

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**



**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA REDE D'OR SÃO LUIZ**

Pedro Santos Fontinha Land

No. de matrícula: 1910892

Orientador: Maria Elena Gava Reddo Alves

Coordenador de Monografia: Márcio García

Junho de 2023

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**



**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA REDE D'OR SÃO LUIZ**

Pedro Santos Fontinha Land

No. de matrícula: 1910892

Orientador: Maria Elena Gava Reddo Alves

Coordenador de Monografia: Márcio Gárcia

Junho de 2023

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

---

**PEDRO SANTOS FONTINHA LAND**

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor".

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais, José e Tatiana, pelo apoio e exemplo ao longo de todas as etapas da minha educação, e pelo incentivo na busca pelo conhecimento.

Ao meu padrasto, Igor, ao meu padrinho, Alexandre e à minha madrinha, Andressa, pela presença, suporte e orientação.

Aos meus avós, Adriano, Marina, Fontinha e Heleniza, pelo carinho perene.

À minha Tia Sandra, pelo zelo e pelos recados. Ao meu Tio Clive, pelo interesse, consideração e entusiasmo.

Ao Colégio Teresiano, e aos amigos lá feitos, pela história.

À minha orientadora, Maria Elena Gava Reddo Alves, pela disposição, atenção e paciência ao longo do processo.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>12</b>
<b>2. OVERVIEW TOP-DOWN: O SETOR DE SAÚDE.....</b>	<b>13</b>
<b>2.1 DRIVERS ESTRUTURAIS.....</b>	<b>13</b>
<b>2.2 COMPARAÇÃO GLOBAL.....</b>	<b>18</b>
<b>2.3 PANORAMA NACIONAL.....</b>	<b>20</b>
<b>2.3.1 SEGMENTOS DO SETOR DE SAÚDE.....</b>	<b>20</b>
<b>2.3.2 MERCADO DE PLANOS DE SAÚDE E HOSPITAIS.....</b>	<b>22</b>
<b>3. APRESENTAÇÃO DA COMPANHIA.....</b>	<b>28</b>
<b>3.1 HISTÓRICO.....</b>	<b>28</b>
<b>3.2 ATIVIDADE-FIM.....</b>	<b>31</b>
<b>3.3 COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA.....</b>	<b>34</b>
<b>3.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....</b>	<b>37</b>
<b>3.4.1 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....</b>	<b>37</b>
<b>3.4.2 DIRETORIA EXECUTIVA.....</b>	<b>38</b>
<b>3.4.3 COMITÊ DE AUDITORIA.....</b>	<b>39</b>
<b>3.4.4 CONSELHO FISCAL.....</b>	<b>39</b>
<b>4. METODOLOGIA.....</b>	<b>40</b>
<b>4.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....</b>	<b>40</b>
<b>4.2 FLUXO DE CAIXA PARA O ACIONISTA OU PARA A FIRMA.....</b>	<b>41</b>

<b>4.3 FLUXO DE CAIXA PARA A FIRMA.....</b>	<b>43</b>
<b>4.4 TAXA DE DESCONTO TEÓRICA.....</b>	<b>46</b>
<b>4.4.1 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL.....</b>	<b>46</b>
<b>4.4.2 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO.....</b>	<b>47</b>
<b>4.4.3 CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS.....</b>	<b>48</b>
<b>5. VALUATION DA COMPANHIA.....</b>	<b>49</b>
<b>5.1 PROJEÇÕES OPERACIONAIS REDE D'OR.....</b>	<b>49</b>
<b>5.1.1 LEITOS TOTAIS.....</b>	<b>50</b>
<b>5.1.2 LEITOS OPERACIONAIS.....</b>	<b>54</b>
<b>5.1.3 TAXA DE OCUPAÇÃO.....</b>	<b>57</b>
<b>5.1.4 DIÁRIAS DE INTERNAÇÃO.....</b>	<b>58</b>
<b>5.1.5 ONCOLOGIA.....</b>	<b>59</b>
<b>5.1.6 TICKETS MÉDIOS.....</b>	<b>61</b>
<b>5.2 PROJEÇÕES FINANCEIRAS REDE D'OR.....</b>	<b>65</b>
<b>5.2.1 RECEITA BRUTA.....</b>	<b>65</b>
<b>5.2.2 RECEITA LÍQUIDA.....</b>	<b>67</b>
<b>5.2.3 CUSTO DOS SERVIÇOS PRESTADOS.....</b>	<b>68</b>
<b>5.2.4 LUCRO BRUTO E MARGEM BRUTA.....</b>	<b>70</b>
<b>5.2.5 DESPESAS.....</b>	<b>72</b>
<b>5.2.6 LUCRO OPERACIONAL.....</b>	<b>72</b>
<b>5.3 PROJEÇÕES OPERACIONAIS SULAMÉRICA.....</b>	<b>74</b>
<b>5.3.1 BENEFICIÁRIOS DE PLANOS.....</b>	<b>74</b>

5.3.2 TICKET MÉDIO.....	76
5.4 PROJEÇÕES FINANCEIRAS SULAMÉRICA.....	78
5.4.1 RECEITA LÍQUIDA.....	78
5.4.2 CUSTO DOS SERVIÇOS PRESTADOS.....	79
5.4.3 LUCRO BRUTO E MARGEM BRUTA.....	81
5.4.4 LUCRO OPERACIONAL.....	82
5.5 PROJEÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS.....	83
5.6 TAXA DE DESCONTO PRATICADA.....	86
5.6.1 ESTRUTURA DE CAPITAL.....	86
5.6.2 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO.....	87
5.6.3 CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS.....	90
5.6.4 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL.....	92
5.7 FLUXO DE CAIXA.....	93
5.7.1 LUCRO OPERACIONAL E IMPOSTOS.....	94
5.7.2 DEPRECIAÇÃO E AMORTIZAÇÃO.....	94
5.7.3 INVESTIMENTOS.....	94
5.7.4 NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO.....	95
5.7.5 VALOR PRESENTE LÍQUIDO.....	96
5.8 PREÇO DA AÇÃO.....	96
6. CONCLUSÃO.....	97
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	98

