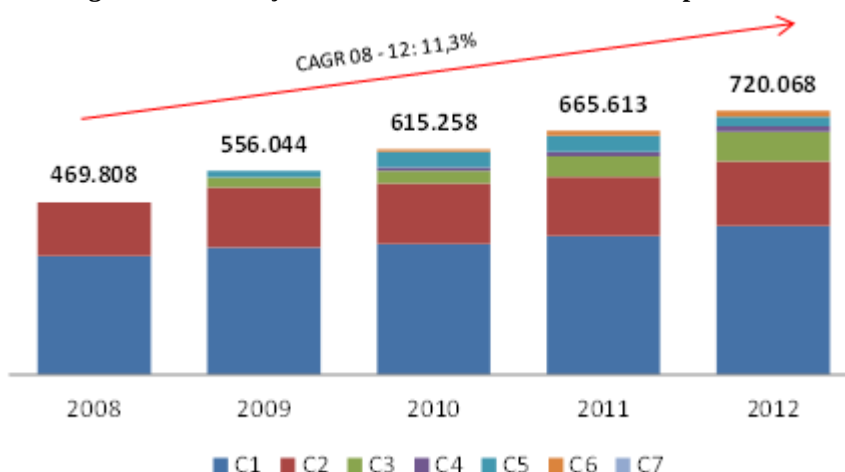
iv. Descrição detalhada dos Dados Operacionais

O Grupo de Diagnóstico Bahia apresenta um possível *market share* de 17,5% na Bahia, sendo que as clínicas C1, C2 e C3 possuem um provável *market share* de 31,7% na região de Salvador e Lauro de Freitas³⁰.

Em relação ao volume de exames realizados por clínica do grupo, as clínicas C1 e C2 foram responsáveis, em 2012, por mais de 80% do volume de exames realizados pelo grupo.

³⁰ O cálculo de *market share* foi realizado com base no número de equipamentos de Ressonância Magnética existentes na Bahia e região de Salvador + Lauro de Freitas e no número de exames realizados pelas clínicas do Grupo nas respectivas regiões. Foram adotadas as seguintes premissas: 92 horas semanais, duração de 30 minutos dos exames de Ressonância Magnética e taxa de ocupação média dos equipamentos de 70%.

Figura 62 – Evolução do volume de exames realizados por clínica



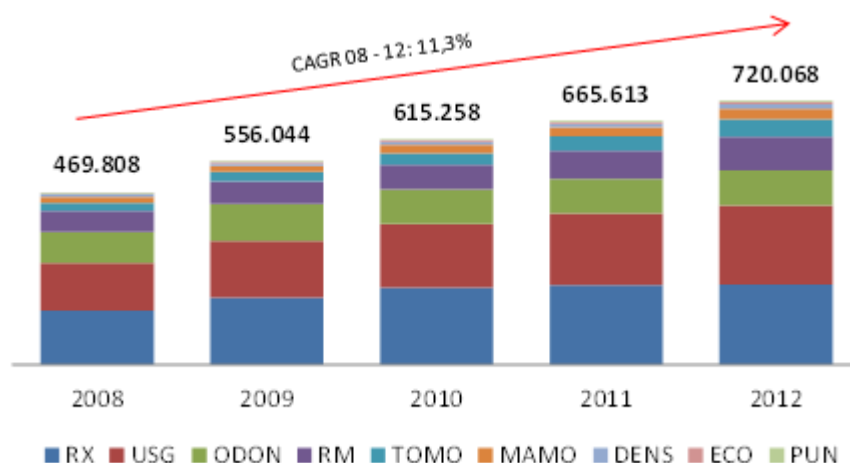
Fonte: Dados da Companhia

Tabela 24 – Expressividade das clínicas no volume total de exames

	2008	2009	2010	2011	2012
C1	68,7%	62,3%	58,0%	56,8%	56,4%
C2	31,3%	29,7%	26,9%	24,4%	24,5%
C3	0,0%	4,8%	5,6%	8,2%	11,2%
C4	0,0%	0,1%	1,6%	2,0%	2,1%
C5	0,0%	3,1%	6,8%	6,5%	3,5%
C6	0,0%	0,0%	1,2%	2,1%	2,2%
C7	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fonte: Dados da Companhia

Em termos de volume de exames realizados por categoria de exame, observa-se que os exames de Raios-X e Ultrassonografia concentraram mais de 60% do volume de exames realizados nas clínicas em 2012, conforme ilustram a figura e a tabela abaixo. A tendência é que a concentração do volume de exames mude consideravelmente, em linha com a estratégia da Companhia em focar no crescimento dos exames de maior preço médio, como Ressonância Magnética e Tomografia. Dessa forma, os exames de Raios-X e Ultrassonografia devem perder espaço, à medida que os exames de maior valor agregado ganhem maior expressividade no portfólio de serviços da empresa.

