



UNIVERSIDADE FEDERAL  
DO RIO DE JANEIRO

## **Análise operacional e financeira do Grupo Fleury**

Gabriel Garcez de Lacerda

Projeto de Graduação apresentado ao Curso de Ciências Contábeis da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis. Orientador: Luiz Alberto Pereira de Mattos

Rio de Janeiro

Julho 2019

# **Análise operacional e financeira do Grupo Fleury**

Gabriel Garcez De Lacerda

Projeto de Graduação apresentado ao Curso de Ciências Contábeis da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Luiz Alberto Pereira de Mattos

Rio de Janeiro

Julho 2019

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

Universidade Federal do Rio de Janeiro  
Faculdade de Administração e Ciências Contábeis

De Lacerda, Gabriel Garcez

ANÁLISE OPERACIONAL E FINANCEIRA  
DO GRUPO FLEURY / Gabriel Garcez De  
Lacerda/ Rio de Janeiro/ Faculdade de  
Administração e Ciências Contábeis – UFRJ,  
2019.

XI, 41 p.: il.; 29,7 cm

Orientador: Luiz Alberto Pereira de Mattos – Rio  
de Janeiro, 2019

Projeto de Graduação – UFRJ/ FACC/ Curso de  
Ciências Contábeis, 2019

1. Análise Operacional e Financeira. 2. Grupo Fleury. Fluxo de Caixa descontado. 4. Mercado brasileiro de saúde e concorrentes. I. Luiz Alberto. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro, FACC, Curso de Ciências Contábeis. III. Análise Operacional e Financeira do Grupo Fleury.

## **Agradecimentos**

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer a Deus por todas as oportunidades que me são concedidas diariamente e por me ajudar a chegar até aqui. Gostaria de agradecer aos meus pais por todos os esforços que eles realizaram para que eu pudesse ter acesso à uma educação de qualidade, por todas as lições que me foram passadas que corroboraram para o molde de meu caráter e por sempre terem apoiado e acreditado nos meus projetos. Agradeço também a todos os meus amigos, em especial, os da Rua Santos Titara, que sempre estiveram comigo ao longo de todo o meu percurso. Tenho gratidão também a Ana Clara, pelo companheirismo, paciência e por todos os incentivos.

Faço um agradecimento especial aos meus amigos do escritório Pires Negreiros que me ajudaram a dar os primeiros passos na vida profissional.

Gostaria também de agradecer especialmente ao amigo profissional e pessoal, Dorival Milanos e minha avó Nilcea por todos os ensinamentos e exemplos que contribuíram para a minha formação como pessoa enquanto estavam em vida.

Por último, agradeço à Universidade Federal do Rio de Janeiro, a todos os professores que estiveram presente em nossa jornada acadêmica e que tanto me ensinaram, e a todos os funcionários desta instituição.

Resumo do Projeto de Graduação apresentado à FACC/UFRJ como parte dos requisitos necessários para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis

## ANÁLISE OPERACIONAL E FINANCEIRA DO GRUPO FLEURY

Gabriel Garcez De Lacerda

Julho/2019

Orientador: Luiz Alberto Pereira de Mattos

Curso: Ciências Contábeis

O Grupo Fleury possui grande representatividade no setor de medicina diagnóstica no Brasil. Devido ao grande sucesso da empresa, este trabalho busca realizar uma análise operacional e financeira do Grupo Fleury. Serão expostas informações sobre o histórico da organização e seus dados atuais, também será realizada uma análise do setor no Brasil, a identificação dos seus principais concorrentes no mercado e a percepção de suas vantagens competitivas, além de uma matriz SWOT para análise de cenário. Será verificado também a forma que a empresa atua e uma análise detalhada de suas receitas e seus custos. Por fim, será identificado o custo de capital próprio do Grupo Fleury, como também uma análise do valor justo de mercado da empresa através do modelo do Fluxo de Caixa Descontado.

Palavras-chaves: 1. Análise Operacional e Financeira. 2 Grupo Fleury. 3. Fluxo de Caixa Descontado. 4. Valuation

Abstract of Undergraduate Project presented to FACC/UFRJ as a partial fulfillment of the requirements for the degree of Accountant

## OPERATIONAL AND FINANCIAL ANALYSIS OF THE COMPANY GRUPO FLEURY

Gabriel Garcez De Lacerda

Julho/2019

Advisor: Luiz Alberto Pereira de Mattos

Course: Ciências Contábeis

The Fleury Group has great representation in the diagnostic medicine sector in Brazil. Due to the great success of the company, this work seeks an operational and financial analysis of the Fleury Group. Information about the organization's history and current data will be presented. An analysis of the industry in Brazil, the identification of its main competitors in the market and the perception of its competitive advantages, and a SWOT matrix for scenario analysis will also be carried out. It will also check the way the company operates and a detailed analysis of its revenues and costs. Finally, the cost of equity of the Fleury Group will be identified, as well as an analysis of the fair market value of the company through the Discounted Cash Flow model.

Keywords: 1. Operational and Financial Analysis. 2 Fleury Group. 3. Discounted Cash Flow. 4. Valuation

## Lista de Figuras

Figura 1 - Organograma Corporativo Grupo Fleury. Fonte: Site da Companhia .....	15
Figura 2 - Estrutura Societária Grupo Fleury. Fonte: Site da Companhia. ....	16
Figura 3 - Modelos de negócio Fleury - Fonte: Apresentação Institucional 2019 via Central de Downloads .....	17
Figura 4 - Atuação por segmento de mercado. Fonte: Site da companhia via Central de Downloads .....	18
Figura 5 - Unidades por Marca do Grupo. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads .....	18
Figura 6 - Tamanho físico de Unidades do Grupo. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads .....	19
Figura 7 NPS Fleury - Fonte: Elaboração Própria via Apresentação Institucional .....	20
Figura 8 - Receitas por Linha de Negócio. Fonte: Apresentação Institucional .....	21
Figura 9 - Composição Receita Bruta Fleury. Fonte: Elaboração Própria via central de download da companhia .....	21
Figura 10 - Evolução do Tempo Médio de Recebimento: Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads .....	22
Figura 11 - Evolução do Custo de Serviços Prestados Fleury. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads da companhia. ....	23
Figura 12 Composição dos Custos Fleury 2017. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads .....	23
Figura 13 - Composição dos Custos Fleury 2018. Fonte: Elaboração própria via Central de Downloads.....	24

Figura 14 - Composição das Despesas Operacionais do Fleury. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads.....	24
Figura 15 Evolução Margem Bruta Fleury. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads.....	25
Figura 16 - Evolução dos Custos de Serviços Prestados perante à Receita. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads.....	26
Figura 17 - Evolução da Margem Líquida Fleury. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads.....	26
Figura 18 - DL/EBITDA Fleury. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads.....	27
Figura 19 - Evolução Inflação Brasil x Preço Médio de Exames x Custo Médio de Exames. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads.....	28
Figura 20 - Variação de beneficiários de Planos de Saúde x Empregos Formais. Fonte: Apresentação Institucional do Fleury.....	29
Figura 21 - Exames Realizados no Brasil por Região. Fonte: Painel Abramed.....	30
Figura 22 - Dados sobre Medicina Diagnóstica no Brasil. Fonte: Alliar.....	31
Figura 23 - Análise SWOT. Fonte: Elaboração Própria.....	34
Figura 24 - Lucro Líquido Projetado. Fonte: Elaboração Própria.....	37
Figura 25 - Depreciação e Amortização Projetados Fleury. Fonte: Elaboração Própria.....	38
Figura 26 - Capex Projetado Fleury. Fonte: Elaboração Própria.....	38
Figura 27 - Variação NCG Projetado Fleury. Fonte: Elaboração Própria.....	39
Figura 28 - FCFE Projetado Fleury. Fonte: Elaboração Própria.....	42



## Lista de Equação

Equação 1 - Cálculo do Fluxo de Caixa Livre.....	35
Equação 2 - Valor da Empresa pelo Método Fluxo de Caixa Descontado .....	36
Equação 3 - Cálculo do Custo do Capital Próprio (Ke) (Mullins, 1982).....	40
Equação 4 - Cálculo do Coeficiente Beta (Sharpe, 1964); .....	40

## Lista de Tabelas

. Tabela 1 - Cálculo do Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE). Fonte: Elaboração Própria .....	36
--	----

## Sumário

<b>1. Introdução.....</b>	<b>12</b>
1.1 Objetivos.....	12
1.2 Justificativa.....	12
1.3 Contribuição do Trabalho.....	12
1.4 Limitações.....	12
1.5 Estrutura do trabalho.....	13
<b>2. O Fleury.....</b>	<b>14</b>
2.1 Histórico.....	14
2.2 Governança corporativa.....	14
2.3 Estrutura Societária.....	15
2.4 Linhas de Negócio.....	16
<b>3. Análise Operacional e Financeira.....</b>	<b>18</b>
3.1 Unidades.....	18
3.2 Receitas.....	20
3.3 Custos.....	22
3.4 Diagnósticos.....	25
<b>4. Medicina Diagnóstica no Brasil.....</b>	<b>29</b>
4.1 Situação do Mercado no Brasil.....	29
4.2 Concorrentes.....	31
4.3 Vantagens competitivas do Grupo Fleury.....	32
<b>5. Analise de Swot.....</b>	<b>33</b>
<b>6. Valuation.....</b>	<b>35</b>
6.1 Fluxo de Caixa.....	35
6.2 Projeções.....	36
6.2.1 Lucro Líquido.....	36
6.2.2 Depreciação e Amortização.....	37
6.2.3 Capex.....	38
6.2.4 Variação Necessária de Capital de Giro.....	38
6.3 Modelo de precificação de Ativos Financeiros (CAPM) .....	39
6.4 CAPM aplicado ao caso do Grupo Fleury.....	40
6.5 Fluxo de Caixa Descontado.....	41
<b>7. Conclusão .....</b>	<b>42</b>

## **1 Introdução**

O grupo Fleury é uma empresa com 92 anos de idade focada em medicina diagnóstica, mas que também presta serviços de prevenção e tratamento. Atua em unidades próprias e em hospitais, nos segmentos Premium e Intermediário. Persegue a alta satisfação dos seus clientes através de um atendimento diferenciado e de alta qualidade. É tida como referência pela comunidade médica e pacientes.