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Expectativa de vida ao nascer 2010-2050

Figura 2: Expectativa de sobrevida por idade

Figura 3: Taxa bruta de natalidade (por mil habitantes)

Figura 4: Pirâmides etárias nacionais por década

Figura 5: Distribuição de beneficiários de planos de saúde por idade (% do total por faixa etária)

Figura 6: Ticket médio de planos de saúde (R\$ mensal)

Figura 7: Despesas de saúde como % do PIB (públicas e privadas)

Figura 8: Despesas de saúde como % do PIB (públicas e privadas) - comparação entre países

Figura 9: Leitos totais / mil habitantes - comparação entre países

Figura 10: Médicos / mil habitantes - comparação entre países

Figura 11: Panorama nacional das empresas de saúde

Figura 12: Beneficiários de planos de saúde e taxa de cobertura

Figura 13: Beneficiários de planos de saúde por estado

Figura 14: Receitas, custos dos planos de saúde e taxa de sinistralidade (R\$ bilhões e %)

Figura 15: Market-share de beneficiários de saúde (milhões e % total de 49,5 mi)

Figura 16: Market-share de receita (R\$ bilhões e % total de R\$245 bi)

Figura 17: Número de leitos totais no país

Figura 18: Market-share de leitos privados (mil e % total de 138 mil)

Figura 19: Market-share de receita (R\$ bilhões e % total de R\$208 bi)

Figura 20: Linha do tempo Rede D'Or São Luiz

Figura 21: M&As anunciados desde o IPO

Figura 22: Distribuição geográfica dos hospitais

Figura 23: Acionistas e administradores da companhia

Figura 24: Composição acionária da companhia em 31/12/2020

Figura 25: Composição acionária da companhia em 30/06/2021

Figura 26: Composição acionária da companhia em 31/12/2022

Figura 27: Cálculo do FCFE em determinado período

Figura 28: Plano de Negócios

Figura 29: Leitos hospitalares totais

Figura 30: % dos leitos totais em operação

Figura 31: Leitos hospitalares operacionais

Figura 32: Taxa de ocupação média desde 2015 (%)

Figura 33: Projeção da taxa de ocupação média

Figura 34: Diárias de internação (milhões de pacientes)

Figura 35: Volume oncologia – infusões (milhares)

Figura 36: Volume oncologia projetado – infusões (milhares)

Figura 37: Tickets médios (R\$)

Figura 38: Tickets médios - crescimento anual (%)

Figura 39: Composição do crescimento anual do ticket médio da companhia (CAGR de 2015-2021, base 100)

Figura 40: Tickets médios projetados (R\$)

Figura 41: Receita bruta projetada (R\$ milhões)

Figura 42: Mercado endereçável estimado

Figura 43: Receita líquida projetada (R\$ milhões)

Figura 44: Composição de custos em 2022

Figura 45: Custo por leito operacional (R\$ mil /leito)

Figura 46: Lucro bruto projetado (R\$ milhões)

Figura 47: Margem bruta histórica e projetada (%)

Figura 48: Composição de despesas em 2022

Figura 49: Lucro operacional projetado (R\$ milhões)

Figura 50: Composição da carteira consolidada de beneficiários

Figura 51: Crescimento anual da carteira consolidada de beneficiários (%)

Figura 52: Carteira consolidada de beneficiários projetada (milhões)

Figura 53: Crescimento anual do ticket médio consolidado (%)

Figura 54: Ticket médio consolidado projetado (R\$)

Figura 55: Receita líquida ajustada projetada (R\$ milhões)

Figura 56: Custo e taxa de sinistralidade projetados (R\$ milhões e %)

Figura 57: Custos consolidados projetados (R\$ milhões)

Figura 58: Lucro bruto e margem bruta (R\$ milhões e %)

Figura 59: Lucro operacional projetado (R\$ milhões)

Figura 60: Demonstração de resultado consolidada projetada (R\$ milhões)

Figura 61: Prêmio de risco histórico do Ibovespa – desde 2010

## **LISTA DE EQUAÇÕES**

Equação 1: Fluxo de Caixa Descontado

Equação 2: Valor Terminal da empresa

Equação 3: WACC

Equação 4: Cost of Equity (Ke)

Equação 5: Cálculo das diárias de internação

Equação 6: Cálculo da receita bruta hospitalar

Equação 7: Cálculo da receita bruta oncológica

Equação 8: Cálculo da receita líquida de planos

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1: Indicadores operacionais Rede D'Or

Tabela 2: Curva de operacionalização de projetos *greenfields*

Tabela 3: Curva de operacionalização de projetos *brownfields*

Tabela 4: Indicadores operacionais SulAmérica

Tabela 5: Tickets médios por categoria

Tabela 6: Demonstração de resultado consolidada projetada (R\$ milhões)

Tabela 7: Estrutura de capital

Tabela 8: Empréstimos, financiamentos e debêntures

Tabela 9: Custo médio ponderado de capital (taxa de desconto)

Tabela 10: Fluxo de caixa projetado para a companhia

Tabela 11: Valor presente líquido

## 1. INTRODUÇÃO

Em um país de dimensões continentais, que conta com a sexta maior população do mundo, um dos maiores sistemas de saúde pública (SUS) e, segundo dados da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), mais de 49 milhões de indivíduos com planos de saúde, estudar o setor de saúde é de suma importância.

Dessa forma, o presente trabalho objetiva apresentar dados relativos ao setor de saúde brasileiro, comparando com outros países, de modo a contextualizar o papel das empresas privadas de saúde no Brasil.

