



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Matheus Amorim Mendes

ANÁLISE E VALUATION DA EMPRESA FLEURY S.A.

Rio de Janeiro
2022

Matheus Amorim Mendes

ANÁLISE E VALUATION DA EMPRESA FLEURY S.A.

Apresentada ao Departamento de Contabilidade da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Marco Antônio Cunha de Oliveira

Rio de Janeiro
2022

À minha família e amigos.

AGRADECIMENTOS

A Deus, por servir como guia para minhas decisões e minha vida.

A minha família, que me apoia em todas as minhas escolhas, e em especial meu pai, pela disposição em contribuir para a elaboração desse trabalho, e minha mãe, pela parceria em todos os momentos.

A empresa júnior Ayra Consultoria e, principalmente a Diretoria Executiva de 2019, que proporcionou experiências de desenvolvimento que me ajudaram a entrar no mercado de trabalho e me apresentou a pessoas incríveis.

Ao meu orientador, Professor Marco Antônio Cunha, por toda orientação e contribuição para a elaboração do trabalho.

Aos meus chefes até o presente momento, que sempre me ensinaram muito em diversos aspectos e me tornam um profissional cada vez melhor.

Aos meus amigos do Colégio Santo Inácio, que estão sempre comigo, em especial ao Bernardo Keusen, Gabriela Henriques, Marcelo Campello, Maria Clara Rios e Vitor Ferreira, que sei que posso sempre contar.

“Seja você quem for, seja qual for a posição social que você tenha na vida, a mais alta ou a mais baixa, tenha sempre como meta muita força, muita determinação e sempre faça tudo com muito amor e com muita fé em Deus, que um dia você chega lá. De alguma maneira você chega lá.”

Ayrton Senna

RESUMO

A análise de empresas é de extrema importância para o investidor, fornecendo as modelagens qualitativas e quantitativas que o auxiliam na tomada de decisão de investimentos e ponderam as suas expectativas sobre os retornos futuros da empresa. Com uma literatura extensa e bastante completa, existem diversos métodos para encontrar o valor justo de um ativo, passando desde uma análise comparativa do múltiplo que a empresa negocia atualmente com o seu histórico de negociação, até projeções do fluxo de caixa para a firma ou para o acionista, analisando detalhadamente ano a ano. O objetivo do trabalho é realizar uma análise, tanto pela ótica qualitativa quanto pela ótica quantitativa, utilizando a técnica do fluxo de caixa descontado da empresa Fleury S.A., uma das mais tradicionais empresas do setor de saúde suplementar brasileiro.

Palavras-chave: Análise de Empresa; Fluxo de Caixa Descontado; Fleury; Mercado de Saúde Suplementar; Valuation.

ABSTRACT

The analysis of companies is extremely important for investors, providing qualitative and quantitative models that help them to make investment decisions and consider their expectations about the company's future returns. With an extensive and quite complete literature, there are several methods to find the fair value of an asset, ranging from a comparative analysis of the multiple that the company currently trades with its trading history, to cash flow projections for the firm or for the shareholder, broken down year by year. The objective of this work is to carry out an analysis, both from a qualitative and quantitative perspective, using the technique of discounted cash flow for Fleury S.A., one of the most traditional companies in the supplementary health sector in Brazil.

Keywords: Company Analysis; Fleury; Discounted Cash Flow; Supplementary Health Market; Valuation.

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1	14
Equação 2	15
Equação 3	16
Equação 4	17
Equação 5	18
Equação 6	19
Equação 7	20
Equação 8	23
Equação 9	23
Equação 10	23
Equação 11	24
Equação 12	24
Equação 13	24
Equação 14	25

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Performance da Receita do Grupo Fleury, por linha de negócio (R\$ Milhões)	28
Gráfico 2: Distribuição de Capex (R\$ Milhões)	29
Gráfico 3: Histórico de Depreciação e Amortização	29

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Histórico do Fluxo de Caixa para a Firma.....	27
Tabela 2: Histórico de Capital de Giro.....	30
Tabela 3: Projeção de Capex.....	33
Tabela 4: Projeção da Variação da Necessidade de Capital de Giro.....	33
Tabela 5: Projeção do Custo de Capital Próprio	34
Tabela 6: Projeção do Custo da Dívida	35
Tabela 7: Projeção do Custo Médio Ponderado de Capital	35
Tabela 8: Projeção do Fluxo de Caixa para a Firma.....	36
Tabela 9: Matriz de Sensibilidade Crescimento de Receita X WACC	37

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANS - Agência Nacional de Saúde Suplementar

ANVISA - Agência Nacional de Vigilância Sanitária

B2B – Business to Business

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão

BRL – Real Brasileiro

CAGR - Compound Annual Growth Rate

CAPEX – Capital Expenditure

CAPM - Capital Asset Pricing Model

CDI - Certificado de Depósito Interbancário

CFM – Conselho Federal de Medicina

CFO - Chief Financial Officer

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DRE - Demonstração do Resultado do Exercício

EBIT - Earnings Before Interest and Taxes

EBITDA - Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

ESG - Environmental, Social and Governance

KD – Custo de Dívida

KE – Custo de Capital Próprio

NOPAT - Net Operating Profit After Taxes

NPS - Net Promoter Score

PIB - Produto Interno Bruto

ROE – Return on Equity

ROIC – Return on Invested Capital

TIR - Taxa interna de retorno

USD – United States Dollar

US-GAAP – United States Generally Accepted Accounting Principles

WACC - Weighted Average Capital Cost

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	13
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	14
2.1 FLUXOS DE CAIXA DESCONTADOS	14
2.1.1 FLUXO DE CAIXA PARA OS ACIONISTAS E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO	14
2.1.2 FLUXO DE CAIXA PARA A FIRMA E WACC	17
2.2 AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS	19
3. METODOLOGIA	22
3.1. TIPO DE PESQUISA	22
3.2. OBJETO DE ESTUDO	22
3.3. PROCEDIMENTOS DE COLETA E DE ANÁLISE DE DADOS	22
3.4. LIMITAÇÕES DO MÉTODO	25
4. APLICAÇÃO	26
4.1. HISTÓRIA DA COMPANHIA	26
4.2. HISTÓRICO DE FLUXO DE CAIXA PARA A FIRMA	27
4.3 HISTÓRICO DE RESULTADOS	27
4.4. AVENIDAS DE CRESCIMENTO	30
4.5. VALUATION	31
4.4.1 PREMISSAS	31
4.4.2. TAXA DE DESCONTO	34
4.4.3. PROJEÇÕES	35
4.4.4. MATRIZ DE SENSIBILIDADE	36
5. CONCLUSÃO	38
6. REFERÊNCIAS	39

1. INTRODUÇÃO

Avaliação de empresas, segundo Perez e Famá (2004), é um processo complexo que envolve variáveis subjetivas e ferramental técnico. Martins (2001) adiciona que “o valor de uma empresa pende primordialmente dos benefícios líquidos que se poderá extrair no presente e no futuro”. Ainda segundo Perez e Famá (2004), a diferenciação entre preço e valor é de fundamental importância para a compreensão do processo de avaliação de empresas. Tal informação é relevante pois, de acordo com Martinez (1999), o objetivo da avaliação de empresas é encontrar o valor de mercado justo de um ativo, ou seja, aquele valor que representa as potencialidades da companhia de modo equilibrado.

Segundo Damodaran (2012), existem dois métodos para se avaliar uma empresa, chamados de avaliação relativa (utilizando, na maioria das vezes, múltiplos) e avaliação por fluxo de caixa descontado.

O Objetivo do presente trabalho é realizar uma análise de fluxo de caixa descontado da empresa Fleury S.A.

