

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

DIEGO DA ROCHA NUNES

VALUATION – AVALIAÇÃO DA EMPRESA SUL AMÉRICA S.A.

Rio de Janeiro

2021

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

DIEGO DA ROCHA NUNES

VALUATION – AVALIAÇÃO DA EMPRESA SUL AMÉRICA S.A.

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Instituto de Economia da
Universidade Federal do Rio de Janeiro
como exigência para obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Dr. Pedro James Frias Hemsley

Rio de Janeiro
2021

DIEGO DA ROCHA NUNES

VALUATION – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS SUL AMÉRICA S.A.

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 5/11/2021.

PEDRO JAMES FRIAS HEMSLEY - Presidente
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

LEANDRO DIAS DAUMAS
Mestre em Ciências Econômicas pela UERJ

ARY VIEIRA BARRADAS
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

AGRADECIMENTOS

Agradeço a toda minha família pela motivação e por sempre me apoiarem, agradeço principalmente ao meu pai, Telmo, e a minha mãe, Sônia, que dedicaram a vida inteira em prol da minha educação. Vocês são meus maiores exemplos de dedicação, princípios, carácter e honestidade. Amo vocês.

Agradeço aos mestres do instituto de economia da UFRJ que estiveram compartilhando uma parte de seus conhecimentos ao longo desses 5 anos de graduação.

Gostaria de agradecer a todos os meus amigos, principalmente aqueles que compartilharam comigo essa trajetória pelos corredores do nosso querido palácio.

Agradeço a minha namorada, que esteve ao meu lado apoiando e fazendo ter equilíbrio ao longo dessa jornada. Agradeço pelo amor e carinho que demonstra a cada dia.

RESUMO

Avaliar o valor de empresas vem se tornando cada vez mais importante no Brasil, visto que vivemos em um ambiente de juros baixos. Para o investidor racional maximizar seus lucros, precisa buscar alternativas de renda variável.

Este trabalho busca encontrar o valor justo do preço da ação da Sul América S.A. (SULA11) de acordo com o modelo de fluxo de caixa descontado, fazendo uma revisão da literatura dos principais modelos de *valuation* - avaliação de empresas - utilizados pelos profissionais do mercado atualmente.

Aplicar-se-á o modelo de fluxo de caixa descontado por dividendos descontados para estimar o valor justo da ação da empresa Sul América, empresa escolhida por ser a maior seguradora independente do país e principal empresa de seu segmento na bolsa de valores brasileira, a B3.

Ao final da análise, iremos comparar o valor intrínseco encontrado com o preço da ação SULA11, cotado na bolsa de valores. Conseguiremos, dessa forma, identificar se o investidor estaria fazendo uma boa escolha ou não, ao comprar esta ação pelo preço atual.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – DRE Sul América S.A.	21
Tabela 2 – BP Sul América S.A.	22
Tabela 3 – Fluxo de caixa livre para a firma Sul América S.A.	22
Tabela 4 – Parâmetro projeção Sul América S.A.	23
Tabela 5 – Projeção Sul América S.A.	23
Tabela 6 – Valor Presente do FCFF Sul América S.A.	24
Tabela 7 – Perpetuidade Sul América S.A.	24
Tabela 8 – Valor da Firma Sul América S.A.	25

SUMÁRIO

Agradecimentos	3
Resumo	4
Lista de Tabelas	5
1. Introdução	8
1.1. Modelos de <i>Valuation</i>	9
1.2. Cenário Macroeconômico	10
2. Modelo	12
2.1. Avaliação Relativa ou por Múltiplos	12
2.1.1. Múltiplos de Lucro	12
2.1.2. Múltiplos de EBITDA	12
2.1.3. Múltiplos de Patrimônio	13
2.1.4. Múltiplos de Faturamento ou de Receita	13
2.2. Avaliação Intrínseca: Fluxo de Caixa Descontado (DFC)	13
2.2.1. Geração de Caixa Livre para o Patrimônio Líquido	14
2.2.2. Geração de Caixa Livre para a Empresa	15
2.2.3. Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)	15
3. Estudo de Caso	17
3.1. A empresa: Sul América S.A. (SULA11)	17
3.2. Aplicação do Modelo	19
3.2.1. Taxa livre de risco (R_f)	19
3.2.2. Prêmio de Risco da Ação (PRA)	19
3.2.3. Beta (β)	19
3.2.4. Custo de capital próprio (R_s)	19

3.2.5. Custo de Capital de Terceiros (Rb)	20
3.2.6. Estrutura de Capital	20
3.2.7. Custo Ponderado de Capital	21
3.2.8. Fluxo de Caixa Livre para a Firma	21
3.3. Projeções	22
3.4. Valor Presente da Firma	24
4. Conclusão	26
5. Referências Bibliográficas	27

1. Introdução

Conseguir estimar o valor de uma empresa, de um projeto ou de alguma fusão de empresas é um dos pressupostos fundamentais para qualquer tomada racional de decisão sobre qualquer investimento ou aplicação de recursos. Contudo, conseguir fazer uma precificação de ativos de forma assertiva é tarefa complexa por parte dos agentes de mercado.

