



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Lucas Gaudeoso de Couto

**VALORAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DO GRUPO FLEURY**

Rio de Janeiro

2023

Lucas Gaudeoso de Couto

## **VALORAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DO GRUPO FLEURY**

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.

Orientadora: Professora Dra. Margarida Sarmiento Gutierrez

Coorientador: Professor Me. Jorge de Lacerda Werneck

Rio de Janeiro

2023

### CIP - Catalogação na Publicação

C871v      Couto, Lucas Gaudeoso de  
             Valoração Econômico-Financeira do Grupo Fleury /  
             Lucas Gaudeoso de Couto. -- Rio de Janeiro, 2023.  
             85 f.

             Orientadora: Margarida Sarmiento Gutierrez.  
             Coorientador: Jorge de Lacerda Werneck.  
             Trabalho de conclusão de curso (graduação) -  
             Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto  
             de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2023.

             1. Valuation. 2. Fluxo de Caixa Descontado. 3.  
             FCLE. 4. Grupo Fleury. 5. FLRY3. I. Gutierrez,  
             Margarida Sarmiento, orient. II. Werneck, Jorge de  
             Lacerda, coorient. III. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos  
pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

LUCAS GAUDEOSO DE COUTO

VALORAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DO GRUPO FLEURY

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, 22/08/2023.

---

MARGARIDA MARIA GOMES PEREIRA SARMIENTO GUTIERREZ - Presidente  
Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

---

JORGE DE LACERDA WERNECK  
Mestre em Administração pela UFRJ

---

JOÃO FELIPPE CURY MARINHO MATHIAS  
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

## **AGRADECIMENTOS**

Quero agradecer primeira e principalmente à minha mãe por toda a dedicação e amor no meu processo de formação como pessoa. Sou grato a ela, incondicionalmente, por acreditar nos meus sonhos - mais do que ninguém - e por ter possibilitado que eu pudesse alcançá-los.

Agradeço aos meus padrinhos e avós, por terem sido fundamentais à minha criação e por terem sempre prezado pela minha educação. Durante o curso todo fiquei imaginando como eu apresentaria o Rio para meu avô, que foi a primeira pessoa a querer me visitar quando fui aprovado e me mudei, mas que só não o fez pela natureza finita da vida.

Ao meu pai e minha madrasta, agradeço por toda a preocupação e atenção durante o meu percurso de vida.

Agradeço aos meus amigos, que também são minha família, Rodrigo e Fernanda, pela motivação, respeito e crença na minha trajetória; bem como por me inspirarem profissionalmente.

À Beatriz, minha namorada, conselheira e amiga, agradeço pelo apoio integral e absoluto durante todo o processo do presente trabalho e do meu estágio. Obrigado por me inspirar a entregar sempre o melhor de mim.

Aos meus inestimáveis amigos de longa data, Laissa, Amanda, Vitor e Caio, quero agradecer por terem me apoiado consistentemente e de diversas maneiras - tanto antes como, principalmente, durante a universidade, independentemente da distância.

Aos queridos amigos da graduação, tenho gratidão por todos os momentos felizes e, também, pelos difíceis, em que estiveram ao meu lado durante todos esses anos.

Agradeço ao meu coorientador, Jorge Werneck, e à minha orientadora, Margarida Gutierrez, por terem possibilitado eu me aprofundar e refletir sobre um tema tão importante para mim com o devido acompanhamento e estímulo.

À chefe da secretaria de graduação, Anna Lúcia, e aos coordenadores de graduação, a minha gratidão por tornarem o Instituto de Economia mais eficiente, proveitoso e justo. Aos professores do curso, sou grato pelos desafios, questionamentos e ensinamentos.

## RESUMO

É observado no Brasil, há menos de dez anos, um crescente número de investidores locais na bolsa de valores do país, a B3. Dado que para se tomar decisões bem fundamentadas nesse mercado é preciso conhecer o valor intrínseco/justo dos ativos, torna-se essencial conhecer o processo de *valuation*. Nesse sentido, esse processo de avaliação de empresas vem se tornando ainda mais importante para a população. Diante disso, optou-se por apresentá-lo e explicá-lo por meio desta monografia. Para isso, foi imprescindível escolher uma empresa para ser analisada – no caso, decidiu-se pelo Grupo Fleury. O referido grupo brasileiro de serviços de medicina diagnóstica, listado na B3, tem quase 100 anos de atuação e está presente em 9 estados brasileiros e no Distrito Federal. A motivação dessa escolha se deve à sua interessante e sólida trajetória nesse longo tempo, bem como à sua enorme contribuição para o seu setor e para o Brasil. Diante disso, este trabalho visa fazer um *valuation* de empresa por meio do método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), o qual é mundialmente reconhecido. Além disso, objetiva-se conseguir concluir se é um bom negócio – de razoáveis retorno financeiro e risco –, no contexto atual, investir no Grupo Fleury via mercado acionário (FLRY3). Ao considerar como o limite temporal da base de dados históricos o encerramento de 2022 e ao aplicar o método FCD pela sua variação denominada Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE), concluiu-se que o preço intrínseco/justo do FLRY3 - pelas premissas e modelo utilizados - é de R\$20,14. Dado que esse valor representa um potencial – significativo – de valorização de 31% em relação ao seu preço de mercado ao final de 2022, concluiu-se como um bom negócio o investimento (compra) nessa ação.

Palavras-chave: *Valuation*; Fluxo de Caixa Descontado; FCLE; Grupo Fleury; FLRY3; Medicina Diagnóstica.

## **ABSTRACT**

It is observed in Brazil, since almost ten years, a growing number of local investors in the country's stock exchange, called B3. Given that to make well-founded decisions in this market it is necessary to know the intrinsic/fair value of the assets, it is essential to know the Valuation process. In this sense, this process of evaluating companies has become even more important for the population. Due to that, it was decided to introduce and explain it through this monograph. For this, it was crucial to choose a company to be analyzed - in this case, it was decided to be the Fleury Group. That brazilian diagnostic medicine services business group, listed on the brazilian stock exchange - B3 -, has been running for almost 100 years; currently operating in 9 states of the country and in its federal district. The motivation of this choice is due to its interesting and solid trajectory in that long time, as well as its enormous contribution to its sector and to Brazil. From this, the present monograph intends to evaluate Grupo Fleury by means of the Valuation process named Discounted Cash Flow (DCF), which is recognized worldwide. Besides, it aims to conclude if it is a good deal – reasonable financial gain and risk –, in the current context, to invest in Grupo Fleury via stock market (ticker FLRY3). Considering the closure of 2022 as the time limit of the historical database and applying the DCF method by its variation called Free Cash Flow to Firm (FCFF), it was concluded that the intrinsic/fair price of FLRY3 - by the assumptions and model used - is R\$20,14. Given that this value represents a potential - significant - appreciation of 31% in relation to its market price at the end of 2022, it was concluded as a good deal investing (buying) in this stock.

**Keywords:** Valuation; Discounted Cash Flow; FCFF; Grupo Fleury; FLRY3; Diagnostic Medicine

## **LISTAS DE FIGURAS**

Figura 1: Parecer da auditoria do Grupo Fleury de 2022. ....	16
--------------------------------------------------------------	----



## **LISTAS DE GRÁFICOS**

Gráfico 1: Dados macroeconômicos do Brasil. ....	57
Gráfico 2: Resultado Líquido da Saúde Suplementar no Brasil. ....	59
Gráfico 3: Crescimento da população idosa brasileira. ....	60
Gráfico 4: Evolução da Receita Líquida do Grupo Fleury. ....	64

## LISTAS DE TABELAS

Tabela 1: Projeção do Ativo Circulante. ....	45
Tabela 2: Projeção dos Ativos Realizáveis a Longo Prazo .....	45
Tabela 3: Projeção dos Ativos Permanentes.....	46
Tabela 4: Projeção do Passivo Circulante .....	47
Tabela 5: Projeção do Passivo Não Circulante.....	47
Tabela 6: Projeção do Patrimônio Líquido.....	48
Tabela 7: Balanço Patrimonial do Grupo Fleury (em R\$MM) .....	67
Tabela 8: DRE do Grupo Fleury (em R\$MM) .....	68
Tabela 9: Decomposição do Caixa do Grupo Fleury (em R\$MM). ....	69
Tabela 10: Cálculo da Dívida Bruta do Grupo Fleury.....	69
Tabela 11: Projeção do Fluxo de Caixa Livre da Empresa .....	73

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	11
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	15
2.1 Definições teóricas e equações .....	19
2.1.1 Endividamento .....	19
2.1.2 Taxas de Risco .....	20
2.1.3 Custo de Capital de Terceiros (Kd ou Ki) .....	24
2.1.4 Custo de Capital Próprio (Ke) .....	27
2.1.5 WACC.....	29
2.1.6 Crescimento na perpetuidade (g) .....	31
2.1.7 <i>Firm Value</i> ou Valor da Empresa .....	31
2.1.8 Equity Value.....	33
3. METODOLOGIA.....	35
3.1 Premissas para projeções.....	38
3.1.1 Receita Bruta .....	38
3.1.2 Custos e Despesas .....	40
3.1.3 Imobilizado ( <i>PP&amp;E</i> ): CAPEX e D&A Total .....	41
3.1.4 Capital de Giro.....	43
3.1.5 Resultado Financeiro.....	44
3.1.6 Balanço Patrimonial .....	44
3.2 Avaliação por fluxo de caixa descontado (FCD) .....	48
3.2.1 Fluxo de caixa livre da empresa (FCLE ou <i>FCFF</i> ) .....	49
3.3 Menção: outros métodos de avaliação .....	52
3.3.1 Fluxo de caixa livre do acionista (FCLA ou <i>FCFE</i> ) .....	52
3.3.2 Avaliação pela abordagem relativa .....	54
4. ESTUDO TOPDOWN.....	57
4.1 Cenário econômico e setorial.....	57
4.2 O Grupo Fleury .....	61
4.2.1 História e estratégias.....	61
4.2.2 Análise qualitativa .....	63
5. PROCESSO DE <i>VALUATION</i> .....	67
6. CONCLUSÃO .....	77
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	78
ANEXO A – RELATÓRIO DA XP INVESTIMENTOS SOBRE FLRY3 .....	82

ANEXO B – RELATÓRIO 2022 DA MOODY’S SOBRE O GRUPO FLEURY .....	83
----------------------------------------------------------------	----

## 1. INTRODUÇÃO

Segundo Damodaran (2012), a avaliação de empresas tem uma importância fundamental para os diferentes grupos e tipos de investidores existentes.

A exemplo destes, o autor menciona que há os oportunistas, que visam obter lucros de curto prazo comprando ações quando esperam alta do mercado.

Há também os que se apoiam em gráficos de preço (análise técnica) em suas decisões de investimento e aqueles investidores, longo prazistas, que tomam suas decisões se apoiando na geração de caixa futuro das empresas (análise fundamentalista).

Para todos esses grupos, à luz de Damodaran, o *valuation* pode trazer relevância e sentido à tomada de decisão, ainda que de forma diferente e em diferentes graus.

Segundo o influente professor da *New York University (NYU)*, tal processo de valoração pode ser, para os oportunistas, uma confirmação se o setor ou a classe de ativos (ações, debêntures, etc.) irá se valorizar ou se depreciar.

Deste modo, para o grupo mencionado, o *valuation* constitui uma garantia a mais em caso de a avaliação técnica falhar.

Já para os analistas técnicos, os quais tomam decisões com base na tendência de gráficos (históricos) de preço ou de volume dos ativos, esse processo avaliativo pode trazer uma maior percepção sobre a mudança de sentido dessas tendências de preço, por exemplo.

Para os analistas fundamentalistas, por fim, pode promover uma comparação estratégica entre empresas para saber se uma ação está sobre ou subvalorizada.

Desse modo, o *valuation* se torna cada vez mais importante ao passo em que cresce expressivamente o número de investidores na bolsa de valores brasileira, a B3.

Esse fenômeno se torna evidente ao passo que – entre 2018 e 2022 – foi observado um crescimento de mais de 700% no número de investidores pessoas físicas na bolsa brasileira. Ou seja, esse número mais que octuplicou de tamanho no referido período (B3, 2023).

Diante do interesse crescente de investidores na bolsa brasileira e de seu provável propósito gerador - o desejo de concretizar bons negócios – é de grande relevância conhecer o conceito que baliza e dá sentido ao *valuation*: o *value investing*.

O *value investing*, fundado por Benjamin Graham - fato enfatizado pelo jornalista Jason Sweig na obra de Graham (2016) -, é o princípio de se investir em um ativo pelo seu valor e não pelo seu preço; caso o valor apurado seja maior do que o preço praticado.

Tutor de Warren Buffet, o investidor mais bem sucedido do século XX e um dos maiores atuais, Graham (2016) infere que é a partir do valor – real – dos ativos, e não do seu preço, que são fundamentadas as melhores decisões de investimento.

Ao visar o longo prazo, isso se prova historicamente, segundo o tutor. Ele demonstra a associação dos mais consistentes e seguros retornos na bolsa à essa prática de investimento baseada em valor.

Damodaran (2012) compreende que uma ação negociada está cara quando o valor de mercado (preço) se encontra maior que o seu valor intrínseco (real) e barata quando o valor de mercado se mostra menor que o intrínseco.

Desse modo, conhecendo-se o intervalo entre o preço e o valor intrínseco de uma ação, as decisões de investimento (compra ou venda) terão maior embasamento e chances de sucesso.

Como sugere Damodaran (2012), é evidente que quanto maior for esse intervalo, maiores serão os retornos. Essa diferença pode ser explicada, também, pela existência da assimetria de informação nos mercados - informação imperfeita.

Tal fenômeno da assimetria é alertado e discutido, por exemplo, no consagrado *paper* de Stiglitz e Rothschild (1976), no contexto do mercado de seguros.

Já no contexto do mercado acionário, é razoável afirmar que essa falha afeta também direta e diferentemente as decisões de investimento dos agentes.

Nesse sentido, o preço de mercado de uma ação reflete, na verdade, as diferentes opiniões, impulsos, premissas e análises a partir de captações não equivalentes de informação.

Naturalmente, em decorrência disso, o preço de mercado se diferencia do valor intrínseco e justo de determinado ativo, o qual se trata do seu valor real.

Considerando o encerramento de 2022 como o limite temporal da base de dados históricos, o presente trabalho tratará de demonstrar e realizar o processo que determina esse valor justo/intrínseco de uma empresa, denominado *Valuation*.

Esse processo de valoração econômico-financeira empresarial será realizado sobre a organização brasileira Grupo Fleury, cabendo responder à pergunta:

É um bom negócio – de razoáveis retorno financeiro e risco –, no contexto atual, investir no Grupo Fleury via mercado acionário (ticker FLRY3)?

A escolha desta empresa para a análise se deu em razão da sua interessante, inovadora e bem-sucedida trajetória em seus quase 100 anos de atuação.

Seus valores e estratégias tiveram e tem enorme impacto sobre o setor de medicina diagnóstica, no qual está inserido. Ao longo desse longo tempo, o Grupo Fleury (2023) promoveu diversas tecnologias para o setor e contribuiu para a saúde da população.

Dentre algumas dessas importantes contribuições tecnológicas são a implantação – no mundo – da divulgação online dos resultados e a identificação/discernimento do material biológico dos pacientes por código de barras.

A partir de um conjunto de informações da Associação Brasileira de Medicina Diagnóstica (ABRAMED, 2023), conhecida também como Abramed, calculou-se o *market share* (*MS*) do grupo, o qual consistiu em 5,5% em 2022.

Tratando-se o *market share* (*MS*), segundo o *Corporate Finance Insitute* (2023), da porção do mercado (setorial) sobre a qual a empresa recebe seu faturamento, o Grupo Fleury detém o segundo maior *MS* do seu setor – pelos dados concorrenciais do website Investing (2023).

No caso, esse setor tem fundamental importância porque é a partir de exames de imagem e de análise de material biológico que os médicos tomam suas decisões e orientam seus pacientes.

Segundo a Abramed (2023), a exemplo disso, os resultados laboratoriais possuem uma influência de aproximadamente 70% na tomada de decisão dos profissionais médicos.

De acordo com o Instituto de Estudos de Saúde Suplementar (2021), ou IESS, apesar de haver entraves significantes para o desenvolvimento do setor, há um grande otimismo com relação ao avanço tecnológico.

A despeito da vasta desistência em relação a planos de saúde na pandemia da Covid-19, da grande burocracia e dos altos custos do serviço, as inovações tecnológicas, segundo o IESS (2021), poderão duplicar a demanda por exames de 2015 até 2030.

Exposta a devida relevância do Grupo Fleury e da análise fundamentalista, tem-se que o objetivo geral deste trabalho é analisá-lo e determinar o seu valor justo/intrínseco. Para isso, será utilizado o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

Aplicado esse método, abreviado como FCD, será possível alcançar o objetivo específico desta monografia: conseguir de maneira sólida e embasada concluir qual pode ser a decisão de investimento mais adequada, no contexto temporal delimitado, para o ativo FLRY3.

No Capítulo 2, o próximo capítulo, serão discutidos os fundamentos determinantes da viabilidade de um *valuation*; as origens de sua necessidade e; ao final, serão definidas e discutidas as variáveis e equações que fundamentam esse processo.

Já no Capítulo 3, será descrita a metodologia utilizada para a análise avaliativa – o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) –, bem como serão percorridos os procedimentos de pesquisa e as premissas que embasam as projeções do modelo.

No capítulo 4 será feito o estudo qualitativo da companhia tendo como ponto de partida os fatores mais globais que afetam o seu desempenho e o desenvolvendo de modo a ser encerrado pelos seus fatores mais específicos.

Uma vez exposta a análise anterior, serão executados, no capítulo 5, os cálculos referentes ao método do FCD por via da sua variação denominada Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE), percorrida no capítulo 3, escolhida para a aplicação do *valuation*.

Por fim, no capítulo 6, será realizada a conclusão do presente trabalho, pontuando o seu embasamento e o encaminhamento dos seus objetivos.



## 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Conforme Reis e Tosetto (2019), é impreterível para a construção de um modelo de *valuation* válido, que tenha precisão, trabalhar com dados históricos que estejam refletindo o que de fato ocorreu. Os autores detalham isso melhor a seguir:

Embora não seja comum, os lançamentos financeiros podem ser divulgados pelas empresas incorretamente em algum grau.

Esta inconsistência é notada tanto quando consideramos empresas de capital fechado como também quando tratamos daquelas de capital aberto.

Para este tipo de empresa, o canal oficial para a divulgação de seus dados é o seu respectivo site de Relação com o Investidor.

A despeito de haver fiscalização pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC) e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para fins de credibilidade das informações, ela também precisa ser garantida por meio de outros critérios

Dentre eles, principalmente, está a realização de auditoria a partir de empresas independentes de consultoria e auditoria.

Além disso, essa apuração precisa ser executada de forma eficiente e transparente para que o(a) analista possa realizar, seguramente, o manuseio dos dados históricos financeiros em seu modelo.

Quanto mais precisas forem as informações contábeis utilizadas, aliadas a premissas razoáveis de projeção, mais próxima da realidade estará a análise e maior o potencial de sucesso da previsão do valor intrínseco.

Segundo o NBC T 11- IT 05 (CFC Resolução nº 830/1998), há alguns tipos de opinião conclusiva emitidos pelos auditores para com as empresas auditadas.

São eles, em ordem decrescente de grau de confiabilidade/suficiência das demonstrações financeiras: “sem ressalvas”; “com ressalvas”; “adversa” ou “abstenção de opinião”.

Uma opinião sem ressalvas significa que, considerando os aspectos relevantes, todas as informações são adequadas e confiáveis. Já o parecer com ressalvas implica que há algumas (poucas) informações inconsistentes, indicando-as.

A opinião adversa é inconclusiva e reconhece que as informações são em grande parte inconsistentes.

Por fim, a abstenção de opinião ocorre quando não é possível nem estabelecer uma crítica, uma vez as evidências para conclusão da veracidade dos dados são insatisfatórias.

No caso do Grupo Fleury, o parecer que encerra o último ano dos dados históricos analisados neste trabalho (2022), realizado pela KPMG Auditores Independentes, indica uma opinião sem ressalvas:

Figura 1: Parecer da auditoria do Grupo Fleury de 2022.

**c. Ressalvas e ênfases presentes no parecer do auditor**

Não há nenhuma ressalva, assim como não há nenhum parágrafo de ênfase no parecer dos auditores.

Fonte: Website de RI do Grupo Fleury: Formulário de Referência 2022 (p.169).

Não somente a auditoria, mas o processo de *due diligence* como um todo é indispensável na contribuição para os fundamentos da avaliação de uma empresa, à luz de Assaf Neto (2014b).

Tal processo diz respeito à mais completa investigação/apuração possível a ser realizada sobre uma empresa, envolvendo todas as esferas e naturezas estruturais dela – fiscal, contábil, trabalhista etc., por um analista externo e não viesado.

Nessa apuração, são tratados de forma investigativa tanto o presente quanto o passado da companhia. Inferindo-se sobre as estruturas de capital (patrimônio líquido e passivos) e seus indicadores para os anos que se projetam no longo prazo.