Segundo o formulário cadastral na Comissão de Valores Mobiliários (2022), o Grupo Fleury é uma empresa de capital aberto, que atua no setor de saúde, mais precisamente nos segmentos de prestação de serviços médicos e medicina diagnóstica; consultoria, assessoria, cursos, gestão de doenças crônicas; e pesquisa e desenvolvimento.

As etapas do trabalho estão divididas considerando a seguinte estrutura; no segundo capítulo será realizada a revisão bibliográfica e no terceiro capítulo, abordaremos a metodologia utilizada, seguido do quarto capítulo onde será realizada a aplicação com a análise da empresa Fleury e, por fim, serão detalhadas as conclusões da análise.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Nessa seção serão explicados os diferentes conceitos que servem como base para a realização de uma avaliação de empresa, com base em publicações especializadas. Segundo Damodaran (2012) existem dois métodos principais para realizar a avaliação de uma empresa, sendo elas a avaliação por Fluxo de Caixa Descontado e a avaliação por Múltiplos.

2.1 Fluxos de Caixa Descontados

Damodaran (2012) afirma que o valor de um ativo está diretamente ligado ao fluxo de caixa que esse ativo gera ao longo de sua vida. O método de fluxo de caixa descontado, ou em inglês, “*Discounted Cash Flow*” – DCF, é o mais utilizado por especialistas ao redor do mundo e, segundo Koller (2020), utiliza os fluxos futuros, descontados a uma taxa específica, para determinar o valor justo atual do ativo.

Equação 1

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Onde:

n = Tempo de vida do ativo

CF_t = Fluxo de caixa no período t

r = Taxa de desconto refletindo o nível de risco dos fluxos de caixa

Damodaran (2012) afirma que existem duas maneiras de se calcular o fluxo de caixa descontado: Utilizando fluxos para a firma ou fluxos de caixa que vão direto para o acionista. Além disso, Plenborg (2002) afirma que:

“Quando consideradas premissas consistentes de crescimento nos fluxos de caixa livre para o acionista e para a firma e a taxa de juros utilizada está corretamente precificada, o cálculo do valor do patrimônio líquido no conceito do acionista e no conceito da firma resulta em valores idênticos”. (Plenborg, 2002, p.7)

2.1.1 Fluxo de Caixa para os Acionistas e Custo de Capital Próprio

Damodaran (2002) afirma que o cálculo para o fluxo de caixa do acionista deve começar a partir do lucro líquido, já que é a métrica contábil que mede o lucro do investidor no período. Além

disso, outras contas também são levadas em consideração no fluxo de caixa para o acionista, tais como depreciação, investimentos em imobilizado e intangível e mudanças no capital de giro. Também deve-se descontar as mudanças na quantidade de dívida que a empresa utiliza.

Equação 2

Lucro Líquido
(+) Depreciação e Amortização
(-) Gastos com aquisição de imobilizado e intangível (CAPEX)
(-) Capital de Giro adicionado no período
(+) Novas dívidas emitidas
(-) Pagamento de dívidas existentes
(=) Fluxo de Caixa Livre para o Acionista

- Custo de Capital Próprio

Segundo Koller (2020), os conceitos de risco e custo de capital são essenciais, inseparáveis e cheios de equívocos, quando utilizados no contexto da avaliação de empresas. Tais conceitos, podem ser encontrados no *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), de Sharpe (1963), principal modelo de mensuração de custo de capital próprio utilizado na avaliação de empresas. Segundo Araújo, Oliveira e Silva (2012), “o modelo revolucionou as premissas de finanças, ao traduzir, por intermédio de uma equação relativamente simples, a relação risco e retorno”, utilizando premissas da teoria da utilidade. (COSTA Jr., MENEZES e LEMGRUBER, 1993).

Pode haver um equívoco ao achar que o custo de capital é uma métrica diretamente ligada à empresa, mas Koller (2020) afirma que tal modelo é mais uma representação da indústria e do segmento que a empresa está, do que dela própria ou de sua estrutura de capital.

Segundo Damodaran (2012) e Montier (2009), o CAPM considera algumas premissas, tais como:

- Não existem custos de transação
- Todos os ativos são negociáveis
- Todos os investidores possuem um horizonte de tempo em comum

- Investimentos são infinitamente divisíveis
- Investidores são avessos ao risco
- Investidores controlam risco por meio da diversificação

Ainda segundo Damodaran (2012), a fórmula do CAPM pode ser dividida em três *inputs*:

- Um ativo livre de risco, em que o investidor sabe o seu retorno dentro de um período específico.
- O prêmio de risco do mercado, que é definido pela diferença entre o retorno esperado de um portfólio de mercado e o retorno do ativo livre de risco.
- O Beta, que é definido pela covariância do ativo com o mercado, dividido pela variância do portfólio de mercado, medindo assim, o risco adicionado pelo ativo ao portfólio de mercado.

Chegamos, assim, na fórmula final do CAPM:

Equação 3

$$k_e = R_f + \beta_i * (R_m - R_f)$$

Onde:

Ke = Retorno esperado do investimento

Rf = Retorno do ativo livre de risco

β_i = Beta do ativo

Rm = Retorno esperado do mercado

(Rm - Rf) = Prêmio de risco demandado pelo investidor

Existem, ainda, segundo Damodaran (2003) variações da fórmula do CAPM, que envolvem a utilização de uma taxa livre de risco única, como a dos Estado Unidos, ajustando o risco pelo índice de Risco País.

Por se tratar de um modelo muito simples e, ao mesmo tempo, tratar de um assunto de extrema importância e complexidade, diversos acadêmicos e profissionais financeiros já realizaram ponderações sobre as limitações do modelo. As principais delas, segundo Montier (2009), são as suas próprias premissas, que não correspondem à realidade do mercado financeiro, já que taxas de transação, diferentes modos de se controlar risco e diferentes horizontes de investimento são uma realidade imutável do mercado, e o peso que o fator beta possui, mesmo

sendo derivado de uma regressão atrelada a algum índice de mercado, e que possui, como premissa básica, que volatilidade é igual a risco.

2.1.2 Fluxo de Caixa para a Firma e WACC

- Fluxo de Caixa para a Firma

Damodaran (2012) afirma que os fluxos de caixa calculados nessa modalidade são aqueles que vão para a firma, ou seja, englobam os credores e acionistas da empresa. Portanto, Koller (2020) afirma que para calculá-lo deve-se partir do NOPAT, que é o lucro da empresa antes do pagamento de juros, já descontado o imposto de renda pago. Mielcarz e Mlinarič (2014), apontam que a fórmula do fluxo de caixa para a firma deve seguir a seguinte estrutura:

Equação 4

NOPAT
(+) Depreciação e Amortização
(-) Gastos com aquisição de imobilizado e intangível (CAPEX)
(-) Capital de Giro adicionado no período
(=) Fluxo de Caixa Livre para a Firma

- WACC

Dado que uma firma consegue se capitalizar por duas diferentes maneiras (através de dívida e da emissão de ações), segundo Mauboussin (2013), o custo médio ponderado de capital (WACC na sua sigla em inglês), é a taxa de desconto apropriada para trazer a valor presente os fluxos de caixa futuros de uma firma. Isso se dá pois, segundo Koller (2020), tal taxa representa os retornos que todos os investidores, credores e acionistas, esperam receber dado o nível de risco do ativo.

O autor divide a fórmula em três componentes:

- Custo de capital próprio
- Custo de capital de terceiros
- Estrutura de capital da firma

Ainda segundo Koller (2020), em sua versão mais simplificada, a fórmula do WACC pode ser escrita por:

Equação 5

$$WACC = \frac{D}{V} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{V} k_e$$

Onde:

- D/V = nível alvo de dívida para capital total com base em valores de mercado
- E/V = nível alvo de patrimônio líquido para capital total com base em valores de mercado
- K_d = custo de dívida
- K_e = custo de capital próprio
- T_m = Alíquota de imposto da companhia

Observando cada um dos componentes da fórmula:

- Custo de capital próprio
O CAPM, de Sharpe (1963), como já apresentado, é utilizado para cálculo do custo de capital próprio.