A valoração de ativos (*Valuation*) é o principal arcabouço teórico para balizar essas decisões. De acordo com Damodaran (2012), *Valuation* pode ser considerado o coração das finanças. Vale ressaltar que esse processo de valoração não é capaz de prever movimentos de curto prazo nos preços, porém aumentando o horizonte temporal, podemos ter uma ótima referência para um preço justo.

Precisamos ressaltar também a diferença entre valor e preço. Segundo Damodaran (2012), o valor de um ativo deve ser representado pelo fluxo de caixa esperado que este pagará. Porém o preço de certo ativo varia de acordo com a oferta e demanda dele, podendo oscilar para baixo ou para cima, se distanciando de seu valor intrínseco.

No mercado acionário, onde faremos o estudo de caso da empresa Sul América S.A. (SULA11), o *Valuation*, através do método de fluxo de caixa descontado, ajudará a achar o valor justo do preço da ação. Com isso, o investidor racional que visa maximizar seus ganhos comprará o ativo caso o preço de mercado esteja menor que o valor justo ou não o fará, caso o preço esteja acima do valor justo estimado.

A escolha do modelo de avaliação por fluxo de caixa descontado é uma constante no mercado. Analistas de mercados, investidores institucionais, fundos de investimento e mesmo empresas buscando aquisições ou novos empreendimentos utilizam este modelo e por sua facilidade e pluralidade de aplicação.

Quanto mais detalhes e variáveis são incluídos, mais específico esse modelo se torna, permitindo ao analista fazer uma previsão melhor sobre cada ponto avaliado. Todavia, esse maior detalhamento cria a necessidade de se

colocar mais inputs no modelo, aumentando a incerteza desta avaliação. Para Damodaran (2007), “Ao avaliar um ativo, queremos usar o modelo mais simples possível”. Em outras palavras, se podemos avaliar um ativo com três ou quatro inputs, não devemos utilizar oito ou nove.

A maior referência no que tange ao tema *valuation* é o professor de origem indiana Aswath Damodaran, professor da *Stern School of Business*, na Universidade de Nova York, onde ministra aulas de finanças corporativas e avaliações de ações. Damodaran virou referência no assunto após publicar seus livros sobre mercado de capitais e avaliação de empresas, mas principalmente após escrever diversos artigos em periódicos importantes de finanças como *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *The Journal of Finance*, *The Journal of Financial Economics* e *Review of Financial Studies*.

O objeto de estudo, conforme exposto anteriormente, será a ação da empresa Sul América S.A. (SULA11), a maior seguradora independente do Brasil. A empresa atua nos segmentos de seguros, tendo como principal produto o seguro de saúde, sua principal fonte de receita, e também oferece seguros de vida, odontológico e seguro viagem, além de previdência privada, capitalização e investimentos.

Vale ressaltar que o resultado encontrado no presente trabalho é exclusivamente acadêmico, não sendo uma recomendação de compra ou de venda do ativo avaliado.

1.1. Métodos de *Valuation*

Atualmente, os principais métodos de avaliação de empresas usados no mercado financeiro são: Fluxo de Caixa Descontado, Avaliação Relativa ou por Múltiplos e Opções Reais. Os modelos citados podem ser utilizados de forma conjunta ou separadamente e não há, entre eles, nenhum perfeito e inquestionável.

O primeiro modelo, Fluxo de Caixa Descontado, relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa esperados sobre o ativo, descontados a uma taxa que reflete os riscos desses fluxos de caixa. Essa é a principal abordagem utilizada na academia e no mercado, pois tem o maior embasamento

teórico até o momento, e será o modelo utilizado neste trabalho para avaliação da Sul América S.A. (SULA11).

A abordagem utilizada no fluxo de caixa descontado será a patrimonial ou por dividendos descontados, em detrimento da abordagem empresarial, pelo seguinte motivo. As seguradoras têm uma contabilidade específica, em que ao fechar uma apólice de seguro a empresa recebe um prêmio que é incorporado ao passivo da companhia e depois investido. Isso gera um fluxo de dividendos futuros aos acionistas que será descontado do custo de capital social.

A Avaliação Relativa ou Avaliação por Múltiplos estima o valor de um ativo observado o preço de ativos comparáveis, que apresentam características semelhantes ou do mesmo setor. A avaliação é feita em relação a alguma variável comum como ganhos, fluxo de caixa, valor contábil ou vendas. O modelo de Avaliação por Múltiplos, em função de sua simplicidade para dar respostas rápidas, é útil, porém requer uma maior sensibilidade (*feeling*) e aptidão analítica, pois de forma isolada pode gerar resultados distorcidos da realidade. À frente mostraremos os principais múltiplos usados no mercado, mas não aplicaremos ao estudo de caso.

O terceiro método, de Opções Reais, é mais complexo e sofisticado em termos matemáticos. Este modelo incorpora no valor de um ativo as incertezas de determinados eventos, fazendo com que o valor presente dos fluxos de caixa descontados possa ser maior, já que inclui a precificação de opções reais que são negociadas deste ativo.