A partir disso, será analisado o maior *player* hospitalar do país e referência no setor, a Rede D'Or São Luiz, fundada em 1977 como Grupo Labs. A empresa atuava inicialmente no segmento de medicina diagnóstica, inaugurando o seu primeiro hospital em 1998. Hoje, conta com 69 hospitais próprios, 53 clínicas oncológicas, 87 mil médicos credenciados e 11 mil leitos. Realiza, por ano, 3,1 milhões de atendimentos ambulatoriais, 363 mil cirurgias e 48 mil partos, segundo dados próprios da companhia, disponibilizados no seu site de Relações com Investidores.

Tendo por base desempenho operacional e financeiro recente, avaliação dos planos e objetivos futuros divulgados e sua atuação no setor de saúde nacional, se determinará um valor justo financeiro para a companhia através de um *valuation*.

## 2. OVERVIEW TOP-DOWN: O SETOR DE SAÚDE

### 2.1 DRIVERS ESTRUTURAIS

Uma avaliação plena da posição da Rede D'Or em seu mercado de atuação, e consequente desempenho, depende do estudo aprofundado do setor brasileiro de saúde, sua comparação internacional e seus *drivers* estruturais. Essas são as principais dinâmicas (sociais, econômicas e/ou políticas) que devem continuar acontecendo ao longo dos próximos anos, beneficiando assim o setor de saúde nacional de forma basilar.

Um dos fenômenos demográficos que se observa nas últimas décadas é o aumento das expectativas de vida e sobrevida no Brasil. Em função de avanços expressivos na medicina preventiva e curativa, o país foi capaz de diminuir a mortalidade infantil, aumentar seus índices de vacinação, tornar mais acessível o assistencialismo durante a terceira idade, expandir o saneamento básico, entre outras medidas que contribuíram para o fenômeno supracitado. Segundo projeções do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), esse cenário permanece para as próximas décadas, como pode se observar na Figura 1, com a expectativa de vida média ao nascer aumentando quase 3 anos nas próximas duas décadas.

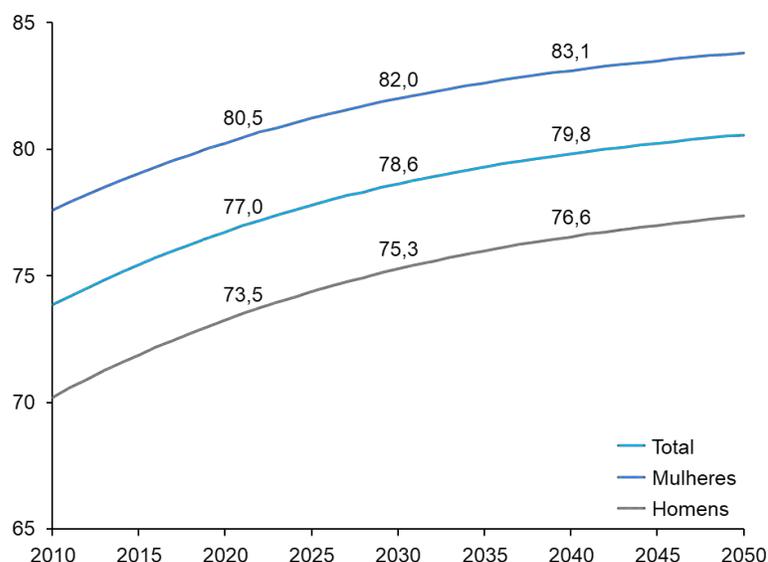


Figura 1: Expectativa de vida ao nascer 2010-2050

Fonte: IBGE - Projeções Populacionais

Além disso, a expectativa de sobrevida também vem acompanhando essa tendência, como mostra a Figura 2. O brasileiro que hoje chega aos 70 anos deve, em média, viver até os 85 anos.

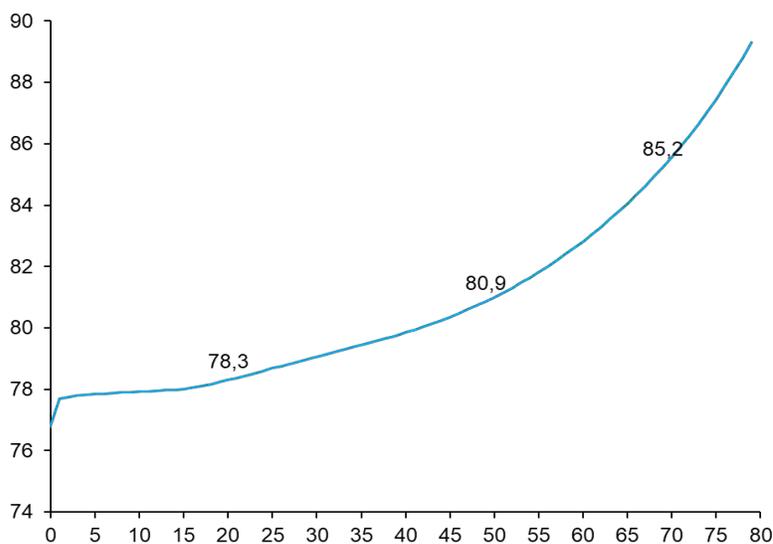


Figura 2: Expectativa de sobrevida por idade

Fonte: IBGE - Tábua de Mortalidade (2020)

O aumento de longevidade da população brasileira, acompanhada de menores taxas de natalidade (Figura 3) vem desenhando outro relevante fenômeno demográfico, a inversão da pirâmide etária brasileira.