- Custo de dívida

Segundo Damodaran (2012), o custo de dívida de uma firma é uma função da:

- Taxa livre de risco, já que à medida que tal taxa aumenta, aumentam também os custos para se emprestar dinheiro;
- O risco de *default* da firma, ou seja, o prêmio acima da taxa livre de risco que credores estão dispostos a emprestar dinheiro para a firma, tendo em vista o risco de calote ou falência dela, que pode ser calculado com base na nota de agências de *rating*, como Fitch e Moody's.
- A alíquota de imposto da firma, já que o pagamento de juros realizado pela empresa é dedutível de imposto, gerando uma espécie de benefício fiscal para ela. Tal alíquota a ser usada é a marginal, e não a efetiva paga pela empresa, já que esta última pode variar de acordo com fatores específicos dos impostos pagos pela empresa.

Equação 6

$$\text{After-Tax Cost of Debt} = \text{Cost of Debt} \times (1 - T_m)$$

Onde:

- Cost of Debt = Taxa livre de risco somado ao risco de *default* da firma
- T_m = Alíquota de imposto da companhia

- Estrutura de Capital Ótima

Koller (2020) afirma que a determinação da estrutura de capital ótima de uma firma deve ser feita com base em valores de mercado, já que muitas empresas possuem suas atuais estruturas de capital perto do ponto ótimo. Para determiná-la, caso a empresa possua títulos de dívida negociados no mercado, deve-se multiplicar o valor dos títulos de dívida pela quantidade disponível e o mesmo deve ser feito com as ações em circulação. Quando a empresa não possui todas as suas dívidas negociadas, deve-se somar as dívidas de curto prazo com as de longo prazo encontradas no balanço e subtrair as contas de caixa e equivalentes de caixa. Com base no IFRS-16, despesas com arrendamentos também devem ser incluídas como dívida.

Assim como o CAPM, o WACC também possui críticas da academia. Martins, 2005 (apud Cunha et al. (2013)) pontua que, dentre as principais limitações do método estão: a não perpetuidade e variabilidade do fluxo de caixa, principalmente quando a empresa tem vida finita; o fato de que o WACC é afetado diretamente pela volatilidade da estrutura de capital, inviabilizando seu uso para certas avaliações - Mauboussin (2013) indica a utilização do modelo de Valor Presente Ajustado (*Adjusted Present Value*, em inglês) para minimizar esse problema; a circularidade de seu cálculo, pela dependência do valor de mercado do capital próprio e a existência de outros custos (custos de agência, de insolvência, assimetria de informação, entre outros) que não são levados em consideração em seu cálculo.

2.2 Avaliação por múltiplos

Damodaran (2012) afirma que o segundo método de se avaliar uma empresa é através de uma avaliação relativa, utilizando múltiplos. Segundo Koller (2020), a ideia básica por trás do uso de múltiplos em valuation é que ativos similares deveriam ser negociados a preços similares, sejam esses ativos, ações, empresas inteiras, casas ou qualquer outro tipo. Uma pesquisa realizada pelo CFA Institute em 2017, com mais de dois mil investidores, mostrou que os dois múltiplos mais populares entre eles são o P/L (preço sobre lucro ou *price earnings*, em inglês)

e o EV/EBITDA (*Enterprise Value*, ou seja, a capitalização de mercado somada com a dívida líquida da empresa, sobre o lucro antes do resultado financeiro, depreciação, amortização e imposto)

Mauboussin (2018) mostra que os *drivers* principais desses múltiplos são os mesmos: Crescimento e ROIC (retorno sobre o capital investido) incremental. Entretanto, empresas com tais métricas iguais ainda podem apresentar múltiplos diferentes, devido a sua estrutura de capital e a alíquota de imposto efetiva.

- P/L

Damodaran (2012) define o múltiplo de preço sobre lucro como o preço da ação a mercado dividido pelo lucro por ação da empresa.

Equação 7

$$P / L = \frac{\text{Preço}}{LPA}$$

Koller (2020) vai além e afirma que o valor utilizado no denominador da divisão deve ser a previsão de lucros futuros, fazendo jus aos princípios de avaliação de empresas, que dizem que o valor de uma empresa é igual à soma dos fluxos de caixa futuros desta empresa até o fim, trazidos a valor presente.

- EV/EBITDA

Mauboussin (2018) afirma que o EV/EBITDA, divisão do valor da firma (capitalização de mercado somada com a dívida líquida da empresa) pelo lucro que ela gera antes de juros, impostos, depreciação e amortização é amplamente utilizado devido ao fato de utilizar uma boa “proxy” de geração de caixa (EBITDA) na sua composição. Tal múltiplo ficou ainda mais famoso pela adesão de empresas de *Private Equity*, que utilizavam bastante dívida em seus financiamentos, aplicando esse múltiplo em suas avaliações para determinar o retorno de seus investimentos através de instrumentos como a TIR (taxa interna de retorno), já que outros múltiplos, como o P/L seriam distorcidos pela mudança de estrutura de capital.

Dentre os pontos negativos desse modelo, Mauboussin (2018) afirma que está o fato de que EBITDA é uma métrica que não está dentro dos princípios de contabilidade, como o US-GAAP (sigla em inglês para *United States Generally Accepted Accounting Principles*), utilizado nos

Estados Unidos. Desse modo, companhias ficam livres para defini-lo como quiserem, criando assim, métricas como o EBITDA Ajustado.

Segundo Buffett (2003), outro ponto negativo do EBITDA é que ele não leva em consideração a depreciação, algo que não ocorre na realidade da maioria das empresas, que mais cedo ou mais tarde deverão trocar seus equipamentos por novos, gerando despesas.

3. METODOLOGIA

3.1. Tipo de Pesquisa

A pesquisa poderá ser classificada como explicativa quanto aos fins e como um estudo de caso quanto aos meios. Será uma pesquisa explicativa pois, segundo Gil (1999), tem como objetivo básico a identificação dos fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência de um fenômeno, nesse caso, os fatores que devem ocorrer para que a ação de Fleury se encontre ao seu preço justo. Além disso, pode ser considerada um estudo de caso, pois, segundo Yin (2009) se baseia em, através da análise de eventos contemporâneos, se investigar o motivo de um evento. Nesse caso, a pergunta motivadora para esse artigo científico será: Qual deve ser o preço das ações de Fleury, dadas as premissas de crescimento e rentabilidade esperadas para os próximos anos?

3.2. Objeto de estudo

O objeto de estudo será a Fleury S.A., uma empresa listada na bolsa de valores brasileira, B3, do setor de Saúde, sob o código de negociação FLRY3.

3.3. Procedimentos de Coleta e de Análise de Dados

A coleta de dados será realizada através de fontes oficiais da empresa, como seu *website* de relações com investidores, além de fontes relacionadas à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Ademais, caso necessário, serão utilizadas também ferramentas de análise de dados financeiros, como o *website* Status Invest, que compila dados diretos das demonstrações financeiras disponíveis na CVM para formar indicadores de desempenho financeiro, tais como Retorno sobre o Patrimônio Líquido, Retorno sobre o Capital Investido, e Margens diversas.

A análise dos dados será composta por uma parcela qualitativa e outra quantitativa.

Para a parcela qualitativa, serão realizadas análises de documentos públicos divulgados pela empresa, como Formulário de Referência e *Releases* de resultados. Além disso, serão utilizados relatórios de análises e dados públicos do setor de saúde. O objetivo dessa análise é entender quem são as pessoas por trás da empresa, seus objetivos para a empresa (que se traduzem na estratégia que a companhia está tomando) e como estão alinhados com os acionistas.