A *due diligence*, não obstante, é mandatória para diversas áreas em que o *valuation* é necessário. As principais áreas de aplicação desse processo no mercado financeiro são as de, segundo Damodaran (2002), Oferta Pública Inicial (*IPO*); Fusões e Aquisições (*M&A*); *Private Equity (PE)* e *Equity Research*.

Essas áreas serão a seguir explicadas pelas definições do *Corporate Finance Institute (CFI)*. Esse instituto de educação em finanças é reconhecido internacionalmente por bancos (Credit Suisse, J.P. Morgan, etc.), universidades e empresas.

Em relação à Oferta Pública Inicial (*IPO*), o *CFI* (2019a) esclarece que é a primeira oferta pública (de venda) de ações de uma empresa quando esta abre o capital na bolsa.

Já as Fusões e Aquisições (*M&A*), afirma o *CFI* (2020), ocorrem quando uma empresa vislumbra se fundir a outra ou adquiri-la.

A área de Private Equity (*PE*), por sua vez, é representada por fundos/empresas de *PE*. Esses fundos, como define o *CFI* [entre 2016 e 2023], objetivam adquirir parcial ou totalmente uma empresa de capital fechado para controlá-la direta ou indiretamente.

O intuito disso é promover, por meio desse controle, diversas melhorias à empresa controlada. Tornando-a maior e mais rentável, então, visa-se a sua venda com alto lucro/retorno. Essa venda pode ocorrer via *IPO*; para outro fundo de *PE*; etc.

Por fim, o *Equity Research* é a área responsável pela geração de relatórios de recomendação de compra ou venda de ações, segundo Powell (2018) do *CFI*. Essa área está presente em gestoras e bancos, por exemplo.

Em todas essas áreas citadas, é indispensável o processo de apuração do valor intrínseco/justo da empresa-alvo para ser feito o melhor negócio possível – ou simplesmente para orientar a decisão de se fazer ou não um negócio.

Compreendida a importância do processo de *valuation* e do rigor com os dados/fontes que deve ser tomado para se poder fundamentá-lo/realizá-lo, é preciso entender melhor o seu conceito para trazer mais clareza ao processo de valoração.

Como visto anteriormente, o *valuation* é uma ferramenta/meio de orientar - de forma mais precisa e embasada - a tomada de decisão dos investidores, baseando-se no valor intrínseco/justo de uma empresa apurado por esse método.

Nesse sentido, é imprescindível entender do que se trata esse valor. Tanto para Damodaran (2012) como para Graham (2016), a boa decisão de investimento é fundamentada a partir do valor real de uma companhia e não do seu preço em si.

É evidente que o preço importa, mas somente como um referencial. Graham (2016) ao ponderar sobre a viabilidade do investimento em uma ação considera o seu lucro (principalmente); preço de mercado; valor patrimonial; etc.

Porém, para ele, as oscilações do preço de mercado pouco importam dado que o valor de uma empresa é afetado pelo seu potencial de crescimento e lucro. Já para os especuladores, segundo Graham (2016), o preço atual e sua expectativa futura é tudo o que importa.

Damodaran (2012), por sua vez, entende que um ativo tem seu valor - intrínseco - definido pela sua (expectativa de) geração futura de fluxos de caixa até o final de sua vida útil, considerando-se o risco a eles atrelado nesse tempo – via uma taxa de desconto.

Nesse sentido, para esse autor, também pouco importa o preço de mercado na definição do valor intrínseco da empresa. O preço importa, todavia, como base de comparação entre eles.

Damodaran (2012) infere que é por essa comparação que é possível identificar o potencial de valorização ou de desvalorização de uma ação.

Assaf Neto (2014b), assim como Damodaran (2002) e ao contrário de Graham (2016), entende que o lucro de uma empresa não deve ser o principal fator na apuração/identificação do valor de uma empresa.

Isso se deve, de acordo com esse autor brasileiro, porque ao considerar o lucro *per se* com tanta ênfase, diversos fatores primordiais ao desempenho empresarial passam a ter uma relevância menor que a ideal.

Graham (2016) se baseia, além do lucro, em fatores como a gestão da empresa; o volume de caixa e de dívida e os dividendos (históricos e atual) para a estimação do valor da empresa. Esse economista também inferia sobre o patrimônio líquido na tomada de decisão, porém mais como uma base comparativa para avaliar a atratividade do preço.

Já Assaf Neto (2014b), considera, com maior efeito, fatores de desempenho como o risco de empreender ao qual a empresa está sujeita; os custos de capital dos seus investidores; a geração efetiva de caixa e o efeito do tempo na variação dos valores monetários.

Diante disso, dentre outros motivos, optou-se no presente trabalho por adotar a abordagem de *valuation* mais recomendada por Damodaran (2002) e discutida por Assaf Neto (2014b), denominada Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

Nessa abordagem, a qual será devidamente apresentada e desenvolvida no próximo capítulo, Capítulo 3 (metodologia), considera-se esses e outros fatores na determinação do valor intrínseco/justo de um ativo/ação.

Discutidos o conceito de valor intrínseco e sua aplicação no *valuation* será possível adentrar aos fundamentos teóricos do método de valoração vislumbrado neste trabalho.

Nesse sentido, seguem as definições e discussões - em relação às variáveis e equações - que dão base à abordagem de valuation escolhida para a presente monografia, o FCD:

## 2.1 Definições teóricas e equações

### 2.1.1 Endividamento

Para serem possíveis o cálculo e a análise do endividamento da empresa, serão definidos, a seguir, os conceitos de Dívida Bruta e Dívida Líquida inferidos por Damodaran (2020).

#### Dívida Bruta (D):

Damodaran (2020) define a Dívida Bruta como todas as dívidas de uma empresa contraídas com juros – portanto dívidas onerosas –, seja de curto ou longo prazo.

Essa definição, também inferida por Assaf Neto (2014b), implica que a composição dessa dívida se dá essencialmente pelos Empréstimos e Financiamentos, tanto de curto como longo prazo.

Além disso, Damodaran (2020) suscita que, com o estabelecimento da norma IFRS 16 em 2019 pelo *Internacional Financial Reporting Standards Institute*, mudou-se o entendimento da contabilidade sobre o *Leasing* (Arrendamento).

Todos os tipos de *lease*, a partir dessa norma, passaram a integrar o Balanço Patrimonial e ser classificados como dívida (Passivo de Curto Prazo e Longo Prazo).

Dessa maneira – como observa Damodaran (2020) – por ser também considerada como uma dívida onerosa - envolvendo juros -, o *Leasing* (Arrendamento), revela-se efetivamente como integrante da Dívida Bruta (D). Diante disso, conclui-se que:

$$\text{Dívida Bruta (D)} = \text{Empréstimos e Financiamentos CP e LP} + \text{Leasing CP e LP} \quad (1)$$

Sendo: CP = Curto Prazo e LP = Longo Prazo.

#### Dívida Líquida:

Segundo Damodaran (2020), a Dívida Líquida (*net debt*) é calculada ao se subtrair da Dívida Bruta o valor do caixa e dos títulos e valores mobiliários da empresa.

É importante notar que, assim como os Empréstimos e Financiamentos e o Leasing - componentes na Dívida Bruta –, os Títulos e Valores Mobiliários também são contratos onerosos.

Entretanto e em contrapartida aos componentes da Dívida Bruta, esses títulos e valores são onerosos para terceiros e não para a empresa, uma vez geram rendimentos (juros) financeiros a ela.

Desde modo, segundo esse autor, constitui-se a seguinte equação:

$$\text{Dívida Líquida} = \text{Dívida Bruta (D)} - \text{Caixa} \quad (2)$$

Sendo:

Caixa = Caixa e equivalentes de Caixa + Títulos e Valores Mobiliários

### 2.1.2 Taxas de Risco

#### **Taxa livre de risco (*Risk free* ou *Risk free rate*):**

Como definido por Damodaran (2012), a taxa livre de risco está associada ao retorno de títulos financeiros isentos de risco – sendo representada com maior precisão pelos títulos de dívida públicos de 10 a 30 anos.

A taxa de remuneração desses títulos configura a melhor escolha para a *Risk free*, segundo Damodaran (2012), a partir do pressuposto que é muito difícil ou improvável governos não pagarem os seus credores.

Segundo Assaf Neto (2014b), é comumente utilizada a taxa de retorno do título de dívida do tesouro americano com 10 anos de duração.

Isso porque, segundo Assaf Neto (2014b), ela é considerada uma boa referência global de um ativo livre de risco.

A taxa de remuneração desse título de referência global, denominado como *US Treasury Bond 10 Years*, é disponibilizada pelo banco central estadunidense – Federal Reserve – pelo website <<https://www.federalreserve.gov/releases/h15/>>.

A taxa definida é referenciada pelo seu percentual ao ano.

#### **Prêmio de risco da ação (*Equity Risk Premium*):**

Damodaran (2012, p.41), baseando-se em Harry Markowitz (Prêmio Nobel de Economia em 1990), o descreve como sendo o prêmio/retorno – diferença em pontos percentuais – ao se investir no mercado como um todo (em ações de todos os setores) em comparação ao retorno

do investimento em títulos mobiliários livres de risco, ou seja, em comparação à taxa livre de risco (Risk free rate).

Essa taxa, calculada para cada país, é disponibilizada pelo professor Damodaran pelo seguinte *website*:

<[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)>

Por fins metodológicos, será extraída deste endereço a taxa referente aos Estados Unidos, mercado de maiores proporções, com mais anos de existência. Ela será devidamente adaptada à realidade brasileira do Grupo Fleury.

A taxa desse prêmio é referenciada pelo seu percentual ao ano.

### **Risco-País:**

Conforme Assaf Neto (2014b), o conceito de Risco País está associado ao nível de risco ao se investir em determinado país que apresente risco diferente – histórico ou previsível – de calote que países cujo risco de *default* seja considerado nulo, utilizados como base de comparação.

O Risco País, todavia, não é apurado apenas de uma única maneira. Serão apresentadas, a seguir, duas referências distintas usadas para mensurar esse risco/taxa. A primeira é recomendada por Assaf Neto e, a segunda, por Damodaran.

No caso, Assaf Neto (2014b) usa como referência para o *spread* do Brasil em seus exemplos o *Emerging Markets Bond Index Plus* relativo ao Brasil (EMBI+Br).

O índice (*benchmark*) de Risco País mencionado, EMBI+Br, é calculado pelo banco estadunidense JP Morgan e disponibilizado pelo IPEA:  
<<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M/>>

Dado que o limite temporal do banco de dados históricos deste trabalho se encerra na conclusão de 2022, optou-se por considerar o EMBI+Br de 29 de dezembro de 2022: 260 pontos – o que equivale à taxa de 2,6%

Isso significa que, de acordo com o método do JP Morgan, a rentabilidade dos títulos da dívida do Brasil, naquele momento, era 2,6 pontos percentuais superior ao dos títulos do Tesouro estadunidense.

O banco salienta que, quanto maior for o índice, maior será a percepção de risco ao investir no respectivo país, remunerado justamente por essa rentabilidade esperada extra.

Já Damodaran (2002), tratando-se da mensuração do Risco País, recomenda a utilização da - prática - taxa denominada *Default Spread*, a qual é uma taxa que representa o risco de calote associado à dívida de determinado país.

No caso, Damodaran realiza a estimação *spread* de um país com base na comparação desse seu risco com o risco de calote da dívida dos Estados Unidos, considerado o país com maior segurança nesse sentido. Assim como o EMBI+Br, o *Spread Default* releva em seu cálculo a diferença entre a remuneração dos títulos de dívida desses países.

Segundo o autor, é uma taxa eficiente por considerar em seu cálculo diversos fatores, tais como o câmbio do país, sua balança comercial, estabilidade política e orçamento.

Para isso, Damodaran desenvolveu uma tabela onde é possível associar (e extrair) o *Default Spread* do país a partir da sua nota (*rating*) de crédito, avaliada por agências de classificação de risco de crédito – no caso, é utilizada a nota da Moody's.

A tabela é obtida em seu *site* pelo seguinte endereço: <[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)>. Assim, por meio do *rating* para o Brasil em 2022, Ba2, tem-se um *Default Spread* de 3,22% para o país.

Optou-se, neste trabalho, por utilizar o *Default Spread* sugerido por Damodaran (2012) em razão dele direcionar a estimação do custo dos empréstimos tomados pela empresa a partir de terceiros (o *Kd*, visto mais adiante) para um valor mais preciso entre a taxa básica de juros do país, a Selic, 13,75% e a sua média dos últimos dez anos (2013 a 2022), de 9%.

Os dados acima sobre a Selic foram extraídos a partir do website do Banco Central brasileiro via <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/indecreestruturacao>>.

### **Beta ou risco relativo:**

Variável concebida por Harry Markowitz, o beta de uma empresa ou de um setor é, de acordo com Assaf Neto (2014a), um coeficiente que representa o risco atrelado ao retorno de suas ações em relação ao retorno do mercado como um todo.



Ao analisar uma empresa que é financiada exclusivamente pelo (risco do) capital próprio – portanto sem possuir alavancagem financeira – tem-se que o risco de suas ações é refletido pelo beta desalavancado.

Quando, além do capital próprio, determinada companhia é também financiada pelo capital de terceiros, o risco das suas ações passa a ser evidenciado pelo beta alavancado, ou simplesmente beta.

Damodaran (2012) opta por apurar esse coeficiente por um modelo estatístico de regressão, no qual se compara no tempo (passado) o retorno das ações de uma empresa com o retorno total do mercado – este sendo referenciado por um índice, como o *NYSE Composite* no caso do mercado estadunidense e o Ibovespa no caso do mercado brasileiro.

Todavia, Damodaran (2012) aconselha a utilização, no processo de *valuation*, de um beta médio setorial para uma empresa que atua em único segmento ou, atuando em mais segmentos, o beta médio ponderado deles.

Esses critérios são sugeridos pelo benefício da estimação da média à precisão dos resultados das regressões. Isso se deve porque ela vai minimizando paulatinamente – a cada beta – as inconsistências inevitáveis do processo de regressão.

Quando se faz uma regressão sempre se está sujeito a utilizar informações não tão precisas e a erros de cálculo. Todavia, segundo Damodaran (2002), ao se utilizar um beta do setor - onde há diversas regressões consideradas em seu cálculo - essa margem de erro, na média, se torna muito menor.

Desse modo, por conseguinte, ao considerar o beta setorial no modelo de avaliação este se torna mais preciso. Neste trabalho, a fim também de melhorar a precisão do *valuation*, seguiu-se a recomendação de Assaf Neto (2014b): alavancar o beta setorial desalavancado ao invés de trabalhar com um beta setorial alavancado já disponível.

O economista dá essa sugestão porque, ao alavancar um beta setorial desalavancado, incorpora-se a ele a realidade e os padrões da determinada empresa. O primeiro beta foi obtido e disponibilizado – datado em 5 de janeiro de 2023 – por Damodaran em seu site pelo endereço eletrônico:

<[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)>

Foi extraído do arquivo, referente ao mercado dos países emergentes, o beta desalavancado do setor *Hospitals/Healthcare Facilities*, que numa tradução livre equivaleria a “Instalações Hospitalares e Unidades de Saúde” – segmento de atuação mais adequado ao Grupo Fleury.

A equação utilizada para alavancar o beta no presente trabalho, denominada equação de Hamada (Robert S. Hamada), é apontada por Assaf Neto (2014a):

$$\beta_L = \beta_U \times \left[ 1 + \frac{D}{E} \times (1 - IR) \right] \quad (3)$$

Sendo:

$\beta_L$  = beta alavancado.

$\beta_U$  = beta desalavancado.

D = Dívida Bruta da empresa (definida anteriormente neste Capítulo) = Empréstimos e Financiamentos CP e LP + Lease (Arrendamento) CP e LP. No caso, CP se refere ao Curto Prazo e, LP, ao Longo Prazo.

E = capital próprio a valor de mercado (*market cap*) da empresa = N° ações x Preço de mercado da ação.

IR = alíquota somada dos impostos incidentes sobre o lucro (Imposto de Renda + CSLL).

Evidentemente, ao alavancar o beta setorial desalavancado deste trabalho por meio da equação, foi conferido a ele não só a realidade da empresa, mas também a de seu país - Brasil - vide a adaptação fiscal.

Na realidade, pode-se dizer que está se utilizando o beta setorial realavancado para a relação de alavancagem da empresa que está sendo avaliada, uma vez que o beta setorial desalavancado foi calculado e disponibilizado a partir do alavancado setorial.

### 2.1.3 Custo de Capital de Terceiros (Kd ou Ki)

À luz de Assaf Neto (2014b), trata-se do custo equivalente que uma empresa assume ao se financiar ou contrair empréstimos por meio do mercado.

Equações:

De acordo com Assaf Neto (2014b, p.62-66), a fórmula do Kd adaptada aos países emergentes se dá por:

$$\text{Custo da Dívida } (Kd_{US\$}) = \text{Risk Free} + \text{Spread da Empresa} + \text{Risco País} \quad (4)$$

Sendo:

$Kd_{US\$}$  = custo de capital de terceiros em USD.

Risk Free = taxa de juros livre de risco. Taxa do título de dívida do tesouro americano com 10 anos de duração. Definida anteriormente.

Risco País = *Spread Default* = taxa do risco de calote da dívida de um país pelo seu governo. O conceito de Risco País e de *Spread Default* foram definidos previamente neste capítulo do presente trabalho, onde foi abordada também a escolha do *Default Spread* preferencialmente ao EMBI+Br (recomendado por Assaf Neto) para representar esse risco.

IR = alíquota somada dos impostos incidentes sobre o lucro (Imposto de Renda + CSLL).

Spread da Empresa = spread de risco de inadimplência ou spread de inadimplência. Damodaran, (2012):

A fim de minimizar o risco/dano de calote aos credores das empresas, adiciona-se um spread (taxa) de inadimplência à taxa livre de risco do mercado - na cobrança dos juros sobre o principal devido. Quanto maior a percepção de calote, maior será esse spread e, portanto, maior será o  $Kd$ .

Na definição do spread de inadimplência, orienta-se checar o nível de rating - classificação de risco de crédito - dos títulos de dívida da companhia (quando existentes). Nesse sentido, recomenda-se utilizar o rating avaliado por agências renomadas de classificação desse segmento, como a Moody's ou a S&P.

A partir do relatório de 2022 da Moody's para o Grupo Fleury (Fleury S.A.), disponível em <<https://www.moodylocal.com/country/br/ratings/corp>>, foi possível concluir para a empresa analisada a classificação de risco de crédito nível "AA.br" (Anexo B).

Como as classificações de rating para companhias de alguns países latino-americanos - como o Brasil - não possuem denominações exatamente idênticas às aquelas do padrão internacional - aplicadas aos Estados Unidos, por exemplo, fez-se uma equivalência.

A classificação "AA.br" equivaleria ao "Aa2" do padrão internacional da mesma agência (Moody's) pelo critério que ambos representam o terceiro nível mais elevado de sua respectiva escala, havendo forte correlação entre tais escalas.

Uma vez obtida a equivalência internacional, é possível estimar o spread de inadimplência da empresa utilizando a tabela correlativa desenvolvida por Damodaran, obtida em seu *site* pelo seguinte endereço:

<[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html)>

Essa tabela reflete o estudo/análise que relaciona a taxa de inadimplência - aplicada a cada empresa não-financeira estadunidense relevante - com o seu respectivo rating. Deste modo, essa tabela permite a associação entre cada grupo de rating a um *spread* de inadimplência “sintético”.

Assim, por meio do rating estimado Aa2, tem-se um Spread da Empresa de 0,85% para o Grupo Fleury. Os dados da publicação são de janeiro de 2023, quando foi feita sua atualização mais recente.

Há ainda a necessidade de converter o Kd em dólar ( $Kd_{US\$}$ ) para a sua taxa equivalente em real brasileiro ( $Kd_{R\$}$ ), uma vez que para se estimar um valor intrínseco em real da empresa é preciso que todas as variáveis do processo estejam embasadas nesta mesma moeda.

Sugerida por Serra e Wickert (2014, p.77) - quando necessário - para o custo capital próprio e WACC (explicados mais adiante), esse tipo de conversão será aplicada analogamente ao Kd pela mesma equação:

$$Kd_{R\$} = (1 + Kd_{US\$}) \times \frac{(1 + infl_{Br})}{(1 + infl_{EUA})} - 1 \quad (5)$$

Sendo:

$infl_{Br}$  = taxa de inflação brasileira esperada ao longo do período de investimento.

$infl_{EUA}$  = taxa de inflação estadunidense esperada ao longo do período de investimento.

Assaf Neto (2014b, p.99) sugere diretamente uma equação para a conversão monetária para o Kd (USD), porém, em razão da sua adaptação consistir na adição simples do diferencial de inflação - entre a inflação brasileira e estadunidense - ao  $Kd_{US\$}$ , optou-se pela conversão de maior complexidade/precisão da equação anteriormente exposta.

Para fins de esclarecimento e conveniência, o  $Kd_{R\$}$  será mencionado adiante sempre como apenas  $Kd$ .