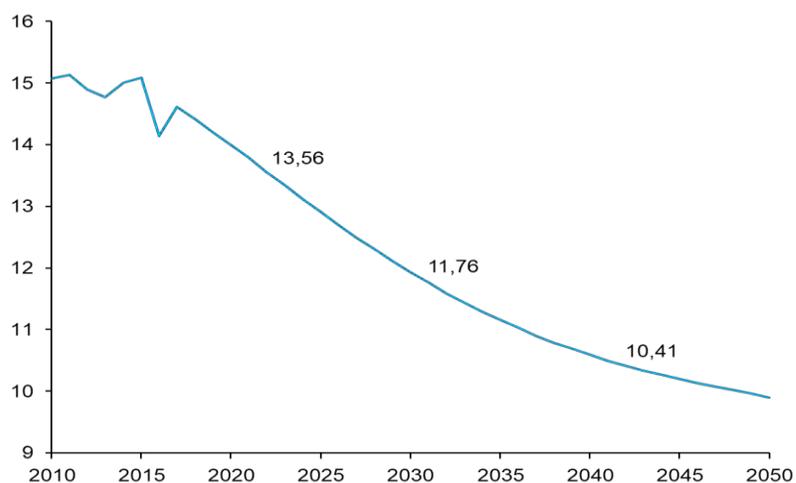


Figura 3: Taxa bruta de natalidade (por mil habitantes)

Fonte: IBGE - Projeções Populacionais

Como pode se observar na Figura 4, projeções do IBGE mostram que o bônus demográfico brasileiro deve continuar perdendo força até 2030, com a proporção de jovens de 20-29 diminuindo. Caso se confirmem as tendências atuais, a população em 2050 contará com um número semelhante de jovens e idosos.

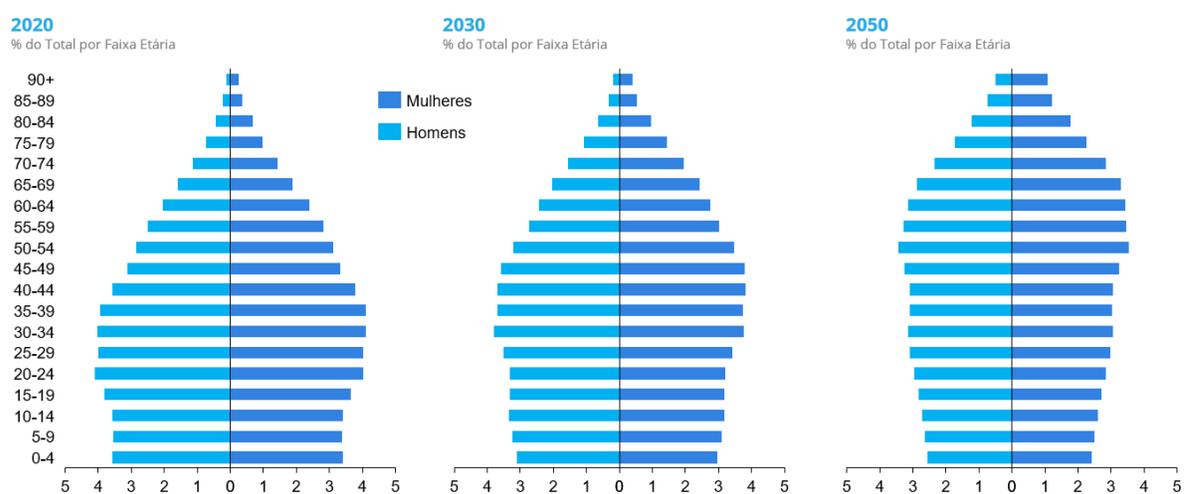


Figura 4: Pirâmides etárias nacionais por década

Fonte: IBGE - Projeções Populacionais

A demografia é de vital importância para o setor de saúde. Assim como na população total, observa-se também o efeito coorte recente no perfil etário dos beneficiários de planos de saúde no país. Consegue-se ver de forma clara na Figura 5 que a idade média dos mais de 49 milhões de beneficiários de saúde vem aumentando nos últimos anos, em linha com as tendências demográficas recentes e as projeções apresentadas acima.

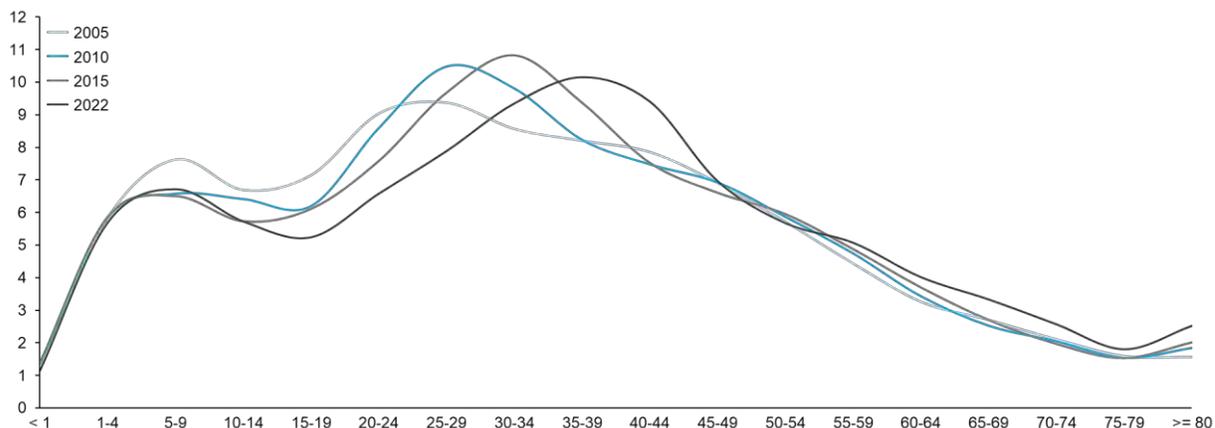


Figura 5: Distribuição de beneficiários de planos de saúde por idade (% do total por faixa etária)

Fonte: ANS

A relevância disso reside no fato de que, quanto maior a faixa etária, maiores os gastos com saúde e, conseqüentemente, maior o ticket médio (preço a ser pago) pelo plano de saúde, como através de três das maiores operadoras de planos de saúde do país, representativas de diferentes faixas de preços, na Figura 6.