Na parcela quantitativa, serão utilizados dados financeiros fornecidos pela própria empresa, como Demonstrativo de Resultado do Exercício, Balanço Patrimonial, Fluxo de Caixa, além de

outros dados específicos que podem ser utilizados caso necessário. Com esses dados, serão realizadas análises financeiras para entender a solidez e a saúde financeira do negócio. Tais análises serão utilizadas como base para o *valuation* da companhia, em seguida, tomando como parâmetro, o percentual da receita líquida que cada componente costuma representar. O método utilizado no *valuation* será o fluxo de caixa descontado, utilizando o fluxo de caixa para a firma. Para isso, segundo Koller (2020), partiremos do NOPAT, onde será adicionado a Depreciação e subtraído o Capex, além da necessidade de capital de giro, caso ela represente uma saída de caixa, do contrário, ela será somada. Para essa última etapa, será necessário utilizar o cálculo do capital de giro não monetário, conforme explica Damodaran (2001).

Equação 8

(Ativo Circulante – Caixa e Aplicações Financeiras) – (Passivo Circulante – Dívida de Curto Prazo)

Após isso, os valores serão trazidos a valor presente, de onde será retirado o valor da dívida líquida da companhia. O valor restante será dividido pelo número de ações, conforme ilustra a figura abaixo.

Equação 9

NOPAT
(+) Depreciação e Amortização
(-) Gastos com aquisição de imobilizado e intangível
(-) Capital de Giro adicionado no período
(=) Fluxo de Caixa Livre para a Firma

Para o fator de desconto, primeiro será usado o CAPM aplicado a mercados emergentes, assim como afirma Damodaran (2003) para se estimar o custo de capital próprio (KE) da empresa.

Equação 10

$$K_e = R_f + \beta * [R_m - R_f] + CRP$$

Onde:

- R_f = Taxa livre de risco americana
- β = Beta alavancado da ação
- $[R_m - R_f]$ = Prêmio de risco de mercado americano
- CRP = Prêmio de risco país

Para calcular o Beta do CAPM, será utilizada a fórmula de beta alavancado de Ross, Westerfield, Jaffe (2015).

Equação 11

$$\beta = \beta_U * [1 + (D/E) * (1 - T_m)]$$

Onde:

- β = Beta alavancado
- β_U = Beta desalavancado
- D = Dívida total da empresa
- E = Valor de mercado da empresa
- T_m = Alíquota de imposto da companhia

Com o custo de capital mensurado, será calculado o custo da dívida (KD), de Saurin, Da Costa Júnior e Zilio (2007), conforme mostra a fórmula abaixo.

Equação 12

$$KD = R_f + \text{spread} + CRP$$

Onde:

- R_f = Taxa livre de risco americana
- Spread = Spread de risco da empresa
- CRP = Prêmio de risco país

Desse modo, a taxa de desconto utilizada será a combinação ponderada do custo de capital próprio (KE) e o custo da dívida (KD). Para isso, será utilizada a fórmula do WACC.

Equação 13

$$WACC = \frac{D}{V} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{V} k_e$$

Onde:

- D/V = nível alvo de dívida para capital total com base em valores de mercado
- E/V = nível alvo de patrimônio líquido para capital total com base em valores de mercado
- K_d = custo de dívida
- K_e = custo de capital próprio
- T_m = Alíquota de imposto da companhia

Por fim, será necessário realizar a conversão dessa taxa de desconto, já que ela está em dólares americanos e o fluxo de caixa do Fleury e o valor de suas ações, estão em reais. Para isso, será utilizada a fórmula de Transformação de Taxas, conforme mostram Ross, Westerfield e Jaffe (2015).

Equação 14

$$(1+R_{R\$}) / (1+\pi_{R\$}) = (1+R_{US\$}) / (1+\pi_{US\$})$$

Onde:

- $R_{R\$}$ = Taxa em R\$
- $\pi_{R\$}$ = Inflação em R\$
- $R_{US\$}$ = taxa em US\$
- $\pi_{US\$}$ = inflação em US\$

3.4. Limitações do Método

A pesquisa irá possuir algumas limitações, tendo em vista que as análises não são totalmente quantitativas, podendo ser influenciadas por vieses do pesquisador e de alguns documentos utilizados.

4. APLICAÇÃO

As informações e dados históricos deste item foram obtidos diretamente com a companhia, através do seu portal de relações com investidores (disponível em ri.fleury.com.br).

4.1. História da Companhia

Segundo seu website de relações com investidores, O grupo Fleury foi formado em 1926, como um laboratório de análises clínicas na cidade de São Paulo. Foi o primeiro laboratório brasileiro a ter um especialista em cada uma das áreas da patologia clínica. Começou uma nova fase em suas operações quando, na década de 1970, inaugurou sua segunda unidade na capital paulista e iniciou o conceito de rede de unidades. Ganhou notoriedade quando se tornou, em 1983, o primeiro laboratório a ofertar exames de centro diagnóstico e de soluções de medicina integrada.

A empresa tem um histórico de sempre se manter na vanguarda tecnológica, implementando sistemas de código de barras para a identificação mais segura dos exames ainda em 1994 e, quatro anos mais tarde, ser a primeira empresa do mundo a disponibilizar resultados de exames pela internet.

Como consta em seu website de relações com investidores, o grupo é conhecido por realizar diversas aquisições de marcas regionais para impulsionar seu crescimento nacional. Esta estratégia começou em 2001 com a compra de laboratórios no Rio de Janeiro. Atualmente, já são mais de 27 aquisições em estados do Sul, Sudeste e Nordeste. Tais marcas serão apresentadas mais a diante neste documento.

Em 2017 foi realizado um mapeamento de oportunidades pela equipe médica do Fleury que resultou no lançamento de 138 novos produtos e alterações de metodologias, aumentando drasticamente o portfólio de exames realizados pela empresa. Nesse mesmo ano, ocorreu o lançamento do portal de Genômica do grupo, possibilitando exames genéticos a clientes de todo o país.

Ao longo do ano de 2019, a empresa criou novas linhas de negócios, como telemedicina e clínicas de atendimento primário. Além disso, também lançou o “Campana Até Você”, o primeiro laboratório 100% digital do Brasil, onde todo o agendamento e acompanhamento do exame, além da visualização dos resultados, são realizados através de um aplicativo, com a coleta sendo feita no local e horário de preferência do cliente.

Em junho de 2022, segundo a companhia, o grupo possuía aproximadamente 10 mil colaboradores e 2,4 mil médicos altamente treinados em mais de 250 unidades de atendimento, em 8 estados do Brasil, e no Distrito Federal, além de estar presente em 25 centros médicos e hospitais, e prestar serviço para mais de 600 laboratórios no Brasil. Possuía um portfólio com mais de 3,5 mil testes e exames.

4.2. Histórico de Fluxo de Caixa para a Firma

Para realizar as projeções que compõe o *valuation* de Fleury, é necessário entender como foi o histórico de geração de caixa para a companhia. Olhando seu histórico desde 2017, é possível notar que a empresa sempre conseguiu ter uma geração de caixa positiva, seja pela sua competência operacional, seja pelo próprio modelo de negócios da companhia. Além disso, é preciso entender como se comportaram cada um dos componentes da conta em relação a receita líquida, que será a base das projeções, ou seja, a margem EBIT, a Depreciação, o Capex e a Necessidade de Capital de Giro.