Há uma outra abordagem relevante para o cálculo do Custo de Capital de Terceiros ( $Kd$ ), descrita por Hayes (2006a) via Investopedia – instituição sediada em Nova York que

promove globalmente, desde 1999, informações e definições de conceitos da área de Finanças a partir de seu website.

Baseada em práticas e soluções de mercado, essa descrição apura o referido custo a partir da razão entre o total de juros pago por determinada empresa no ano e a sua dívida total.

No caso, segundo Hayes (2006a), CFA, a taxa resultante reflete com significativa precisão o custo efetivo pago pela empresa por esses empréstimos; também englobando a taxa livre de risco e o Spread de inadimplência da empresa em sua composição.

Desse modo, associando-se o total de juros pagos no ano à Despesa Financeira e a dívida total à Dívida Bruta – definida por Damodaran (2020) anteriormente –, tem-se que o  $Kd$  pode também ser estimado seguinte equação:

$$Kd = \frac{\text{Despesa Financeira}}{\text{Dívida Bruta}} \quad (6)$$

Sendo,

Despesa Financeira = despesa com juros contraídos pelos empréstimos e financiamentos tomados pela empresa.

Dívida Bruta = Empréstimos e Financiamentos CP e LP + Lease (Arrendamento) CP e LP. No caso, CP se refere ao Curto Prazo e, LP, ao Longo Prazo.

Por esta abordagem, o custo de capital de terceiros ( $Kd$ ) já pode ser apurado diretamente na moeda local, desde que sejam utilizados dados das Demonstrações Financeiras da empresa nessa moeda.

No capítulo 5 desta monografia, referente aos cálculos do processo de *valuation*, o  $Kd$  será estimado pelas duas abordagens mencionadas, para então ser inferida e concluída a mais adequada.

#### **2.1.4 Custo de Capital Próprio ( $K_e$ )**

Assaf Neto (2014b) constata que além do financiamento empresarial tomado a partir do capital de terceiros, conforme explicado anteriormente, existe também a necessidade da empresa se financiar a partir do próprio capital.

Como os representantes do capital próprio são os próprios investidores/acionistas da companhia é razoável que eles exijam uma taxa de remuneração/retorno maior do que a taxa

de remuneração atrelada aos custos (juros) de empréstimos e financiamentos feitos a mercado.

Essa maior exigência decorre dos maiores riscos envolvidos no negócio empresarial comparados àqueles relacionados ao mercado de crédito (dívida). Assim, é possível inferir que para o funcionamento da empresa é necessário que o  $K_e$  seja maior do que o  $K_d$  (ASSAF NETO, 2014b).

Para a estimação do  $K_e$ , tanto Assaf Neto (2014b) como Serra e Wickert (2014) sugerem a equação proposta pelo modelo mais utilizado - de acordo com eles - pela área das finanças para o cálculo desse custo. Tal modelo é denominado CAPM (Capital Asset Pricing Model) ou Modelo de Precificação de Ativos de Capital.

É importante salientar que o CAPM foi desenvolvido por contribuições de William Sharpe, John Lintner, Jan Mossin e Jack Treynor com base nos trabalhos de Harry M. Markowitz.

Equações:

Assaf Neto (2014b, p.72-73), a partir da formulação básica do CAPM, descreve a equação do  $K_e$  da seguinte maneira:

$$Ke_{US\$} = R_F + \beta \times [R_M - R_F] \quad (7.1)$$

Ao adaptar essa formulação do CAPM à realidade dos países emergentes como o Brasil, segundo Serra e Wickert (2014, p.67), deve ser adicionado o prêmio-país à equação, também denominado como Risco País, por Assaf Neto (2014b).

Nesse sentido, Assaf Neto (2014b, p.99) conclui:

$$Ke_{US\$} = R_F + \beta \times [R_M - R_F] + \text{Risco País} \quad (7.2)$$

Sendo:

$Ke_{US\$}$  = custo de capital próprio em USD.

$R_F$  = taxa de juros livre de risco (comumente utiliza-se a taxa de retorno do título de dívida do tesouro americano com 10 anos de duração. Isso porque, segundo Damodaran (2012), é considerado o título/taxa mais seguro do mundo).

$R_M$  = taxa de retorno estimada ao investir no mercado de ações como um todo (nos seus diversos segmentos).

$\beta$  = coeficiente de risco sistêmico da ação do setor em avaliação em relação ao mercado (definido anteriormente).

$[R_M - R_F]$  = Prêmio pelo Risco de Mercado = *Equity Risk Premium*.

$\beta \times [R_M - R_F]$  = prêmio pelo risco do ativo de um setor específico.

Risco País = *Spread Default* = taxa do risco de calote da dívida de um país pelo seu governo. O *Default Spread* no presente trabalho foi escolhido preferencialmente ao EMBI+Br (recomendado por Assaf Neto) para representar esse risco.

Ao estimar o valor da taxa do Ke em dólar ( $Ke_{US\$}$ ), será ainda preciso encontrar sua equivalência em real brasileiro ( $Ke_{R\$}$ ), uma vez que para se estimar um valor intrínseco em real da empresa é preciso que todas as variáveis do processo estejam embasadas nesta mesma moeda.

Neste trabalho, foi adotada a conversão de maior complexidade/precisão pela equação proposta por Serra e Wickert (2014), baseada no produto pela razão inflacionária.

Essa conversão foi utilizada ao invés da proposta por Assaf Neto (2014b), baseada na adição do diferencial inflacionário entre os países ao  $Ke_{US\$}$ . Desse modo, a conversão pode ser concluída pela seguinte equação de Serra e Wickert (2014, p.77):

$$Ke_{R\$} = (1 + Ke_{US\$}) \times \frac{(1 + infl_{Br})}{(1 + infl_{EUA})} - 1 \quad (8)$$

Obs.: nesta equação, está incluso no  $Ke_{US\$}$  o Risco País brasileiro.

Sendo:

$infl_{Br}$  = taxa de inflação brasileira esperada ao longo do período de investimento

$infl_{EUA}$  = taxa de inflação estadunidense esperada ao longo do período de investimento.

Para fins de esclarecimento e conveniência, o  $Ke_{R\$}$  será mencionado adiante sempre como apenas Ke.

### 2.1.5 WACC

O economista Assaf Neto (2014b, p.93-95) define o Custo Médio Ponderado de Capital, também conhecido como WACC, da seguinte maneira:

O WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), trata-se do custo médio ponderado de capital de uma empresa – ponderação feita a partir dos dois tipos de financiamento que ela dispõe, descritos já anteriormente: o custo de capital próprio ( $K_e$ ) e o custo de capital de terceiros ( $K_d$ )

Nesse sentido, uma empresa deve sempre buscar por resultados que superem esta taxa, uma vez que ele representa - de forma aproximada – a taxa do seu custo de financiamento total.

Considerada uma boa taxa de referência, o WACC é utilizado como taxa de desconto para trazer a valor presente todos os valores de caixa disponíveis gerados futuramente nos períodos de projeção. Desta maneira, torna-se possível definir o valor justo da empresa.

É importante salientar que este valor justo, denominado *Firm Value* por Serra e Wickert (2014) ou Valor da Empresa por Assaf Neto (2014b), considera em sua composição – além do capital próprio – o capital de terceiros.

Isto é, trata-se de um valor justo que representa a perspectiva/ótica da firma como um todo, contemplando todos os titulares de direitos sobre ela – credores e acionistas/investidores.

Já ao retirar a Dívida Líquida desse valor, determina-se o valor justo da empresa pela perspectiva/ótica do acionista. Esses conceitos serão explicados melhor posteriormente.

Equação (ASSAF NETO, 2014b, p.95):

$$WACC = \left( K_e \times \frac{E}{D+E} \right) + \left[ K_d \times (1 - IR) \times \frac{D}{D+E} \right] \quad (9)$$

Sendo:

WACC = custo médio ponderado de capital

$K_e$  = custo do capital próprio

$K_d$  = custo do capital de terceiros

E = capital próprio a valor de mercado (*market cap*) = N° ações x Preço de mercado da ação (para as companhias abertas, as quais têm ações negociadas).

D = Dívida Bruta = Empréstimos e Financiamentos CP e LP + Lease (Arrendamento) CP e LP. Sendo CP a sigla para Curto Prazo e, LP, para Longo Prazo.

IR = alíquota somada dos impostos incidentes sobre o lucro (Imposto de Renda + CSLL).



### 2.1.6 Crescimento na perpetuidade (g)

Segundo Damodaran, (2012), a perpetuidade dos fluxos de caixa de uma empresa implica uma séria condição à taxa de crescimento da empresa, pois não há ativo que gere gradativamente mais pagamentos de forma ilimitada no tempo numa taxa superior à do crescimento nominal da economia.

Desse modo, para um crescimento perpétuo projetado de 6% a.a. da economia no modelo – considerando inflação de longo prazo de 4,5% mais 1,5% de crescimento real do PIB -, estimou-se, para a empresa, um crescimento na perpetuidade de 5,4%.

Além disso, Damodaran também aponta que, para haver validade no modelo de avaliação, o crescimento na perpetuidade (g) deve ser menor do que a taxa de desconto – no caso, o WACC.

### 2.1.7 *Firm Value* ou Valor da Empresa

Conforme Assaf Neto (2014b), o Valor da empresa é obtido ao trazer a valor presente, a partir de uma taxa de desconto, todos os fluxos de caixa da empresa do horizonte temporal projetado, referentes tanto ao período explícito – 2023 a 2029, no caso deste modelo – quanto ao período posterior a ele (a perpetuidade).

No presente trabalho, como o cálculo do Valor da Empresa e de seus componentes será baseado no Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE), então a taxa de desconto utilizada será a taxa do custo total de capital (WACC).

Damodaran (2002) aponta que também é possível a base do cálculo ser feita, eventualmente, a partir do Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA) - utilizando-se posteriormente o Ke como taxa de desconto.

A Equação do Valor da Empresa ou *Firm Value*, segundo Assaf Neto (2014b, p.236), é dada por:

$$\text{Valor da Empresa (Vo)} = \text{Valor Explícito} + \text{Valor Residual} \quad (10)$$

Tanto o Valor Explícito como o Valor Residual devem estar a valor presente.

Todos os componentes do Vo serão definidos a seguir.

#### **Valor Explícito:**

Assaf Neto (2014b) infere que o Valor Explícito se trata do valor dos Fluxos de Caixa Livre da Empresa (FCLE) - referentes ao período explícito - trazidos a valor presente pelo desconto dos custos de capital (WACC).

O período explícito compreende todos os anos de projeção do fluxo de caixa estabelecidos no modelo.

No caso do modelo do presente trabalho, é tido o período de 2023 a 2029. Todo o período posterior a este (a perpetuidade) será considerado no cálculo do denominado Valor Residual, como será explicado posteriormente.

Equação (ASSAF NETO, 2014b, p.238):

$$\text{Valor Explícito} = \frac{FCLE_x}{(1+WACC)^x} + \frac{FCLE_{x+1}}{(1+WACC)^{x+1}} + \frac{FCLE_{x+2}}{(1+WACC)^{x+2}} + \dots + \frac{FCLE_n}{(1+WACC)^n} \quad (11)$$

Sendo:

$x$  = o 1º ano do período explícito.

$n$  = o último ano do período explícito.

$FCLE_x$  = Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE) projetado para o primeiro ano do período explícito.

$FCLE_n$  = Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE) projetado para o primeiro ano do período explícito.

WACC = Custo Médio Ponderado de Capital

Observação: o FCLE será definido e explicado no Capítulo 3 deste trabalho.

### **Valor Terminal (ou Residual) ou Terminal Value:**

É definido, por Damodaran (2012, p.48) e Assaf Neto (2014b, p.235-236), como o valor dos fluxos de caixa referentes ao período posterior ao período explícito - ou seja, a perpetuidade - trazido a valor presente pela taxa derivada da diferença entre os custos de capital (WACC) e o crescimento na perpetuidade ( $g$ ).

A equação do Valor Residual inferida por Serra e Wickert (2014) será apresentada a seguir, como consta nessa bibliografia. Em razão desses autores utilizarem siglas menos usuais para os componentes dela, será apresentada, na sequência dessa equação, uma outra adaptada com siglas mais comuns. Está será de fato a utilizada nos cálculos.

Conforme Serra e Wickert (2014, p.87), a equação do Valor Terminal é dada por:

$$Perp_n = \frac{FC_{n+1}}{(i-g)} = \frac{FC_n \times (1+g)}{(i-g)} \quad (12.1)$$

Sendo:

$n$  = o último ano do período explícito.

$Perp_n$  = Valor Residual

$FC_n$  = FCLE projetado para o último ano do período explícito

$FC_{n+1}$  = FCLE projetado na perpetuidade

$g$  = crescimento na perpetuidade (explicado anteriormente)

$i$  = WACC

Diante dessas descrições, a equação anterior é igualmente representada por:

$$Valor\ Residual_n = \frac{FCLE_{n+1}}{(WACC-g)} = \frac{FCLE_n \times (1+g)}{(WACC-g)} \quad (12.2)$$

Para este valor compor o cálculo do *Firm Value*, é preciso trazê-lo a valor presente. Nesse sentido, basta dividi-lo por  $(1 + WACC)^n$ . Sendo “n” o último ano do período explícito.

Observação: o FCLE, como dito anteriormente, será definido e explicado no Capítulo 3 deste trabalho.

### 2.1.8 Equity Value

Assaf Neto (2014b) infere que o *Equity Value* constitui a fração do Valor da Empresa – ou *Firm Value* – que diz respeito aos seus proprietários/acionistas e, portanto, ao valor do Patrimônio Líquido (PL).

Ao reorganizar a equação geral sugerida por Serra e Wickert (2014, p.82), o *Equity Value* por ser calculado da seguinte forma:

$$Equity\ Value = Firm\ Value - Dívida\ Líquida \quad (13)$$

Sendo:

Dívida Líquida = Dívida Bruta – Caixa. Conceito explicado anteriormente.

Uma vez que o *Firm Value* está associado ao valor intrínseco da empresa - e não ao seu valor de mercado (também conhecido por *Enterprise Value*) - é razoável inferir que *Equity Value* apurado com base nele resulte num valor também intrínseco, mas competente ao PL.

Como o Patrimônio Líquido pertence aos acionistas é notável que o valor de mercado da companhia reflita o valor de mercado dele. Nesse sentido, conhecendo-se o valor de mercado do PL - *Enterprise Value* - e o seu valor intrínseco - *Equity Value* - já é possível estabelecer a base comparativa entre eles.

Dividindo-se ainda, separadamente, o *Enterprise Value* e o *Equity Value* pelo número de ações em circulação, apura-se, respectivamente, o preço de mercado da ação e o preço justo da ação.

Será justamente a partir da comparação destes dois preços apurados que se tornará possível alcançar, de forma fundamentada, o objetivo deste trabalho: expressar se é válido ou não investir na empresa analisada via mercado acionário e diante do contexto estabelecido.

Já definidas e discutidas as variáveis fundamentais ao método/abordagem de *valuation* a ser realizado - o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) – será iniciado o próximo capítulo, em que será descrita a metodologia geral desta monografia.

Além disso, será feita a apresentação detalhada das premissas inferidas que guiarão esse método, seguida do desenvolvimento dessa abordagem metodológica de *valuation* – FCD via FCLE – e da menção de outra variação e abordagem importantes.

### 3. METODOLOGIA

A discussão de contextualização do *Valuation* foi desenvolvida pelas contribuições de Benjamin Graham; Damodaran; Tiago Reis e Jean Tosetto; Joseph Stiglitz e Michael Rothschild (menção); e das informações da bolsa brasileira, a B3.

Já em relação a outros autores mencionados na monografia, embora suas bibliografias não tenham sido diretamente utilizadas, foram fundamentais as contribuições de Harry M. Markowitz, William Sharpe, John Lintner, Jan Mossin e Jack Treynor.

Partindo-se para a definição/discussão dos conceitos essenciais ao processo de avaliação empresarial, utilizou-se passagens das obras de Damodaran; Alexandre Assaf Neto; e Ricardo Goulart Serra e Michael Wickert.

A metodologia adotada para o processo do *Valuation* neste trabalho corresponde principalmente às técnicas e conhecimentos desenvolvidos por Damodaran, Markowitz, Sharpe, J. Lintner, J. Mossin e J. Treynor.

No caso, essas contribuições foram desenvolvidas em suas obras literárias e materiais digitais que contemplam o ensino/discussão do *Valuation*; pesquisadas principalmente nos materiais disponíveis por Aswath Damodaran.

De modo complementar à sua bibliografia, foram utilizadas obras brasileiras: uma de Alexandre Assaf Neto e outra de Ricardo Goulart Serra e Michael Wickert.

Com sólida formação e contribuição ao ensino na área de finanças, esses autores foram consultados para o presente trabalho por alguns motivos.

Tais obras brasileiras foram fundamentais no sentido de apresentar, definir e discutir os conceitos e métodos de Damodaran, com diferentes exposições.

A citação a cada uma se deu conforme a maior didática/precisão de suas passagens a cada momento do presente trabalho, havendo também suas eventuais comparações.

Além disso, com efeito, essas obras locais puderam trazer mais detalhes sobre a adaptação do modelo de *valuation* para à realidade da análise de empresas brasileiras. Dessa forma, os cálculos se tornaram mais claros e intuitivos.

Durante essas definições no Capítulo 2 de conceitos fundamentais ao processo de *valuation*, foi necessária a pesquisa de alguns valores/dados que são disponibilizados somente de forma atualizada online.

Foram utilizados, nesse sentido, os seguintes websites (links completos descritos no próprio capítulo):

Banco Central do Brasil: obtenção da Selic Meta ao final de 2022 e de todas as reuniões no Copom entre 2013 e 2022 para a apuração de média histórica.

Federal Reserve, o Banco Central estadunidense: obtenção da Taxa Livre de Risco (Risk Free);

Website do Damodaran pela NYU: obtenção da definição de Receita Bruta e Líquida; valor do Equity Risk Premium; valor do *Default Spread* do Brasil; valor do beta alavancado setorial estadunidense e valor do *Spread* da Empresa do Grupo Fleury;

Moody's, agência classificadora de risco de crédito: obtenção da respectiva classificação do Grupo Fleury;

Ipea Data: obtenção do valor do prêmio de Risco País brasileiro, o EMBI+Br.

A fim de fundamentar o estudo mais qualitativo da empresa analisada, no Capítulo 4, foi empregado o website das seguintes instituições (links completos no capítulo):

Associação Brasileira de Medicina Diagnóstica (Abramed): contribuiu com dados sobre o setor do Grupo Fleury;

Associação Nacional de Saúde Suplementar (ANS): contribuiu com dados sobre a principal fonte de receita do setor do Grupo Fleury: os planos de saúde privados;

Grupo Fleury (website geral e o de Relações com Investidores): contribuíram com dados sobre a empresa;

Instituto Brasileiro e Geografia e Estatística (IBGE): contribuiu com dados relevantes sobre a projeção da população brasileira;

Dasa, Hermes Pardini, Alliar e Sabin (websites de Relações com Investidores): contribuíram com os seus dados financeiros de Receita Bruta;

Investing.com: contribuiu com dados dos múltiplos (indicadores financeiros) das principais empresas concorrentes do Grupo Fleury;

Corporate Finance Institute (CFI): contribuiu com dados sobre o mercado financeiro e com a definição/cálculo de *market share*.

Investopedia: colaborou com a explanação de conceitos da área de Finanças.

No Capítulo 5, capítulo de aplicação do processo de *valuation*, foi estabelecido o passo a passo de Serra e Wickert (2014) para o cálculo do valor intrínseco/justo do Patrimônio Líquido – *Equity Value*.

Isto feito, então foi executada a sua divisão pelo número de ações em circulação, encontrando-se, desse modo, o valor justo por ação.

Esse passo a passo foi trabalhado e concluído a partir das equações e variáveis expostas no Capítulo 2, bem como das equações e variáveis do método (abordagem) do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) via sua variação Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE).

Conceitos estes que serão percorridos no presente capítulo, Capítulo 3, mais adiante. Serão também desenvolvidas as premissas do modelo - as quais fundamentam os dados da abordagem/metodologia de *valuation* desta monografia: o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) via Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE).

Esta metodologia será exposta e explicada na sequência da descrição das premissas, pelos conceitos e orientações conforme apresentados por Damodaran.

Optou-se pela sua bibliografia para essa passagem, principalmente, pois ela se mostrou a mais precisa, completa e abrangente.

Será também apresentada ao final do capítulo outra variação do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) e outra abordagem de *valuation* para fins de discussão e conhecimento.

No processo do capítulo 5 também foi necessária a extração de dados online, que dão base a variáveis e referências do modelo. Seguem abaixo essas fontes - cujos endereços das páginas dos websites serão expostos no referido capítulo:

Investing.com: obtenção do preço de mercado do FLRY3;

Website do Damodaran pela NYU: obtenção do valor da alíquota do IR no Brasil;

Escritório de Orçamento do Congresso dos Estados Unidos (CBO): obtenção dos dados de inflação estadunidense (*CPI*);

Website informativo-econômico do Bradesco: obtenção da inflação brasileira (IPCA).