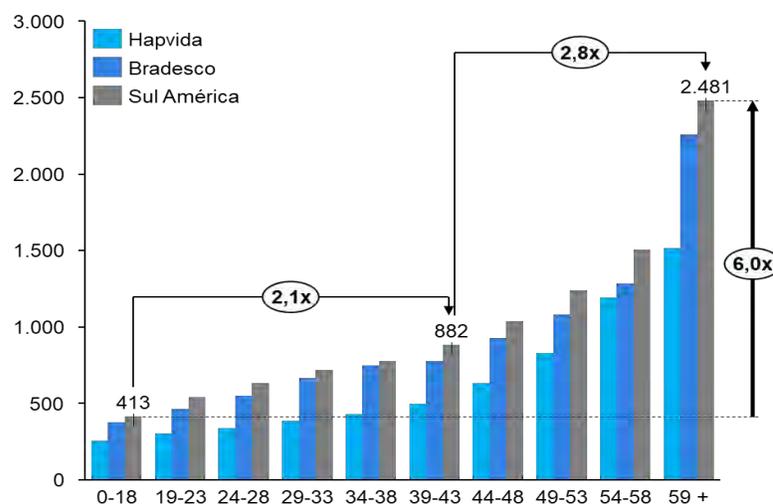


Figura 6: Ticket médio de planos de saúde (R\$ mensal)

Fonte: ANS

Dessa forma, o setor privado nacional de saúde possui um cenário de aumento estrutural dos tickets médios, sendo esses dispendidos por um maior número de pessoas. Assim, os gastos agregados com saúde privada (despesas das famílias) continuarão a ganhar representatividade, como mostra a Figura 7.

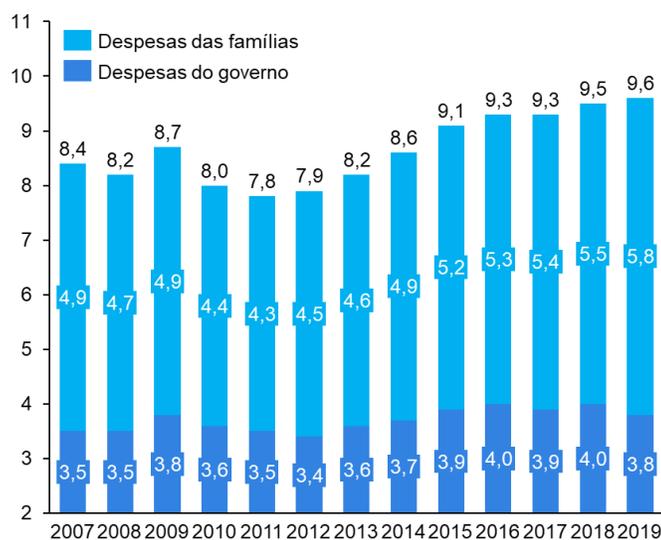


Figura 7: Despesas de saúde como % do PIB (públicas e privadas)

Fonte: IBGE - Conta Satélite de Saúde 2022

## 2.2 COMPARAÇÃO GLOBAL

Quando analisada sob uma perspectiva comparativa global representativa, a Figura 8 mostra que o Brasil possui o segundo maior gasto privado com saúde e a terceira menor despesa pública como % do PIB.

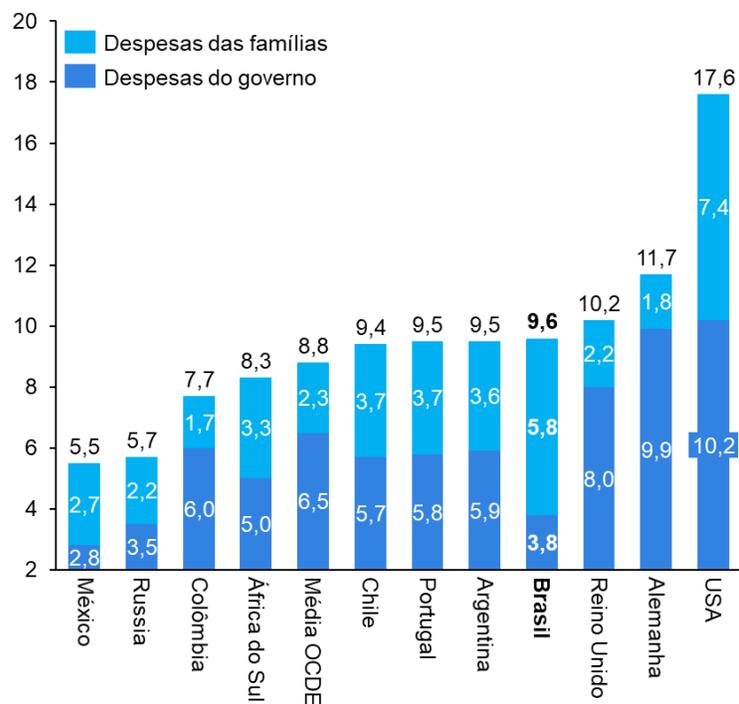


Figura 8: Despesas de saúde como % do PIB (públicas e privadas) - comparação entre países

Fonte: NHE, World Bank, OCDE e IBGE - Conta Satélite de Saúde 2022

Em termos de leitos por mil habitantes, observa-se que o Brasil possui uma razão acima de outros países latino-americanos, mas abaixo de países desenvolvidos (Figura 9). Leitura vale também para a razão de médicos por mil habitantes. (Figura 10).