Tabela 1: Histórico do Fluxo de Caixa para a Firma

FCFF Histórico (R\$ Milhões)	2017	2018	2019	2020	2021
Receita Líquida	2.383	2.664	2.905	2.972	3.873
EBIT	477	503	560	479	667
(-) Imposto de Renda	(107)	(120)	(114)	(84)	(145)
(=) NOPAT	369	384	446	395	523
(+) Depreciação e Amortização	143	189	320	358	389
(-) Capex	(296)	(324)	(208)	(186)	(412)
(+/-) Var. da Necessidade de Capital de Giro	-	(42)	51	48	(59)
(=) Fluxo de Caixa para a Firma	216	207	609	616	441
Componentes como percentual da receita líquida					
Receita Líquida	100%	100%	100%	100%	100%
EBIT	20%	19%	19%	16%	17%
(-) Imposto de Renda	-4%	-4%	-4%	-3%	-4%
(=) NOPAT	16%	14%	15%	13%	13%
(+) Depreciação e Amortização	6%	7%	11%	12%	10%
(-) Capex	-12%	-12%	-7%	-6%	-11%
(+/-) Necessidade de Capital de Giro		-2%	2%	2%	-2%

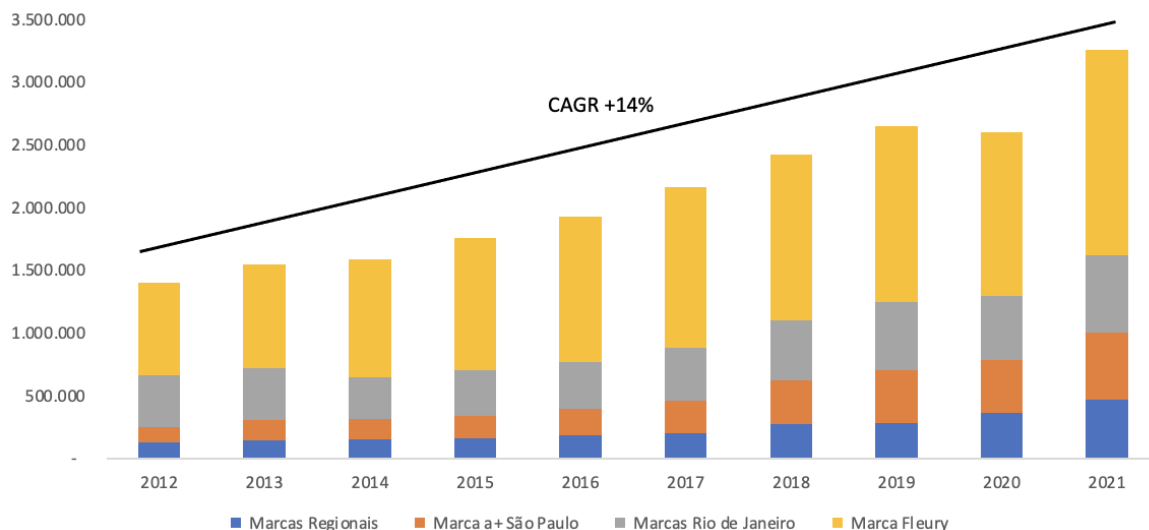
Fonte: Relatórios da Companhia/Elaboração Própria

4.3 Histórico de Resultados

O grupo Fleury possui um bom histórico de resultados, tendo conseguido crescer sua receita consistentemente desde 2010. Esse é um ótimo histórico para servir como base de como

a empresa deve se comportar em eventuais crises, tendo em vista que o Brasil passou pela sua pior recessão nos últimos anos e a empresa ainda conseguiu aumentar suas receitas. Isso se reflete no seu CAGR (taxa de crescimento anual composta), que foi de 14% mesmo após os impactos da COVID-19.

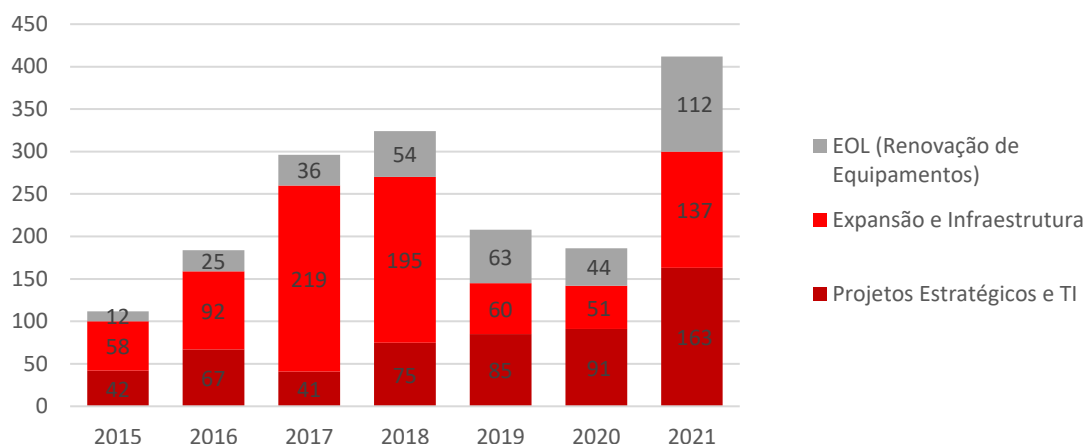
Gráfico 1: Performance da Receita do Grupo Fleury, por linha de negócio (R\$ Milhões)



Fonte: Planilha de fundamento da companhia/Elaboração Própria

Em seguida, por se tratar de uma empresa com um histórico robusto de aquisições e de capital relativamente intensivo, é interessante observar como o capex se comportou ao longo dos anos. Pode-se perceber que a maior parte do capex foi de fato utilizado para expansão e infraestrutura de unidades de atendimento. Outro ponto de análise é observar como projetos estratégicos e de TI têm ganhado força nos últimos anos. Tal mudança é consequência do foco que o grupo tem dado à digitalização de suas operações, com lançamentos de aplicativos e serviços via internet (como por exemplo alguns exames de genômica), como citado anteriormente.

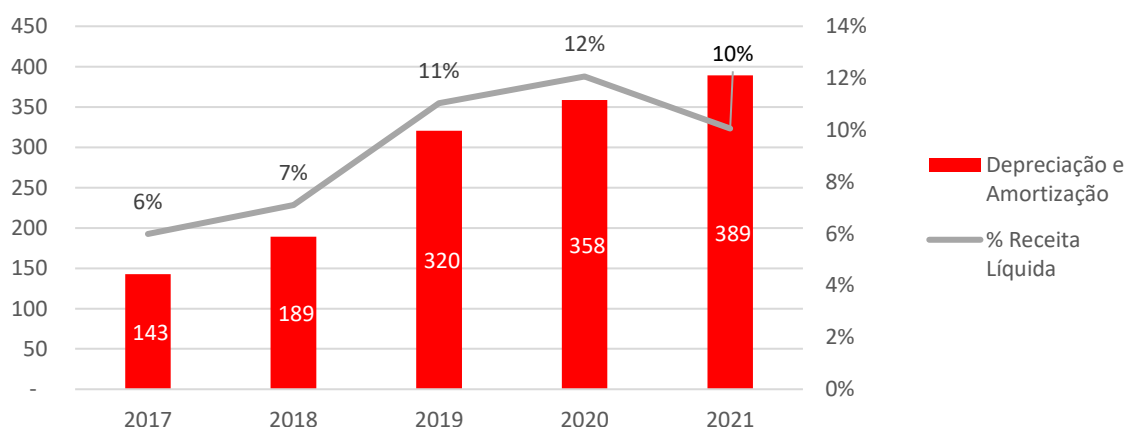
Gráfico 2: Distribuição de Capex (R\$ Milhões)



Fonte: Relatórios de Resultados do Fleury/Elaboração Própria

Quando é analisado o histórico de depreciação e amortização da empresa, é possível observar que ele se encontra razoavelmente estável nos últimos anos. O grande salto que ocorre de 2018 para 2019 foi devido a adoção do IFRS 16, que alterou como certas contas de aluguéis seriam contabilizadas, aumentando a conta de depreciação. No final de 2021, quando comparado com a receita líquida, ela chegou a 10%.