### **1.1 Objetivos**

O trabalho tem como objetivos principais realizar uma análise operacional e financeira do Grupo Fleury. De forma secundária, busca determinar o valor financeiro justo da empresa Fleury, a partir da metodologia de avaliação de empresas de fluxo de caixa descontado, espera-se também avaliar como se comporta o setor no Brasil, os fatores macroeconômicos e o posicionamento da Fleury diante dos seus concorrentes.

### **1.2 Justificativa**

A empresa Fleury foi escolhida pela sua trajetória de sucesso na área de medicina diagnóstica no Brasil. Trajetória essa reconhecida não só pelos números, mas também pelo compromisso com a humanidade, sustentabilidade, bem-estar e excelência na prestação de serviço.

### **1.3 Contribuição do trabalho**

Mesmo sendo considerada uma das maiores empresas do ramo de medicina diagnóstica no Brasil, o Fleury se mostra desconhecido pelo meio acadêmico e pela própria população brasileira. Sendo assim, o trabalho objetiva contribuir com uma análise da companhia, seu posicionamento no setor e, não obstante, uma avaliação do setor de medicina diagnóstica no Brasil.

### **1.4 Limitações**

Esta monografia utiliza em sua análise o modelo de fluxo de caixa descontado. Método esse que apresenta limitações no que diz respeito às projeções incertas, sendo assim, as premissas de investimento podem ou não serem validadas. Entende-se que essa avaliação poderá sofrer mudanças ao longo do tempo, seja por alterações

no cenário macroeconômico, modificação do mercado consumidor ou até mesmo uma possível variação na estratégia da companhia.

### **1.5 Estrutura do trabalho**

Será elaborada uma análise da empresa, descrevendo seu histórico, apresentando informações a respeito das políticas de governança corporativa, sua estrutura acionária e organizacional, além das suas linhas de negócio. Serão abordados os dados relativos à sua operação assim como seus resultados financeiros. Após isso, será realizado uma breve análise de dados do setor de medicina diagnóstica no Brasil e então uma matriz SWOT. Por final, será auferido o custo de capital próprio da companhia e verificação do valor justo da companhia através do método de fluxo de caixa descontado.

## **2 O Fleury**

Esse item objetiva fazer uma passagem sobre a história da companhia, além de evidenciar sua estrutura de governança corporativa e sua composição acionária. A forma de atuação da empresa também será abordada nesse tópico.

### **2.1 Histórico**

O Fleury inicia a sua trajetória por meio da abertura de um laboratório voltado para análises clínicas pelo médico recém-formado Gastão Fleury da Silveira. Nos anos iniciais, a empresa ainda oferecia um pequeno portfólio de exames que contava com hemograma e análises de células. Em 1936, o médico Walter Sidney Leser se tornou sócio do negócio e foi naquele ano que se iniciou uma cooperação técnico-científica da Fleury com as maiores universidades do país. Em 1951, com o intuito de oferecer mais especialidades na empresa, a Fleury se funde com outro grupo de jovens médicos que organizavam outro laboratório, e foi assim que se tornou o primeiro laboratório a ter um especialista em cada área da patologia clínica no Brasil. A partir disso, a Fleury passou a investir massivamente em modernização e na expansão das suas especialidades, assim com a sua própria expansão territorial. Foi a empresa do ramo pioneira no mundo a oferecer resultados de exames na internet. No início dos anos 2000, a companhia iniciou o processo para aquisição de marcas do setor que resultou na aquisição de 27 marcas do ramo. No ano de 2009, a Fleury se tornou empresa de capital aberto, vendendo suas ações na BM&FBOVESPA. Após alguns anos sem movimentos bruscos no mercado, a marca volta a fazer grandes aquisições em 2018, adquirindo o Instituto de Radiologia Natal por R\$ 90,5 milhões e a rede de diagnósticos Lafe por R\$170 milhões.

Hoje a Fleury conta com 185 unidades de atendimento pulverizada em 8 estados do Brasil, uma equipe de mais de 2.200 médicos especializados no processo de diagnóstico de alta qualidade e é reconhecida pela comunidade médica, pacientes e opinião pública por sua excelência médica e de atendimento, alta inovação tecnológica e busca pelo desenvolvimento sustentável.

### **2.2 Governança Corporativa**

Segundo o código das melhores práticas de governança corporativa elaborado pelo IBCG, governança corporativa é o sistema em que as empresas e

organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas<sup>1</sup>.

O Grupo Fleury, desde sua abertura de capital, aderiu ao Novo Mercado, que é o segmento da bolsa de valores com padrões de Governança Corporativa altamente diferenciados. Nesse nicho, as companhias adotam, de maneira voluntária, regras mais rígidas que as exigidas pela legislação brasileira objetivando a transparência e contribuição para a qualidade da gestão, além da longevidade da companhia. Sendo assim, o Grupo Fleury conta com a presença de 30% de conselheiros independentes no seu Conselho de Administração, sistema de controles internos e estruturação de comitês de assessoramento do Conselho de Administração. Além disso, possui previsão estatutária de instalação de Conselho Fiscal, manutenção e divulgação de registro informando a quantidade de ações de cada sócio, com identificação nominal.<sup>2</sup>

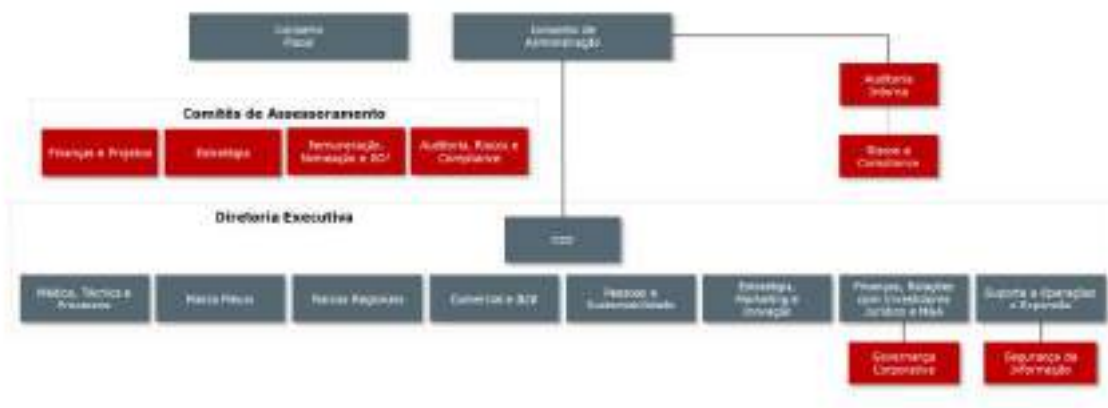


Figura 1 - Organograma Corporativo Grupo Fleury. Fonte: Site da Companhia<sup>3</sup>

### 2.3 Estrutura Societária

Atualmente o Grupo Fleury possui um total de 316.113.442 ações, onde os maiores acionistas são um grupo de 29 médicos conhecidos como Médicos Sócios que apresentam uma posição de 22,3% das ações da companhia, além deles, a

<sup>1</sup> <https://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Publicacoes/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>. Acesso em 01/06/2019.

<sup>2</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28867](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28867). Acesso em 01/06/2019

<sup>3</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28867](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28867). Acesso em 01/06/2019

Bradesco Seguros apresenta uma posição de 16,2% das ações e por fim, os demais acionistas com 61,5% das ações. Vale ressaltar que dos 10 membros do conselho de administração da companhia, 4 são indicados pelo grupo Médicos Sócios, 3 são indicados pela Bradesco Seguros e os outros 3 são membros independentes.



Figura 2 - Estrutura Societária Grupo Fleury. Fonte: Site da Companhia<sup>4</sup>.

## 2.4 Linhas de negócio

Com o intuito de possibilitar uma melhor compreensão sobre a forma de atuação da companhia e sua geração de resultado, é necessário identificarmos as suas linhas de negócio. Hoje a Fleury atua de duas diferentes formas, prestando serviços em suas próprias unidades de atendimento para pessoas, atualmente seu core business, e no modelo B2B (Business-to-business, em português, empresa para empresa), ou seja, prestando serviços para outras empresas, que no caso são hospitais ou até mesmo outros laboratórios.

<sup>4</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28871](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28871) . Acesso em 01/06/2019





Figura 3 - Modelos de negócio Fleury - Fonte: Apresentação Institucional 2019 via Central de Downloads<sup>5</sup>

O Grupo Fleury, de acordo com as suas ações no mercado, busca intensificar mais ainda a atuação da sua principal linha de negócio. A companhia vem realizando diversas aquisições de laboratórios nos últimos anos, expandindo seu número de unidades e, por conseguinte, sua participação no mercado. Outro dado interessante é que o foco da companhia dentro de seu core business (principal negócio) é o atendimento aos grupos economicamente mais privilegiados, o que a própria empresa qualifica como segmentos de mercado A e B, sendo que as unidades que estão posicionadas no segmento B podem, em determinadas regiões, de maneira estratégica, atender tanto o segmento considerado A ou o segmento considerado C.

<sup>5</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897) Acesso em 20/06/2019 às 9:00.



Figura 4 - Atuação por segmento de mercado. Fonte: Site da companhia via Central de Downloads<sup>6</sup>

### 3 Análise Operacional e Financeira

#### 3.1 Unidades

O Fleury fechou o primeiro trimestre de 2019 com 185 unidades de atendimento, número esse composto pelas marcas Fleury, Felipe Mattoso, Weinmann e A+.

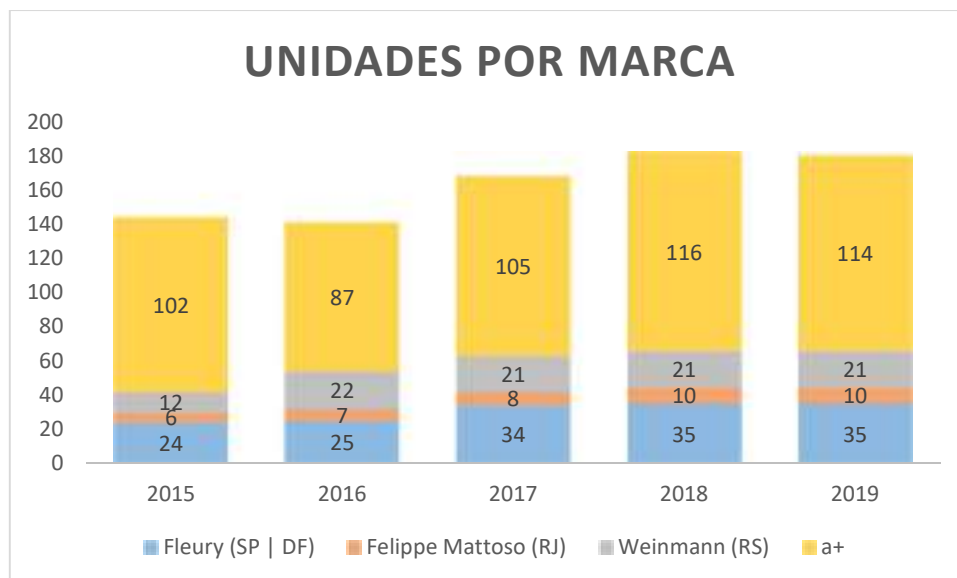


Figura 5 - Unidades por Marca do Grupo. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads<sup>7</sup>

<sup>6</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897) Acesso em 20/06/2019 às 9:00.