1.2. Cenário Macroeconômico

O número de investidores na bolsa de valores de São Paulo, a B3, vem crescendo em ritmo acelerado, como veremos adiante. A busca por investimentos em renda variável também se fez necessária porque o Brasil veio em uma trajetória decrescente da taxa básica de juros, a SELIC, desde 2016.

Em 2020 o Brasil chegou ao menor patamar da taxa básica de juros (SELIC), a 2% ao ano¹. Com isso, cada vez mais, o investidor tem a necessidade

¹O COPOM (Comitê de Política Monetária) aumentou a SELIC para 3,5% ao ano na última reunião que ocorreu entre os dias 03/05/2021 e 05/05/2021.

de procurar outros tipos de investimentos, visando uma melhor remuneração ao seu patrimônio.

A renda variável é uma excelente alternativa, comprovando-se pelo aumento de número de CPFs cadastrados na B3, que cresceu 2,3 milhões entre 2015 e 2020². Nesse contexto, o investidor que busca melhorar o rendimento de sua carteira necessita investir em renda variável, e para tomar a melhor decisão possível, precisa avaliar o ativo no qual irá investir.

O aumento do número de empresas com ações sendo negociadas na bolsa de valores faz com que haja a necessidade de crescimento do número de investidores que saibam selecionar as empresas nas quais alocarão seus investimentos. O crescimento econômico de uma economia, também passa aqui, visto que o mercado financeiro é uma excelente fonte de financiamento para empresas que querem capital para expandir seus negócios.

Ao fazer um IPO (Initial Public Offering), ou seja, uma oferta pública inicial, a empresa lança ações no mercado para captar novos recursos de terceiros. Parte deste recurso é destinado para novos investimentos na economia real. Esse mecanismo gera um crescimento econômico, ou crescimento do PIB (Produto Interno Bruto) direto, via aumento nos investimentos privados e indireto, via aumento de emprego que impulsiona o consumo das famílias.

Esse mecanismo funciona bem pois existe o mercado secundário, onde os detentores de ações podem negociar entre si as frações das empresas que possuem, provendo a liquidez necessária para estimular os investidores adquirirem as ações nas ofertas públicas iniciais.

O bom funcionamento do mercado secundário depende de uma precificação correta das ações, visto que o investidor racional não irá pagar mais pelo ativo do que seu valor intrínseco.

2. Modelo

Segundo Damodaran (2012), existem duas principais abordagens de avaliação de empresas: Intrínseca e relativa. Embora o foco principal seja utilizar

² http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/

o modelo de fluxo de caixa para achar o valor intrínseco das ações da Sul América S.A., a maioria dos ativos também é avaliada em bases relativas e por isso também será descrito aqui os principais múltiplos utilizados pelos profissionais de mercado.

2.1. Avaliação Relativa ou por Múltiplos

O modelo de avaliação relativa ou avaliação por múltiplos calcula o valor de uma companhia a partir de indicadores de companhias com características semelhantes, preferencialmente do mesmo segmento. Essa abordagem é especialmente útil quando o número de empresas comparáveis é grande.

Um ponto importante sobre essa abordagem é a necessidade de um cuidado maior na interpretação “pura” dos indicadores, pois isso requer uma maior sensibilidade ao contexto e uma aptidão analítica. Para Damodaran (2005), os indicadores podem ser facilmente manipulados e usados incorretamente, além de permitirem a inclusão de erros que o mercado pode estar cometendo na avaliação das empresas comparáveis.

2.1.1. Múltiplos de Lucro

O indicador de lucro mais utilizado é o Índice P/L, em que (P) é o Preço por ação e (L), o lucro por ação. Comparando essas informações contábeis é possível calcular quanto os investidores estão dispostos a pagar por real de lucro corrente. Indicadores de P/L mais altos podem significar que a empresa tem boas perspectivas de crescimento. Se uma empresa tem pouco lucro por ação, seu P/L provavelmente será muito grande, e por isso é preciso cuidado ao interpretar esse indicador.

2.1.2. Múltiplos de EBITDA

EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) é a sigla em inglês para o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização. O indicador usado para a comparação das empresas é o EV/EBITDA: EV significa *Enterprise Value*, ou seja, valor da empresa. Essa medida compreende o valor de mercado da companhia (total de ações multiplicada pelo preço atual) somado a sua dívida líquida. O EV/EBITDA é um índice da mesma família do P/L.

2.1.3. Múltiplos de Patrimônio

Este indicador relaciona o preço da ação ao valor patrimonial ou contábil proporcional a ela. Indica quanto os acionistas aceitam pagar pelo patrimônio líquido da companhia. É obtido através da divisão entre o preço da ação e valor patrimonial por ação (P/VPA). Esse múltiplo é muito útil, pois o valor contábil é relativamente estável, facilitando sua comparação com o preço. Comparar esse múltiplo entre empresas do mesmo setor nos traz a sensibilidade da sub ou sobre-avaliação dessas empresas pelo mercado, independente das empresas apresentarem lucros positivos ou negativos.

2.1.4. Múltiplos de Faturamento ou de Receita

Neste caso, o lucro é substituído pelo faturamento no cálculo do múltiplo (P/Fat). A simplicidade do modelo de múltiplos de faturamento parece compatível com pequenos negócios (padarias, farmácias, etc.), em que os eventos econômicos da empresa possuem baixo nível de complexidade, e existe forte homogeneidade no setor.