Gráfico 3: Histórico de Depreciação e Amortização



Fonte: Relatórios de Resultados do Fleury/Elaboração Própria

Por fim, a análise de capital de giro da companhia é outro aspecto relevante da análise, já que, segundo Assaf Neto (2003, p.450) “representa o valor total dos recursos demandados pela empresa para financiar seu ciclo operacional”. No caso do Fleury, quando comparado com a receita líquida, a variação da necessidade de capital de giro fica em torno de 2% positivo ou

negativo, ou seja, em alguns anos a empresa aporta esse montante na operação e em outros ela deixa de aportar.

Tabela 2: Histórico de Capital de Giro

Capital de Giro	2017	2018	2019	2020	2021
Ativo Circulante	1.267	1.434	1.485	1.880	1.743
Caixa e Aplicações Financeiras	672	809	804	1.042	797
Passivo Circulante	639	625	747	1.110	1.207
Empréstimos e Financiamentos	318	232	349	603	534
Necessidade de Capital de Giro	274	232	283	332	273
Varição da necessidade de Capital de Giro		(42)	51	48	(59)
Necessidade de Capital de Giro (% da Receita Líquida)	12%	9%	10%	11%	7%
Var. da Necessidade de Capital de Giro (% da Receita Líquida)		-2%	2%	2%	-2%

Fonte: Relatórios de Resultados do Fleury/Elaboração Própria

4.4. Avenidas de Crescimento

Ao olhar para o futuro do grupo Fleury, é possível enxergar algumas avenidas de crescimento que o grupo possa utilizar para desenvolvimento do negócio. A primeira, segundo a apresentação do seu *Investor Day* disponível em seu website de relações com investidores, é a de exames no campo de genômica. O grupo tem investido bastante no setor e espera se consolidar como referência nacional. Ao observar a tendência mundial, é possível notar que esse setor é um dos mais promissores para a próxima década. A empresa americana Grand View Research, especializada em relatórios setoriais e macroeconômicos, afirma que o tamanho potencial do mercado de Biotech no mundo é de mais de USD 700 bilhões até o final da década. Se a empresa de fato se mantiver na liderança nacional até lá, pode capturar boa parte desse mercado no ambiente doméstico e alavancar suas receitas drasticamente.

A segunda avenida de crescimento é a sua consolidação como plataforma de saúde. Segundo relatórios e apresentações da empresa, o grupo é o que possui maior vantagem perante os concorrentes nesse aspecto, tendo em vista a sua grande presença em território nacional e as parcerias já firmadas. Segundo o CFO do grupo, a plataforma atualmente já possui contato com 4 milhões de vidas.

Por fim, outra área que o grupo poderá explorar é a continuação da estratégia de expansão, seja de forma orgânica, pela continuação do plano de expansão já vigente, ou de modo inorgânico, através de fusões e aquisições de marcas regionais. Uma grande fusão que

foi anunciada recentemente, e foi muito bem-vista pelo mercado, foi com o grupo Hermes Pardini, tendo em vista que as suas operações mais se complementam do que se confrontam geograficamente. Segundo seu site de relações com investidores (ri.hermespardini.com.br), o Hermes Pardini possui a maior parte da sua receita (aproximadamente 60%) vinda de negócios *Lab-2-Lab*, enquanto tal modalidade no Fleury não chega a 15% da receita bruta.

4.5. Valuation

4.4.1 Premissas

- **Receita**

Tendo em vista o setor, os produtos que a empresa oferece e as avenidas de crescimento presentes, podemos dividir o seu potencial de crescimento de receita em dois blocos: O primeiro reflete o seu potencial de expansão, através dos novos elos, como a genômica, as operações da SantéCorp, ortopedia e o seu conceito de plataforma de saúde, além da expansão do próprio serviço de diagnóstico, que, embora ainda possua crescimento, não deverá ser algo exponencial devido a sua alta correlação com fatores macroeconômicos e a atual penetração que o serviço já possui no país. Embora sejam muitas novas frentes que a empresa possui capacidade de explorar, elas ainda são relativamente pequenas quando comparadas com a receita total. Por isso, podemos projetar que elas contribuam com um crescimento de 1% na receita consolidada dos próximos anos. O segundo bloco reflete a capacidade da empresa de rentabilizar as lojas que já possui no momento. Isso pode ser medido pela métrica de *Same Store Sales*, ou seja, o crescimento de receita de mesmas lojas. Tal métrica já chegou a 5%. Somando os dois blocos, chegamos à projeção de 6% de crescimento pelos próximos 5 anos.

- **Margem EBIT**

A margem EBIT proposta foi de 20% nos próximos anos.

Como foi mostrado no seu histórico de resultados, a empresa vem constantemente abaixando seus custos e despesas ao longo dos últimos anos. Ao observar o histórico da margem EBIT, é possível ver que ela flutua entre 18% e 20% desde 2017. É possível que essa média se mantenha ao longo dos próximos anos, já que tanto as despesas quanto os custos vêm se

estabilizando quando comparados a receita líquida (variam em torno de 12% e 69%, respectivamente).

- **Imposto de Renda**

A alíquota de imposto de renda é de 34% para empresas. Tal número será utilizado como premissa para o Fleury.

- **Depreciação**

A depreciação oscilou entre 6% e 12% da receita líquida nos últimos anos. É prudente adotar 10% como premissa do comportamento dela nos próximos cinco anos, tendo em vista o efeito do IFRS 16 que, segundo a Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (ANEFAC), “O arrendatário reconhece o direito de uso do ativo e o passivo de arrendamento para quase todos os contratos de arrendamento” (ANEFAC, 2017). Com isso, ainda segundo ANEFAC (2017), a companhia deve contabilizar a depreciação do direito de uso do ativo no DRE, aumentando seu valor absoluto e no relativo à receita.

- **Capex**

Como foi mostrado anteriormente, o capex da empresa é dividido em três grandes grupos: Expansão e Infraestrutura, Renovação de Equipamentos e Projetos Estratégicos e de TI. Olhando seu histórico, é possível observar que ele se mostrou estável, em torno de 10% da receita nos últimos 3 anos. É prudente afirmar que a empresa deverá continuar em níveis similares pelos próximos anos, dados os projetos que ainda possui em andamento. Com isso, foi projetado um nível de 10% em relação a receita líquida, devido ao plano de expansão que a companhia espera realizar. Na perpetuidade, é prudente definir o capex como 100% da depreciação.

Tabela 3: Projeção de Capex

Capex	2022	2023	2024	2025	2026
Manutenção	82	87	92	98	104
% Receita Líquida	2%	2%	2%	2%	2%
Infraestrutura e Expansão	164	174	184	196	207
% Receita Líquida	4%	4%	4%	4%	4%
IT/Digital	164	174	184	196	207
% Receita Líquida	4%	4%	4%	4%	4%
Capex Total	411	435	461	489	518
% Receita Líquida	10%	10%	10%	10%	10%

- **Variação na Necessidade de Capital de Giro**

Tabela 4: Projeção da Variação da Necessidade de Capital de Giro

Capital de Giro	2022	2023	2024	2025	2026
	82	87	92	98	104
Var. da Necessidade de Capital de Giro (% da Rec Líquida)	2%	2%	2%	2%	2%

Fonte: Relatórios da Companhia/Elaboração Própria

A variação da necessidade de capital de giro ficou em 2% da receita líquida nos últimos anos. Como a empresa está com planos de expansão, é possível afirmar que deve haver um aumento do capital de giro necessário na operação.