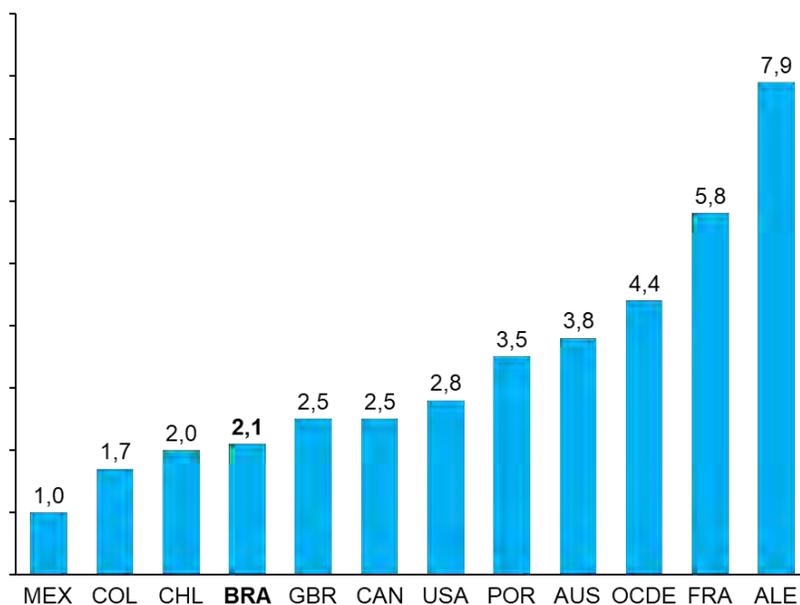


Figura 9: Leitos totais/mil habitantes - comparação entre países

Fonte: OECD - Health at a Glance 2021, CFM e USP - Demografia Médica no Brasil 2020

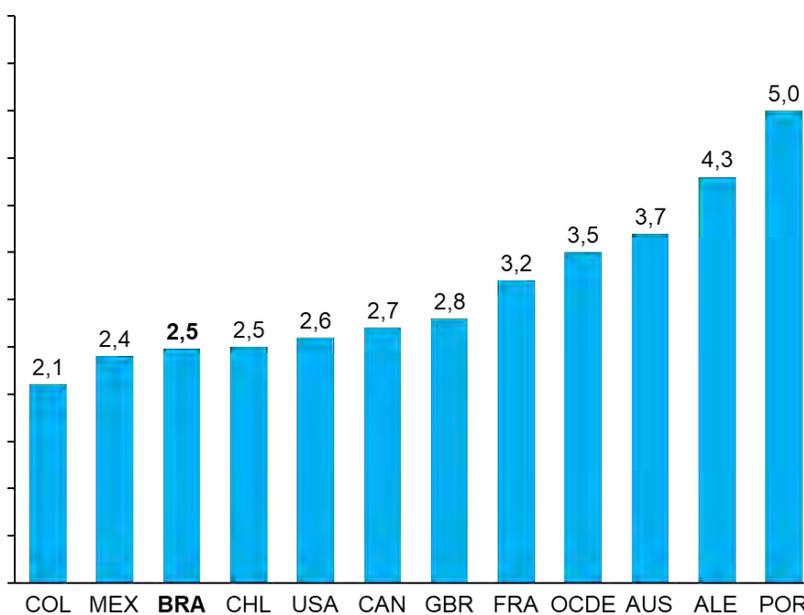


Figura 10: Médicos/mil habitantes - comparação entre países

Fonte: OECD - Health at a Glance 2021, CFM e USP - Demografia Médica no Brasil 2020

## 2.3 PANORAMA NACIONAL

### 2.3.1 SEGMENTOS DO SETOR DE SAÚDE

Uma vez definidos os *drivers* estruturais do setor de saúde brasileiro, assim como sua posição internacional, torna-se relevante mapear também sua dinâmica interna. Dentro do setor, temos as esferas da saúde pública e privada, sendo a segunda o foco deste trabalho.

No âmbito da saúde privada brasileira, podemos resumir os agentes empresariais em cinco grandes grupos, como indica a Figura 11, de forma representativa.



Figura 11: Panorama nacional das empresas de saúde

Fonte: Companhias

Elaboração: o autor

Pode-se considerar o primeiro grupo como os provedores, do qual faz parte a Rede D'Or. São eles os *players* que prestam e oferecem serviços privados de saúde preventiva e curativa, como hospitais, laboratoriais, clínicos, entre outros.

São empresas cuja atividade fim (consultas, exames, internações, cirurgias etc.) depende, além de profissionais de alta qualificação, dos *players* do grupo dos fornecedores. Esses suprem os provedores com um portfólio completo de materiais médico-hospitalares, medicamentos e equipamentos.

Logo, temos uma relação financeira em que as receitas dos fornecedores são os custos dos provedores. Essa dinâmica ocorre também entre provedores e operadoras. Para arcar com um serviço privado de saúde, o paciente pode arcar com as despesas *out-of-pocket*, ou seja, pagando diretamente pelo serviço, ou pode utilizar, caso possua, seu plano de saúde. Como gastos com saúde costumam envolver altos tickets médios, a modalidade de pagamento via plano de saúde é a mais comum.

Nessa modalidade, o chamado beneficiário possui um plano de saúde contratado, pelo qual paga um ticket médio mensal, e que lhe dá direito aos serviços de saúde para o qual o plano possui cobertura. Uma vez que quem administra o plano é a operadora, caso o beneficiário utilize algum provedor dentro da cobertura, este cobrará o serviço da operadora, não do paciente.

Assim, se estabelece uma relação financeira inicial entre beneficiário e operadora e, em seguida, entre operadora e provedor, na qual a receita dos provedores são os custos das operadoras. Quanto maior a utilização do plano por parte do indivíduo, maior a sinistralidade para o plano de saúde e maiores os custos.

Percebe-se que há um desalinhamento de interesses entre operadoras e provedores, em que o primeiro grupo busca a minimização da utilização de serviços de saúde (custos) enquanto o segundo a maximização desses serviços (receitas). Por conta disso, grandes operadoras nacionais se tornaram verticalizadas, ou seja, possuem estrutura própria de provisão de saúde, como hospitais e clínicas.

Dessa forma, estimulam seus beneficiários a utilizarem a rede própria ao invés da rede credenciada como uma estratégia de custos, dado que o conflito de incentivos é reduzido. Por outro lado, a empresa passa a atuar em dois segmentos com modelos de negócios distintos, o que exige forte capacidade de execução, além da estrutura física e financeira.