<sup>7</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897) Acesso em 20/06/2019 às 9:00.

Dessas 4 marcas, apenas a a+ não está posicionada no segmento A do mercado de medicina diagnóstica. Conforme dados da companhia, estima-se que a marca Fleury, presente em São Paulo e no Distrito Federal, domina 44% do segmento premium em todo o Brasil, a Weinmann é líder do segmento no Rio Grande Sul e a Felipe Mattoso é tida como referência em diagnóstico por imagem no Rio de Janeiro. A marca a+ possui o maior número de unidades no Brasil, só não estando presente na Região Norte do país, atuando nos segmentos B e C do mercado.

Em relação ao tamanho físico das unidades, é possível notar uma grande diferença entre o modelo da Fleury e das demais. Tendo menos que 25% do número total de unidades, a Fleury representa quase 40% do território físico do Grupo.

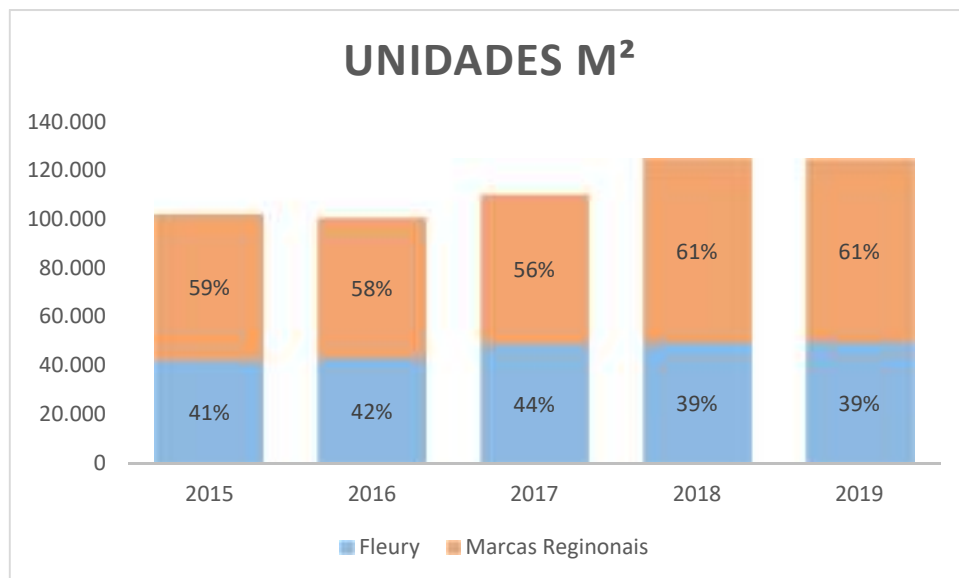


Figura 6 - Tamanho físico de Unidades do Grupo. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads<sup>8</sup>

É importante destacar o compromisso da empresa com o grau de satisfação dos seus clientes. O Grupo Fleury utiliza a metodologia de pesquisa NPS nos seus serviços, esse tipo de pesquisa objetiva verificar o grau de lealdade do cliente com a empresa. A partir da adoção dessa medida, o Fleury concentrou seus esforços na melhoria desse indicador, nos últimos anos houve uma melhoria gradual do mesmo chegando na última apuração à uma média próxima de 77 pontos, o que mostra uma elevada satisfação de seus clientes. É importante ressaltar que a companhia realiza

<sup>8</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897) Acesso em 20/06/2019 às 9:00.

essa apuração por unidade e em algumas unidades essa pontuação supera 90 pontos.

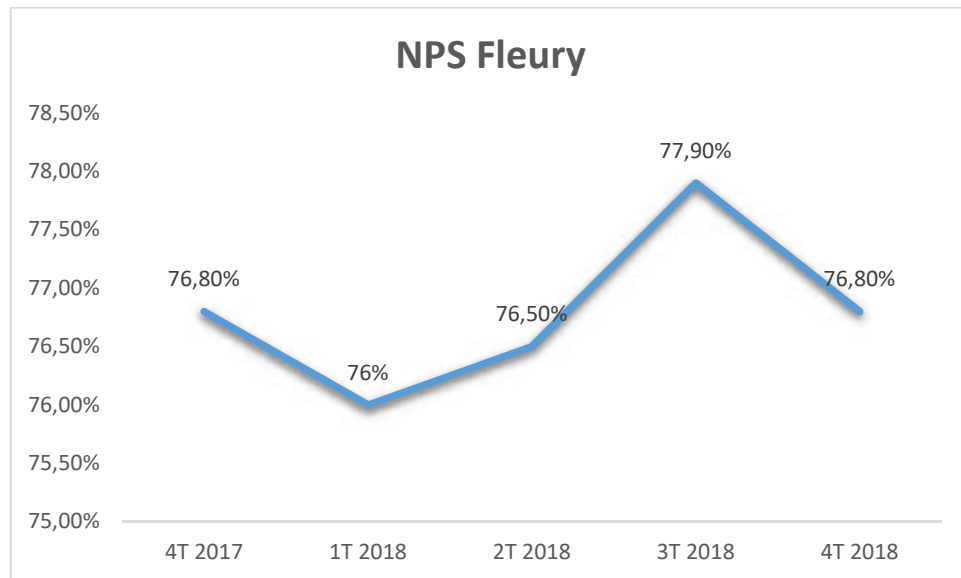


Figura 7 NPS Fleury - Fonte: Elaboração Própria via Apresentação Institucional<sup>9</sup>

### 3.2 Receitas

Como mostrado anteriormente, o Fleury atua em duas frentes de negócio, seja prestando serviços diretamente para a população, seja no modelo B2B. No panorama abaixo, é possível identificar que a taxa de participação das linhas de negócio na receita se mantém estáveis nos últimos anos, sendo 16% em B2B e quase 84% nas suas próprias unidades de atendimento. A sua maior fonte de receita vem da marca Fleury, que colaborou no último ano com 47% da receita total da companhia.

---

<sup>9</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897) Acesso em 20/06/2019 às 9:00.

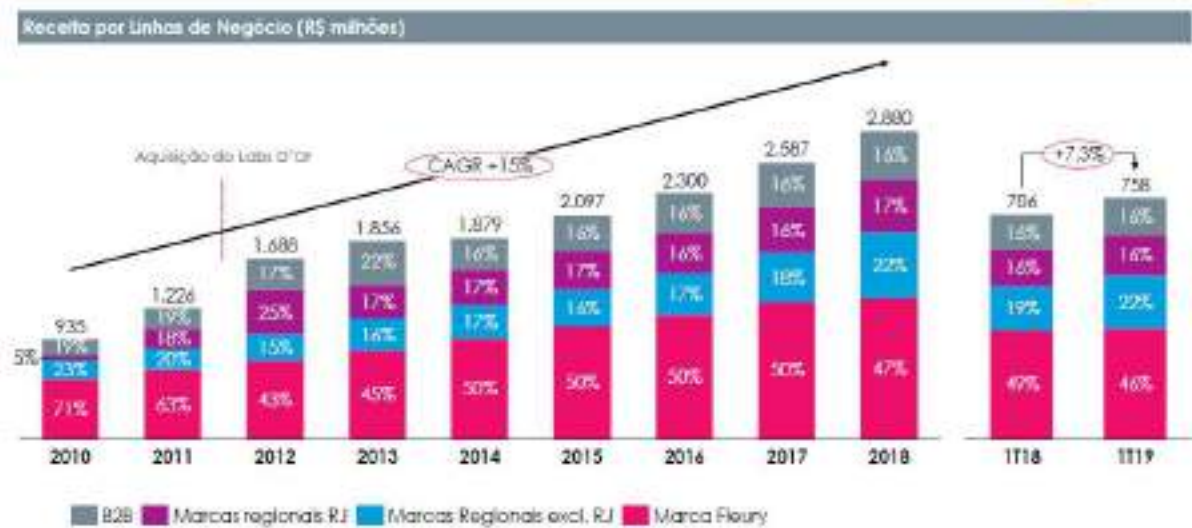


Figura 8 - Receitas por Linha de Negócio. Fonte: Apresentação Institucional <sup>10</sup>

Sob outra ótica, a empresa divulga os seus dados de receita por tipo de exame realizado, independente da linha de negócio. Nessa métrica, a receita fica dividida em análises clínicas e exames de diagnóstico por imagem, sendo a primeira historicamente responsável por cerca de 58% da receita e a segunda participando por 42%, aproximadamente.

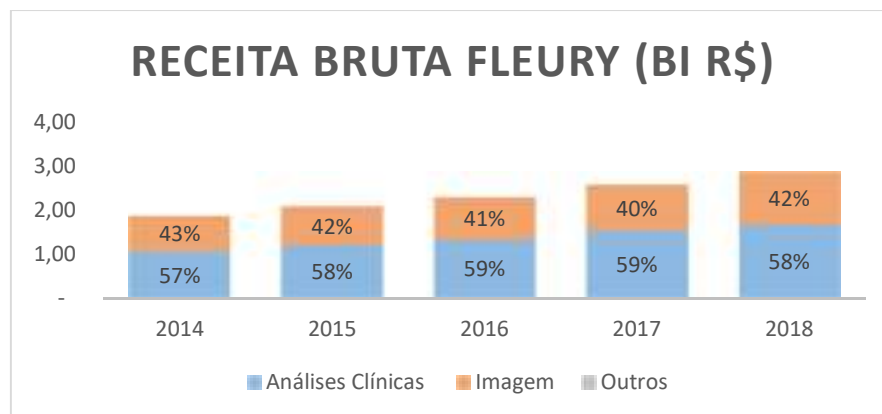


Figura 9 - Composição Receita Bruta Fleury. Fonte: Elaboração Própria via central de download da companhia<sup>11</sup>

Em termos numéricos, a empresa realizou mais de 75 milhões de exames no ano de 2018, obtendo um preço médio por exame de R\$ 38,36. Para efeito

<sup>10</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/default\\_pt.asp?idioma=0&conta=28](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28) Acesso em: 20/06/2019 às 9:00

<sup>11</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897) Acesso em: 20/06/2019 às 9:00

comparativo, a variação do preço médio dos exames realizados pelo Fleury ficou abaixo da inflação em todos os últimos 5 anos.