- **Perpetuidade**

A empresa tem muito a ganhar nas próximas décadas, à medida que a maior parte da população será idosa. Além disso, à medida em que o país continua o seu desenvolvimento, como é esperado na perpetuidade, maior será o acesso da população aos planos de saúde e, conseqüentemente, às marcas do grupo Fleury. Apesar disso, em algum momento a empresa chegará em um nível de maturidade elevado, crescendo em linha com a economia brasileira, sendo prudente, portanto, estimar um crescimento de 2% real para a empresa, mesmo valor da expectativa de crescimento de PIB Real de longo prazo do Relatório Focus, do Banco Central.

Olhando para a inflação brasileira, embora seja possível afirmar que teremos momentos específicos em que ela estará mais alta ou mais baixa, atualmente o Relatório Focus do Banco Central estima que ela fique em 3% no longo prazo.

Desse modo, pode-se estimar um crescimento na perpetuidade de 5% para o Fleury.

4.4.2. Taxa de Desconto

Para taxa de desconto será utilizado o custo médio ponderado de capital da empresa, conhecido como WACC. Para estimá-lo, é preciso obter o custo de capital próprio (KE) e o custo da dívida (KD) da empresa.

- KE

Para estimar o seu custo de capital próprio, foi utilizado o CAPM, tomando como taxa livre de risco o *T-Bond* de 10 anos dos Estados Unidos. O beta utilizado foi o beta alavancado pela estrutura de capital da empresa, tomando como base o beta desalavancado do setor de saúde norte-americano (Damodaran, 2022). Para o prêmio de risco de mercado, foi utilizado a média histórica do mercado americano (Damodaran, 2022). O prêmio de risco país utilizado para o Brasil foi o EMBI-BR, do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Com isso, chegou-se no Custo de Capital Próprio, em dólares americanos, de **12,23%**.

Tabela 5: Projeção do Custo de Capital Próprio

KE - Custo de Capital Próprio	
Renda Fixa Americana	3,53%
Beta Alavancado do Ativo	1,22
Prêmio de risco de mercado USA	5,13%
Prêmio de Risco País	2,44%
Ke USD	12,23%

Beta Alavancado	
Beta do setor de saúde dos EUA	0,90
Total de Dívida da companhia	2.949
Valor de Mercado das Ações	5.493
Alíquota de imposto no Brasil	34%
Beta Alavancado do Ativo	1,22

- KD

Para o custo da dívida foi levado em conta a renda fixa norte americana e o prêmio de risco da empresa que, segundo a agência de risco Moody's, se encontra na classificação de

Aa.br, correspondendo em um *spread*, ou seja, a diferença entre a taxa dos títulos da companhia e a taxa livre de risco, de 3%. O mesmo risco país utilizado para calcular o custo de capital próprio, também foi utilizado. Chegou-se a um custo de dívida, em dólar, de **8,97%**.

Tabela 6: Projeção do Custo da Dívida

KD - Custo de Dívida	
Renda Fixa Americana	3,53%
Prêmio de Risco da Empresa	3,0%
Prêmio de Risco País	2,4%
Kd	8,97%

- WACC

Por fim, para o WACC, além do custo de capital próprio e de terceiros, também foi levado em conta o peso da dívida e do capital próprio da empresa em relação ao seu capital. Após realizar a conversão da taxa para real brasileiro, utilizando a inflação longa do Relatório Focus do Banco Central e projeção para o Índice de Preços do Consumidor (*CPI*, em inglês) dos Estados Unidos para os próximos anos do Fundo Monetário Internacional, chegou-se no valor de **11,10%**.

Tabela 7: Projeção do Custo Médio Ponderado de Capital

WACC	
KE	12,23%
KD	8,97%
Alíquota de imposto	34,0%
Relação Dívida/Total do Capital	35%
Relação Capital Próprio/Total do Capital	65%
WACC USD	10,03%

Conversão de Taxas	
WACC em USD	10,03%
Inflação Brasileira	3,00%
Inflação Americana	2,00%
WACC em BRL	11,10%

4.4.3. Projeções

Com as premissas formuladas e a taxa de desconto definida, foram feitas as projeções para os próximos anos da empresa. Para isso foi utilizado o método “*Free Cash Flow to Firm*”,

partindo do NOPAT, somando a depreciação e diminuindo a Variação na Necessidade de Capital de Giro e o CAPEX.

Tabela 8: Projeção do Fluxo de Caixa para a Firma

Descrição (R\$ Milhões)	2022	2023	2024	2025	2026
Receita Líquida	4.105	4.351	4.612	4.889	5.182
EBIT	821	870	922	978	1.036
(-) Imposto de Renda	(279)	(296)	(314)	(332)	(352)
(=) NOPAT	542	574	609	645	684
(+) Depreciação e Amortização	411	435	461	489	518
(-) Capex	(411)	(435)	(461)	(489)	(518)
(+/-) Necessidade de Capital de Giro	(82)	(87)	(92)	(98)	(104)
(=) Fluxo de Caixa para a Firma	460	487	517	548	580
(+) Perpetuidade					9.985
Fator de Desconto	1,11	1,23	1,37	1,52	1,69
Valor Presente dos Fluxos de Caixa	414	395	377	359	6.241
Valor da Firma	7.785				
(-) Dívida Líquida	2.299				
(=) Valor para o Acionista	5.486				
Número de ações (Milhões)	367				
Valor Justo das ações	R\$ 14,94				

Perpetuidade	
Fluxo em 2026 (R\$ Milhoes)	580
Taxa de Crescimento Perpétuo	5%
WACC	11,10%
Fluxo da Perpetuidade (R\$ Milhões) em 2026	9.985

4.4.4. Matriz de Sensibilidade

Apesar de, dado o histórico operacional da empresa, ser provável que ela continue nessa trajetória de crescimento de 6% ao ano, não é prudente analisar somente esse cenário antes de tomar uma decisão de investimento. Como parte do estudo, variações de cenários mais negativos e mais favoráveis também devem ter o seu impacto analisado. No caso do Fleury foram realizados quatro outros cenários de crescimento de receita em comparação com o cenário base:

- CAGR de 5,5% - aproximadamente 10% a menos de crescimento
- CAGR de 5% - aproximadamente 15% a menos de crescimento
- CAGR de 6,5% - aproximadamente 10% a mais de crescimento
- CAGR de 7% - aproximadamente 15% a mais de crescimento, caso a empresa consiga manter o seu ritmo de crescimento dos últimos 10 anos.

No eixo vertical da tabela, foram analisados diferentes cenários de custo de capital, partindo do custo de capital utilizado na análise (11,10%) e variando 0,5% e 1% para cima e para baixo. Tais variações representam as possibilidades de mudanças exógenas, como as de taxas de juros, risco país, ou da própria estrutura de capital da companhia, caso decida aumentar ou diminuir a participação de dívida na estrutura.

Ao analisar os resultados obtidos na matriz, é possível verificar, em primeiro lugar, o impacto da variação do WACC no valor justo das ações. Tal movimento se deve ao fato de uma grande parte do valor da companhia (aproximadamente 75%) se encontrar na perpetuidade, sendo mais sensível as variações da taxa de desconto. Em segundo lugar, ao analisar a variação do crescimento de receita, é possível notar que existe potencial de valorização em todos os cenários de crescimento. Como a ação hoje é negociada em torno dos R\$15 reais, o resultado obtido foi coerente com o preço observado em mercado.

Tabela 9: Matriz de Sensibilidade Crescimento de Receita X WACC

		Crescimento anual de receita (2022-2026)				
		5,0%	5,5%	6%	6,5%	7,0%
WACC	10,10%	18,04	18,57	19,11	19,67	20,23
	10,60%	15,87	16,35	16,84	17,34	17,85
	11,10%	14,06	14,50	14,94	15,39	15,86
	11,60%	12,52	12,92	13,33	13,74	14,17
	12,10%	11,20	11,57	11,94	12,33	12,72

5. CONCLUSÃO

Esta monografia teve como objetivo inicial a realização de uma análise do fluxo de caixa da empresa Fleury S.A., a fim de se encontrar o seu valor justo. No trabalho, foi definido, segundo Martins (2001) e Damodaran (2012), que o valor justo de uma empresa depende primordialmente da soma dos fluxos de caixa futuros trazidos a valor presente. O método de avaliação escolhido foi o método de Fluxo de Caixa Descontado Para a Firma. Com isso, foram analisados o histórico de geração de caixa da empresa e de cada componente do fluxo de caixa e, por fim, as expectativas de comportamento desses fluxos de caixa no futuro, que serviram como base para o cálculo do valor justo das ações da empresa.