Por fim, no Capítulo 6, capítulo de conclusão, é descrita a síntese da trajetória do presente trabalho, com percepções de cada capítulo, na resolução do seu objetivo, finalizada no Capítulo 5.

Discorrido sobre a metodologia geral do presente trabalho, serão desenvolvidos a seguir como previsto, as premissas essenciais à abordagem do Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

Na sua sequência, será desenvolvido o conceito e processo metodológico do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), e da sua variação Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE). A fim de encerrar o capítulo, haverá uma reflexão sobre outra variação importante do FCD, o Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA), e uma menção a outra abordagem de *valuation* relevante: a avaliação relativa.

### **3.1 Premissas para projeções**

A seguir serão descritas as premissas do modelo, elaboradas para cada item pertinente das Demonstrações Financeiras de 2022 da empresa, a fim de possibilitar a projeção desses dados para os anos do intervalo de tempo preterido: 2023 a 2029.

No caso, trata-se de itens predominantemente do Balanço Patrimonial (BP) e da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).

É importante salientar que foi frequentemente considerado na projeção dos itens abaixo a respectiva média de crescimento de cada um durante os últimos 4 ou até os últimos 12 trimestres

Isto se deve uma vez que a partir de 2020 se iniciou, provavelmente, uma nova tendência de crescimento dos dados; explicada tanto por adaptações/estratégias integradas na empresa decorrentes do covid-19 como pelas mudanças relevantes no direcionamento do processo expansivo da empresa.

#### **3.1.1 Receita Bruta**

##### **Unidades de Atendimento (UAs):**

Premissa: projetada a partir do nº de exames e procedimentos (E&P) e do ticket médio por exame.



A projeção do nº de exames e procedimentos (E&P) para os próximos sete anos (2023 a 2029) se deu a partir de uma taxa de crescimento conservadora estimada na ordem de 7% a.a. em razão do longo horizonte de tempo projetado e sendo consideravelmente menor que a consistente média simples desse crescimento nos últimos sete anos (2016 até 2022), de 15,6% a.a.

A projeção do ticket médio para os próximos sete anos (2023 a 2029) se deu a partir de uma taxa de crescimento conservadora estimada na ordem de 0,2% a.a. em razão do longo horizonte de tempo projetado; sendo consideravelmente menor que a média simples desse crescimento nos últimos três anos (2020 a 2022), de 0,4% a.a.

## **B2B:**

Premissa para Operações Hospitalares: principal item da categoria do B2B, projetado ao se basear na média simples de crescimento dos últimos dois anos (2021 a 2022) - na ordem de 5% a.a. - para o ano de 2023. Para a projeção de 2024 até o final do horizonte temporal projetado, foi estimado um crescimento menor, porém constante de 4% a.a., em razão da recente e expressiva queda no crescimento deste tipo de serviços em contrapartida de aumento de crescimento nos outros dois itens da categoria.

Premissa para Lab. de Referência e Estudos Clínicos: projetada a partir do mesmo crescimento estimado para as Operações Hospitalares, 5% a.a., de 2023 a 2029; porém sendo constante até o final horizonte temporal projetado, sem considerar a respectiva queda na taxa.

Premissa para Medicina Preventiva (MP): foi estimado o crescimento constante de 2% a.a. para os próximos sete anos (2023 a 2029), menor que os dois itens anteriores, pois também ainda é o item da Receita Bruta total menos representativo e com menos direcionamento de divisas.

## **Novos Elos**

Premissa: projetado a partir de um crescimento em torno de 7% a.a. (será detalhado logo adiante) de 2023 a 2029, estimado de modo a ser maior que todos os demais itens que compõem a Receita Bruta – essa taxa significativamente superior aos 5% a.a. do segundo maior item do B2B.

Em decorrência da nova empresa subsidiária do grupo, com foco em Oncologia (ABPF Oncologia S.A.), que começará a ser desenvolvida em 2023 havendo aprovação do CADE – órgão regulador –, serão considerados significantes investimentos durante os três primeiros anos. Estes investimentos totalizam um montante de R\$ 678 milhões.

O Fato Relevante (FR) deste acordo/anúncio, extraído do site de RI da empresa, segue em anexo como arquivo à presente monografia: “FR 2022 - ABPF Oncologia”.

Diante disso, é razoável estimar um crescimento de 7,5% nos dois primeiros anos do investimento e, a partir do último, já haver uma estabilização e constância numa ordem menor, de 6,5%, até o final do horizonte temporal analisado (2029).

Indicativos como o aumento crescente da longevidade populacional do país (mais casos oncológicos) e o avanço da técnica e do know-how do setor impulsionarão, desse modo, a prestação de serviços dessa natureza e desenvolvimento do Grupo Fleury.

### **3.1.2 Custos e Despesas**

#### **Custo dos Serviços Vendidos (CSV ou COGS)**

É importante mencionar que o Custo dos Serviços Vendidos (CSV) foi projetado a partir do resultado (soma) da projeção de cada um de seus itens componentes.

Premissa: a projeção de cada item do CSV foi baseada numa taxa fixa (detalhada abaixo) de proporção entre – o valor contábil – de cada item e a Receita Líquida. Essa taxa, que varia a depender do item, foi apurada pela média simples trimestral ajustada dos seus 8 últimos trimestres históricos; ou seja, do 1T2021 até 4T2022.

Cada item do Custo dos Serviços Vendidos (CSV), portanto, foi projetado trimestralmente de 2023 até 2029 a partir de sua respectiva taxa de proporção com a Receita Líquida.

O único item do CSV a que essa premissa não se aplica é a Depreciação e Amortização (D&A) relacionada a ele (D&A de custos), a qual é projetada a partir de uma taxa fixa de proporção entre esta e a D&A Total. No caso, essa taxa foi apurada pela média simples dos seus últimos 8 trimestres históricos (1T2021 até 4T2022). Obtida a taxa, foi feita a projeção trimestralmente de 2023 até 2029.

## **Despesa Geral e Administrativa (SG&A)**

Premissa: projeção baseada numa taxa fixa de proporção entre – o valor contábil – da SG&A e a Receita Líquida. A taxa foi apurada pela média simples dos 12 últimos trimestres históricos; ou seja, do 1T2020 até 4T2022. A premissa se trata da SG&A sem a depreciação e amortização a ela relacionada (D&A de despesas).

No caso, a D&A relacionada a essa despesa foi projetada a partir de uma taxa fixa de proporção entre esta e a Receita Líquida. Como a D&A Total se trata da soma da D&A relacionada ao CSV (D&A de custos) e da D&A relacionada à SG&A (D&A de despesas) - e a taxa de proporção projetada da D&A de custos foi de 85,2% - então a respectiva taxa de projeção da D&A de despesas é a proporção complementar de 14,8% para projetar 2023 até 2029.

### **3.1.3 Imobilizado (PP&E): CAPEX e D&A Total**

Antes de revelar as premissas dos componentes do Imobilizado, é importante mencionar o relevante estímulo de crescimento da empresa a partir do início da constituição da ABPF Oncologia - em parceria com a Atlântica Hospitais (via Bradesco) e a Beneficência Portuguesa de São Paulo.

A contribuição financeira por parte do Grupo Fleury, divulgada no 4º trimestre de 2022 via Fato Relevante pelo departamento de Relações com Investidores da empresa, foi planejada para começar a ser feita em 2023 após aprovação final. Essa contribuição totalizará 1/3 dos R\$678MM do projeto, distribuído ao longo de 5 anos, ajustados pelo IPCA.

#### **CAPEX:**

Premissa para Expansões de Serviços e Áreas Técnicas: projeção inicial baseada na taxa de proporção (representatividade) desse item sobre a Receita Líquida a partir da média simples dos últimos 12 trimestres históricos (1T2020 a 4T2022).

A taxa então apurada de 3,0% para 2023 sofre uma redução estimada - de 0,25 ponto percentual por ano - até 2,5% para 2025 a fim de acomodar o peso maior que a categoria Digital e Tecnologia da Informação (TI) vem ocupando dentro do CAPEX em contrapartida do item discutido.

Uma vez estabilizada/acomodada em 2,5% para a projeção de 2025, essa taxa de referência é então fixada para as projeções dos anos seguintes até o final do horizonte temporal analisado (2029).

Esse espaço cedido para a categoria de TI/digital pela projetada se deve tanto pelo maior potencial da estratégia em si do aprimoramento dos serviços virtuais - e ampliação de sua cobertura - como também pelo fato do item desta premissa receber a maior parcela vigente de investimentos do CAPEX.

Segundo dados do departamento de RI do Grupo Fleury via Formulários de Referência, nos dois últimos anos (2021 e 2022) se destacaram esforços para melhorias nas unidades de atendimento (UAs) e nas áreas técnicas (como laboratórios). Todavia, este fato, por não ser propriamente parte de uma estratégia maior, não foi considerado uma tendência para influenciar as projeções futuras.

Premissa para Renovação de Equipamentos: projeção baseada na taxa de proporção (representatividade) desse item sobre a Receita Líquida a partir da média simples dos últimos 12 trimestres históricos (1T2020 a 4T2022). Uma vez obtida a taxa, de 2%, foi feita a projeção de 2023 até 2029.

Em razão da provável queda da taxa básica de juros (Selic) do país nos próximos anos – como será visto no Capítulo 4 –, o câmbio tenderá, *ceteris paribus*, a ser afetado de modo a desvalorizar o real. Nesse contexto, haveria um encarecimento significativo dos equipamentos tecnológicos da área da saúde, principalmente os de alta tecnologia da medicina diagnóstica (muitos deles são importados).

Diante disso, optou-se por elevar a representatividade do item (sobre a Receita Líquida) dentro do CAPEX, partindo de 1,7% em 2022 para a taxa apurada de 2,0% para os anos seguintes - convergindo assim para a média ao passo que também considera um ajuste razoável de preços dos equipamentos.

Premissa para Digital e TI: A empresa vem passando por um processo estratégico de transformação digital, o qual vislumbra a sua digitalização/informatização e o maior desenvolvimento e crescimento da sua plataforma digital de saúde, o Saúde iD.

É evidente a busca do Grupo Fleury por uma representação ainda maior dessa categoria no CAPEX, porém, como não foi estimado um limite para ela pela empresa, o presente trabalho estipulou que essa participação não superará a maior categoria vigente - Expansões de Serviços e Áreas Técnica - em mais de 40%; devendo essa taxa ser estabilizada ao atingir esse patamar.

Isto posto, o item dessa premissa foi projetado inicialmente pela sua taxa de proporção (representatividade) sobre a Receita Líquida a partir da média simples trimestral dos últimos 4 trimestres históricos (1T2022 a 4T2022).

A taxa apurada por essa média, de 3,3%, foi então utilizada para a projeção de 2023. Já para a projeção de 2024 a 2029, elevou-se essa taxa para 3,5% (aumento de 6%) atingindo a sua estabilidade e limite estipulado – 40% maior que a taxa da categoria Expansão de Serviços e Áreas Técnicas.

#### **Depreciação e Amortização (D&A) Total:**

Premissa: projeção baseada na taxa de proporção (representatividade) desse item sobre o Imobilizado a partir da média simples dos últimos 8 trimestres históricos (1T2021 a 4T2022). Projetou-se, então, por essa taxa, os anos de 2023 a 2029.

A Depreciação e Amortização (D&A) Total se refere à soma da D&A dos bens utilizados na atividade fim da empresa (D&A de custos) – associada ao Custo dos Serviços Vendidos (CSV) – com a D&A relacionada às demais atividades, principalmente as administrativas e comerciais (D&A de despesas) – associada às Despesas Gerais e Administrativas (SG&A).

#### **3.1.4 Capital de Giro**

##### **Ativo Circulante Operacional:**

Premissa para Contas a receber; Outros: projetados a partir da Receita Líquida de acordo com o número de dias do faturamento que o item representaria. Utilizou-se para a projeção trimestral do ano base a proporção do mesmo trimestre do ano anterior.

Premissa para Impostos a recuperar: projetado a partir da média simples dos últimos oito anos históricos (2015 a 2022). O resultado desse item depende de diversas regras e

circunstâncias tributárias. Diante disso, optou-se pela projeção por média histórica por ser mais precisa que vincular o crescimento a itens não ideais ou inadequados.

Premissa para Estoques; Despesas do exercício seguinte: projetados a partir do Custo dos Serviços Vendidos (CSV) de acordo com o número de dias que o item representaria em relação a esse custo. Utilizou-se para a projeção trimestral do ano base a proporção do mesmo trimestre do ano anterior.

#### **Passivo Circulante Operacional:**

Premissa para Fornecedores; Salários e encargos a recolher; Impostos e contribuições a pagar; Outras contas a pagar: projetados a partir do Custo dos Serviços Vendidos (CSV) de acordo com o número de dias que o item representaria em relação a esse custo. Utilizou-se para a projeção trimestral do ano base a proporção do mesmo trimestre do ano anterior.

#### **3.1.5 Resultado Financeiro**

Premissa para Receitas Financeiras: projeção baseada na taxa de proporção (representatividade) desse item sobre o Caixa a partir da média simples dos últimos 8 trimestres históricos (1T2021 a 4T2022). Projetou-se, então, por essa taxa, os anos de 2023 a 2029.

Premissa para Despesas financeiras: projeção baseada na taxa de proporção (representatividade) desse item sobre a Dívida Bruta a partir da média simples dos últimos 8 trimestres históricos (1T2021 a 4T2022). Projetou-se, então, por essa taxa, os anos de 2023 a 2029.

#### **3.1.6 Balanço Patrimonial**

Premissa geral: quase todos os seus itens foram projetados de modo a espelhar o resultado do 4T2022 para todos os trimestres seguintes (muitos itens já vinham apresentando resultados nulos), a fim de reduzir a margem de erro ao projetar cada um individualmente.

As exceções são os itens que mereciam maior atenção e detalhamento, como os descritos anteriormente na projeção do Capital de Giro e outros restantes, que serão desenvolvidos abaixo:

### Ativo Circulante:

Tabela 1: Projeção do Ativo Circulante.

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Ativo Circulante</b>	<b>2.450,6</b>	<b>2.503,5</b>	<b>2.546,0</b>	<b>2.572,4</b>	<b>2.589,4</b>	<b>2.656,5</b>	<b>2.703,5</b>
Caixa e equivalentes de caixa	1.318,5	1.296,4	1.261,0	1.204,1	1.132,1	1.068,1	972,4
Contas a receber	916,8	981,1	1.047,8	1.119,2	1.195,6	1.313,3	1.441,5
Estoques	97,7	104,6	111,7	119,3	127,5	136,1	145,3
Impostos a recuperar	62,3	62,3	62,3	62,3	62,3	62,3	62,3
Despesas do exercício seguinte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IR e contribuição social diferidos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instrumentos financeiros derivativos	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Outros	55,1	58,9	62,9	67,2	71,8	76,7	81,9

Fonte: elaborada pelo autor (2023) a partir dos dados do departamento de RI da empresa e das premissas assumidas. Valores em R\$MM.

Premissas para Contas a receber; Estoques; Impostos a recuperar; Despesas do exercício seguinte: definidas anteriormente nas premissas do Capital de Giro.

Premissa para Instrumentos financeiros derivativos: a partir da média simples dos últimos 8 trimestres históricos (1T2021 a 4T2022). O valor resultante foi refletido para todos os trimestres do período projetado.

### Ativo Não Circulante:

#### Ativos Realizáveis a Longo Prazo:

Tabela 2: Projeção dos Ativos Realizáveis a Longo Prazo

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Ativos Realizáveis a Longo Prazo</b>	<b>341,9</b>	<b>297,5</b>	<b>280,4</b>	<b>291,2</b>	<b>302,7</b>	<b>315,0</b>	<b>328,0</b>
Partes relacionadas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Contas a receber	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impostos a recuperar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Depósitos judiciais	25,9	27,7	29,5	31,6	33,7	36,0	38,4
IR e contribuição social diferidos	52,0	55,7	59,5	63,5	67,8	72,4	77,3
Inst. fin. derivativos ; Títulos e v. mobiliários	121,6	121,6	121,6	121,6	121,6	121,6	121,6
Notas promissórias a receber	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Outros	142,4	92,5	69,7	74,5	79,5	84,9	90,7

Fonte: elaborada pelo autor (2023) a partir dos dados do departamento de RI da empresa e das premissas assumidas. Valores em R\$MM.

Premissa para Depósitos judiciais; IR e contribuição social diferidos; Outros: projeção baseada na taxa de proporção (representatividade) desse item sobre a Receita Líquida. No caso, o valor de cada trimestre projetado se baseia na proporção do mesmo trimestre do ano imediatamente anterior.

Como a proporção mencionada é tida trimestralmente entre um item do Balanço Patrimonial e um da DRE (via Receita Líquida) foi feita a devida equivalência periódica.

### **Ativos Permanentes**

Tabela 3: Projeção dos Ativos Permanentes

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Ativos Permanentes</b>	<b>5.172,3</b>	<b>5.226,8</b>	<b>5.294,2</b>	<b>5.382,2</b>	<b>5.485,0</b>	<b>5.487,8</b>	<b>5.519,1</b>
Investimentos	44,1	44,1	44,1	44,1	44,1	44,1	44,1
Imobilizado	900,8	908,3	926,8	963,9	1.013,5	1.016,3	1.047,6
Intangível	3.205,1	3.252,2	3.301,1	3.351,9	3.405,1	3.405,1	3.405,1
Direito de uso	1.022,3	1.022,3	1.022,3	1.022,3	1.022,3	1.022,3	1.022,3

Fonte: elaborada pelo autor (2023) a partir dos dados do departamento de RI da empresa e das premissas assumidas. Valores em R\$MM.

Premissa para Intangível: cada trimestre da projeção é um espelho do trimestre anterior ao seu, com a inclusão do valor das Aquisições (M&A) previsto para o trimestre projetado – considerando-se, portanto, que todas as aquisições projetadas agregarão valor intangível.

Premissa para Imobilizado: foi apurado trimestralmente a partir do seu valor do trimestre imediatamente anterior acrescido do CAPEX do trimestre projetado e descontada a Depreciação e Amortização (D&A) Total do trimestre projetado.

### **Passivo Circulante**



Tabela 4: Projeção do Passivo Circulante

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Passivo Circulante</b>	<b>1.380,7</b>	<b>1.426,8</b>	<b>1.503,9</b>	<b>1.614,1</b>	<b>1.730,7</b>	<b>1.797,8</b>	<b>1.869,5</b>
Empréstimos e financiamentos	499,6	499,6	499,6	499,6	499,6	499,6	499,6
Arrendamento (Leasing)	174,9	174,9	174,9	174,9	174,9	174,9	174,9
Instrumentos financeiros derivativos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fornecedores	368,7	394,5	421,4	450,1	480,8	513,3	548,0
Salários e encargos a recolher	230,4	246,5	263,3	281,2	300,4	320,7	342,4
Provisão para IR e contribuição social	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
IR e contribuição social diferidos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impostos e contribuições a pagar	41,3	44,2	47,2	50,4	53,9	57,5	61,4
Dividendos e JCP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Contas a pagar - aquisição de empresas (M&A)	40,3	40,3	40,3	40,3	40,3	40,3	40,3
Outras contas a pagar	18,4	19,7	50,1	110,4	173,7	184,4	195,8

Fonte: elaborada pelo autor (2023) a partir dos dados do departamento de RI da empresa e das premissas assumidas. Valores em R\$MM.

Premissas para Fornecedores; Salários e encargos a recolher; Impostos e contribuições a pagar; Outras contas a pagar: definidas anteriormente nas premissas do Capital de Giro.

### Passivo Não Circulante

Tabela 5: Projeção do Passivo Não Circulante

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>3.857,0</b>	<b>3.859,7</b>	<b>3.862,5</b>	<b>3.865,5</b>	<b>3.868,6</b>	<b>3.872,0</b>	<b>3.875,6</b>
Empréstimos e financiamentos	2.198,9	2.198,9	2.198,9	2.198,9	2.198,9	2.198,9	2.198,9
Arrendamento (Leasing)	943,3	943,3	943,3	943,3	943,3	943,3	943,3
Instrumentos financeiros derivativos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IR e contribuição social diferidos	397,6	397,6	397,6	397,6	397,6	397,6	397,6
Provisão para contingências	29,4	31,5	33,6	35,9	38,4	41,0	43,8
Impostos e contribuições a pagar	8,8	9,4	10,1	10,8	11,5	12,3	13,1
Partes relacionadas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Contas a pagar - aquisição de empresas (M&A)	276,3	276,3	276,3	276,3	276,3	276,3	276,3
Outros	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Minoritários (acionistas não controladores)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fonte: elaborada pelo autor (2023) a partir dos dados do departamento de RI da empresa e das premissas assumidas. Valores em R\$MM.

Premissa para Provisão para contingências; Impostos e contribuições a pagar: projeção baseada na taxa de proporção (representatividade) desse item sobre a Receita Líquida. No caso, o valor de cada trimestre projetado se baseia na proporção do mesmo trimestre do ano imediatamente anterior.

Como a proporção mencionada é tida trimestralmente entre um item do Balanço Patrimonial e um da DRE (via Receita Líquida) foi feita a devida equivalência periódica.