O prazo de recebimento médio fechou o ano de 2018 em 65 dias, número um pouco acima da média do setor de 61,9 dias apurada pela ABRAMED em 2017. Em comparação com os dados históricos do Grupo, esse indicador vem apresentando uma melhora significativa.

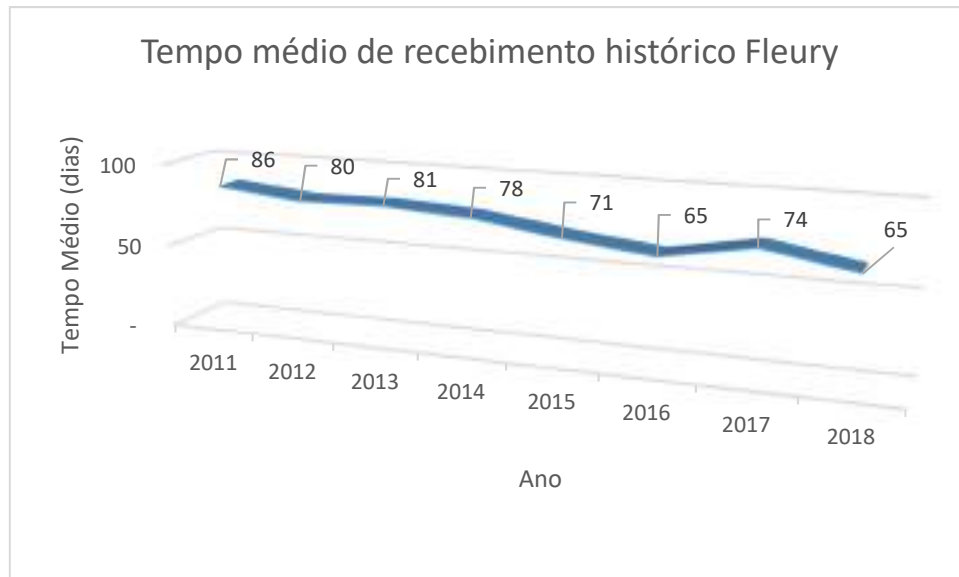


Figura 10 - Evolução do Tempo Médio de Recebimento: Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads<sup>12</sup>

### 3.3 Custos

Após a verificação dos dados de receita do grupo, é necessário compreender a estrutura dos seus custos. A figura abaixo ilustra o crescimento em valores do custo dos serviços prestados da companhia. Esse aumento gradual pode ser atribuído ao crescimento do número de exames realizados pela companhia que fechou o ano de 2015 na faixa de 58 milhões e encerrou 2018 no patamar de 75 milhões, o que mostra um aumento de 29% em números de exames. Já os custos aumentaram 33% no mesmo período.

<sup>12</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897) Acesso em 20/06/2019 às 9:00



Figura 11 - Evolução do Custo de Serviços Prestados Fleury. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads da companhia.<sup>13</sup>

A composição do custo dos serviços prestados é divulgada pelo grupo em 5 linhas, tendo como personagem principal valores gastos com pessoal e serviços médicos. Historicamente esses dados mantiveram patamares semelhantes a nível de proporção.

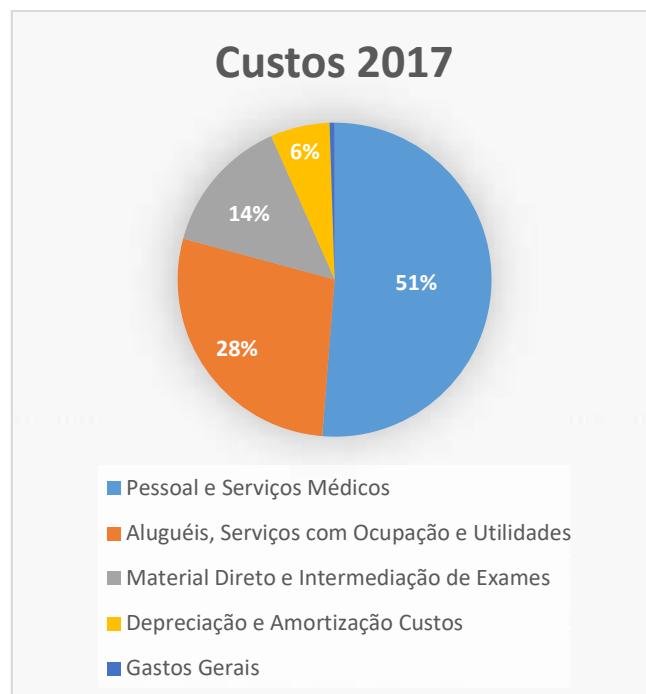


Figura 12 Composição dos Custos Fleury 2017. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads

<sup>13</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897) Acesso em 20/06/2019 às 9:00

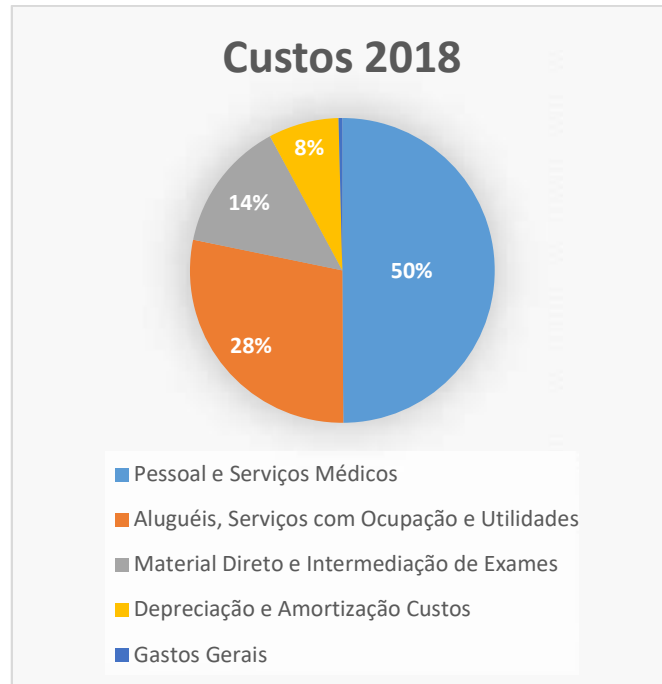


Figura 13 - Composição dos Custos Fleury 2018. Fonte: Elaboração própria via Central de Downloads<sup>14</sup>.

Além desses, a empresa evidencia suas despesas operacionais, tais como SG&A, Depreciação e Amortização. Essa linha atingiu o patamar de aproximadamente R\$ 303 milhões em 2018, sendo R\$ 245 milhões relativos à SG&A.

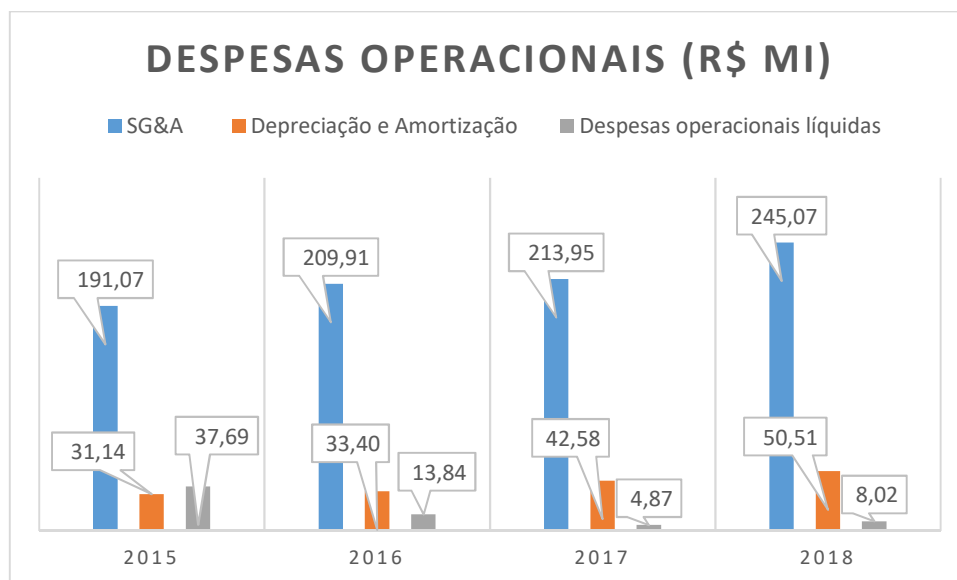


Figura 14 - Composição das Despesas Operacionais do Fleury. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads.<sup>15</sup>

<sup>14</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897) Acesso em 20/06/2019 às 9:00

<sup>15</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897) Acesso em 20/06/2019 às 9:00



### 3.4 Diagnósticos

Objetivando uma melhor análise da situação financeira e operacional da empresa, entende-se que é necessário realizar comparações e verificar o que os dados expostos retratam da saúde da companhia.

O Fleury apresenta uma evolução na sua Margem Bruta alcançando o patamar de 28% em 2018. A Margem Bruta é obtida através da divisão do valor do lucro bruto da companhia pela receita total de vendas. Através desse indicador é possível verificar o nível de rentabilidade da empresa e se ela é capaz de se manter lucrativa absorvendo também as despesas de operação.