A métrica P/Fat pode ser entendida como o preço da ação sobre a receita de vendas ou serviços que a empresa gera. É consenso entre os analistas que os dados de faturamento são dificilmente distorcidos ou manipulados em comparação com outros dados contábeis, tendo em vista sua simplicidade e maior previsibilidade.

2.2. Avaliação Intrínseca: Fluxo de Caixa Descontado (DFC)

Segundo Damodaran, O valor intrínseco de um ativo é determinado pelos fluxos de caixa que se espera de um bem durante toda sua vida útil e pelo grau de incerteza a ele associado. Dessa forma, a avaliação do valor de uma empresa através do DFC torna-se uma ferramenta coerente, na medida em que nos permite determinar sua capacidade de geração de valor.

A escolha do modelo de avaliação por fluxo de caixa descontado é uma constante no mercado. Analistas de mercados, investidores institucionais, fundos de investimento e mesmo empresas buscando aquisições ou novos

empreendimentos utilizam este modelo por sua facilidade e pluralidade de aplicação.

2.2.1. Geração de Caixa Livre para o Patrimônio Líquido

Adotando a premissa de que os gestores das empresas pagam aos acionistas todo o excesso de caixa, depois de atender as necessidades operacionais e de investimento, segundo Damodaran (2012), a forma mais simples e direta de se estabelecer o caixa gerado pela empresa é a partir da verificação dos dividendos pagos por ela.

Dessa forma, podemos estabelecer a Geração de caixa livre para o patrimônio líquido ou *Free Cash Flow to Equity (FCFE)*, que é o excesso de caixa que poderá ser pago aos acionistas, através seguinte fórmula:

$$FCFE = LL + \Pi + CAPEX - \Delta WC + \Delta D$$

Em que:

LL = Lucro líquido: o lucro depois de excluídas as despesas financeiras e os e impostos;

Π = Depreciação: custo contábil que reduz o lucro, mas não provoca saída de caixa;

CAPEX = Despesas de capital (*Capital Expenditure*): não é despesa contábil, no entanto acarreta saída de caixa;

ΔWC = Variação não monetária no capital de giro: aumentos de ativos circulantes não monetários reduzem a geração de caixa, assim como aumentos em passivos não monetários aumentam a geração de caixa;

ΔD = Variação líquida da dívida: amortizações do principal são saídas de caixa, mas as novas dívidas geram entradas de caixa.

2.2.2. Geração de Caixa Livre para a Empresa

A Geração de Caixa Livre para a empresa, ou FCFF (*Free Cash Flow to Firm*), segundo Copeland (2002), é igual ao fluxo de caixa operacional após impostos da empresa, mais encargos de depreciação, menos investimentos em capital de giro operacional, instalações, equipamentos e outros ativos:

$$FCFF = EBIT \times (1 - IR) + \Pi - (CAPEX + \Delta WC)$$

O EBIT (Earnings Before Interests and Taxes), também é conhecido como LAJIR (Lucros Antes de Juros e Imposto de Renda). O IR é a alíquota de Imposto de Renda que incide na empresa.

2.2.3. Custo médio ponderado de capital (WACC)

O Custo médio ponderado de capital ou WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) é uma medida de avaliação do risco associado ao investimento em uma empresa. Ao se avaliar uma empresa, consideramos o risco de suas operações e da mesma forma, quando se avalia o patrimônio líquido, considera-se o risco do investimento de capital próprio na empresa.

Este risco é calculado em parte pelo risco do setor de atuação da empresa e pelo grau de alavancagem dela, ou em outras palavras, pela sua estrutura de capital, considerando capital próprio e capital de terceiros. Este conceito está diretamente relacionado ao custo de oportunidade de uma categoria de investimento. Esse custo é igual à taxa de retorno que podemos esperar de outro investimento de risco equivalente (Copeland, 2002).

Segundo Damodaran, para que possamos realizar o cálculo do WACC são necessários três inputs:

- Taxa Livre de Risco: Assumindo que os governos não dão calotes, utilizamos as taxas de títulos públicos federais de longo prazo como referência;
- Prêmio de Risco da Ação (PRA): Em bases anuais, é o prêmio exigido pelos investidores e refletem a percepção do risco em relação às empresas investidas;

- Beta: Também conhecido como risco relativo, relaciona quanto a ação se movimentou no passado em relação ao movimento de mercado. Usaremos no estudo o beta do setor pois ele é mais exato que um único beta de regressão, já que a média de muitos betas atenua o efeito de erros.

Finalmente, podemos determinar a fórmula do Custo de capital próprio:

$$\text{Custo de capital próprio (Rs)} = \text{Taxa Livre de Risco (Rf)} + \text{Beta } (\beta) \times \text{PRA}$$

Esta fórmula representa o sistema de avaliação de risco criado por SHARPE (1964) denominado *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Deve-se ressaltar que este sistema adota algumas premissas básicas: não existem custos de transação, informações privadas, o portfólio diversificado inclui todos os ativos negociados em quantidades proporcionais aos seus valores de mercado.