### Patrimônio Líquido

Tabela 6: Projeção do Patrimônio Líquido

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>2.727,2</b>	<b>2.741,2</b>	<b>2.754,1</b>	<b>2.766,2</b>	<b>2.777,9</b>	<b>2.789,5</b>	<b>2.805,5</b>
Capital social	1.717,2	1.717,2	1.717,2	1.717,2	1.717,2	1.717,2	1.717,2
Reserva legal	751,8	751,8	751,8	751,8	751,8	751,8	751,8
Reserva para Investimentos	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Lucros acumulados	213,4	227,4	240,3	252,4	264,1	275,7	291,7
Minoritários (acionistas não controladores)	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5

Fonte: elaborada pelo autor (2023) a partir dos dados do departamento de RI da empresa e das premissas assumidas. Valores em R\$MM.

Premissa para Lucros acumulados: cada trimestre projetado é um espelho do valor contábil trimestral imediatamente anterior, sendo descontados os Dividendos/JCP pagos e sendo incluído o Lucro Líquido ajustado – ambos referentes ao trimestre projetado.

Dado que já foram expostas as premissas, segue o desenvolvimento das metodologias de *valuation*:

### 3.2 Avaliação por fluxo de caixa descontado (FCD)

Damodaran (2002) infere que há basicamente apenas três tipos de abordagem para se avaliar uma empresa/ativo, portanto três abordagens de valuation possíveis. São elas: avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD); avaliação relativa - baseada nos múltiplos financeiros - e avaliação *contingent claim*, baseada em um modelo de precificação de opções.

Embora a abordagem mais utilizada seja a relativa, a abordagem do FCD é a mais bem fundamentada. Esta inclusive fundamenta as outras duas, uma vez que é inviável compreendê-las ou até mesmo utilizá-las em certo grau sem o conhecimento de FCD.

É por esse motivo que a avaliação por Fluxo de Caixa Descontado foi escolhida para alcançar o objetivo deste trabalho. Em relação às duas demais abordagens, julgou-se razoável, pela natureza desse objetivo acadêmico, apenas mencionar (e definir) a abordagem relativa – o que será feito ainda neste capítulo após a descrição metodológica deste trabalho.

Ainda em relação ao FCD, Damodaran (2002) suscita a reflexão acerca da determinação do valor intrínseco (ou justo) da empresa. Tal valor, que é um conceito chave para entender o propósito do *valuation* se traduz como o valor mais preciso possível do real valor de uma empresa.

Nesse sentido, segundo o influente professor da *NYU*, como o mercado está sujeito a distorções/erros ao analisar um ativo, naturalmente há divergência entre o preço de mercado para com o valor intrínseco mais precisamente estimado.

O fato é que, inevitavelmente e segundo esse autor, a convergência de preços virá. Isso ocorre uma vez que o mercado, apesar da sua complexidade, se mostra persistentemente eficiente – de modo a ir corrigindo seus erros.

A fim de mensurar esse valor intrínseco, Damodaran (2002) aponta que o DFC possui algumas variações para fazê-lo, cada uma com um viés/ótica diferente. Os dois mais amplamente utilizados, o Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE) e o Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA) foram os escolhidos para serem abordados no presente trabalho.

De forma simples e comparativa: enquanto o FCLE está relacionado à apuração do valor justo da empresa como um todo, o FCLA se relaciona com a apuração do valor justo do Patrimônio Líquido – ou seja, daquilo que diz respeito somente aos acionistas/proprietários da referida empresa.

É possível, segundo Damodaran (2002), chegar a qualquer um desses dois tipos de valor intrínseco a partir de qualquer uma dessas duas variações da abordagem do Fluxo de Caixa Descontado. Todavia, optou-se, no presente trabalho, por eleger o FCLE como metodologia para os cálculos.

Ainda assim, independentemente disso, o FCLA será devidamente mencionado e explicado – e a abordagem relativa virá em sequência a ele. Antes deles e a seguir, será introduzido e desenvolvido o conceito do FCLE, bem como sua participação como método desta monografia.

### **3.2.1 Fluxo de caixa livre da empresa (FCLE ou FCFE)**

Damodaran (2002) infere que o *Free Cash Flow to the Firm (FCFE)* - ou Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE) – consiste no valor total dos fluxos de caixa de uma empresa projetados para o futuro a partir da soma deles.

Como esse tipo de fluxo de caixa se refere à empresa como um todo, então é importante observar que ele tem representatividade diante de todos os titulares de direitos sobre a companhia – sejam eles credores ou acionistas/ investidores.

Damodaran (2002) demonstra que o FCLE é o valor do fluxo de caixa da empresa remanescente – livre – após os devidos descontos em relação ao *EBIT* (Lucro Operacional), considerando também a reposição da Depreciação e Amortização total.

Desse modo, o FCLE é obtido ao descontar do *EBIT* impostos de referência, *CAPEX*, Aquisições (se relevantes) e alterações específicas do *Working Capital* (Capital de Giro). É necessária também, como mencionado, a inclusão da D&A. Serão, nesse momento, apresentadas as equações.

Equação (DAMODARAN, 2002):

Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE ou *FCFF*):

$$FCLE = EBIT \times (1 - \text{Impostos}) + D\&A - CAPEX - \text{Aquisições (M\&A)}^1 - NIG \quad (14.1)$$

Ao adaptar essa fórmula, tem-se que:

$$FCLE = NOPAT + D\&A - CAPEX - \text{Aquisições (M\&A)} - NIG \quad (14.2)$$

Sendo:

*EBIT* = Lucro Operacional = Lucro Antes de Juros e I.R. (*LAJIR*).

$EBIT \times (1 - \text{Impostos}) = LAJIR \times (1 - IR) = NOPAT$  = Lucro operacional líquido após impostos.

*NOPAT* = Lucro operacional líquido após impostos. No caso brasileiro, esses impostos são referentes à alíquota somada de Imposto de Renda + CSLL.

D&A = Depreciação e Amortização (D&A) total. Refere-se à soma de D&A dos custos dos serviços vendidos (*CSV ou COGS*) com a D&A das despesas gerais e administrativas, denominadas *SG&A* (*Selling, General & Administrative*).

---

<sup>1</sup> O autor reflete (DAMODARAN, 2002) sobre a importância da inclusão das Aquisições (M&A) na fórmula, sugerindo-a nos casos em que essa modalidade é característica do modo de operar da empresa; e/ou quando forem muito significantes em relação aos valores do fluxo de caixa livre. A consideração das Aquisições (M&A) no FCLE é confirmada por Damodaran (2022) em material acadêmico atualizado.

No caso da fórmula do FCLE, deve-se adicionar de volta as já descontadas D&A.

CAPEX = Capital Expenditure = Despesas de Capital

Aquisições (M&A) = custo das aquisições de novas empresas. Este tipo de operação é contemplado pelo processo de Fusões e Aquisições (M&A).

NIG\* = Necessidade de Investimento em Giro

\* NIG (Assaf Neto, 2014b): trata-se da Capital Circulante Líquido (CCL). Ela também é encontrada na literatura das finanças como variação da Necessidade de Capital de Giro Operacional (NCG)

Tal variação, para Assaf Neto (2014b), pode também ser simplesmente denominada como NIG (Necessidade de Investimento em Giro). Neste trabalho, optou-se pela utilização deste termo. Seguem as instruções de seu cálculo:

Considerar o Ativo Circulante Operacional como ACO e, o Passivo Circulante Operacional, como PCO. No caso do ACO, entram apenas os ativos circulantes financeiros e, no caso do PCO, apenas os passivos circulantes financeiros.

Desse modo:

$$NCG = (ACO - PCO) \quad (15)$$

$$NIG = \text{variação } NCG = NCG_{\text{ano corrente}} - NCG_{\text{ano anterior}} \quad (16)$$

Retomando à discussão sobre o FCLE, é importante salientar que Damodaran (2002) sugere que o desconto do Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE), para o cálculo do seu valor presente, é tido a partir do *cost of capital*.

Esta taxa, também conhecida como WACC, representa o custo do capital de capital total e fora explicada no capítulo 2 desta monografia.

Uma vez calculados cada ano projetado do Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE), torna-se viável o cálculo do *Firm Value* ou Valor da Empresa – permitindo na sequência a apuração do Equity Value e, por fim, o valor justo/intrínseco por ação da empresa.

Esses dois tipos de valor foram definidos no Capítulo 2, ao passo que também tiveram suas equações expostas. O cálculo deles e das variáveis a eles associadas no processo de *Valuation* serão realizados no capítulo 5, o capítulo de aplicação.

### 3.3 Menção: outros métodos de avaliação

Como anunciado previamente neste capítulo, já realizada a descrição metodológica deste trabalho, será apresentada uma outra variação relevante da abordagem do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), denominada Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA).

Por fim, na sequência dessa apresentação, será mencionada a outra abordagem pertinente de avaliação a esse trabalho. Denominada como abordagem relativa, ela propõe, como dito anteriormente, avaliar uma empresa com base em seus múltiplos (indicadores) financeiros.

#### 3.3.1 Fluxo de caixa livre do acionista (FCLA ou FCFE)

À luz de Damodaran (2002), o *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* – ou Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA) – é definido pelo valor remanescente dos fluxos de caixa depois de pagas as despesas específicas e as obrigações financeiras da empresa.

Partindo-se do Lucro Líquido, a decorrência dessas despesas, aponta Damodaran (2002) estão relacionadas ao CAPEX, Aquisições (quando relevantes) e Necessidade de Capital de Giro; enquanto as obrigações financeiras consideradas são a sua totalidade, inclusive pagamentos referentes a dívida.

O Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA), de acordo com esse autor, é o quanto a empresa pode gerar, em termos de pagamento, a seus acionistas – por meio de dividendos, por exemplo – sem afetar seus deveres financeiros. Isso porque ela pode decidir pagar um valor menor do que o valor máximo de caixa que teria à disposição para essa finalidade.

Damodaran (2002) aponta também a possibilidade de se calcular o Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA) partindo do Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE) ao invés do Lucro Líquido.

Nesse contexto, o FCLA consistirá no valor remanescente do FCLE após a desconto da Despesa Financeira (descontados os impostos) e dos dividendos preferenciais e adicionando a variação da dívida.

Dado que esse tipo de fluxo de caixa abordado - FCLA - está associado ao acionista, então é relevante salientar que a sua representatividade está limitada aos acionistas/proprietários.

Conforme Damodaran (2002), o Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA) é dado por:

$$FCLA = \text{Lucro Líquido} + D\&A - CAPEX - \text{Aquisições (M\&A)} - NIG + \text{Variação dívida} \quad (17)$$

Sendo:

Lucro Líquido = Lucro da empresa após todos os descontos que ocorrem sobre a receita, ou seja, a partir de todos os custos, despesas e impostos incidentes.

D&A = Depreciação e Amortização (D&A)

CAPEX = Capital Expenditure = Despesas de Capital

Aquisições (M&A)\* = custo das aquisições de novas empresas. Este tipo de operação é contemplado pelo processo de Fusões e Aquisições (M&A).

NIG = Necessidade de Investimento em Giro = variação da Necessidade de Capital de Giro Operacional (explicada anteriormente na seção 3.2.1)

Variação da dívida = Nova dívida emitida – Dívida amortizada = Dívida Bruta ano base – Dívida Bruta ano anterior

\* Inclusão análoga à do Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE) pela mesma bibliografia. A confirmação da inclusão na fórmula está disponível na mesma apresentação de Damodaran (2022).

Observação: a fórmula acima foi traduzida do inglês com base na comparação com o cálculo equivalente demonstrado por Assaf Neto (2014b, p.175).

Outra maneira de calcular o Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA) se dá a partir da sua comparação com o Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE). Para isso, Damodaran (2002) sugere a seguinte equação, já traduzida:

$$FCLA = FCLE - \text{Despesa Financeira} \times (1 - IR) + \text{Variação da dívida} - \text{Dividendos preferenciais} \quad (18.1)$$

Despesa Financeira x (1-IR) = Despesa Financeira (juros) após Benefício Fiscal\*.

Variação da dívida = Nova dívida emitida – Dívida amortizada = Dívida Bruta ano base – Dívida Bruta ano anterior

Dividendos preferenciais = Dividendos pagos aos acionistas das *preferred stocks*, as ações preferenciais estadunidenses, que se diferem conceitualmente das brasileiras de mesma denominação. Como a equação acima engloba particularidades do mercado dos Estados

Unidos, no qual, segundo Drinkard (2006), as ações preferenciais funcionam de forma similar a títulos de dívida<sup>2</sup> (*bonds*), é preciso considerar esses dividendos na equação. Porém, há circunstâncias que estes não devem integrá-la<sup>3</sup>.

\* A partir da equivalência da literatura de Damodaran (2002) com Assaf Neto (2014b), o desconto fiscal se dá a partir do Imposto de Renda + CSLL sobre essas Despesas Financeiras.

Uma vez apresentada a equação original traduzida do Damodaran (2002) para o Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA), será apresentada sua adaptação para as empresas brasileiras – em que apenas foi retirada a variável dos dividendos preferenciais:

$$FCLA = FCLE - Despesa Financeira \times (1 - IR) + Variação da dívida \quad (18.2)$$

Damodaran (2002) explica que o cálculo do valor presente do Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA) é determinado pelo desconto desse fluxo a partir do Custo de Capital Próprio. Este custo/taxa, também conhecido como  $K_e$ , fora explicado no capítulo 2 desta monografia.

### 3.3.2 Avaliação pela abordagem relativa

Damodaran (2002) define esse tipo de abordagem como um método de avaliar o valor relativo de uma companhia. Diferentemente da abordagem do FCD, a qual mensura o seu valor intrínseco, a avaliação relativa confere à empresa um valor a partir da comparação com seus pares – negócios do mesmo segmento/área de atuação.

Diante disso, o *valuation* relativo está sujeito a distorções por se basear na avaliação de preços do mercado. Como este apresenta erros temporários ao definir o valor real dos ativos, é natural, segundo Damodaran (2012), que a definição do preço relativo também apresente imprecisões – ainda que considere ajustes estatísticos

No caso, essa abordagem assume que os erros individuais são minimizados dentro da média das avaliações, fato que confere confiabilidade. Todavia, Damodaran (2002) explica que a

---

<sup>2</sup> Ambos são remunerados a partir de uma taxa - fixa ou de juros - que incide sobre o valor de face do ativo. No caso das ações preferenciais estadunidenses, seus acionistas recebem dividendos (*preferred dividends*) que são calculados pela incidência desse tipo de taxa sobre o papel da empresa (HAYES, 2006b).

<sup>3</sup> No caso de a empresa analisada ser estadunidense mas ser representada apenas por ações do tipo ordinária, deve-se desconsiderar esses dividendos da equação. Para as empresas brasileiras, independentemente de possuírem ações preferenciais, não se deve utilizar os dividendos preferenciais no cálculo – dado que no Brasil sua remuneração funciona de forma similar aos dividendos das ações ordinárias (ASSAF NETO, 2014a).



avaliação relativa é a mais amplamente utilizada em decorrência da simplicidade, praticidade e agilidade do seu processo.

Baseando-se nos múltiplos financeiros de outras empresas para a conclusão do preço, essa abordagem apura este pela comparação de fatores - principalmente - como o lucro, o patrimônio e a receita.

Nesse sentido, vale destacar os múltiplos (indicadores) mais recorrentemente empregados, por categoria. De acordo com Damodaran (2002), tais múltiplos são:

Múltiplos de Ganhos:

$$\frac{P}{L} = \frac{\text{Preço}}{\text{Lucro}}$$

Este múltiplo é o mais amplamente utilizado pelo mercado para a avaliação relativa. Trata-se da relação entre o valor de mercado da empresa por ação (numerador) com o Lucro Líquido por ação (denominador). Ainda mais abrangente que o P/L, tem-se o:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{EBITDA}$$

Este múltiplo, que tem como base de referência o valor da empresa ao invés do valor de sua ação (caso do P/L). Ele relaciona o valor de mercado da empresa (*Enterprise Value*) com o EBITDA (denominador) – este representando o potencial de geração de caixa da empresa.

Múltiplo de Valor Patrimonial:

$$\frac{P}{VP} = \frac{\text{Preço}}{\text{Valor Patrimonial}}$$

Este múltiplo representa a relação entre o valor de mercado de uma empresa por ação (numerador) e o valor do seu Patrimônio Líquido por ação (denominador). Portanto, trata-se essencialmente de uma reflexão do valor de mercado para com o contábil da empresa.

Múltiplo de Receita:

$$\frac{\text{Preço}}{\text{Vendas}}$$

Este múltiplo promove a comparação entre o preço de mercado de uma empresa por ação (numerador) e a Receita Líquida gerada pela empresa por ação.

Dada a discussão e exposição metodológica do processo de avaliação empresarial elencado, principalmente no que tange ao seu desenvolvimento quantitativo, será realizada no capítulo, a seguir, o estudo/análise quanto aos fatores qualitativos que o influenciam e o complementam.

## 4. ESTUDO TOPDOWN

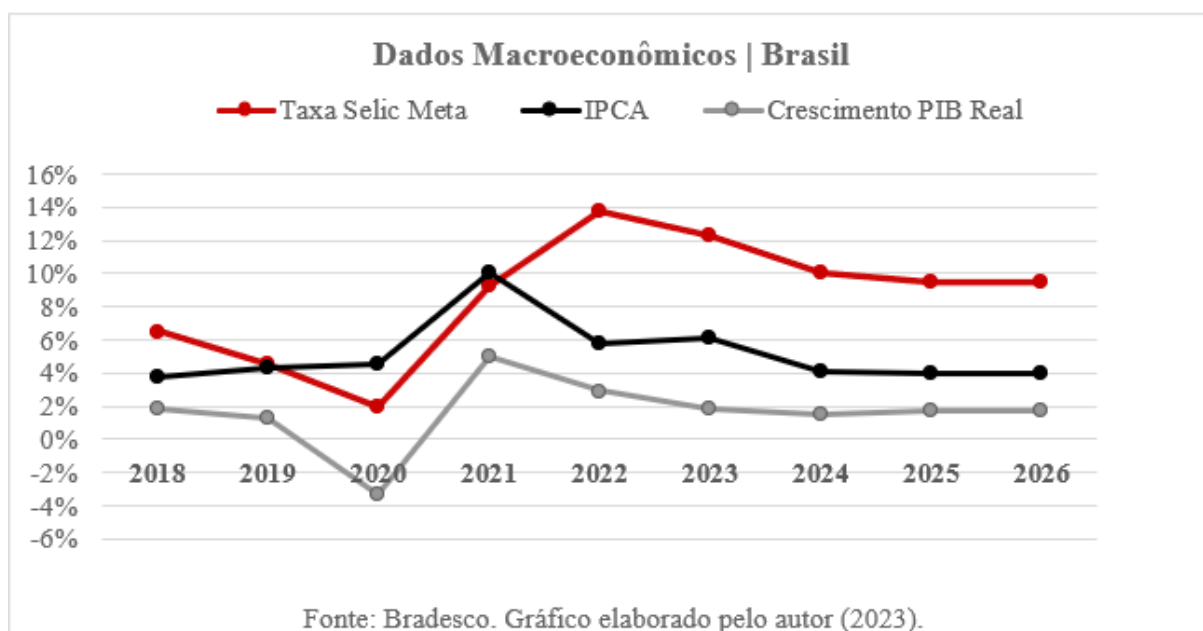
Neste capítulo será desenvolvida a análise Top Down do Grupo Fleury. Este tipo de análise tem como ponto de partida o estudo do fator mais global que afeta o desempenho da empresa - a economia do país -, seguindo para os fatores setoriais e, por fim, analisando-se a empresa *per se* e a partir desses fatores.

Uma vez concluída a análise qualitativa da empresa, ou seja, o último passo qualitativo do método Top Down, será iniciado o processo quantitativo do *valuation* – finalizando-se a análise/avaliação da empresa.

### 4.1 Cenário econômico e setorial

A fim de inferir sobre a economia brasileira e o seu impacto sobre o setor estudado, é impreterível a apresentação de informações macroeconômicas que a regem:

Gráfico 1: Dados macroeconômicos do Brasil.



Nota-se que o surgimento da pandemia da Covid-19 em 2020 promoveu, naquele ano, um cenário de recessão econômica no país – com queda de 3,28% no PIB em termos reais.

Neste contexto, houve a reversão abrupta da estratégia recém bem-sucedida do Banco Central no controle da taxa Selic – fora fixada meta de 2% em 2020 – e a elevação da inflação para casa de dois dígitos.

Desde então, as políticas fiscal e monetária convergiram para o controle inflacionário. A partir disso e, também, do maior controle da pandemia por meio da vacinação, o país saiu da recessão e conseguiu atenuar o nível do impacto da Covid-19 nos preços.

Dessa forma, houve a retomada de crescimento significativo em 2021 e importante desaceleração dos preços a partir de 2022. Neste ano, iniciou-se o processo efetivo de queda da inflação.

O IPCA acumulado de 12 meses, ao final de 2022, já se encontrava num patamar relativamente próximo ao do nível pré-pandemia. A projeção desse índice para os anos subsequentes sugere que os preços já foram controlados e seguirão com nível ainda menor.