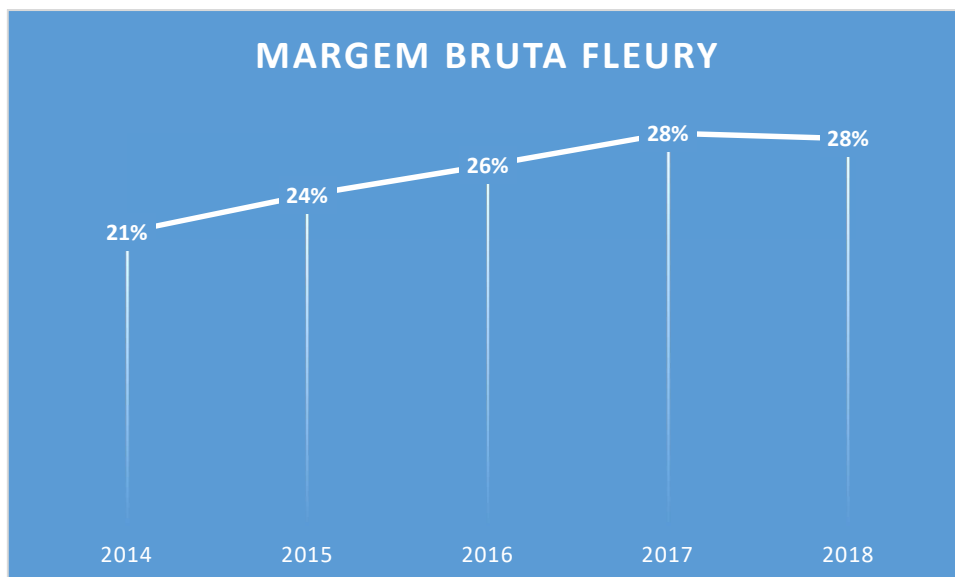


Figura 15 Evolução Margem Bruta Fleury. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads<sup>16</sup>

A empresa nos últimos anos apresentou aumento nos seus custos de serviços prestados, porém o percentual desses custos em comparação com a receita total gerada pela companhia decresceu. Esse dado evidencia que a empresa está diminuindo os seus custos diretos relacionados à entrega do serviço e, por conseguinte, colaborando para o aumento da margem.

<sup>16</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897) Acesso em 20/06/2019 às 9:00

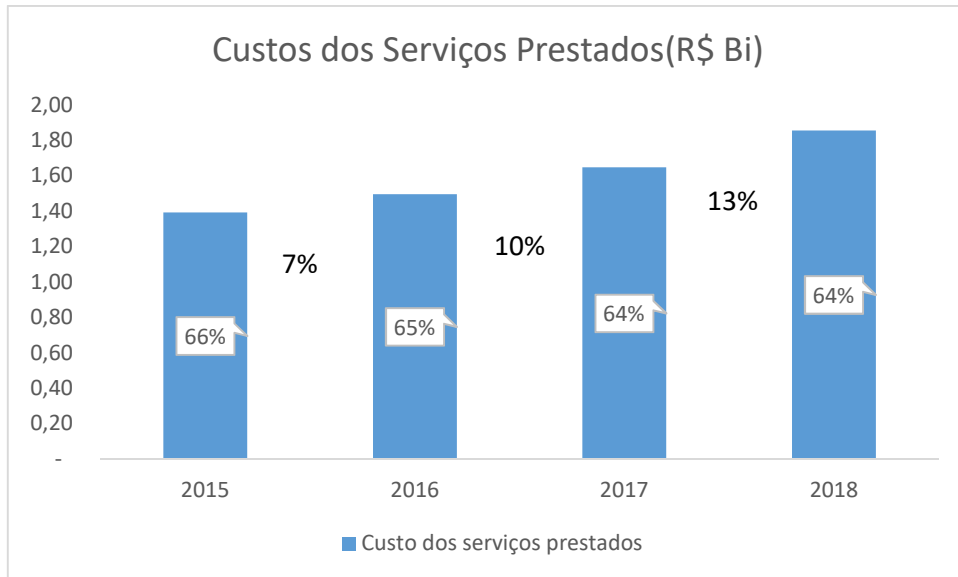


Figura 16 - Evolução dos Custos de Serviços Prestados perante à Receita. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads.<sup>17</sup>

No que tange margem líquida, a empresa também obteve melhoria dos resultados nos últimos períodos. Esse indicador mostra objetivamente o percentual do faturamento que se tornou lucro de fato. Porém, ao compararmos com a margem bruta, verificamos que existe uma influência negativa considerável de despesas operacionais no lucro da companhia, contudo, a empresa ainda assim manteve uma porcentagem satisfatória de margem líquida acima dos 10%.

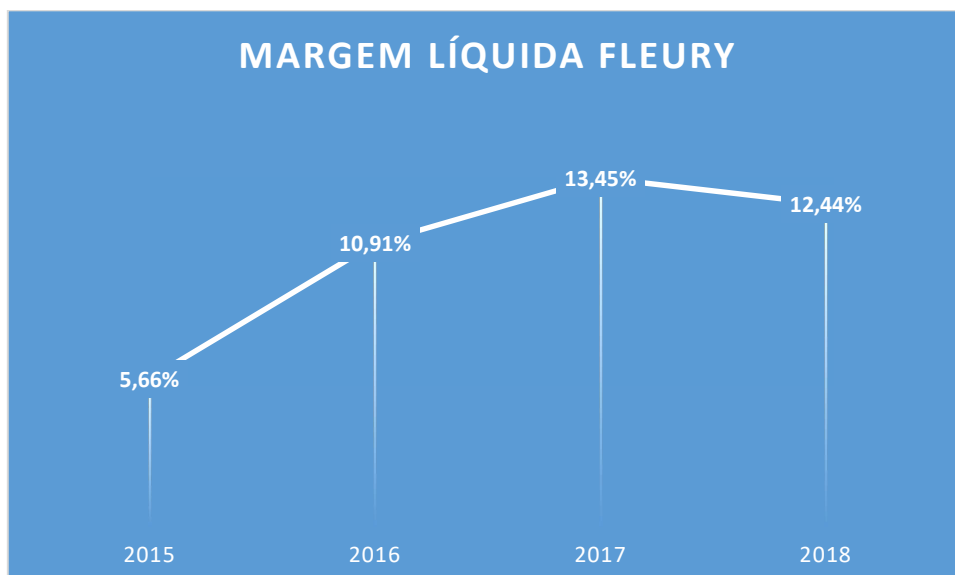


Figura 17 - Evolução da Margem Líquida Fleury. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads

<sup>17</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897) Acesso em 20/06/2019 às 9:00

Um dos fatores preponderantes para o Grupo conseguir manter uma margem saudável é o fato de não ser afetado significativamente por despesas financeiras, dado esse está ligado ao seu baixo grau de endividamento e sua grande capacidade de pagar as suas dívidas. O gráfico abaixo ilustra o indicador financeiro DL/EBITDA, que evidencia a capacidade de pagamento de todos os seus passivos perante a geração de caixa da empresa. A empresa vem melhorando esse indicador ratificando a boa saúde financeira da companhia.

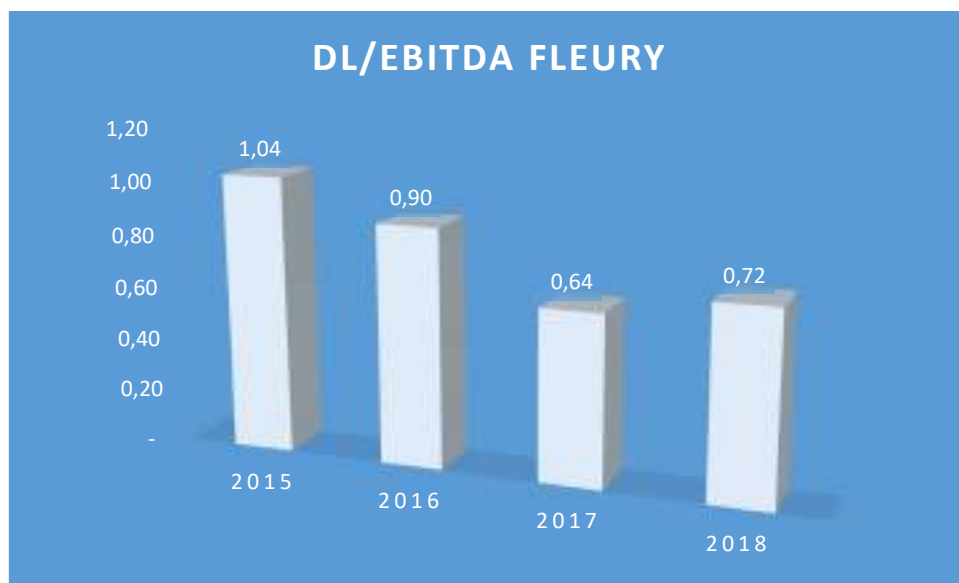


Figura 18 - DL/EBITDA Fleury. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads.<sup>18</sup>

Buscando avaliar também o desempenho das unidades de atendimento do Fleury, é possível estimar que de maneira geral, as unidades voltadas para o segmento premium, contribuam mais para o resultado da companhia que as demais. Como mostrado anteriormente, só as unidades da marca Fleury contribuem para quase 50% do resultado total da companhia. A empresa divulga dados de faturamento médio por unidade de atendimento, o que pode criar uma falsa noção da companhia, tendo em vista que a marca Fleury possui cerca de 25% do número de unidades e contribui proporcionalmente bem mais para o resultado. Desta forma, um projeto de expansão de unidades das marcas que não contemplam o segmento premium contribuiriam para diminuição do faturamento médio por unidade.

É importante também avaliar o dado de preço médio dos exames realizados pelo Fleury, assim como seus custos. Historicamente a variação desse preço médio

<sup>18</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897) Acesso em 20/06/2019 às 9:00

ficou abaixo da inflação, o que em tese contribui para uma margem bruta menor, em contrapartida, o custo médio dos exames também apresentou níveis de variação abaixo da inflação, o que tem capacidade de anular ou amenizar o efeito negativo na margem bruta da companhia.