Por fim, o custo ponderado de capital, ou WACC, é estabelecido como o montante que os credores e acionistas desejam receber pelo custo de oportunidade do investimento em uma empresa. De acordo com COPELAND (2002), ele pode ser determinado como:

$$\text{WACC} = R_b \times \frac{B}{S+B} \times (1 - IR) + R_s \times \frac{S}{S+B}$$

Em quê:

Rb: Custo do Capital de Terceiros

Rs: Custo do Capital Próprio

S: Valor do Capital Próprio

B: Valor do Capital de terceiros

IR: Alíquota de IR

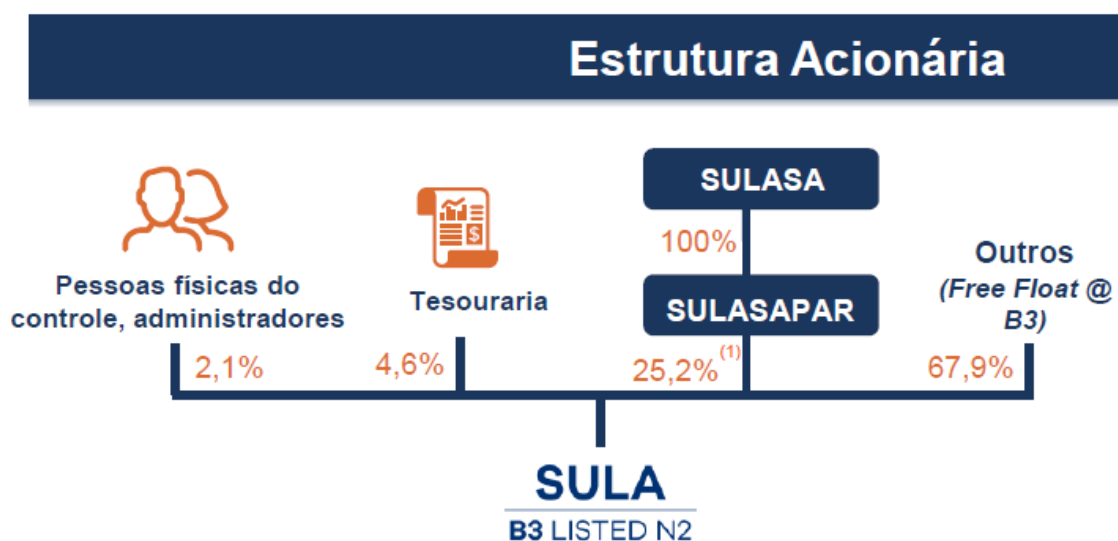
3. Estudo de caso

Neste capítulo falaremos um pouco sobre a história da empresa escolhida para o estudo de caso, a Sul América. Em seguida iremos enumerar as premissas do modelo e aplicá-lo as ações SULA11.

3.1. A empresa: Sul América S.A. (SULA11)

A Sul América S.A. é a maior seguradora independente do Brasil, em 2020 completou 125 anos de existência. Fundada em 1895 pela família Larragoiti, iniciou no segmento de seguros de vida, aumentando sua linha de seguros ao longo do tempo. Hoje, seu segmento mais relevante, pela ótica das receitas, é o de planos de saúde, representando 77,9% da receita operacional bruta da companhia. A Sul América S.A. é a terceira maior empresa no segmento de saúde, com 10,7% das receitas do segmento, atrás somente de Bradesco em primeiro com 13,5% e Amil com 11% das receitas³.

A Sul América fez seu IPO (*Initial Public Offering*), ou seja, lançou pela primeira vez suas ações na bolsa de valores brasileira, a B3, em 2007, captando 775 milhões de reais. No dia 30/09/2020, a empresa possuía 1.231.281.457 ações totais. Sua estrutura acionária é dividida conforme a imagem abaixo:



(1) Equivalente a 50,3% do total de ações ordinárias, com direito a voto

(Fonte: Apresentação Institucional Sul América S.A. 3º trimestre de 2020)

Em 2019 a Sul América S.A. teve ótimos indicadores, com destaque para alguns números: (1) Sua receita bruta que subiu 8,9% em relação a 2018, com

³ <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/e8c6cbd2-1c84-422b-ae5f-a166e084bf7e/54ff753d-99ea-7c0a-f929-1eb4e1584e23?origin=2>

R\$22,3 Milhões em receitas; (2) Seu total de ativos teve um crescimento de 10,5% em relação a 2018, fechando o ano com 28,4 Bilhões de ativos totais; (3) O lucro líquido da companhia cresceu 30,6%, encerrando 2019 com 1,2 Bilhão de lucro líquido. (4) O ROE (*Return on Equity*), ou seja, retorno sobre o patrimônio da Sul América S.A. em 2019 foi de 17,6%.