Figura 63 – Evolução do volume de exames realizados por categoria

Fonte: Dados da Companhia

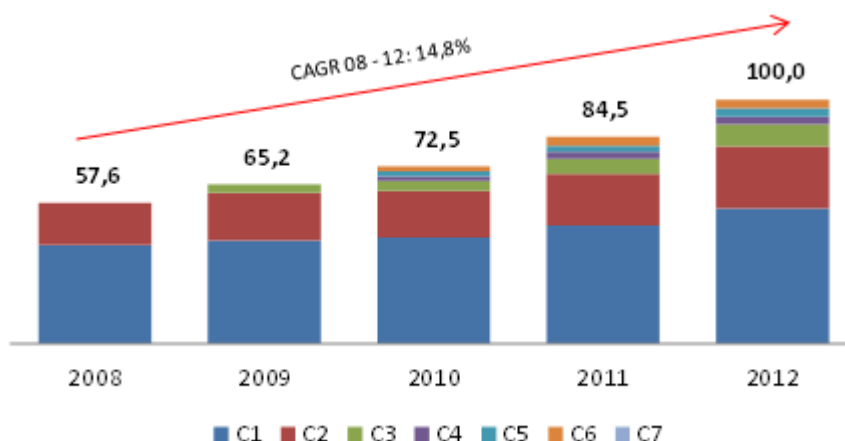
Tabela 25 – Expressividade das categorias de exames no volume total

	2008	2009	2010	2011	2012
RX	31,3%	32,8%	34,1%	32,6%	30,3%
USG	27,7%	28,0%	28,4%	29,3%	30,0%
ODON	17,9%	17,9%	15,3%	14,2%	13,3%
RM	12,3%	11,3%	10,9%	11,7%	12,8%
TOMO	4,7%	4,4%	5,1%	5,9%	6,5%
MAMO	3,4%	3,1%	3,6%	3,6%	4,0%
DENS	1,6%	1,4%	1,5%	1,5%	1,6%
ECO	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%	0,8%
PUN	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,6%

Fonte: Dados da Companhia

Analisando-se o faturamento gerado por clínica, observa-se que as clínicas C1 e C2 representaram mais de 80% do faturamento do grupo em 2012. No entanto, a tendência é que esta concentração caia com o início da operação e com a maturação do atendimento das novas unidades da Companhia, conforme mostram a figura e tabela abaixo.

Figura 64 – Evolução do faturamento por clínica



Fonte: Dados da Companhia

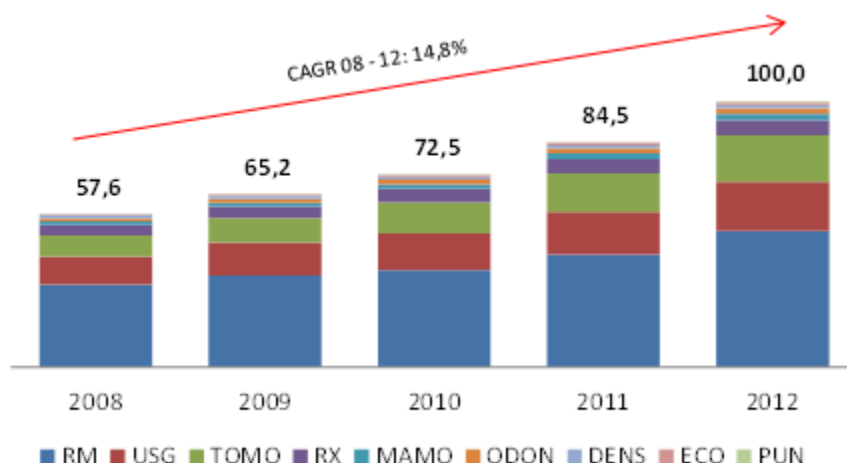
Tabela 26 – Expressividade das clínicas no faturamento total

	2008	2009	2010	2011	2012
C1	70,0%	64,7%	60,0%	57,1%	55,5%
C2	30,0%	30,0%	26,3%	25,0%	25,4%
C3	0,0%	5,2%	5,4%	7,3%	8,9%
C4	0,0%	0,1%	2,7%	3,4%	3,2%
C5	0,0%	0,0%	2,9%	3,1%	3,5%
C6	0,0%	0,0%	2,7%	4,1%	3,6%
C7	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fonte: Dados da Companhia

Tomando-se como base de análise o faturamento gerado por tipo de exame, é possível observar que os exames de Ressonância Magnética, Ultrassonografia e Tomografia são os mais expressivos, dado que geraram mais de 85% da Receita Bruta do Grupo em 2012, conforme mostram a figura e a tabela abaixo. Isso evidencia o fato destes exames, principalmente o de Ressonância Magnética, possuírem um *ticket* médio maior quando comparado aos outros exames, como Raios-X.