Apesar das projeções (vide a tabela acima) preconizarem estabilidade inflacionária e expectativa de queda - gradual - dos juros, o crescimento real do país ainda é pouco expressivo.

Além disso, a perda significativa de poder compra; os preços relativamente altos e os juros no patamar atual de 13,75% consistem em um enorme desafio para o país como um todo. Isso não é diferente para o setor de medicina diagnóstica.

A análise a seguir será realizada com embasamento nos dados estatísticos projetados em 2018 pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE (2023).

Além do IBGE, também foram utilizados os dados até 2022 da Associação Brasileira de Medicina Diagnóstica, Abramed (2023) e da Agência Nacional de Saúde Suplementar, ANS (2023).

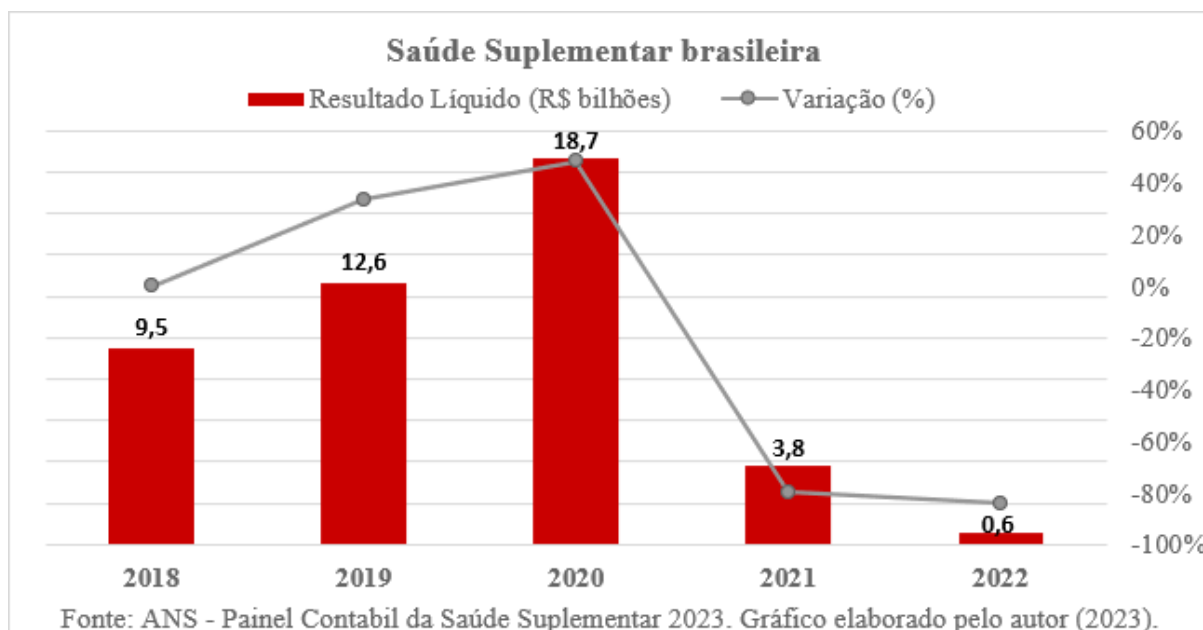
Observando-se os dados de fontes de receita das empresas associadas a Abramed (2023) e estimando-se a média percentual por categoria – entre 2019 e 2021 –, tem-se que os planos de saúde (operadoras e segurados) representam mais da metade do faturamento do setor, em torno de 54,4%.

Enquanto isso, a prestação de serviço a outros laboratórios (*Lab-to-lab*) representa em torno de 24,2%; pagamentos diretamente nas unidades (Particular), 14,5%; serviços a entidades públicas (SUS etc.), 6% e, as demais categorias, totalizam 1%.

Nota-se que o maior peso das receitas se concentra nos planos de saúde, os quais representam mais de 50% destas e mais que dobro da fração da segunda maior categoria. Esse serviço é entendido como Saúde Suplementar (ANS, 2023).

Torna-se muito significativo, então, conhecer o desempenho desses planos:

Gráfico 2: Resultado Líquido da Saúde Suplementar no Brasil.



De acordo com ANS (2023), entende-se por resultado líquido o montante residual do período após o desconto de todos os demais resultados e impostos devidos.

O advento da pandemia em 2020 é o principal fator que explica a sequência de duas quedas anuais (2021 e 2022) na ordem de 80% desse resultado.

Esses valores críticos, todavia, seriam ainda mais preocupantes caso as operadoras de saúde não tivessem, na média, significantes aplicações financeiras remuneradas pelas altas taxas de juros vigentes no mercado (ANS, 2023).

O setor segue fragilizado, dado que a Saúde Suplementar é a categoria que tem maior peso nas contas. Em contrapartida, há alguns fatores que, provavelmente, o favorecerão.

### Perspectivas de crescimento para o setor

Dentre os fatores que irão trazer melhores perspectivas ao setor, o avanço tecnológico se projeta como um dos principais.

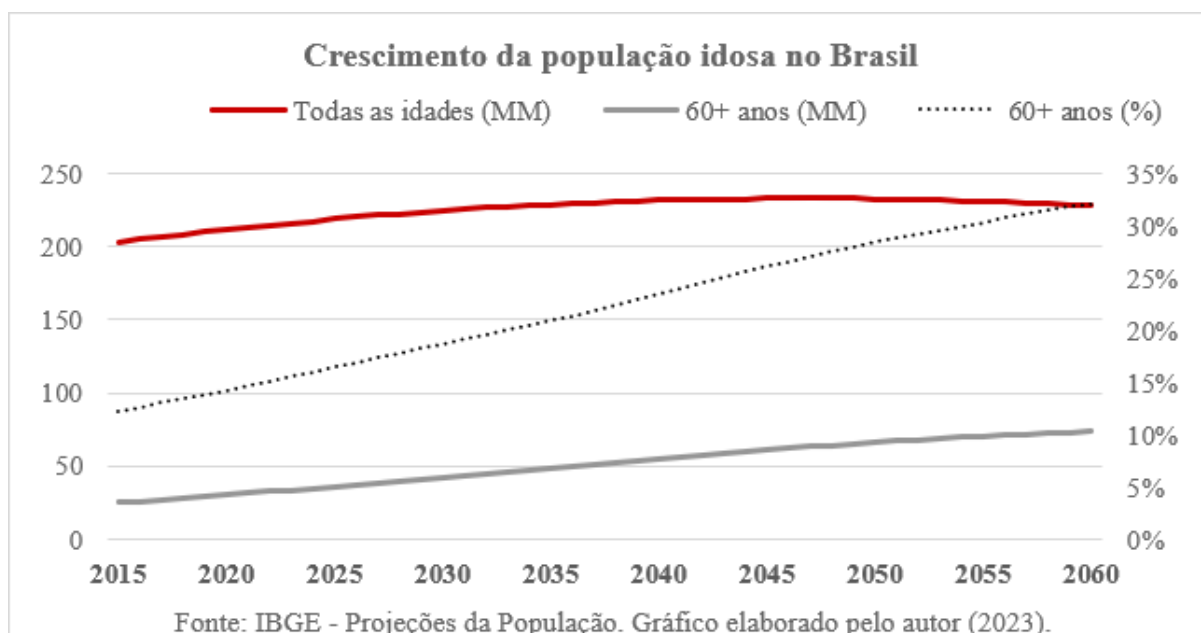
Conforme suscitado pela Abramed (2021), área de medicina diagnóstica é uma das mais inovadoras do mercado. Isso implica avanços em relação a otimização do tempo de soluções e gastos, bem como a maior precisão e qualidade dos serviços.

A inteligência artificial, a telemedicina, a pesquisa genética e as máquinas de alta complexidade tecnológica são canais que viabilizam o crescimento e otimismo para esse setor.

Nesse sentido, esses avanços também possibilitam escalar a oferta e a extensão dos serviços, na sua diversidade.

Um outro fator que favorecerá expressivamente o setor será o crescimento da população idosa brasileira. Projetado pelo IBGE (2023), ele é assim percebido:

Gráfico 3: Crescimento da população idosa brasileira.



Em 30 anos, a população idosa no país dobrará sua representatividade, o que por si só já é muito oportuno para o segmento de medicina diagnóstica.

Dado que essa faixa etária – de 60 anos para mais – está sujeita, de modo geral, a maiores fragilidades de saúde, ela inevitavelmente necessita de maior acesso à exames médicos e consultas.

Alcançando uma margem próxima a um terço da população em 2060, o Brasil se tornará um país com elevada população idosa. Com esse crescimento, aumentará também, certamente, as demandas para o – custoso – tratamento de câncer.

Ao passo que seria absorvida uma maior demanda nesse sentido, o avanço tecnológico, mencionado anteriormente, tornaria esse atendimento mais escalável, além de permitir a maior eficiência do tratamento.

Já exposto o panorama macroeconômico e do setor, será, neste momento, introduzida e analisada a empresa para a análise do presente trabalho: o Grupo Fleury.

## **4.2 O Grupo Fleury**

### **4.2.1 História e estratégias**

O desenvolvimento desta seção se baseia tanto nos dados do Grupo Fleury como também, principalmente, do departamento de Relações com Investidores da empresa.

Fundado em 1926 na cidade de São Paulo pelo médico Gastão Fleury Silveira, o Fleury foi a primeira marca do grupo - a qual é responsável até o contexto atual - pela sua principal fonte de receita. Ela iniciou suas atividades como um pequeno laboratório no segmento de análises clínicas (GRUPO FLEURY, 2022).

O Fleury – e posteriormente o Grupo Fleury – tem se mostrado, desde a sua fundação, uma empresa pioneira na área da saúde, por meio de diferentes conquistas que serão vistas a seguir.

O Grupo Fleury (2022) aponta que as suas inovações de natureza tanto organizacional e tecnológica, conjuntamente à eficiência na prestação de serviços, promoveram a sua atuação para 9 estados e o Distrito Federal.

Dentre algumas medidas de inovação características do grupo estão: constituir o primeiro laboratório brasileiro a possuir um profissional especializado para cada setor da patologia clínica e implementar o primeiro sistema de informação para suporte ao paciente

Além disso, merece menção a implantação de códigos de barras para distinguir e reconhecer amostras seguramente. Já como inovação internacional, o Grupo Fleury foi a primeira empresa a disponibilizar resultados de exames via internet.

Posteriormente a essas medidas, começou-se o seu processo de expansão a partir dos anos 2000, configurando mais de 20 aquisições até a abertura de capital (*IPO*) da empresa em 2009.

É notável toda preocupação e sinergia do grupo com sua infraestrutura para se adaptar de forma a enfrentar as condições/intempéries de mercado.

A exemplo disso, antes do Covid-19 os seus serviços domiciliares já eram ofertados e bem estabelecidos, bem como sua boa extensão via plataformas digitais.

A partir do Covid-19, esses canais só se fortaleceram, ao passo que a empresa inclusive passou a ofertar um serviço, gratuitamente, para auxiliar a população. Trata-se de uma plataforma de telemedicina (Cuidar Digital) que permite a conexão entre médicos e pacientes – ambos vinculados ou não ao Grupo.

Segundo o histórico das Demonstrações Financeiras do Grupo Fleury até o final de 2022, o Grupo Fleury tem como principal frente, historicamente, as unidades de atendimento ao cliente, ou UAs.

Elas representam em torno de 83% da Receita Bruta nos últimos dez anos (média simples).

Em seguida, vem o seu atendimento empresarial (B2B) a partir de operações em hospitais (Operações Hospitalares); serviços mais complexos e de alta tecnologia (Laboratório de Referência) e serviços de medicina preventiva (MP).

Por fim, o restante da receita do grupo é oriundo da – menor, mas crescente – categoria Novos Elos. Iniciada em 2020, é integrada por empresas/negócios seus que não exercem o *core* da empresa.

Ou seja, são negócios para além da medicina diagnóstica, como Oftalmologia, Infusão, Ortopedia, etc.

Desde 2017, segundo o website de Relações com Investidores da empresa (2022), o Grupo Fleury realizou a aquisição de pelo menos 15 companhias, sendo a maior parte delas relacionada a medicina diagnóstica e segue até o contexto atual com sua cultura de Aquisições e inovações.

A empresa quase centenária anunciou, segundo o seu Relatório de Resultado do 4T2022, a fusão – que ainda terá de passar pela aprovação do CADE em 2023 – do grupo com a Hermes Pardini.



Na hipótese da aprovação, a empresa resultante da fusão cobriria 13 estados – vide a complementaridade entre as duas originais – e uma estimativa de Receita Bruta e EBITDA, respectivamente, de R\$6,9 bilhões e R\$1,7 bilhões.

De modo geral, estrategicamente, o Grupo Fleury (2023) está vislumbrando a expansão das suas unidades de atendimento a pessoa física (UAs), dos negócios que não do seu *core* de medicina diagnóstica (Novos Elos) e da sua plataforma de saúde digital.

No campo da sustentabilidade, conforme o Relatório de Resultados do 4T22 do Grupo Fleury (2023), a empresa vem assumindo significativo compromisso de práticas ESG (*Environmental, Social and Governance*).

Essas práticas estão relacionadas ao empenho corporativo mais sustentável de atividades econômicas, sociais e ambientais.

Dentre as práticas ESG adotadas – bem-sucedidas – pela empresa, o Grupo Fleury (2020) menciona investimentos em projetos para redução de resíduos de modo geral; redução da emissão de gases de efeito estufa e a modernização da sua matriz energética a partir de fontes renováveis.

Além disso, nesse contexto, o Relatório de Resultados do 4T22 do Grupo Fleury (2023) aponta que a empresa compõe mais de um índice (ou *benchmark*) de bolsa de valores ESG.

No Brasil, por exemplo, o grupo compõe desde 2014 o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), da bolsa de valores B3.

Já no exterior, o grupo vem integrando um índice internacional também de natureza ESG: o *Dow Jones Sustainability Index (DJSI) Emerging Markets*.

Este *benchmark*, que é da classe de índices sustentáveis DJSI – mundialmente reconhecida – diz respeito ao mercado dos países emergentes. O Grupo Fleury é a única empresa brasileira eleita do setor da saúde.

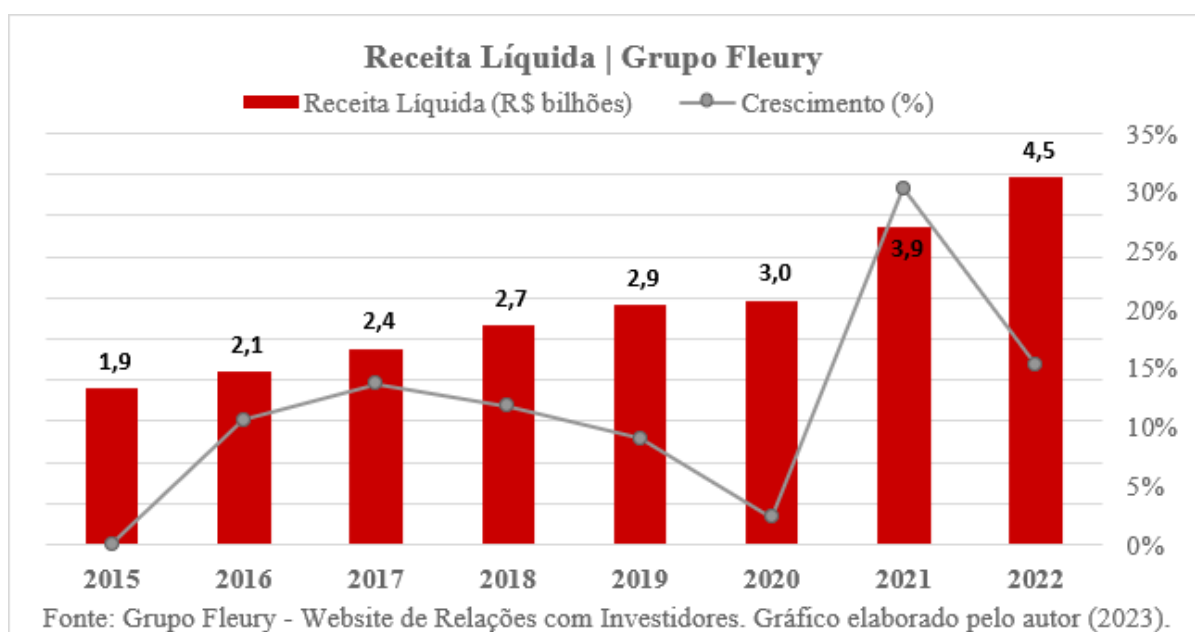
#### **4.2.2 Análise qualitativa**

Imprescindíveis à análise do grupo, serão percorridos brevemente alguns dados contábeis seus e sobre a sua inserção no mercado (*market share*).

A base de dados históricos do Grupo Fleury (2023) revela que a empresa desempenhou, apesar de variável, um crescimento positivo da receita – líquida – em todos os anos ao longo dos últimos oito.

Mesmo durante o ano do surgimento da pandemia da Covid-19 em 2020, o grupo manteve, embora reprimido, essa proeza – como é possível notar na tabela elaborada a seguir:

Gráfico 4: Evolução da Receita Líquida do Grupo Fleury.



Ao analisar a composição dessa receita – via Demonstração do Resultado do Exercício de 2022 (GRUPO FLEURY, 2023) – desde a pandemia em 2020, observa-se a inauguração e rápida expansão dos Novos Elos.

Em apenas três anos de existência, esta categoria já gera um montante cada vez mais próximo do principal e estabelecido segmento dos serviços prestados a empresas.

Isso se deve ao seu estratégico, crescente e eficiente processo de aquisição de empresas – principalmente empresas de outros setores da saúde e marcas regionais fora do eixo São Paulo – Rio de Janeiro, de onde o grupo recebe a maior receita.

Pelo acesso às Demonstrações Financeiras da empresa (GRUPO FLEURY, 2023), observa-se que a empresa possuía em 2022 um endividamento 1,97 vezes o seu potencial de geração de caixa (EBITDA).

Isso significa que o endividamento do grupo corresponde a quase dois anos consecutivos da sua geração de caixa em potencial. Isso significa que seriam necessários, no mínimo, em

torno de (apenas) dois anos de operações para a empresa conseguir pagar completamente a sua dívida.

Em termos relativos, comparando-se a seus pares do setor (INVESTING, 2023), pode ser um indicativo de boa geração de caixa e/ou que a empresa possui pouca alavancagem.

No que tange ao seu *market share*, dado que não há a disponibilidade da Receita Bruta do setor nem pelo IBGE e nem pela Abramed para 2022, optou-se por estimá-lo por meio de dados recentemente divulgados por essa associação.

Segundo a Abramed (2023), a fração de saúde suplementar dentro da Receita Bruta das empresas a ela associadas foi de 53,1% em 2020.

Considerando que esse percentual se aplique analogamente – pela média – às demais empresas do setor e dado que ele representava R\$13,9 bilhões para as empresas da Abramed:

É razoável estimar que naquele ano as empresas associadas tenham gerado uma Receita Bruta de R\$26,17 bilhões para o seu setor.

Além disso, de acordo com a Abramed (2023), as empresas associadas foram responsáveis em 2022 por 30% de todo o volume de exames do setor.

Isto é, estão sendo consideradas tanto as receitas da saúde suplementar (planos de saúde) quanto da complementar (pública/SUS).

Nesse sentido, como R\$26,17 bilhões podem representar 30% do setor, então o setor como um todo, de forma estimada, geraria uma Receita Bruta de aproximadamente R\$87,23 bilhões.

Já a partir do website de Relações com Investidores de cada uma das demais maiores companhias do segmento (2023), tem-se que:

Ao final de 2022 a Receita Bruta da Dasa, Grupo Fleury, Hermes Pardini, Sabin e Alliar são aproximadamente, em bilhões de reais, respectivamente: 14,127; 4,803; 2,255; 1,394 e 1,167.

Segundo o *Corporate Finance Institute* (2019b), CFI, o *market share* é definido pela razão entre o total de vendas (Receita Bruta) de uma empresa e o total de vendas da sua indústria como um todo.

Diante dos dados disponíveis, das estimativas anteriores e pela definição do CFI as principais companhias do setor possuiriam uma fração do mercado equivalente a 27,2% em 2022. Grupo Fleury, isoladamente, no mesmo ano, possuiria o equivalente a 5,5%.

Demonstra-se, com efeito, que o grupo está bem inserido no mercado nacional, inclusive com relação aos outros principais concorrentes. Todavia, a empresa está sob significativa ameaça pelo crescimento da Dasa, a única empresa maior que o Grupo Fleury nesse setor.

A Dasa praticamente dobrou a sua receita (DASA, 2023) entre 2020 e 2022 e passou a deter em torno de 3 vezes o *market share* (MS) do Grupo Fleury, o qual possuía MS de 9,3% em 2020 (Anexo A).

O crescimento desse maior concorrente afetou fortemente o *market share* (MS) de todas as demais empresas do segmento. Todavia, o Grupo Fleury não perdeu MS para os demais concorrentes e permanece com a segunda posição do setor e em consistente crescimento.