### 2.3.2 MERCADO DE PLANOS DE SAÚDE E HOSPITAIS

Entre operadoras verticalizadas e não verticalizadas, o Brasil possui hoje 49,5 milhões de beneficiários de planos de saúde, o que representa 25,5% da população total do país (Figura 12). Dentre os beneficiários, temos que quase 70% deles são do tipo corporativo, ou seja, o indivíduo possui um plano de saúde vinculado à sua carteira assinada, contratado pela empresa; 18% são planos de saúde individuais e 13% são no formato de adesão.

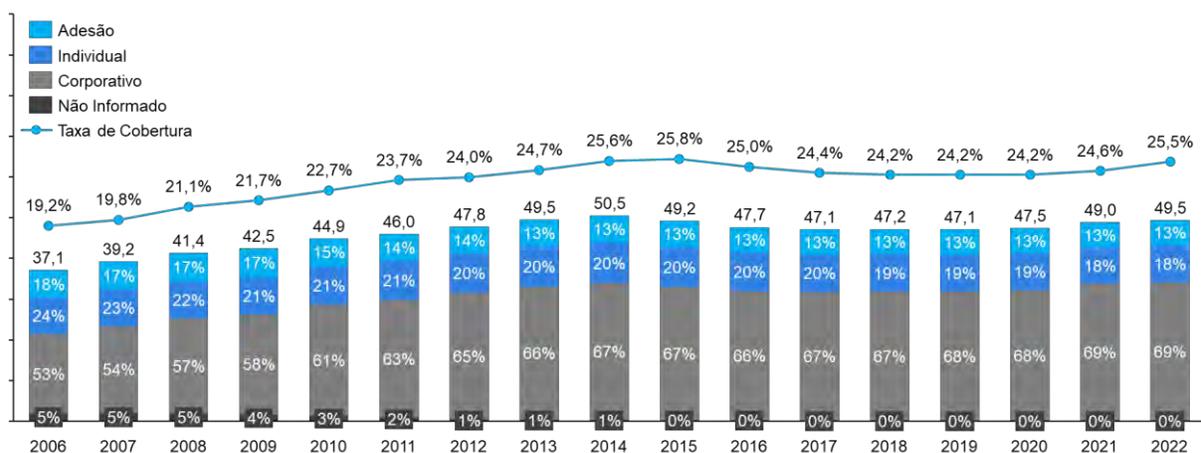


Figura 12: Beneficiários de planos de saúde e taxa de cobertura

Fonte: ANS

Em termos geográficos, a distribuição de beneficiários de planos de saúde por estado acompanha de forma concentrada a distribuição populacional, como observado na Figura 13. Os estados de São Paulo e Rio de Janeiro que possuem, respectivamente, 21% e 8% da população nacional, contam com quase 50% do número total de beneficiários.



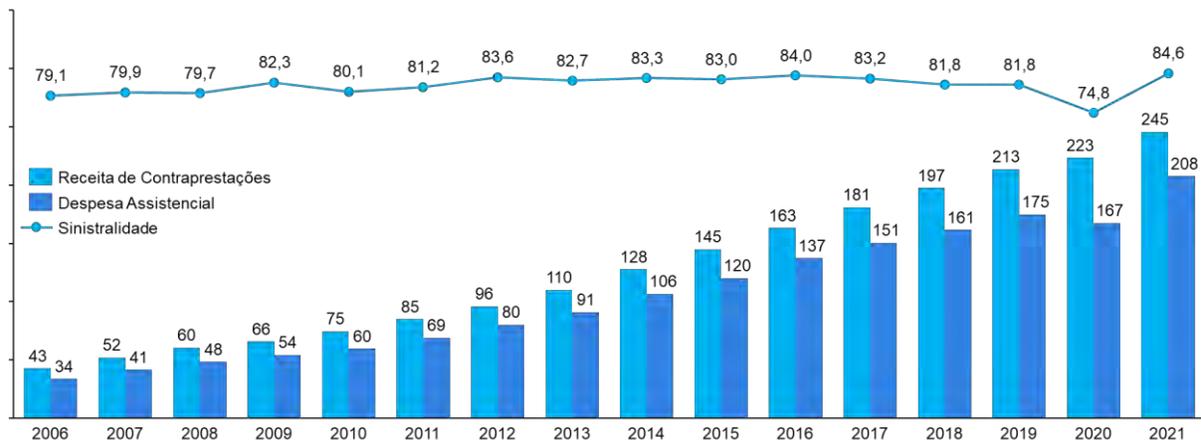


Figura 14: Receitas, custos dos planos de saúde e taxa de sinistralidade (R\$ bilhões e %)

Fonte: ANS

Dentre as principais empresas no segmento de planos de saúde, observa-se na Figura 15 que a Hapvida possui o maior *market-share* em número de beneficiários, com 18,2% do mercado, seguida pelo Bradesco Saúde, com 7,7%. Em termos de receita total (Figura 16), o Bradesco Saúde possui 12,0% de *market-share*, seguida de Amil (10,2%), Hapvida (9,2%) e SulAmérica (8,1%).