Figura 65 – Evolução do faturamento por categoria de exame



Fonte: Dados da Companhia

Tabela 27 – Expressividade das categorias de exame no faturamento total

	2008	2009	2010	2011	2012
RM	54,1%	53,0%	50,5%	50,0%	51,3%
USG	18,0%	19,0%	18,8%	19,1%	18,5%
TOMO	13,8%	14,0%	16,2%	16,9%	17,4%
RX	6,7%	6,6%	6,7%	6,3%	5,6%
MAMO	2,5%	2,2%	2,5%	2,5%	2,5%
ODON	2,0%	2,3%	2,5%	2,3%	2,0%
DENS	1,7%	1,6%	1,5%	1,5%	1,3%
ECO	0,8%	1,2%	0,9%	0,9%	1,0%
PUN	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%

Fonte: Dados da Companhia

Conforme mencionado acima, o Grupo de Diagnóstico Bahia pretende direcionar seu foco de crescimento orgânico para os exames de maior valor agregado, ou seja, aqueles que possuem um preço médio maior, uma vez verificada a demanda reprimida para os mesmos. Tomando como base de análise o faturamento obtido em 2012 e o volume de exames realizados no mesmo período, é possível encontrar o preço médio de cada uma das categorias de exame disponíveis pelo Grupo. Dessa forma, conforme ilustrado na tabela abaixo, é possível observar que o preço médio dos exames de Ressonância Magnética e Tomografia são os maiores, com um valor médio de R\$547,10 e R\$379,30, respectivamente. Esses valores são bem superiores aos dos exames de Raios-X (R\$26,45) e Ultrassonografia (R\$85,58), que representam atualmente mais de 60% do volume total de exames realizados. Dessa forma, focando no crescimento relativo dos exames de Ressonância Magnética e Tomografia, que

atualmente representam juntos apenas 19% do volume total de exames realizados, a companhia conseguirá obter um crescimento orgânico expressivo nos próximos anos. Este direcionamento ao crescimento dos exames de RM e TOMO é realizado sempre analisando, em paralelo, a relação da ocupação da capacidade operacional disponível, dado que não é recomendável a compra de novos equipamentos se a ocupação dos aparelhos disponíveis atualmente for inferior a 80%.

Tabela 28 – Preço médio (R\$) das categorias de exames (em 2012)

(R\$)	RM	TOMO	ECO	DENS	PUN	MAMO	USG	RX	ODON
Preço	554,9	369,0	179,2	112,2	88,9	87,3	85,4	60,4	21,3

Fonte: Dados da Companhia

Atualmente, o Grupo de Diagnóstico Bahia possui um parque operacional com 92 equipamentos distribuídos entre suas clínicas, conforme mostra a tabela abaixo.

Tabela 29 – Número de equipamentos por clínica

	C1	C2	C3	C4	C5	C6	C7	Total
RM	6	3	2	1	1	1	1	15
RX	5	7	2	1	1	1	1	18
USG	14	9	5	1	4	1	1	35
TOMO	2	2	0	1	1	1	1	8
Outros	8	1	2	0	2	1	2	16
Total	35	22	11	4	9	5	6	92