O grupo segue forte com a expansão e diversificação dos seus negócios – com altos retornos escaláveis de investimento – e carrega significativo poder de barganha sobre seus fornecedores.

Em um cenário de fusão do Grupo Fleury com a Hermes Pardini em 2023, a qual ainda terá de ser aprovada pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), a empresa resultante teria no curto prazo uma fração do mercado próxima à da Dasa (Anexo A).

Por fim, independentemente dessa fusão ocorrer, é importante destacar o potencial da empresa que será criada pelo Grupo Fleury conjuntamente ao Bradesco – sob o seu empreendimento de investimento em hospitais – e a Beneficência Portuguesa de São Paulo.

Mencionada e considerada nas premissas do capítulo 3 deste trabalho, a ABPF Oncologia poderá promover, sendo – provavelmente – aprovada, retornos financeiros relevantes para o Grupo Fleury.

Isso se deve, dentre tantos motivos, pelo célere crescimento da população idosa no país e pelo avanço/potencial tecnológico do setor mencionados anteriormente neste capítulo.

Uma vez finalizado o estudo qualitativo da empresa e sido descritas nos capítulos anteriores as variáveis, equações e metodologia do processo quantitativo, será então iniciado o capítulo de aplicação e cálculo do valor justo da ação.

## 5. PROCESSO DE VALUATION

Neste capítulo, serão apresentados inicialmente os dados históricos os quais, a partir das premissas inferidas no Capítulo 3, balizaram as projeções do modelo de *valuation* utilizado no presente trabalho.

Subsequente à apresentação, serão apontados os valores das variáveis fundamentais ao processo de cálculo do valor intrínseco do Patrimônio Líquido; ou seja, o *Equity Value*, diante das projeções de fluxo de caixa livre da empresa.

Efetuada essa atribuição de valores, será estabelecido o passo a passo para estimar esse valor intrínseco – aplicando-se então todos os respectivos cálculos para isso.

Decorrido todo esse processo, será possível inferir o preço justo por ação e, então, poder-se-á concluir por meio deste o objetivo da presente monografia.

### Dados Históricos Contábeis:

#### **Balanço Patrimonial (BP)**

Tabela 7: Balanço Patrimonial do Grupo Fleury (em R\$MM)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Balanço Patrimonial</b>								
<b>Ativo Circulante</b>	1.132,2	933,2	1.267,0	1.434,2	1.485,2	1.880,2	1.742,6	2.391,4
<b>Ativo Não Circulante</b>	2.071,8	2.072,6	2.260,3	2.476,2	3.671,1	3.707,3	4.432,1	5.400,4
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	3.204,0	3.005,8	3.527,3	3.910,4	5.156,4	5.587,5	6.174,7	7.791,8
<b>Passivo Circulante</b>	417,7	409,2	639,1	624,7	725,8	1.109,8	1.207,0	1.234,1
<b>Passivo Não Circulante</b>	1.130,9	1.060,9	1.181,7	1.535,8	2.671,6	2.726,9	3.113,2	3.856,6
<b>Patrimônio Líquido</b>	1.655,4	1.535,7	1.706,5	1.750,0	1.759,0	1.750,9	1.854,5	2.701,1
<b>TOTAL DO PASSIVO E PL</b>	3.204,0	3.005,8	3.527,3	3.910,4	5.156,4	5.587,5	6.174,7	7.791,8

Fonte: website de RI do Grupo Fleury. Tabela elaborada pelo autor (2023).

#### **Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)**

Tabela 8: DRE do Grupo Fleury (em R\$MM)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>DRE</b>								
<b>Receita Bruta</b>	<b>2.097,2</b>	<b>2.300,3</b>	<b>2.586,5</b>	<b>2.879,6</b>	<b>3.142,1</b>	<b>3.207,2</b>	<b>4.172,4</b>	<b>4.803,0</b>
Deduções	(202,3)	(204,2)	(203,5)	(215,2)	(237,0)	(235,6)	(299,8)	(340,0)
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.895,0</b>	<b>2.096,1</b>	<b>2.383,0</b>	<b>2.664,5</b>	<b>2.905,1</b>	<b>2.971,6</b>	<b>3.872,7</b>	<b>4.463,0</b>
Custo dos Serviços Vendidos (CSV)	(1.392,1)	(1.495,1)	(1.646,9)	(1.856,0)	(2.018,3)	(2.161,9)	(2.745,8)	(3.252,9)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>502,9</b>	<b>601,1</b>	<b>736,1</b>	<b>808,5</b>	<b>886,8</b>	<b>809,7</b>	<b>1.126,9</b>	<b>1.210,1</b>
Despesas operacionais	(267,2)	(262,2)	(259,2)	(305,3)	(326,7)	(331,1)	(459,6)	(475,1)
<b>EBIT</b>	<b>235,6</b>	<b>338,9</b>	<b>476,9</b>	<b>503,2</b>	<b>560,2</b>	<b>478,7</b>	<b>667,3</b>	<b>735,0</b>
Resultado Financeiro	(63,2)	(44,5)	(49,1)	(52,1)	(134,0)	(137,9)	(171,2)	(329,6)
<b>EBT (LAIR)</b>	<b>172,5</b>	<b>294,4</b>	<b>427,8</b>	<b>451,1</b>	<b>426,2</b>	<b>340,7</b>	<b>496,1</b>	<b>405,4</b>
Imposto de Renda e CSLL	(65,1)	(65,6)	(107,1)	(119,6)	(113,9)	(83,8)	(144,6)	(96,7)
<b>Lucro Líquido</b>	<b>107,3</b>	<b>228,7</b>	<b>320,6</b>	<b>331,6</b>	<b>312,3</b>	<b>257,0</b>	<b>349,9</b>	<b>307,9</b>

Fonte: website de RI do Grupo Fleury. Tabela elaborada pelo autor (2023). Valores em R\$MM.

#### Valores das variáveis componentes:

A extração dos valores dessas variáveis, feita a partir do desenvolvimento do trabalho ou de respectivos endereços eletrônicos que as disponibilizam, teve como resultado:

$R_F$  = Risk Free = 3,37% (website do Damodaran via NYU);

$[R_M - R_F]$  = Equity Risk Premium = 5,94% (website do Damodaran via NYU);

Spread da Empresa = 0,85% (website do Damodaran via NYU);

Risco País = 3,22% (website do Damodaran via NYU);

$infl_{Br}$  = 4,5% (IPCA. Estimada pelo autor para todo o período de projeção da empresa. Foi estimado um valor 12,5% acima do patamar de 4% previsto pelo Bradesco\* para 2026);

\* <https://www.economiaemdia.com.br/SiteEconomiaEmDia/Projecoes/Longo-Prazo/>

$infl_{US}$  = 2,2% (CPI. website do Escritório de Orçamento do Congresso dos EUA\*\*. Valor projetado por este órgão até 2030 e utilizado neste trabalho para todo o período de projeção da empresa);

\*\* <https://www.cbo.gov/publication/56465/>

$g$  = crescimento na perpetuidade = 5,4% (estimado na sua definição neste trabalho);

Caixa = Caixa e equivalentes de Caixa + Títulos e Valores Mobiliários =

= 17,3 + 1,292,2 = 1.309,5 (R\$ MM) (Ano 2022). Segue abaixo a tabela com o recorte do Balanço Patrimonial da empresa com a descrição do Caixa historicamente:

Tabela 9: Decomposição do Caixa do Grupo Fleury (em R\$MM).

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Balanço Patrimonial</b>								
<b>Ativo Circulante</b>	<b>1.132,2</b>	<b>933,2</b>	<b>1.267,0</b>	<b>1.434,2</b>	<b>1.485,2</b>	<b>1.880,2</b>	<b>1.742,6</b>	<b>2.391,4</b>
Caixa e equivalentes de caixa	514,9	313,8	337,5	55,2	9,0	28,2	33,7	17,3
Titulos e valores mobiliários	114,6	93,0	334,3	753,7	795,3	1.013,6	763,4	1.292,2
...								

Fonte: Demonstrações Financeiras de 2022 do website de RI do Grupo Fleury. Tabela elaborada pelo autor (2023).

Retomando a descrição dos valores das outras variáveis componentes:

$$\text{Dívida Bruta (D)} = \text{Empréstimos e Financiamentos CP e LP} + \text{Leasing CP e LP} \quad (1)$$

D = Dívida Bruta = 3.816,7 (R\$ MM) (Ano 2022).

Tabela 10: Cálculo da Dívida Bruta do Grupo Fleury

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Endividamento (R\$ MM)</b>								
<b>Dívida Bruta (IFRS 16)</b>	<b>990,0</b>	<b>832,0</b>	<b>1.062,3</b>	<b>1.266,0</b>	<b>1.667,1</b>	<b>2.689,5</b>	<b>2.948,7</b>	<b>3.816,7</b>
<b>Empréstimos e financiamentos CP</b>	<b>188,4</b>	<b>148,0</b>	<b>315,6</b>	<b>216,2</b>	<b>208,5</b>	<b>472,2</b>	<b>375,1</b>	<b>499,6</b>
<b>Empréstimos e financiamentos LP</b>	<b>801,6</b>	<b>684,0</b>	<b>739,3</b>	<b>1.043,0</b>	<b>1.347,9</b>	<b>1.431,5</b>	<b>1.749,4</b>	<b>2.198,9</b>
<b>Arrendamento (Leasing)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>7,4</b>	<b>6,8</b>	<b>110,7</b>	<b>785,8</b>	<b>824,2</b>	<b>1.118,2</b>
Curto prazo	0,0	0,0	0,6	0,6	110,7	105,0	129,6	174,9
Longo prazo	0,0	0,0	6,8	6,2	0,0	680,8	694,6	943,3

Fonte: Demonstrações Financeiras do website de RI do Grupo Fleury. Tabela elaborada pelo autor (2023). Valores em milhões de reais (R\$MM).

Nº ações = Nº ações da empresa em circulação = 367,2 (MM) (website de RI);

Preço de mercado da ação = 15,4 (R\$). Obtido a partir do site Investing.com: <<https://br.investing.com/equities/fleury-on-nm>>. Preço em 29 dez. 2022.

E = market cap = Nº ações x Preço de mercado da ação = 367,2 x 15,4 = 5.665,9 (R\$ MM);

Despesa Financeira = 443 (R\$ MM) (Ano 2022). Obtido a partir do website de RI, trata-se da despesa com juros contraídos pelos empréstimos e financiamentos tomados pela empresa;

IR = Imposto de Renda + CSLL = 25 + 9 = 34%. De acordo com artigo 2º, § 1º da Lei n.9.430/1996 será aplicada a alíquota de 15% sobre a base de cálculo do Imposto de Renda Pessoa Jurídica. Sobre a base de cálculo que exceder R\$20.000,00 haverá incidência de adicional de Imposto de Renda com alíquota de 10% (§ 2º). Ademais, também incidirá a alíquota de 9% à título de Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL) com fundamento no artigo 3º, inciso III da Lei n.7.689/1988.

$\beta_U$  = beta desalavancado = 0,59 (website do Damodaran via NYU);

Já o beta alavancado ( $\beta$  ou  $\beta_L$ ), é dado por:

$$\beta_L = \beta_U \times \left[ 1 + \frac{D}{E} \times (1 - IR) \right] \quad (3)$$

Dessa maneira:  $\beta = \beta_L = 0,59 \times [1 + (3678,1/5665,9) \times (1 - 34\%)]$

$\beta = 0,84$

#### Calculando o *Equity Value*:

A fim de apurar o *Equity Value* - ou preço intrínseco/justo da ação - pelo processo de *Valuation* baseado no Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE), o presente trabalho se apoiará no passo a passo sugerido por Serra e Wickert (2014, p.84).

Nesse sentido, será a partir de cinco passos, apresentados a seguir, que esse processo será desenvolvido e concluído. São eles:

- i. Cálculo do WACC
- ii. Cálculo do FCLE para “n” anos projetados
- iii. Cálculo do FCLE para a perpetuidade
- iv. Cálculo do VPL do FCLE: Valor da Empresa (*Firm Value*)
- v. Cálculo do *Equity Value*

A fim de organizar o desenvolvimento de cada etapa, serão remontadas, em cada uma delas, as equações cabíveis – anteriormente definidas/explicadas – e praticada a atribuição de valores a cada variável componente delas.



### i. Cálculo do WACC

Para ser possível calcular o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) e, portanto, o custo total de capital que é ponderado pelo custo de capital de terceiros ( $Kd$ ) e pelo custo de capital próprio ( $Ke$ ), deve-se conhecer os devidos valores destes dois últimos custos. Primeiramente será apurado o  $Kd$  e, em seguida, o  $Ke$ . Dessa forma:

$$\text{Custo da Dívida } (Kd_{US\$}) = \text{Risk Free} + \text{Spread da Empresa} + \text{Risco País} \quad (4)$$

Dessa forma:

$$Kd_{US\$} = 3,37\% + 0,85\% + 3,22\%$$

$$Kd_{US\$} = 7,44\%$$

Há a necessidade de transformação do  $Kd$  em dólar para  $Kd$  em real, o que é possível por meio da seguinte equação:

$$Kd_{R\$} = (1 + Kd_{US\$}) \times \frac{(1 + infl_{Br})}{(1 + infl_{EUA})} - 1 \quad (5)$$

Ao substituir as variáveis pelos respectivos valores:

$$Kd_{R\$} = (1 + 7,44\%) \times [(1 + 4,5\%) / (1 + 2,2\%)] - 1$$

$$Kd_{R\$} = Kd = \mathbf{9,9\%}$$

Por outro lado, o  $Kd$  pode também ser calculado pela seguinte equação:

$$Kd = \frac{\text{Despesa Financeira}}{\text{Dívida Bruta}} \quad (6)$$

Ao considerar para a Dívida Bruta a média simples dos seus últimos dois anos históricos (2021 e 2022), a fim de tornar a taxa mais abrangente sem prejuízo, tem-se que:

$$Kd = 443 / [(2.948,7 + 3.816,7) / 2] = 13,1\%$$

Pela circunstância do último ano histórico (2022) ter se encerrado com a taxa básica de juros do país – a Selic – no patamar de 13,75%, aliada ao fato da sua projeção de queda (BRADESCO, 2022) para os próximos anos indicar uma convergência para a sua média histórica dos últimos dez anos (2013 a 2022) de 9% - estimada a partir dos dados do Banco

Central brasileiro -, é razoável assumir que, ao comparar um  $Kd$  de 9,9% com outro de 13,1% para a mesma empresa, a taxa de 9,9% é mais adequada para estar relacionada ao longo período investimento projetado.

Uma vez calculado/determinado o  $Kd$ , será iniciado o cálculo do  $Ke$ :

$$Ke_{US\$} = R_F + \beta \times [R_M - R_F] + \text{Risco País} \quad (7.2)$$

Na sequência, tem-se que:

$$Ke_{US\$} = 3,37\% + 0,84 \times 5,94\% + 3,22\%$$

$$Ke_{US\$} = 11,65\%$$

Assim como no processo do  $Kd$ , faz-se necessária a transformação do custo em dólar para a sua equivalência em real; o que pode ser feito pela equação a seguir:

$$Ke_{R\$} = (1 + Ke_{US\$}) \times \frac{(1 + infl_{Br})}{(1 + infl_{EUA})} - 1 \quad (8)$$

Ao realizar as devidas substituições:

$$Ke_{R\$} = (1 + 11,65\%) \times [(1 + 4,5\%) / (1 + 2,2\%)] - 1$$

$$Ke_{R\$} = \mathbf{Ke = 14,2\%}$$

Obtidos o custo de capital de terceiros ( $Kd$ ) e o custo de capital próprio ( $Ke$ ), torna-se já viável o cálculo do WACC, realizado na sequência:

$$WACC = \left( Ke \times \frac{E}{D+E} \right) + [ Kd \times (1 - IR) \times \frac{D}{D+E} ] \quad (9)$$

Sendo assim:

$$WACC =$$

$$= 14,2\% \times [5.665,9 / (3.816,7+5.665,9)] + 9,9\% \times (1-34\%) \times [5.665,9 / (3.816,7+5.665,9)]$$

$$\text{Portanto: } \mathbf{WACC = 11,1\%}$$

## ii. Cálculo do FCLE para “n” anos projetados

Para cada ano projetado, deve-se calcular o Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE ou *FCFF*) pela seguinte equação:

$$FCLE = NOPAT + D\&A - CAPEX - Aquisições (M\&A) - NIG \quad (14.2)$$

Como, neste trabalho, optou-se por projetar o fluxo de caixa do Grupo Fleury para os próximos sete anos - período explícito -, será calculado o FCLE para cada ano desde 2023 até 2029. Diante disso e a partir da equação acima, calculou-se:

Tabela 11: Projeção do Fluxo de Caixa Livre da Empresa

R\$ MM	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>FCLE</b>							
<b>EBIT</b>	<b>805,4</b>	<b>901,2</b>	<b>987,7</b>	<b>1.073,3</b>	<b>1.157,2</b>	<b>1.241,0</b>	<b>1.352,7</b>
Impostos	(273,8)	(306,4)	(335,8)	(364,9)	(393,5)	(421,9)	(459,9)
<b>NOPAT</b>	<b>531,6</b>	<b>594,8</b>	<b>651,9</b>	<b>708,4</b>	<b>763,8</b>	<b>819,1</b>	<b>892,8</b>
D&A Total	476,9	470,4	476,4	489,9	511,9	539,7	547,5
Capex	(406,6)	(430,8)	(446,0)	(476,1)	(508,4)	(542,4)	(578,8)
NIG ou Var. NCG	(42,2)	(28,8)	(29,9)	(32,0)	(34,2)	(73,1)	(80,6)
Aquisições (M&A)	(45,2)	(47,0)	(48,9)	(50,9)	(53,2)	0,0	0,0
<b>Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE)</b>	<b>514,5</b>	<b>558,6</b>	<b>603,5</b>	<b>639,2</b>	<b>679,9</b>	<b>743,2</b>	<b>780,8</b>

Fonte: elaborada pelo autor (2023) a partir dos dados do departamento de RI da empresa e das premissas assumidas no capítulo 3. O sinal do valor de cada item foi adaptado para serem somados.

Tendo à disposição os valores do FCLE para os “n” anos previstos, deve-se então apurar o FCLE que representa todos os anos seguintes a eles; ou seja, de “n+1” até perpetuidade. Isso será feito justamente no próximo passo.

### iii. Cálculo do FCLE para a perpetuidade

O valor residual, o qual representa o FCLE na perpetuidade é obtido por meio pela equação:

$$Valor\ Residual_n = \frac{FCLE_{n+1}}{(WACC-g)} = \frac{FCLE_n \times (1+g)}{(WACC-g)} \quad (12.2)$$

Sendo o “n” relacionado a 2029, ou ano 7, e ao se substituir os demais valores, tem-se que:

$$Valor\ Residual = [780,8 \times (1 + 5,4\%)] / (11,1\% - 5,4\%)$$

$$Valor\ Residual = 14.494,5$$

É importante mencionar que os valores - do FCLE a cada ano projetado e das taxas de custo de capital - apresentados nesta monografia foram calculados no *Excel* com mais de 6 casas decimais.

Nesse sentido, havendo casas decimais ocultas neste relatório, não deve ser relevado o resultado literal dos cálculos expostos; mas sim os resultados apresentados, que foram calculados e importados da planilha com maior precisão.

A diligência dessa explicação se faz necessária, principalmente, em decorrência da alta sensibilidade das taxas de custo – *WACC*, *Kd* e *Ke* – sobre o resultado dos cálculos.

Como explicado em sua definição no capítulo 2, o Valor Residual ainda não está a valor presente. Esse ajuste será feito no momento do cálculo do *Firm Value*, o qual ocorrerá já no próximo passo.

#### **iv. Cálculo do VPL do FCLE: Valor da Empresa (*Firm Value*)**

Já calculados o FCLE dos anos do período explícito e o referente ao período de perpetuidade - Valor Residual -, torna-se possível determinar o *Firm Value*. Este valor será obtido pela equação subsequente:

$$\text{Valor da Empresa (Vo)} = \text{Valor Explícito} + \text{Valor Residual} \quad (10)$$

Para aferir o Valor da Empresa, deve-se trazer a valor presente todos os fluxos de caixa livre da empresa projetados e então somá-los.

Isso deve ser feito tanto com o FCLE do período explícito – gerando o Valor Explícito – quanto com o seu valor na perpetuidade (Valor Residual).

Desse modo:

$$\text{Valor Explícito} = \frac{FCLE_x}{(1+WACC)^x} + \frac{FCLE_{x+1}}{(1+WACC)^{x+1}} + \frac{FCLE_{x+2}}{(1+WACC)^{x+2}} + \dots + \frac{FCLE_n}{(1+WACC)^n} \quad (11)$$

Sendo “x” = 1 e “n” = 7, referindo-se respectivamente ao Ano 1 (2023) e ao Ano 7 (2029), conclui-se o Valor Presente Líquido (VPL) desse período pelo desconto devido do WACC:

$$\text{Valor Explícito} = 2.947,6$$

Em relação ao VPL do Valor Residual, como explicado previamente no Capítulo 2, deve ser calculado com o desconto baseado no WACC, dividindo o valor encontrado por  $(1 + WACC)^n$ . Sendo  $n = 7$ , tem-se que:

$$VPL \text{ do Valor Residual} = 14.494,5 / [(1 + 11,1\%)^7] = 6.945,1$$

Conhecendo-se, neste momento, as suas duas variáveis determinantes, conclui-se:

$$Valor \text{ da Empresa } (Vo) = 2.947,6 + 6.945,1$$

$$Valor \text{ da Empresa} = \textit{Firm Value} = \mathbf{9.892,8}$$

Apurado este valor, viabiliza-se o próximo passo.