Na apresentação institucional da Sul América S.A. do 3º trimestre de 2020 são destacados 4 pontos diferenciais da companhia e do porquê investir nesta, são eles:

- 1) Grandes oportunidades em saúde e proteção financeira:
 - a) Segmentos resilientes, com crescimento consistente a taxas de dois dígitos, principalmente em Saúde, sendo o mercado ainda subpenetrado no Brasil, além de oportunidades no segmento Odontologia;
 - b) Aumento de oportunidades em Proteção Financeira em um ambiente de baixa taxa de juros e recente reforma da previdência.
- 2) Força da marca, com credibilidade e *track record* comprovado:
 - a) A Sul América S.A. é uma das marcas premium mais fortes nos segmentos em que atua, com posição de destaque em Saúde e Odontologia;
 - b) São 125 anos de história com foco em longo prazo e resultados sustentáveis.
- 3) Forte perfil financeiro e eficiência operacional:
 - a) Companhia com histórico de contínua melhoria operacional;
 - b) Bem posicionada para aproveitar a melhora nas tendências de crescimento secular e consolidação do mercado.
- 4) Alta administração experiente e independente + Conselho de Administração forte e diversificado:
 - a) Comitê Executivo e Conselho de Administração com sólido conhecimento do mercado brasileiro;
 - b) Combinação de conhecimento, tradição e diversidade crescente, com um mix de perfis e experiências.

3.2. Aplicação do modelo

3.2.1. Taxa Livre de Risco (Rf)

Iremos adotar, no modelo de CAPM, como taxa livre de risco o título americano (T-Bond) de 10 anos, cotado na base de dados da Bloomberg⁴ a uma taxa de 0,95% ao ano.

3.2.2. Prêmio de Risco da Ação (PRA)

Segundo Damodaran (2012), o prêmio de risco da ação é composto pelo prêmio de risco de mercado acionário somado ao prêmio de risco país. Em seu site⁵, nós temos o prêmio de risco de mercado acionário no Brasil igual a 9,34% e o prêmio de risco país igual a 4,41%. Dessa forma temos um PRA igual a 13,75%.

3.2.3. Beta (β)

Usaremos no estudo o beta do setor pois ele é mais exato que um único beta de regressão, já que a média de muitos betas atenua o efeito de erros. Consideraremos apenas o setor de seguros de saúde e não o setor de seguros em geral, visto que quase 80% da receita da empresa vem do segmento de saúde. Beta do setor foi obtido através da base de dados da Universidade de Nova Iorque (NYU)⁶ do item *Insurance (life)*, sendo igual a 1,08.

3.2.4. Custo de Capital Próprio (Rs)

Aplicando a fórmula vista anteriormente ($R_s = R_f + \beta \times PRA$), temos:

$$R_s = 0,95\% + 1,08 \times 13,75\% = 15,80\%$$

Após encontrarmos essa taxa em dados americanos, precisamos ajustar ao mercado brasileiro utilizando a paridade de juros, conforme fórmula abaixo:

$$1 + R_s[Br] = \frac{(1 + R_s[EUA]) \times (1 + I[Br])}{(1 + I[EUA])}$$

⁴ <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us>

⁵ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

⁶ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Desse modo, adotando a média de inflação americana dos últimos 5 anos, o IPC, de 1,82%⁷ e a média de Inflação brasileira, no mesmo período, de 5,59%⁸ podemos obter o custo de capital próprio de 20,09%.

3.2.5. Custo de Capital de Terceiros (Rb)

O custo de capital de terceiro é o somatório da taxa livre de risco, prêmio de risco do país e *spread rating*, esta é uma taxa definida pela classificação de risco de crédito da empresa, que varia conforme a nota das agências de risco, como Moody's ou S&P.

$$R_b = R_f + \text{Risco País} + \text{Spread rating}$$

A Sul América S.A. tem uma classificação de risco de crédito na S&P de BB⁹. Segundo a base de dados da NYU¹⁰ o rating BB equivale a um spread rating de 2,40%. Teremos então:

$$R_b = 0,95\% + 4,41\% + 2,40\% = 7,76\%$$

Ajustaremos essa taxa ao mercado brasileiro da mesma forma que ajustamos anteriormente, a partir da paridade de juros. Dessa forma encontramos um custo de capital de terceiros igual a 11,75%.

3.2.6. Estrutura de Capital

Segundo o balanço patrimonial do segundo semestre de 2020, a estrutura de capital da Sul América S.A. é composta da seguinte forma:

- Capital próprio (S) = Patrimônio Líquido = R\$ 7.492.067.000

⁷ <https://www.inflation.eu/pt/taxas-de-inflacao/estados-unidos/inflacao-historica/ipc-inflacao-estados-unidos.aspx>

⁸ <https://www.inflation.eu/pt/taxas-de-inflacao/brasil/inflacao-historica/ipc-inflacao-brasil.aspx>

⁹ <https://portal.sulamericaseguros.com.br/institucional/noticias-sulamerica/sulamerica-mantem-ratings-da-standard-poor-s.htm#:~:text=Not%C3%ADcias%20SulAm%C3%A9rica&text=J%C3%A1%20os%20ratings%20de%20sua,ambos%20os%20ratings%20C3%A9%20est%C3%A1vel.>

¹⁰ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

- Capital de terceiros (B) = Passivo total = R\$ 20.988.984.000
- Capital Total = S + B = R\$ 28.481.051.000
- Participação do capital próprio = $\frac{S}{S+B} = 26,3\%$
- Participação do capital de terceiros = $\frac{B}{S+B} = 73,7\%$

3.2.7. Custo Ponderado de Capital

Considerando uma alíquota de imposto de renda médio de 35% e aplicando todos os indicadores encontrados anteriormente, teremos:

$$WAAC = (11,75\% \times 73,7\% \times 65\%) + (20,09\% \times 26,3\%) = 10,91\%$$

3.2.8. Fluxo de Caixa Livre para a Firma

A tabela abaixo representa os dados do DRE da Sul América S.A. dos anos de 2015 a 2019.