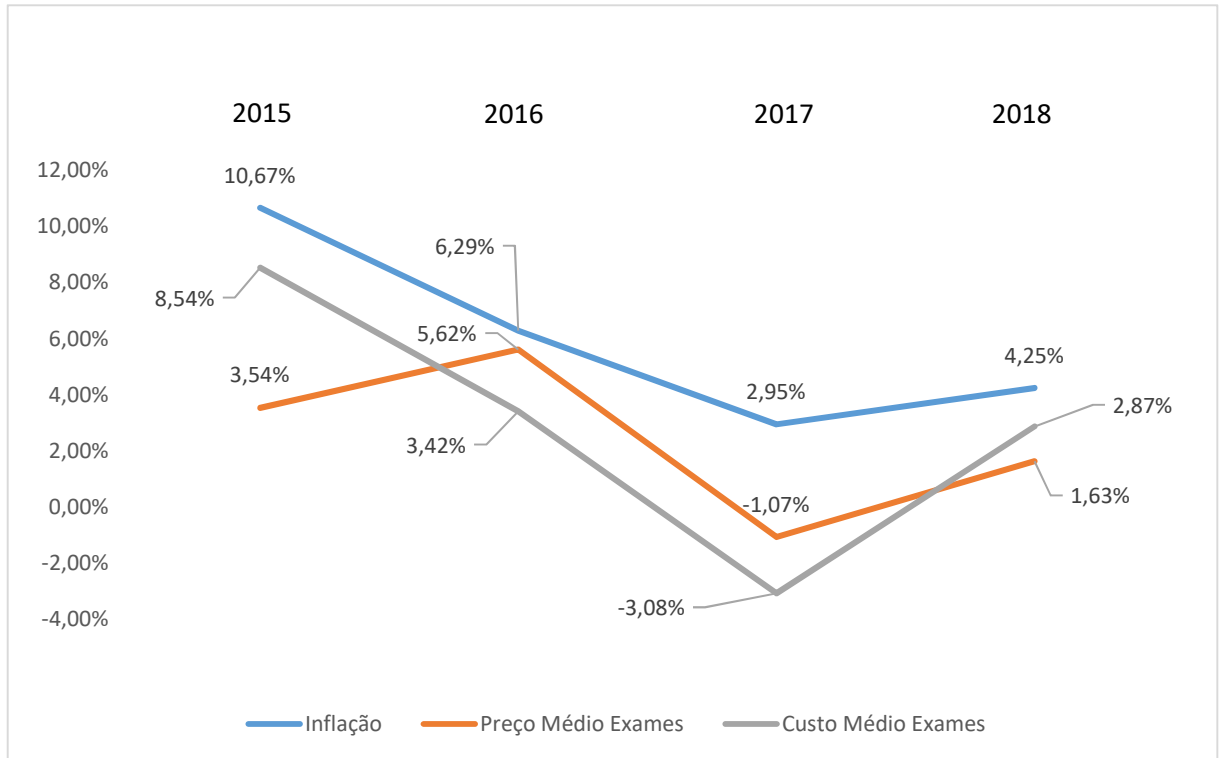


Figura 19 - Evolução Inflação Brasil x Preço Médio de Exames x Custo Médio de Exames. Fonte: Elaboração Própria via Central de Downloads.<sup>19</sup>

Os dados explicitados nesse tópico são capazes de indicar que a empresa possui boa saúde financeira, que inclusive é capaz de suportar crises e até mesmo competições no próprio mercado devido à margem líquida aceitável. Como é o player principal do mercado premium do Brasil e tem avaliações muito positivas de seus clientes, é improvável que perca esse posto de liderança no curto prazo. Sendo assim, o Grupo Fleury apresenta dados de empresa sólida no mercado de medicina diagnóstica no Brasil.

<sup>19</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897) Acesso em 20/06/2019 às 9:00

## 4 Medicina diagnóstica no Brasil

Nesse tópico, objetiva-se uma breve análise de mercado de Medicina Diagnóstica no Brasil, evidenciando sua situação econômica atual, verificando alguns de seus números e identificando os principais players do mercado, além do Fleury. Por fim, serão levantadas as vantagens competitivas da empresa.

### 4.1 Situação do mercado no Brasil

Em teoria, é dever do Estado brasileiro garantir o acesso à saúde para todos os cidadãos do país, entretanto, devido à má gestão dos recursos públicos, esse serviço se tornou precário, fazendo com que milhões de brasileiros recorressem à utilização dos serviços privados voltados à saúde. Sendo assim, como em praticamente todos os setores da economia brasileira, o setor de medicina diagnóstica passou a ser impulsionado pela ampliação do emprego formal. Assim que a base empregada passa a utilizar convênios de planos de saúde, disponibilizados por esses empregos, passam a ter acesso às redes de prestadores de serviços de medicina diagnóstica. O gráfico abaixo consegue evidenciar essa forte relação entre a variação de beneficiários de planos de saúde e dos empregos formais.

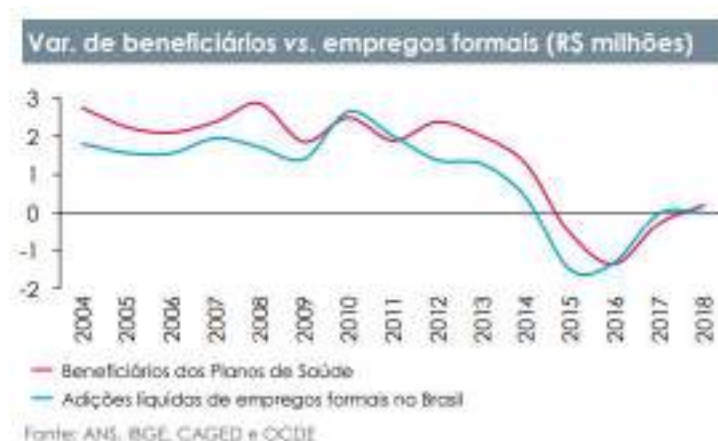


Figura 20 - Variação de beneficiários de Planos de Saúde x Empregos Formais. Fonte: Apresentação Institucional do Fleury<sup>20</sup>

Segundo o último levantamento realizado pela ABRAMED, no Brasil em 2017, foram realizados mais de 2 bilhões de exames médicos no Brasil, sendo o SUS

<sup>20</sup> [http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897](http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28897) Acesso em 20/06/2019 às 9:00

responsável por aproximadamente 1,2 bilhões e o setor privado, 800 milhões. No que tange faturamento dessas empresas privadas, foi dimensionado a receita bruta de aproximadamente 35,4 bilhões de reais, sendo as operadoras de planos de saúde 82% da fonte de pagamento dessas receitas.



Figura 21 - Exames Realizados no Brasil por Região. Fonte: Painel Abramed<sup>21</sup>

No que tange gasto com saúde pelos brasileiros, em 2018 a SP<sup>22</sup>C realizou uma pesquisa que evidenciou que 55% da população brasileira tem acesso aos serviços privados de medicina diagnóstica. Nessa mesma pesquisa, foi divulgado um alto grau de insatisfação dos utilizadores dos serviços públicos de saúde no Brasil.

Outro dado de influência no mercado de saúde suplementar brasileiro, é o fato da população idosa gastar mais com saúde em relação a população mais jovem. Proporcionalmente e numericamente, a fatia de idosos que compõe a pirâmide populacional brasileira irá aumentar significativamente nos próximos anos.

<sup>21</sup> <http://online.pubhtml5.com/pmiv/qrgv/> Acesso em 21/06/2019 às 10:30

<sup>22</sup> <https://www.spcbrasil.org.br/wpimpressna/wp-content/uploads/2018/02/An%C3%A1lise-Gastos-com-Sa%C3%BAdade.pdf> Acesso em 21/06/2019 às 11:00



Figura 22 - Dados sobre Medicina Diagnóstica no Brasil. Fonte: Alliar<sup>23</sup>

Em 2016, em matéria divulgada pelo Valor Econômico, foi exposto que os segmentos A e B do mercado de medicina diagnóstica mostraram que possuem resiliência perante a crise econômica. Os resultados das empresas que atendem esses segmentos foram positivos nesses períodos, seja pela capacidade financeira desse público ou até mesmo pela gestão dessas empresas.

#### 4.2 Concorrentes

No cenário nacional, o grupo Fleury concorre com outras 3 grandes empresas de medicina diagnóstica: DASA, Hermes Pardini e a Alliar.

Com mais de 700 unidades, a DASA é a maior empresa de medicina diagnóstica da América Latina, hoje atua em todos os segmentos de público nos ramos de medicina genômica, análises clínicas e diagnóstico por imagem. A companhia possui marcas consolidadas como a Bronstein e Sérgio Franco. Atende cerca de 20 milhões de brasileiros e realiza aproximadamente 250 milhões de exames por ano. Devido ao momento de baixo crescimento da economia brasileira, a empresa está focada, de acordo com entrevista dada por um vice-presidente da companhia ao canal UOL, com investimentos no exterior. A companhia entende que o setor brasileiro de medicina diagnóstica no Brasil está bem consolidado nesses quatro grandes grupos, sugerindo que qualquer movimentação de aquisições ou fusões entre esses grandes grupos poderia ser alvo de intervenção do CADE.

A Hermes Pardini conta com 120 unidades com enfoque na região sudeste do Brasil, o grupo que foi fundado em 1959, hoje atende cerca de 7,5 milhões de brasileiros por ano, é dono das marcas Progenética e Centro de Medicina Nuclear da

<sup>23</sup> [http://ri.alliar.com/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=61242](http://ri.alliar.com/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=61242) Acesso em 21/06/2019 às 13:00

Guanabara no Rio de Janeiro. Nos últimos anos, a empresa está concentrando seus investimentos na área de medicina personalizada e exames genômicos, adquirindo a Progenética e a DLE Genética Humana e Doenças Raras.

A Alliar Medicina Diagnóstica é uma das líderes na área de diagnósticos por imagem no Brasil. A empresa possui 118 unidades pulverizada em 10 estados que atualmente atendem 3 milhões de brasileiros por ano. A empresa criada em 2011, vem apresentando bons resultados econômicos. Nos últimos anos busca se associar com marcas consolidadas em cidades do país buscando cada vez mais aumentar seu Market share.

#### **4.3 Vantagens competitivas do Grupo Fleury**

O Grupo Fleury apresenta alto grau de satisfação de clientes e ainda demonstra o compromisso de melhoras desses indicadores. A empresa, com essa política, se tornou uma referência para o meio médico e para os tomadores de seus serviços. Como suas marcas são consolidadas no mercado e possuem como público alvo os grupos A e B, é interessante para as operadoras de planos de saúde negociarem com o Grupo Fleury a adesão aos seus planos. Outro ponto relevante, é que a maioria das unidades da companhia estão posicionadas justamente nas regiões que mais demandam exames médicos no Brasil, a empresa ainda tem investido massivamente no seu crescimento, seja de forma orgânica ou com aquisições de outras empresas desse mercado. Dados esses que mostram que a empresa está em posição privilegiada no cenário.