Fonte: Dados da Companhia

APÊNDICE C – MODELAGEM ECONÔMICO-FINANCEIRA

i. Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

(R\$m)	2010	2011	2012	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Receita Bruta	72,5	84,5	100,0	114,8	376,9	401,7	424,5	448,7	474,4
<i>Variação</i>		16,6%	18,3%	14,8%	228,3%	6,6%	5,7%	5,7%	5,7%
Clínicas Existentes	72,5	84,5	100,0	114,8	126,6	137,1	145,3	154,1	163,5
Aquisições	-	-	-	-	250,2	264,6	279,2	294,6	310,9
Retenção Parceiros	(3,2)	(3,6)	(4,6)	(5,2)	(7,9)	(8,4)	(8,9)	(9,4)	(9,9)
<i>% da ROB</i>	-4,5%	-4,3%	-4,6%	-4,5%	-2,1%	-2,1%	-2,1%	-2,1%	-2,1%
Clínicas Existentes	(3,2)	(3,6)	(4,6)	(5,2)	(5,6)	(6,0)	(6,3)	(6,7)	(7,0)
Aquisições	-	-	-	-	(2,3)	(2,4)	(2,6)	(2,7)	(2,9)
Receita Bruta - Após Retenções	69,3	80,9	95,4	109,6	368,9	393,3	415,6	439,3	464,5
<i>Variação</i>		16,8%	17,9%	14,9%	236,6%	6,6%	5,7%	5,7%	5,7%
Clínicas Existentes	69,3	80,9	95,4	109,6	121,0	131,1	139,0	147,4	156,5
Aquisições	-	-	-	-	248,0	262,2	276,6	291,9	308,0
Descontos	(4,7)	(5,1)	(6,5)	(7,5)	(24,8)	(26,5)	(28,0)	(29,5)	(31,2)
<i>% da ROB</i>	-6,5%	-6,0%	-6,5%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%
Clínicas Existentes	(4,7)	(5,1)	(6,5)	(7,5)	(8,3)	(9,0)	(9,6)	(10,2)	(10,8)
Aquisições	-	-	-	-	(16,5)	(17,4)	(18,4)	(19,4)	(20,4)
Receita Líquida	64,5	75,8	88,8	102,1	344,1	366,8	387,6	409,8	433,3
<i>Variação</i>		17,5%	17,2%	14,9%	237,2%	6,6%	5,7%	5,7%	5,7%
Clínicas Existentes	64,5	75,8	88,8	102,1	112,6	122,0	129,4	137,3	145,7
Aquisições	-	-	-	-	231,5	244,8	258,3	272,5	287,6
Custos e Despesas Variáveis	(20,4)	(24,2)	(29,2)	(32,9)	(119,7)	(127,4)	(134,5)	(142,1)	(150,1)
<i>% da ROL</i>	-31,5%	-31,9%	-32,8%	-32,2%	-34,8%	-34,7%	-34,7%	-34,7%	-34,7%
Clínicas Existentes	(20,4)	(24,2)	(29,2)	(32,9)	(36,3)	(39,3)	(41,7)	(44,2)	(46,9)
Aquisições	-	-	-	-	(83,4)	(88,1)	(92,8)	(97,9)	(103,2)
Custos e Despesas Fixas	(26,5)	(33,3)	(36,5)	(44,8)	(122,0)	(128,4)	(135,1)	(142,2)	(149,8)
<i>Variação</i>	-41,1%	-44,0%	-41,1%	-43,9%	-35,5%	-35,0%	-34,8%	-34,7%	-34,6%
Clínicas Existentes	(26,5)	(33,3)	(36,5)	(44,8)	(46,7)	(48,9)	(51,3)	(53,8)	(56,4)
Aquisições	-	-	-	-	(75,3)	(79,4)	(83,8)	(88,4)	(93,4)
EBITDA	17,7	18,3	23,2	24,4	102,5	111,0	118,0	125,4	133,3
<i>Variação</i>		3,6%	26,7%	5,2%	320,3%	8,4%	6,3%	6,3%	6,3%
<i>Mg EBITDA</i>	27,4%	24,1%	26,1%	23,9%	29,8%	30,3%	30,4%	30,6%	30,8%
Clínicas Existentes	17,7	18,3	23,2	24,4	29,6	33,8	36,4	39,3	42,3
Aquisições	-	-	-	-	72,8	77,2	81,6	86,2	91,0
D&A	(3,5)	(3,8)	(3,8)	(4,5)	(6,2)	(7,9)	(8,7)	(10,2)	(10,2)
EBIT	14,2	14,5	19,3	19,9	96,2	103,2	109,3	115,2	123,1
Receitas Financeiras	-	-	-	0,0	6,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Despesas Financeiras	(3,4)	(3,8)	(5,4)	(3,5)	(3,2)	(32,2)	(27,1)	(21,3)	(15,5)
Variação Cambial	-	-	-	0,1	0,1	(0,1)	(0,1)	(0,0)	-
EBT	10,8	10,7	13,9	16,4	99,6	71,3	82,7	94,4	108,1
IR / CSLL	(1,9)	(2,1)	(2,6)	(5,6)	(33,9)	(24,2)	(28,1)	(32,1)	(36,7)
<i>% EBT</i>	-17,7%	-19,7%	-18,7%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%
Lucro Líquido	8,9	8,6	11,3	10,9	65,7	47,1	54,6	62,3	71,3
<i>Mg Líquida</i>	13,7%	11,3%	12,7%	10,6%	19,1%	12,8%	14,1%	15,2%	16,5%

ii. Balanço Patrimonial (BP)