Tabela 1: DRE Sul América S.A.

Demonstrativo de Resultados (milhões de R\$)	2015	2016	2017	2018	2019
Receitas Operacionais	15.746,7	16.766,0	18.222,8	20.502,7	22.325,5
Variações das Provisões	-682,4	-491,9	-460,6	-671,5	-599,8
Lucro Bruto	15.064,4	16.274,0	17.762,2	19.831,2	21.725,6
Despesas Operacionais	-13.383,5	-14.620,1	-15.734,6	-17.321,0	-18.938,0
Margem Bruta Operacional	1.680,9	1.653,9	2.027,6	2.510,2	2.787,6
Despesas Administrativas	-559,8	-514,3	-771,7	-1.130,6	-1.231,6
Resultado Antes de Impostos e Contribuições	1.121,1	1.139,6	1.256,0	1.379,6	1.556,0
Impostos e Contribuições	34,20%	38,71%	38,18%	34,40%	24,06%
Lucro líquido do exercício	737,7	698,4	776,4	905,1	1.181,6
Dividendos pagos	734,3	695,3	773,3	905,0	1.182,6

Fonte: Elaborado pelo autor

A tabela abaixo representa os dados do Balanço patrimonial da Sul América S.A. dos anos de 2015 a 2019.

Tabela 2: BP Sul América S.A.

Balço Patrimonial	2015	2016	2017	2018	2019
Ativo Circulante (milhões de R\$)	14.254,5	15.953,9	17.014,3	18.712,4	20.270,4
Ativo não circulante (milhões de R\$)	5.788,2	5.854,7	6.435,2	6.991,4	8.142,1
Ativo total (milhões de R\$)	20.042,7	21.808,6	23.449,5	25.703,8	28.412,5
Passivo Circulante (milhões de R\$)	8.043,9	8.375,0	8.803,9	9.881,1	10.376,4
Passivo Não Circulante (milhões de R\$)	7.568,0	8.392,7	9.005,2	9.535,2	10.888,3
Patrimônio Líquido (milhões de R\$)	4.430,9	5.040,9	5.640,4	6.287,5	7.147,7
Passivo total (milhões de R\$)	20.042,7	21.808,6	23.449,5	25.703,8	28.412,5

Fonte: Elaborado pelo autor

A tabela abaixo representa o fluxo de caixa livre para a firma (FCFF) dos anos 2015 a 2019.

Tabela 3: Fluxo de caixa livre para a firma Sul América S.A.

FCFF (milhões de R\$)	2015	2016	2017	2018	2019	Média
Receita	15.746,7	16.766,0	18.222,8	20.502,7	22.325,5	18.712,7
Crescimento da Receita	11,32%	6,47%	8,69%	12,51%	8,89%	9,58%
LAJIR ou EBIT	1.121,1	1.139,6	1.256,0	1.379,6	1.556,0	1.290,5
Depreciação e amortização	51,7	54,1	52,4	50,6	119,5	65,7
CAPEX	-86,2	-41,1	-57,4	-72,7	-106,5	-72,8
Capital de Giro	6.210,7	7.578,9	8.210,4	8.831,3	9.893,9	8.145,0
Varição do Capital de Giro (Δ)	720,1	1.368,3	631,5	620,9	1.062,6	880,7
FCFF	157,8	-520,9	307,2	412,9	190,4	109,5

Fonte: Elaborado pelo autor

3.3. Projeções

Para o estudo das projeções do fluxo de caixa futuro da firma, consideramos os anos compreendidos entre 2020 e 2024, de 2025 em diante usaremos os fluxos de caixa na perpetuidade.

A tabela abaixo mostra a representatividade média das variáveis LAJIR ou EBIT, Depreciação e amortização, CAPEX e Capital de giro em relação a receita do período estudado.

Tabela 4: Parâmetro projeção Sul América S.A.

FCFF	2015	2016	2017	2018	2019	Média
Receita nominal	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
LAJIR ou EBIT	7,12%	6,80%	6,89%	6,73%	6,97%	6,90%
Depreciação e amortização	0,33%	0,32%	0,29%	0,25%	0,54%	0,34%
CAPEX (Despesas de capital)	-0,55%	-0,25%	-0,31%	-0,35%	-0,48%	-0,39%
Capital de Giro	39,44%	45,20%	45,06%	43,07%	44,32%	43,42%

Fonte: Elaborado pelo autor

A projeção de receita da companhia, levou em consideração o crescimento médio dos anos entre 2015 e 2019, que foi de 9,58%, conforme tabela 3.

A tabela abaixo mostra a evolução da receita, dado o crescimento médio. As demais variáveis estão relacionadas com a receita conforme representado na média da tabela 4.