## 5 Análise de Swot

A matriz Swot, que também pode ser chamada de FOFA em português, é uma ferramenta da administração que é utilizada para fomentar o planejamento estratégico de uma organização. Possui características simples e possui fácil compreensão no que tange a identificação da posição estratégica da empresa.

A ferramenta é criada a partir do entendimento de quatro itens: forças, oportunidades, fraquezas e ameaças. As forças e fraquezas são determinadas por fatos que já apresentam efeitos no negócio. As oportunidades e ameaças são consideradas como projeções do futuro e estão relacionadas a fatores externos à companhia. Sendo assim, a matriz SWOT será utilizada para verificar a posição do Grupo Fleury no mercado brasileiro.

No que diz respeito às forças, pode-se destacar o notório domínio da empresa no segmento premium do mercado, assim como o elevado grau de satisfação dos seus clientes. Esses dados consolidam a empresa no setor com um diferencial positivo e almejado pelas grandes organizações.

A principal fraqueza do grupo é a baixa penetração no segmento C, numa possível retomada de crescimento econômico com uma melhoria nas taxas de desemprego do país, o segmento C tende a ser o mais impactado positivamente. De forma secundária, o ciclo de recebimentos da empresa, por estar acima da média do setor, pode ser atribuído também como uma das fraquezas da companhia.

No que tange oportunidades, a DASA, que é o maior grupo de medicina diagnóstica do país, não apresenta intenções de avançar mais no mercado brasileiro, o que pode facilitar o caminho para uma maior representatividade do Fleury no segmento que mais contribui para o seu resultado.

Entre as ameaças, é possível destacar que uma desaceleração da economia e o aumento do nível de desemprego no país poderiam frear o desempenho econômico da companhia. Mesmo historicamente não sendo a parcela mais afetada do mercado, não é possível afirmar que essas hipóteses não afetariam seus resultados. Outro dado importante, é que o setor tem forte relação com as operadoras de planos de saúde, caso haja alguma crise nesse setor, as empresas de medicina diagnóstica seriam as primeiras a serem afetadas.

Aspectos Internos	<p><b>Forças(S)</b> Domínio do segmento premium Alto grau de satisfação dos clientes</p>	<p><b>Fraquezas(W)</b> Baixa penetração no Segmento C Ciclo de recebimento acima da média do setor</p>
Aspectos externos	<p><b>Oportunidades(O)</b> Aumento de seu Market Share no segmento A</p>	<p><b>Ameaças(T)</b> Desaceleração da economia Crise no setor de planos de saúde</p>

Figura 23 - Análise SWOT. Fonte: Elaboração Própria.

## 6 Valuation

Nesse momento do trabalho, será realizado o método de precificação da empresa, a partir do modelo de fluxo de caixa descontado. Entende-se que é necessária uma breve explanação da demonstração de fluxo de caixa e o modelo de precificação de ativos financeiros (CAPM), além da aplicação desses métodos no caso do Grupo Fleury, assim como as projeções essenciais para a elaboração do fluxo de caixa futuro da empresa.

### 6.1 Fluxo de Caixa

O fluxo de caixa de uma empresa é tópico principal para os administradores. É a partir dele que se verifica a geração de valor da companhia, permitindo calcular quanto de dinheiro o negócio está de fato gerando. Este tópico é importante, pois para a análise da companhia será utilizado o Fluxo de Caixa Descontado (Discounted Cash Flow - DCF). O Fluxo de caixa é separado em três tipos: Fluxo de Caixa de operações (FCO), Fluxo de caixa de investimentos (FCI) e Fluxo de caixa de Financiamento (FCF), onde:

$$\text{FCL} = \text{FCO} + \text{FCI} + \text{FCF}$$

Equação 1 - Cálculo do Fluxo de Caixa Livre

O FCO é relacionado à entrada e saída de caixa que é associado a produção da companhia diretamente, ou seja, a entrada e saída de caixa, relacionado a vendas de produtos ou serviços, seus respectivos custos e pagamentos aos funcionários.

O FCI está ligado a aquisições da empresa, por exemplo, aquisições imobiliárias para uso e participações em outras empresas.

O FCF de financiamento está relacionado a atividades da companhia como a emissão de novas dívidas e captação ou pagamento de recursos emprestados por terceiros ou por seus proprietários.

Existem duas formas de cálculo de Fluxo de Caixa Livre a serem utilizadas: a de Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF – Free Cash Flow to the Firm) e o Fluxo de caixa livre para o acionista (FCFE – Free Cash Flow to Equity. Neste trabalho, utilizaremos o Fluxo de caixa livre para o acionista, que será calculado conforme a tabela abaixo:

<b>LUCRO LÍQUIDO</b>
(+) Depreciação e Amortização
(-) CAPEX
(-) Variação do NGC
(-) Amortização de Dívidas
(+) Novas Dívidas Emitidas
(=) Fluxo de caixa livre para o acionista

. Tabela 1 - Cálculo do Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE). Fonte: Elaboração Própria

Nesse caso, é possível perceber que uma captação de dívida atua de forma positiva na geração de fluxo de caixa livre para o acionista, enquanto a amortização de dívidas age de maneira negativa nesta geração. Conforme mencionado, este projeto utilizará do modelo de Fluxo de Caixa Descontado. Neste sentido, o valor da empresa será dado como a somatória de todos os fluxos de caixas livres para os acionistas (FCFE) futuros, trazidos ao valor presente descontados de uma taxa de desconto  $r$ . Como pode ser verificado na equação seguinte.

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t}$$

Equação 2 - Valor da Empresa pelo Método Fluxo de Caixa Descontado

## 6.2 Projeções

Para calcular o valor justo da companhia é preciso que se realizem projeções das variáveis necessárias para a realização do Fluxo de Caixa Livre que foram evidenciadas na Tabela 1. Utilizaremos como premissa para essas projeções os números históricos da companhia.

### 6.2.1 Lucro Líquido

A companhia vem apresentando nos últimos anos melhora na sua Margem Líquida. Sendo assim, este trabalho irá considerar o valor de 12%, que é o valor aproximado da média simples dos últimos 4 anos da margem líquida da companhia. Desta forma, fica necessário apenas projetar a receita bruta da companhia. A empresa

nunca apresentou queda no número de exames realizados, mesmo em anos em que houve diminuição de unidades de atendimento. É importante, mais uma vez, ressaltar o dado que as variações dos seus preços médios de exames nos últimos anos ficaram abaixo da inflação. Nesse sentido, de maneira otimista, levando em consideração a retomada do crescimento econômico brasileiro e a diminuição do desemprego. Iremos considerar um crescimento de 10% de Receita Bruta.



Figura 24 - Lucro Líquido Projetado. Fonte: Elaboração Própria

### 6.2.2 Depreciação e Amortização

Historicamente a empresa possui altos valores de depreciação e amortização em comparação ao seu Lucro Líquido, inclusive esses valores superaram o próprio Lucro Líquido nos anos de 2013, 2014 e 2015. Sendo assim, de maneira conservadora, este trabalho estimará 70% do valor do Lucro Líquido como os valores de Depreciação e Amortização.

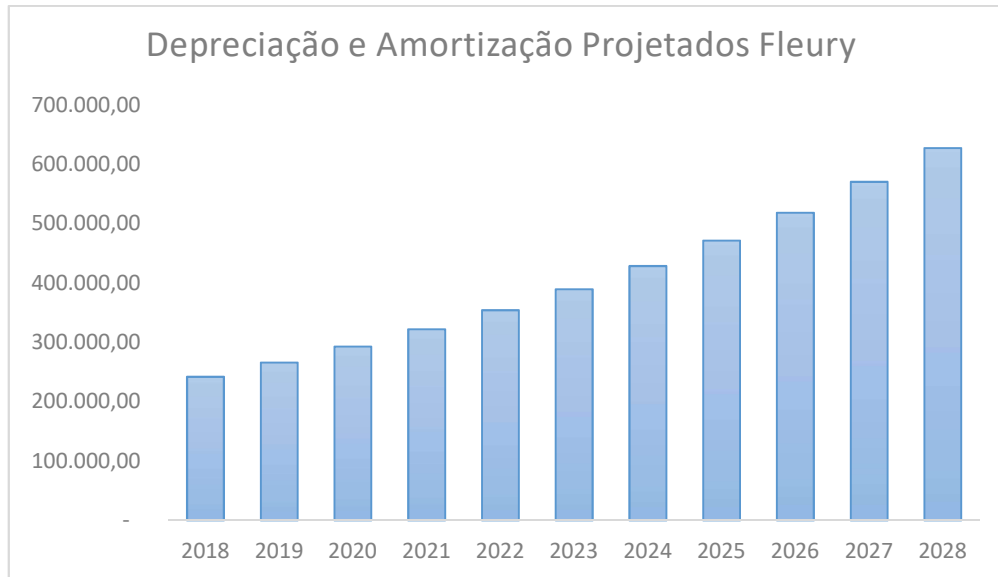


Figura 25 - Depreciação e Amortização Projetados Fleury. Fonte: Elaboração Própria

### 6.2.3 Capex

De acordo com a proposta da administração divulgada para o ano de 2019, existe a intenção de manter parte significativa em investimentos buscando melhorias nas unidades e na parte técnica. Sendo assim, projetaremos o CAPEX atual a uma taxa de 4,0%, no intuito de refletir uma correção pela inflação futura esperada.