#### v. Cálculo do *Equity Value*

Partindo-se do *Firm Value*, finalmente, basta subtrair dele a Dívida Líquida para se determinar o *Equity Value*, conforme as equações a seguir:

$$Equity \text{ Value} = Firm \text{ Value} - Dívida \text{ Líquida} \quad (13)$$

$$Dívida \text{ Líquida} = Dívida \text{ Bruta } (D) - Caixa \quad (2)$$

Ao sintetizar as duas formulações, tem-se que:

$$Equity \text{ Value} = Firm \text{ Value} - (Dívida \text{ Bruta} - Caixa)$$

Sendo, nesta fórmula, tanto a Dívida Bruta como o Caixa referentes ao primeiro ano projetado, 2023.

Desse modo:

$$Equity \text{ Value} = 9.892,8 - (3.816,7 - 1.318,5)$$

$$Equity \text{ Value} = \mathbf{7.394,5}$$

Tendo-se, desse modo, o conhecimento do valor intrínseco do patrimônio dos acionistas, resta somente dividi-lo pelo número de ações em circulação – também na escala de milhões (MM) – para a obtenção do valor justo da ação do Grupo Fleury.

Dito isso, calcula-se:

$$Valor \text{ justo} = \frac{Equity \text{ Value}}{Ações \text{ em circulação}} = \frac{7.394,5}{367,2} = \mathbf{20,14}$$

O valor justo da ação ordinária do Grupo Fleury (FLRY3), portanto, é de R\$20,14 a partir do modelo – DFC – e premissas escolhidos.

Ao comparar este resultado com o valor de R\$15,43<sup>4</sup> ao final do horizonte temporal histórico analisado (2022), é notável um *upside* de aproximadamente 31%.

Ou seja, a ação está subavaliada – de acordo com o modelo/premissas – na medida que tem um potencial de crescimento de 31%, o qual é muito significativo. Desse modo, considerando-se um potencial dessa dimensão, avalia-se como um bom negócio o investimento (compra) em FLRY3.

---

<sup>4</sup> Valor atribuído ao encerramento do dia 29 de dezembro de 2022, segundo o website Investing.com.

## 6. CONCLUSÃO

Em razão do crescente interesse dos brasileiros pelo mercado acionário e da importância fundamental do *valuation* na tomada de decisão dos investidores, foi discorrido e demonstrado de forma pragmática este processo no presente trabalho.

O Grupo Fleury, por sua interessante trajetória - quase centenária - e sua enorme contribuição para a medicina diagnóstica no Brasil, foi a empresa definida para ser feita essa análise.

Utilizou-se, diante do objetivo de analisar, determinar o valor intrínseco e avaliar a viabilidade do investimento nessa empresa, a abordagem do Fluxo de Caixa Descontado pela sua solidez e maior precisão.

Tal abordagem foi explicada e desenvolvida, principalmente, a partir da bibliografia de um dos autores mais influentes globalmente sobre esse conhecimento: Aswath Damodaran. Os relevantes autores brasileiros recorridos foram essenciais pela sua didática e suas recomendações para a adaptação do método ao cenário brasileiro.

No exercício deste método, em sua variação denominada Fluxo de Caixa Livre da Empresa, foram adotadas premissas balizadas no potencial e tendência mais recente – particular – dos dados das Demonstrações Financeiras do Grupo Fleury.

Além disso, as projeções foram baseadas nos dados de expectativa de mercado para o cenário macroeconômico – sutilmente ajustada, com conservadorismo – e na análise qualitativa do autor em relação a empresa.

Diante de todas as considerações suscitadas, analisou-se o Grupo Fleury e foi concluído que o preço justo estimado para a sua ação (FLRY3) é de R\$20,14. Desse modo, atende-se o objetivo geral do presente trabalho.

Ao comparar esse preço ao preço de mercado de R\$15,43 do dia 29 de dezembro de 2022 – ao final do último ano histórico analisado –, é percebida uma subavaliação do ativo pelo mercado na ordem de 31%.

Por conseguinte, devido a esse significativo potencial de valorização e considerando o horizonte temporal trabalhado, conclui-se que é um bom negócio – de razoável risco-retorno – investir no Grupo Fleury via FLRY3.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAMED. Disponível em: <<https://abramed.org.br>>. Acesso em: 28 jun. 2023.

ANS. Disponível em: <<https://www.gov.br/ans/pt-br>>. Acesso em: 28 jun. 2023.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014a.

ASSAF NETO, A. **Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2014b.

B3 (BRASIL, BOLSA, BALCÃO). **Perfil pessoas físicas**. 2023. Disponível em: <[https://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/](https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/)>. Acesso em: 19 jul. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxas de juros básicas – Histórico**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros/>>. Acesso em: 07 ago. 2023.

BRADESCO. **Projeções Bradesco Longo Prazo**. Economia em Dia. Disponível em: <<https://www.economiaemdia.com.br/SiteEconomiaEmDia/Projecoes/Longo-Prazo/>>. Acesso em: 11 maio 2023.

BRASIL. **Lei N.º 7.689, de 15 de dezembro de 1988**. Institui contribuição social sobre o lucro das pessoas jurídicas e dá outras providências. Brasília, DF. Presidência da República. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L7689.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7689.htm)>. Acesso em: 31 jul. 2023.

BRASIL. **Lei N.º 9.430, de 27 de dezembro de 1996**. Dispõe sobre a legislação tributária federal, as contribuições para a seguridade social, o processo administrativo de consulta e dá outras providências. Brasília, DF. Presidência da República. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l9430.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9430.htm)>. Acesso em: 31 jul. 2023.

CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE. **An Update to the Economic Outlook: 2020 to 2030**. 2020. Disponível em: <<https://www.cbo.gov/publication/56465/>>. Acesso em: 11 maio 2023.

CORPORATE FINANCE INSTITUTE (CFI). **Initial Public Offering (IPO)**. Vancouver, 23 out. 2019a. Disponível em:



<<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/ipo-initial-public-offering/>>.

Acesso em: 28 jun. 2023.

CORPORATE FINANCE INSTITUTE (CFI). **Market Share**. Vancouver, 18 dez. 2019b.

Disponível em: <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/economics/market-share/>>. Acesso em: 28 jun. 2023.

CORPORATE FINANCE INSTITUTE (CFI). **Mergers & Acquisitions (M&A)**.

Vancouver, 26 abr. 2020. Disponível em:

<<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/ipo-initial-public-offering/>>.

Acesso em: 28 jun. 2023.

CORPORATE FINANCE INSTITUTE (CFI). **Private Equity Funds**. Vancouver, [entre

2016 e 2023]. Disponível em: <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/wealth-management/private-equity-funds/>>. Acesso em: 28 jun. 2023.

DAMODARAN, A. **Country Default Spreads and Risk Premiums**. New York University

(NYU) Stern School of Business. Disponível em:

<[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)>. Acesso

em 11 maio 2023.

DAMODARAN, A. **Data: Current**. New York University (NYU) Stern School of Business.

Disponível em:

<[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)>. Acesso em

23 jun. 2023.

DAMODARAN, A. **Earnings and Cash Flows: A Primer on Free Cash Flows**. 2022.

DAMODARAN, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 2. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2002.

DAMODARAN, A. **January 2020 Data Update 7: Debt's Dark Side is Showing**. 2020.

DAMODARAN, A. **Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread**. New York

University (NYU) Stern School of Business. Disponível em:

<[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html)>. Acesso

em 26 jun. 2023.

DAMODARAN, A. **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações**.

Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra. 1. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2012.

DASA. Relações com Investidores. **Planilha Dados Históricos: 4T2022**. 2023. Disponível em: <<https://www.dasa3.com.br/informacoes-financeiras/resultado-trimestral/>>. Acesso em: 28 jun. 2023.

DRINKARD, T. Is Preferred Stock Equity or a Fixed-Income Security?. Revisado por Jefreda Brown. **Investopedia**, 2006. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/ask/answers/06/preferredstock.asp>>. Acesso em: 16 ago. 2023.

FEDERAL RESERVE. **Selected Interest Rates (Daily) - H.15**. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/releases/h15/>>. Acesso em: 11 maio 2023.

GRAHAM, B. **O investidor inteligente**. Tradução de Lourdes Sette. 1. ed. Rio de Janeiro: Harper Collins, 2016.

GRUPO ALLIAR. Relações com Investidores. **Dados Históricos – 4T22**. 2023. Disponível em: <<https://ri.allianca.com/informacoes-financeiras/dados-historicos/>>. Acesso em: 28 jun. 2023.

GRUPO FLEURY. Disponível em: <<https://www.grupofleury.com.br>>. Acesso em: 28 jun. 2023.

GRUPO FLEURY (RI). Relações com Investidores. Disponível em: <<https://ri.fleury.com.br/>>. Acesso em: 28 jun. 2023.

GRUPO PARDINI. Relações com Investidores. **Planilha de Dados Históricos – 4T22**. 2023. Disponível em: <<https://hermespardini.riprisma.com/list.aspx?idCanal=Y6CXkBW49PWyEZEfo3kEww=&linguagem=pt&ano=2023>>. Acesso em: 28 jun. 2023.

GRUPO SABIN. **Demonstrações Contábeis do Grupo Sabin**. 2022. Disponível em: <<https://www.sabin.com.br/o-sabin/fatos-relevantes/?cidade=brasil-df>>. Acesso em: 28 jun. 2023.

HAYES, A. Cost of Debt: What It Means and Formulas. Revisado por Margaret James. Fato verificado por Yariet Perez. **Investopedia**, 2006a. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/c/costofdebt.asp>>. Acesso em: 16 ago. 2023.

HAYES, A. Preferred Dividends: Definition in Stocks and Use in Investing. Revisado por Jefreda Brown. **Investopedia**, 2006b. Disponível em:

<<https://www.investopedia.com/terms/p/preferreddividend.asp#:~:text=A%20preferred%20dividend%20is%20a,are%20paid%20on%20common%20shares.>> . Acesso em: 16 ago. 2023.

IBGE. **Projeção da População 2018: Projeções 2018 População 2010 a 2060**. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/populacao/9109-projecao-da-populacao.html?=&t=downloads>>. Acesso em: 28 jun. 2023.

INSTITUTO DE ESTUDOS DE SAÚDE SUPLEMENTAR (IESS). Disponível em: <<https://www.iess.org.br>>. Acesso em: 04 jul. de 2023.

INSTITUTO DE PESQUISA EM ECONOMIA APLICADA (IPEA). **EMBI+ Risco-Brasil**. IPEADATA. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M/>>. Acesso em: 11 maio 2023.

INVESTING. **Filtro de Ações**. Disponível em: <[https://br.investing.com/stock-screener/?sp=country::32|sector::30|industry::210|equityType::a|exchange::a%3Cyield\\_us;1](https://br.investing.com/stock-screener/?sp=country::32|sector::30|industry::210|equityType::a|exchange::a%3Cyield_us;1)>. Acesso em: 28 jun. 2023.

INVESTING. **Fleury SA (FLRY3)**. Disponível em: <<https://br.investing.com/equities/fleury-on-nm>>. Acesso em: 11 maio 2023.

MOODY'S LOCAL. **Relatório de Crédito: Fleury S.A. 2022**. Disponível em: <<https://www.moodyslocal.com/country/br/ratings/corp>>. Acesso em: 12 jun. 2023.

POWELL, S. Equity Research Overview. **Corporate Finance Institute (CFI)**, 29 ago. 2018. Disponível em: <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career/equity-research-overview/>>. Acesso em: 28 jun. 2023.

REIS, T.; Tosetto J. **Guia Suno de contabilidade para investidores**. 1. ed. São Paulo: CLA Cultural, 2019.

ROTHSCHILD, M.; STIGLITZ, J.. **Equilibrium in competitive insurance markets: an essay on the economics of imperfect information**. The Quarterly Journal of Economics, v.90, n.4, p. 629-649, 1976. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1885326>>. Acesso em: 06 jun. 2023.

SERRA, R.; WICKERT, M.. **Valuation: guia fundamental**. São Paulo: Atlas, 2014.

ANEXO A – RELATÓRIO DA XP INVESTIMENTOS SOBRE FLRY3

31/07/2023, 17:25

Fleury (FLRY3) irá incorporar Pardini em troca de dinheiro e ações



30/06/2022 17:43:17 • Atualizado em 01/07/2022 09:00:25  
3 minutos de leitura

Fleury (FLRY3) e Pardini (PARD3): Tirando a Distância para o Líder do Segmento

O Fleury irá incorporar o Pardini em troca de dinheiro e ações.



Compartilhamos

O Fleury (FLRY3) anunciou um acordo para incorporar o Pardini (PARD3) em troca de um montante em dinheiro e outro em ações. O Fleury pagará um prêmio de 14,2% aos acionistas do Pardini e espera capturar sinergias de EBITDA entre R\$160M a R\$190M (11% a 13% de aumento no EBITDA estimado para 2023). Com o fechamento, o Fleury terá presença em aproximadamente 85% do mercado brasileiro e 13,9% de participação de mercado (sem sinergias de receita), o que pode alavancar o poder de barganha das empresas junto aos pagadores. Além disso, a empresa anunciou uma possível oferta primária de ações de até 70,6M de ações. Em suma, o movimento deve ser positivo para FLRY e PARD, embora mantenhamos uma postura cautelosa no segmento devido à sua dinâmica de crescimento.

**Um prêmio razoável.** Conforme o fato relevante, o Fleury irá incorporar o Pardini pagando 1,2135 ação de FLRY e R\$2,1541 por ação do PARD. Considerando a cotação de fechamento de ontem (29 de maio), o valor total a ser pago equivale a R\$ 19,19/ação do PARD, um prêmio de 14,2%, que consideramos moderado.

**Grandes sinergias a serem capturadas.** As empresas esperam capturar de R\$160M a R\$190M em sinergias de EBITDA anuais, incluindo custos, despesas e receitas (cross-selling), um aumento de 11% a 13% no EBITDA esperado para 2023. Apesar de considerarmos os números de 2023, a administração da companhia comentou que deverá levar cerca de 3 anos para o Fleury capturar 90% destas sinergias.

**Preenchendo os espaços.** Ambas as empresas têm presenças complementares do ponto de vista regional e, assim, a Nova Companhia poderá atuar em regiões que representam cerca de 85% do total de beneficiários em todo o país, segundo as empresas. Apesar do tamanho do negócio, não esperamos que o Cade (agência antitruste brasileira) solicite grandes remédios, pois a sobreposição regional não é relevante.

**Aproveitando a escala em um mercado fragmentado.** Considerando os dados da ANS de 2020, as principais empresas de diagnóstico em termos de participação de mercado foram a DASA (14,7%), FLRY (9,3%), PARD (4,7%), Sabin (3,3%) e AALR (2,9%). Com o movimento, o Fleury passará a deter 13,9% de participação (desconsiderando quaisquer sinergias de receita), o que deve aumentar o poder de barganha da empresa junto aos pagadores e melhorar as perspectivas de crescimento.

**Estrutura societária e possível oferta primária de ações.** No fechamento, os acionistas controladores do Pardini passarão a deter uma participação agregada de 21,9% (Figura 02) e assinarão o acordo de acionistas com o Fleury individualmente. No fato relevante o Fleury também divulga a intenção de uma oferta primária de ações de até 70,6M de ações para apoiar a estratégia de crescimento da companhia. O preço de oferta será baseado no preço médio ponderado da ação durante um período de 30 dias corridos a partir de hoje e um desconto máximo de 5%. A oferta pode totalizar aproximadamente R\$991M e aumentar o número de ações em 14,9%.

Figura 01: Estrutura Acionária antes da Combinação de Negócios (1)

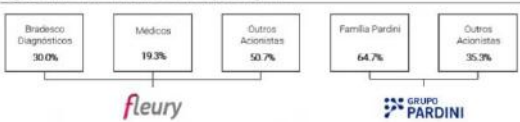


Figura 02: Estrutura Acionária após a Combinação de Negócios (1)(2)



Notas: (1) Considera ações totais. (2) Considera total ações em circulação (3) Não considera aumento de capital.

## ANEXO B – RELATÓRIO 2022 DA MOODY'S SOBRE O GRUPO FLEURY



Brasil

### RELATÓRIO DE CRÉDITO\* Fleury S.A.

18 de julho de 2022

Análise de crédito atualizada

#### Atualização

#### Ratings

Fleury S.A.	
Rating Corporativo (CFR)	AA.br/ Em Revisão para Elevação (UPC)
5ª Emissão de Debêntures – 1ª Série	AA.br/ Em Revisão para Elevação (UPC)
5ª Emissão de Debêntures – 2ª Série	AA.br/ Em Revisão para Elevação (UPC)
6ª Emissão de Debêntures – 1ª Série	AA.br/ Em Revisão para Elevação (UPC)
6ª Emissão de Debêntures – 2ª Série	AA.br/ Em Revisão para Elevação (UPC)
6ª Emissão de Debêntures – 3ª Série	AA.br/ Em Revisão para Elevação (UPC)
Perspectiva	Ratings em Revisão (RUR)

(\*) Esta publicação não anuncia uma Ação de Rating e, portanto, não deve ser considerada um Relatório de Classificação de Risco de Crédito, nos termos do disposto no artigo 16 da Resolução CVM nº 9/2020. Consulte a página [www.moodylocal.com/country/br](http://www.moodylocal.com/country/br) para visualizar os Comunicados Relativos às Ações de Rating referenciadas nesta publicação.

#### CONTATOS

Patrícia Maniero +55.11.3043.6066  
 AVP - Analyst  
[patricia.maniero@moody.com](mailto:patricia.maniero@moody.com)

Thamara Abrão +55.11.3043.6064  
 VP - Senior Analyst / Manager  
[thamara.abrao@moody.com](mailto:thamara.abrao@moody.com)

#### SERVIÇO AO CLIENTE

Brasil +55.11.3043.7300

	2018	2019	2020	2021	2022E-2023E
<b>Indicadores</b>					
Dívida / EBITDA	2,1x	2,7x	3,2x	2,8x	2,5x – 3,0x
EBIT / Despesa Financeira	5,2x	3,8x	3,4x	3,6x	2,5x – 3,0x
CFO / Dívida	42,0%	26,6%	20,9%	29,9%	20% - 25%
<b>R\$ (milhares)</b>					
Receita	2.664	2.905	2.971	3.873	4.400 – 4.700
EBITDA	863	910	853	1.100	1.150 – 1.250

[1] Todas as métricas de crédito quantitativas incorporam os ajustes-padrão da Moody's para as demonstrações financeiras para companhias não-financeiras

#### Resumo

O perfil de crédito do Fleury reflete as marcas fortes e bem reconhecidas da empresa, sua sólida posição de mercado no Brasil, com foco na população com nível de renda mais elevado, e as perspectivas positivas de longo prazo do setor de serviços de saúde no Brasil. Também considera a crescente diversificação do Fleury em termos de marcas, perfil de clientes e presença geográfica, decorrente de sua estratégia de crescimento por aquisições, assim como seus recentes investimentos em uma plataforma de saúde e fortalecimento de sua presença nos ambientes digital e físico. O modelo de negócios do Fleury suporta sua baixa volatilidade de margens ao longo dos anos. Por outro lado, o perfil de crédito do incorpora sua escala moderada, a natureza ainda fragmentada da indústria, e os riscos relacionados aos planos de expansão do Fleury, que envolvem tanto o crescimento orgânico e inorgânico, além de elevados pagamentos de dividendos.

Em 30 de junho de 2022, o Fleury anunciou a potencial combinação de negócios e das bases acionárias do Fleury e do Hermes Pardini S.A. ("Hermes Pardini"). A transação ainda está sujeita às aprovações em Assembleia Geral Extraordinária (AGE) de ambas as entidades e no Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Caso a transação seja concluída conforme anunciada, a Moody's Local acredita o perfil de crédito resultante da combinação deverá se beneficiar do fortalecimento dos negócios do Fleury, com aumento de escala, maior abrangência geográfica com baixa sobreposição de ativos e sólida posição competitiva no fragmentado mercado de medicina diagnóstica.

Ainda, independentemente da transação, a Moody's Local reconhece que o perfil de crédito do Fleury, de forma individual, também apresenta pressão positiva. O Fleury tem apresentado fortalecimento de seu perfil de negócios, com aumento de escala e crescente diversificação por meio de sua estratégia de expansão ao longo dos últimos anos, combinado à manutenção de métricas de crédito e liquidez adequadas.

No período referente aos 12 meses encerrados em março de 2022, o Fleury apresentou índice ajustado de dívida bruta por EBITDA de 2,6x, frente a 2,8x em 2021.