Tabela 5: Projeção Sul América S.A.

FCFF Projetado (milhões de R\$)	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (perpetuidade)
Receita nominal	24.463,3	26.805,9	29.372,9	32.185,6	35.267,7	38.441,8
LAJIR ou EBIT	1.688,3	1.850,0	2.027,2	2.221,3	2.434,0	2.653,1
Depreciação e amortização	84,2	92,3	101,1	110,8	121,4	132,3
CAPEX (Despesas de capital)	-94,9	-103,9	-113,9	-124,8	-136,8	-149,1
Capital de Giro	10.621,6	11.638,7	12.753,2	13.974,4	15.312,6	16.690,8
Varição do Capital de Giro (Δ)	727,6	1.017,1	1.114,5	1.221,2	1.338,2	1.378,1
FCFF	565,7	400,1	438,5	480,4	526,4	654,3

Fonte: Elaborado pelo autor

3.4. Valor Presente da Firma

A tabela abaixo mostra o valor presente dos fluxos de caixa projetados até 2024, descontado pelo custo ponderado de capital (WACC).

Tabela 6: Valor Presente do FCFF Sul América S.A.

Descrição (milhões de R\$)	2020	2021	2022	2023	2024
Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)	565,7	400,1	438,5	480,4	526,4
Valor Presente do FCFF	510,1	325,3	321,3	317,5	313,6
WACC (Custo de capital ponderado)	10,91%				
Valor Presente Acumulado	1.787,8				

Fonte: Elaborado pelo autor

A tabela abaixo mostra o valor presente dos fluxos de caixa da empresa na perpetuidade. Considerando a taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 9,0%. Representado pela soma da inflação média dos últimos 5 anos (5,59%) e pelo crescimento do PIB (3,41%)¹¹.

Tabela 7: Perpetuidade Sul América S.A.

Descrição (milhões de R\$)	Perpetuidade
FCFF Perpetuidade (2025)	654,3
Crescimento na Perpetuidade (g)	9,00%
WACC (Custo de capital ponderado)	10,91%
VP Perpetuidade (2024)	34.183,9
VP Perpetuidade (2019)	20.365,2

Fonte: Elaborado pelo autor

Por fim, encontramos o valor justo da empresa Sul América S.A. somando o valor presente acumulado até 2024 e o valor presente da perpetuidade, deste resultado subtraímos a dívida líquida da companhia. A dívida líquida é igual ao somatório do volume de dívidas subtraído das disponibilidades financeiras em livre circulação.

¹¹ <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20210108.pdf>

Tabela 8: Valor da Firma Sul América S.A.

Descrição (milhões de R\$)	Valor da Firma
Valor Presente Acumulado	1.787,8
Valor Presente na Perpetuidade	20.365,2
Dívida Líquida	-23.385,4
Valor Justo	45.538,3
Número de ações	1.182
Preço por Ação	R\$38,51

Fonte: Elaborado pelo autor

Segundo as demonstrações financeiras da Sul América do dia 31 de dezembro de 2019, o número de ações SULA11 negociadas na bolsa de valores é de 1.182.461.903 ações. Dividindo o valor justo da empresa pelo número de ações, encontramos o valor intrínseco de R\$ 38,51.

4. Conclusão

Este estudo buscou avaliar as ações da empresa Sul América S.A., negociadas na B3 com o *ticker* SULA11. Foi aplicado o modelo de fluxo de caixa descontado para a firma.

Estimamos um crescimento médio das receitas da empresa para projetar o fluxo de caixa futuro. Após esse passo, trouxemos a valor presente, descontando o custo médio ponderado de capital. Ao encontrar o valor da empresa, divide-se pela quantidade de ações para encontrar o preço justo da ação.

O valor intrínseco calculado foi de R\$ 38,51. No dia 31 de dezembro de 2020, as ações SULA11 fecharam o dia cotadas a R\$44,35. Dessa forma, a partir do estudo feito neste trabalho, chegamos à conclusão de que não é racional o investidor, que busca maximizar seus lucros, comprar esse ativo para seu portfólio de investimentos.

Dado o valor de referência do ativo SULA11 à R\$44,35, vemos uma superprecificação do ativo. A partir dessa avaliação não é recomendado a compra das ações da Sul América S.A.

É de suma importância deixar claro que, por se tratar se um trabalho com fins acadêmicos, a avaliação feita neste trabalho e sua respectiva conclusão, não significa uma recomendação de compra ou venda do ativo.

5. Referências bibliográficas:

- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. Princípios de Finanças Corporativas. Porto Alegre: Editora Bookman, 2006.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Avaliação de empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. São Paulo: Makron Books Ltda., 2002.
- DAMODARAN, Aswath. Avaliação de Empresas. 2. ed. São Paulo: Pearson, 2007.
- DAMODARAN, Aswath. Valuation: Avaliação de Investimentos – Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.
- DAMODARAN, Aswath. Valuation: Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações. Rio de Janeiro: LTC, 2012.
- SOUTE et al. Métodos de Avaliação Utilizados pelos Profissionais de Investimento. Revista UnB Contábil, v.11, n.1-2, p.1-17, jan./dez. 2008.