A partir do método utilizado, chegou-se em um valor justo por ação de **R\$ 14,94**. Como a empresa atualmente é negociada em torno dos R\$15 reais, é possível observar que o valor justo está muito perto do negociado atualmente.

O estudo, entretanto, possui algumas limitações. Em primeiro lugar, não houve contato com a equipe de relações com investidores da empresa ou com qualquer executivo. Entrevistas com tais grupos podem influenciar na elaboração das premissas do modelo de avaliação, já que eles possuem informações mais atualizadas dos planos futuros da empresa. Além disso, todas as projeções se baseiam no comportamento dos componentes do Fluxo de Caixa para a Firma em relação a receita da companhia, sendo que outros fatores também podem influenciar nesses componentes. Um exemplo é o capital de giro, que pode flutuar de acordo com o prazo de recebimento de pagamentos dos clientes do Fleury, que em sua maioria são os planos de saúde.

Por fim, o trabalho apresentado não esgota as possibilidades de pesquisa do tema. Trabalhos envolvendo a comparação do fluxo de caixa de empresas de áreas de atuação semelhantes e os seus impactos na precificação de suas ações, além da influência de certos componentes exógenos, como a taxa de juros e a alíquota básica de imposto de renda na precificação de ativos, são temas importantes que podem ser desenvolvidos.

Cabe ressaltar que este é um trabalho acadêmico e não deve ser entendido como indicação ou recomendação de investimento.

6. REFERÊNCIAS

ARAÚJO, Elisson Alberto Tavares; OLIVEIRA, Victor do Carmo; SILVA, Wendel Alex Castro. CAPM EM ESTUDOS BRASILEIROS: UMA ANÁLISE DA PESQUISA. Revista de Contabilidade e Organizações, [s. l.], v. 6, n. 15, p. 95-122, 10 jun. 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. Finanças Corporativas e Valor. São Paulo: Atlas, 2003.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS EXECUTIVOS DE FINANÇAS, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE. Impactos Contábeis do IFRS 16 - Operações de Arrendamento Mercantil. [S. l.], 10 ago. 2017. Disponível em: <https://www.anefac.com.br/uploads/arquivos/201781595914201.pdf>. Acesso em: 19 dez. 2022.

Berkshire and Wesco Annual Meetings, Outstanding Investor Digest, Vol. 18, Nos. 3-4, Year End 2003, 36.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. 31/05/2022. Formulário Cadastral, [S. l.], 31 maio 2022. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?NumeroSequencialDocumento=116309&CodigoTipoInstituicao=1>. Acesso em: 22 nov. 2022.

COSTA JR., N. C. A.; MENEZES, E. A.; LEMGRUBER, E. F. Estimação do beta de ações através do método dos coeficientes agregados. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro: v. 47, n. 4, p. 605-621, out./dez., 1993.

CUNHA, Moisés Ferreira; PEREIRA, Ednei Moraes; DA CRUZ, Alethéia Ferreira; RECH, Ilírio José. CUSTO DE CAPITAL MÉDIO PONDERADO NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS NO BRASIL: UMA INVESTIGAÇÃO DA ADERÊNCIA ACADÊMICA E A PRÁTICA DE MERCADO. Revista Ambiente Contábil, [s. l.], 10 set. 2013.

DAMODARAN, Aswath. Country Risk and Company Exposure: Theory and Practice. Journal of Applied Finance, [S. l.], v. 13, n. 2, p. 70, 1 jun. 2003.

DAMODARAN, Aswath. Investment Valuation. 2. ed. [S. l.]: Wiley, 2002.

DAMODARAN, Aswath. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3. ed. [S. l.]: Wiley, 2012.

DAMODARAN, Aswath. Working capital in valuation. [S. l.], 2001. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/noncashwc.htm. Acesso em: 14 dez. 2022.

ENANPAD, 1999, Foz do Iguaçu / PR. BUSCANDO O VALOR INTRÍNSECO DE UMA EMPRESA: REVISÃO DAS METODOLOGIAS PARA AVALIAÇÃO DE NEGÓCIOS [...]. [S. l.: s. n.], 1999.

Fama, E.F. (1970), Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, The Journal of Finance (acessado em 16 de junho)

Frank J. Fabozzi; Sergio M. Focardi; Caroline Jonas, “Equity Valuation: Science, Art, or Craft?” CFA Institute Research Foundation, 2017

MARTINEZ, Antônio Lopo. Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. Anais do 23º Encontro da ANPAD. Foz do Iguaçu, 1999.

MARTINS, E.; MARTINS, V. A. WACC – Uma falha conceitual na avaliação da firma? In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS. São Paulo, 2003.

MARTINS, Eliseu. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

MARTINS, V. A. Interações entre Estrutura de Capital, Valor da Empresa e Valor dos Ativos, Tese de Doutorado, Depto. Contabilidade e Atuária FEA/USP, 2005

MAUBOUSSIN, Michael J. What Does an EV/EBITDA Multiple Mean?. BLUE MOUNTAIN INVESTMENT RESEARCH, [s. l.], 13 set. 2018.

MAUBOUSSIN, Michael J.; CALLAHAN, Dan. What Does a Price-Earnings Multiple Mean?: An Analytical Bridge between P/Es and Solid Economics. Credit Suisse Global Financial Strategies, [s. l.], 29 jan. 2014.

MIELCARZ, Paweł; MLINARIČ, Franjo. The superiority of FCFF over EVA and FCFE in capital budgeting. Economic research - Ekonomska istraživanja, [s. l.], v. 27, n. 1, 20 dez. 2014.

MONTIER, James. Value Investing: Tools and Techniques for Intelligent Investment. [S. l.]: John Wiley & Sons, 2009.

PEREZ, Marcelo Monteiro; FAMÁ, Rubens. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. Administração em Diálogo, [s. l.], 1 jun. 2004.

PLENBORG, T. Firm valuation: comparing the residual income and discounted cash flow approaches. Scandinavian Journal of Management, v. 18, 2002.

RELAÇÃO com Investidores DASA. [S. l.], 1 jan. 2022. Disponível em: <https://www.dasa3.com.br>. Acesso em: 15 jun. 2022.

RELAÇÃO com Investidores Fleury. [S. l.], 1 jan. 2022. Disponível em: <https://ri.fleury.com.br/>. Acesso em: 15 jun. 2022.

RELAÇÃO com Investidores Hermes Pardini. [S. l.], 1 jan. 2022. Disponível em: <https://ri.hermespardini.com.br>. Acesso em: 15 jun. 2022.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey. Administração financeira. [S. l.: s. n.], 2015.

SAURIN, Valter; DA COSTA JÚNIOR, Newton Carneiro Affonso; ZILIO, Annelise da Cruz Serafim. ESTUDO DOS MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS COM BASE NA

METODOLOGIA DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO: ESTUDO DE CASO. Revista de Ciências da Administração, [s. l.], v. 9, ed. 18, p. 123-148, 1 ago. 2007.

SHARPE, W. F. A simplified model for portfolio analysis. Management Science, Eldridge, v. 9, n. 2, p. 277-293, Jan., 1963.

YIN, Robert K. Case Study Research: Design and Methods. 4. ed. [S. l.]: SAGE, 2009.