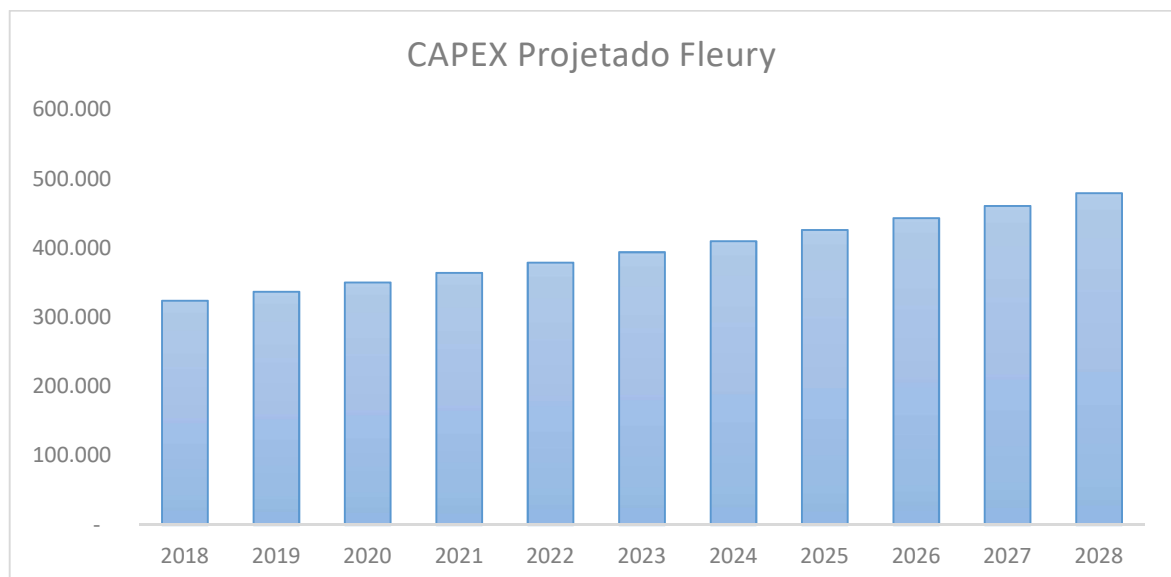


Figura 26 - Capex Projetado Fleury. Fonte: Elaboração Própria

### 6.2.4 Variação da Necessidade de Capital de Giro

Será adotado um crescimento igual ao da receita para valores de NCG, tendo como base o valor apresentado em 2018 pela companhia.



Figura 27 - Variação NCG Projetado Fleury. Fonte: Elaboração Própria

### 6.3 Modelo de precificação de ativos financeiros (CAPM)

Neste trabalho, como evidenciado anteriormente, objetiva-se avaliar a organização por meio do método do fluxo de caixa descontado. Neste tipo de análise, uma variável essencial é dada pela taxa de desconto que será descontada em cada fluxo, ou seja, que trará o fluxo ao valor presente. Esta taxa busca demonstrar o custo de oportunidade atual assim como os riscos em que o modelo está sujeito.

O modelo mais utilizado para o cálculo de desconto é o Capital Asset Pricing Model (CAPM). Este modelo foi criado por Jack Treynor, William Sharpe, John Lintner e Jan Mossin, como base no trabalho sobre diversificação e teoria moderna de portfólio de Harry Markowitz. O objetivo desse modelo é verificar o custo de oportunidade do capital próprio, e para isso se avalia a taxa de retorno exigida do ativo levando em consideração um portfólio diversificado de investimentos. A taxa é obtida a partir de uma equação que leva em consideração o RF (Risk Free Rate), que é representado pelos retornos de investimentos que não apresentam risco, o  $\beta$  que é um coeficiente angular que objetiva verificar o grau de variação de um ativo em função da variação de um outro ativo, e o RM, que é o retorno do mercado no período avaliado.

$$\text{Retorno exigido}_{\text{ativo}} = R_F + \beta (R_M - R_F)$$

Equação 3 - Cálculo do Custo do Capital Próprio (Ke) (Mullins, 1982)

O Coeficiente Beta ( $\beta$ ) dessa equação representa justamente o grau de sensibilidade dos retornos do ativo objeto em relação ao mercado. Este coeficiente é encontrado realizando então a regressão linear entre os retornos do ativo contra os do mercado, onde  $\beta$  será justamente o coeficiente da regressão. Sendo assim, podemos apurar também o valor utilizando a relação abaixo, onde:

$$\beta_i = \frac{COV_{(R_i, R_m)}}{VAR_{(R_m)}}$$

Equação 4 - Cálculo do Coeficiente Beta (Sharpe, 1964);

Conforme Alexandre Póvoa (2012), de uma maneira geral, um ativo com beta inferior a 1 tende a ser menos sensível às variações de mercado. Em outras palavras: o histórico do papel mostra que ele costuma cair menos ou mais do que a oscilação do mercado em ocasiões de queda ou alta, respectivamente. Já um papel que possui o beta superior a 1, tende a se mostrar mais sensível às variações do mercado, tendo maior desvalorização perante ao mercado quando este cai e maior valorização perante ao índice quando o mesmo sobe.

#### 6.4 CAPM aplicado ao caso do Grupo Fleury

Utilizando o método exposto no tópico anterior, será possível alcançar o custo de capital próprio. Utilizaremos o horizonte temporal de 2 anos e 3 meses, alcançando de janeiro de 2017 até o primeiro trimestre de 2019. O valor do beta coletado da ferramenta online do blog WR Blog foi de 0,71 para o período. Quando comparado a informações divulgadas pelo mercado, o valor é bem próximo do beta histórico divulgado pela Yahoo Finance de 0,65<sup>24</sup> e pela Reuters, de 0,68<sup>25</sup>.

Para a continuação do método CAPM, faz-se necessário a apuração das outras variáveis do modelo. Sendo assim, para a taxa RF, é trivial o uso de títulos da dívida

<sup>24</sup> <https://finance.yahoo.com/quote/FLRY3.SA/> Acesso em 29/06/2019 às 18:00

<sup>25</sup> <https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/FLRY3.SA> Acesso em 29/06/2019 às 18:00



pública de longo prazo, no caso, foi utilizado o retorno do título público brasileiro indexado ao IPCA, que é o índice de inflação, com vencimento no ano de 2050, NTN-B 2050. Na data em questão, este papel apresentava uma taxa de retorno de IPCA+3,83% ao ano, assim como, Alexandre Póvoa (2012, p. 185) “Considerando que os índices de inflação convirjam para 4% anuais” determinaremos o IPCA em 4%. Sendo assim, o retorno do ativo livre de risco (Rf) utilizado foi de 7,83%.

No período observado, o retorno atualizado do mercado (Rm), apurado pelo IBOVESPA, foi de 12,3%. A partir disso, possibilita-se calcular o custo do capital próprio da empresa Fleury, conforme o modelo CAPM proposto, assim sendo:

$$\text{Retorno exigido} = 7,83\% + 0,71 \times (12,3\% - 7,83\%)$$

$$\text{Retorno exigido} = 11,00\%$$

Sendo assim, 11% será o valor a ser utilizado no desconto do fluxo de caixa projetado para a companhia.

## **6.5 Fluxo de caixa descontado**

O método do fluxo de caixa descontado é um dos métodos mais utilizados para avaliação de empresas e nesse trabalho será utilizado para estimar o valor justo do Grupo Fleury.

A fórmula para se calcular esse fluxo de caixa livre foi definida na Tabela 1. Após isso, utilizaremos esse valor para realizar a Equação 3 que foi exposta anteriormente, onde r será a taxa de 11% a ser descontada.

Sendo assim, os fluxos foram projetados conforme a figura abaixo, é possível verificar seu detalhamento no Apêndice A.

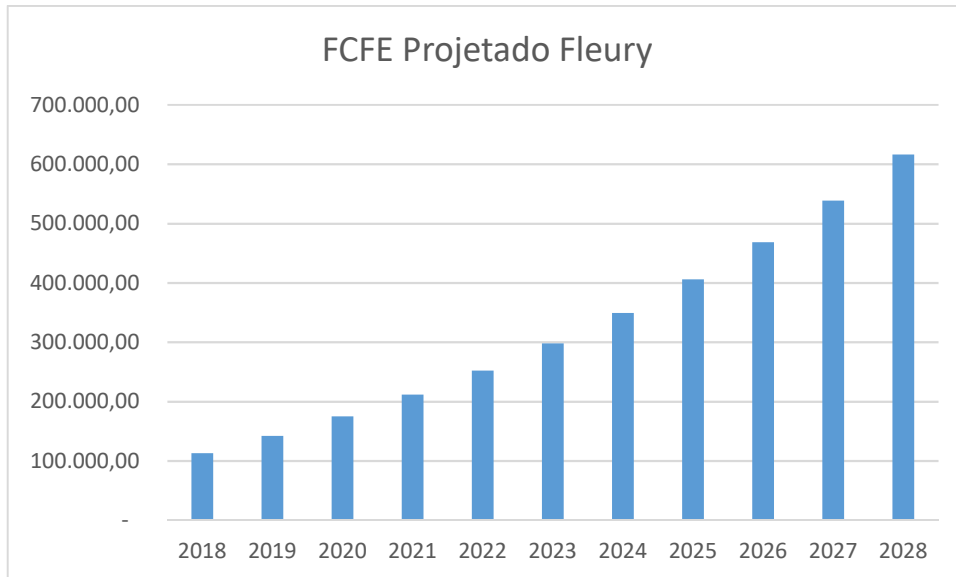


Figura 28 - FCFE Projetado Fleury. Fonte: Elaboração Própria

A soma desses valores trazidos a valor presente pela taxa de desconto totalizou aproximadamente R\$ 7,297 bilhões, pode-se dizer assim que este é o valor intrínseco da companhia. Tendo em vista que a empresa tem 316.113.442, o valor justo sugerido por ação seria de R\$ 23,09, acima da cotação final de R\$21,35 do pregão do dia 28/06/2019.

## 7 Conclusões

O Grupo Fleury se mostrou uma empresa consolidada no mercado tendo a satisfação dos seus clientes e resultados financeiros satisfatórios. A empresa possui um grande potencial futuro associado a uma possível retomada da economia brasileira. No intuito de potencializar esse crescimento, seria interessante se a empresa também focasse seus investimentos nas linhas inferiores do mercado, tais como a C e D, dessa forma, poderia aumentar a sua abrangência e, por conseguinte, seus resultados.

No que tange seu valor de mercado, a companhia se apresenta um pouco descontada em relação ao valor calculado por esse trabalho, possivelmente pelas atuais incertezas econômicas do mercado brasileiro.

## Referências

POVOA, A. **Valuation: Como Precificar Ações**. 1a Edição. São Paulo: Campus, 2012.

DAMODARAN, A. **Investment and Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset**. Nova Jersey: John Wiley & Sons, 2012.

SHARPE, W. F. **Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk** In: The Journal of Finance, vol 19. [1964]. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2977928> >. Acesso em : 22/06/2019.

MULLINS Jr., D. W. **Does the Capital Asset Pricing Model Work?** In: Harvard Business Review. [1982]. Disponível em: <<https://hbr.org/1982/01/does-the-capital-asset-pricing-model-work> >. Acesso em : 22/06/2019.

ARANTES, M. **VALUATION: Avaliação de Empresas pelo Fluxo de Caixa Descontado**. 19ª Edição. Rio de Janeiro, 2011.