(R\$m)	2012	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
ATIVO							
Caixa e equivalentes de caixa	0,2	71,6	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Aplicações financeiras	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Contas a receber	16,5	14,2	47,9	51,1	54,0	57,0	60,3
Estoques	0,5	0,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7
Impostos a Recuperar	1,1	1,0	3,2	3,4	3,5	3,7	3,9
Despesas Antecipadas	0,3	0,3	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1
Antecipações de Lucros	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Partes Relacionadas	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Outras contas a receber	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total do Ativo Circulante	20,5	89,4	60,2	63,7	66,9	70,3	73,9
Depósitos judiciais	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Aplicações financeiras	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Partes relacionadas	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5
Total do Ativo Não Circulante	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7
Investimentos	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
Imobilizado	43,8	45,8	57,1	65,5	64,9	70,0	75,4
Diferido	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Investimentos - Aquisições	-	-	402,2	402,2	402,2	402,2	402,2
Total do Ativo Permanente	54,1	56,0	469,7	478,0	477,5	482,5	488,0
Total do Ativo	100,3	171,2	555,6	567,4	570,1	578,6	587,6
PASSIVO E PL							
Circulante							
Fornecedores	2,3	2,0	6,2	6,6	7,0	7,3	7,7
Empréstimos e financiamentos	-	-	-	-	-	-	-
Provisões trabalhistas e obrigações sociais	3,1	2,7	8,5	9,0	9,5	10,0	10,6
Impostos, taxas e contribuições	4,7	4,1	12,9	13,7	14,4	15,2	16,0
Partes relacionadas	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Outras Contas a Pagar	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Revolver	-	-	299,6	259,6	211,7	160,6	90,6
Total do Passivo Circulante	11,2	10,1	328,6	290,2	243,9	194,5	126,3
Não circulante							
Empréstimos e financiamentos	46,0	39,9	40,0	43,2	37,7	33,2	39,2
Impostos, taxas e contribuições	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Partes Relacionadas	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9
Provisões para riscos trabalhistas, fiscais e cíveis	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Total do passivo não circulante	74,5	68,4	68,5	71,7	66,2	61,7	67,7
Patrimônio Líquido (PL)							
Capital social	9,3	79,3	79,3	79,3	79,3	79,3	79,3
Lucros acumulados	5,3	13,5	79,2	126,2	180,8	243,1	314,4
Total do patrimônio líquido	14,6	92,7	158,5	205,5	260,1	322,3	393,7
Total do Passivo e PL	100,3	171,2	555,6	567,4	570,1	578,6	587,6

iii. Demonstrações dos Fluxos de Caixa (FC)

(R\$m)	2012	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
EBITDA		24,4	102,5	111,0	118,0	125,4	133,3
IR e CSLL		(5,6)	(33,9)	(24,2)	(28,1)	(32,1)	(36,7)
Variação em Ativos Circulantes		2,5	(37,4)	(3,5)	(3,2)	(3,4)	(3,6)
Variação em Passivos Circulantes		(1,1)	18,9	1,6	1,6	1,7	1,8
Fluxo de Caixa Operacional		20,1	50,1	84,9	88,3	91,7	94,8
Investimentos							
Imobilizado		(6,5)	(17,6)	(16,2)	(8,2)	(15,3)	(15,7)
Aquisições		-	(402,2)	-	-	-	-
Fluxo de Caixa de Investimentos		(6,5)	(419,9)	(16,2)	(8,2)	(15,3)	(15,7)
Fluxo Financeiro							
Receitas (Despesas) Financeiras		(3,5)	3,3	(31,8)	(26,6)	(20,8)	(15,0)
Emissão (Amortização) de Dívida		(6,0)	0,2	3,1	(5,6)	(4,5)	6,0
Injeção de Capital - Equity		70,0	-	-	-	-	-
Dividendos		(2,7)	-	-	-	-	-
Fluxo de Caixa Financeiro		57,7	3,5	(28,7)	(32,3)	(25,3)	(9,1)
Fluxo de Caixa do Período		71,4	(366,2)	40,1	47,9	51,1	70,0
Caixa Início do Período		0,2	71,6	5,0	5,0	5,0	5,0
Reverter		-	299,6	(40,1)	(47,9)	(51,1)	(70,0)
Caixa Final do Período	0,2	71,6	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Aumento (Redução) dos Saldos de Caixa		71,4	(66,6)	-	-	-	-

APÊNDICE D – CD-ROM

O CD-ROM contém todas as projeções econômico-financeiras da Companhia, bem como todas as premissas e raciais utilizados na modelagem.