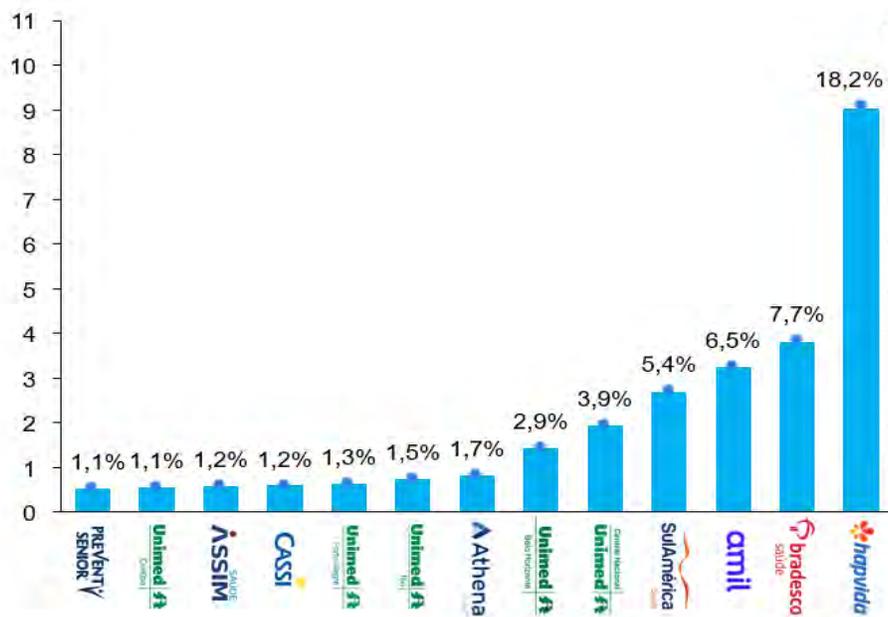


Figura 15: Market-share de beneficiários de saúde (milhões e % total de 49,5 mi)

Fonte: ANS

Elaboração: o autor

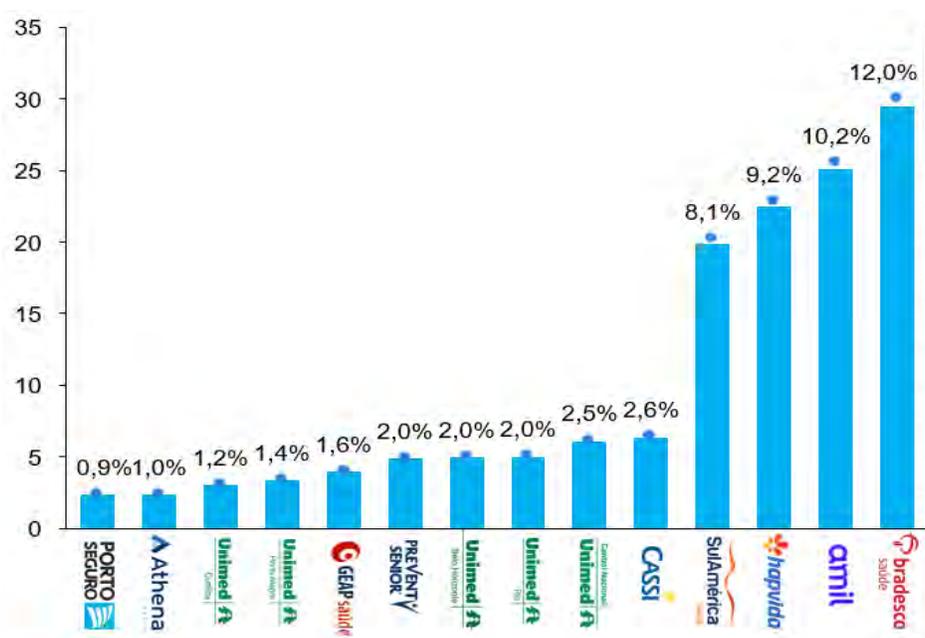


Figura 16: Market-share de receita (R\$ bilhões e % total de R\$245 bi)

Fonte: ANS

Elaboração: o autor

Nota-se uma fragmentação maior no segmento hospitalar. Dos 138 mil leitos privados no país (Figura 17), a Rede D'Or, principal *player*, possui apenas 8% de market-share em número de leitos (Figura 19) e 10% em termos de receita total (Figura 20). Uma tendência de consolidação, e conseqüente ganho de mercado, é um dos pontos levados em conta na avaliação da empresa, que será exposta ao longo deste estudo.

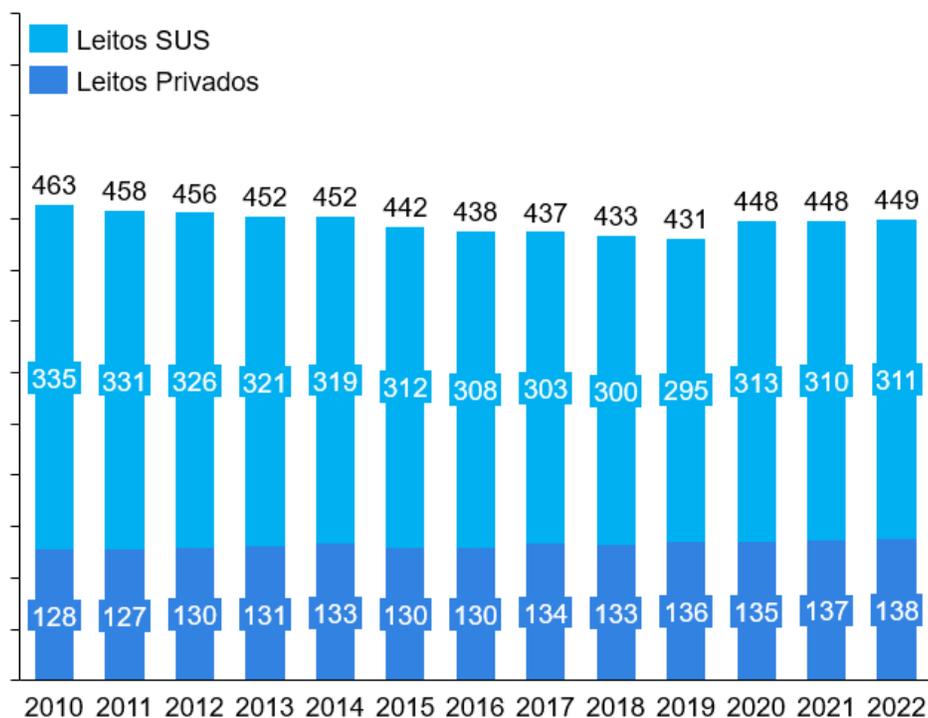


Figura 17: Número de leitos totais no país

Fonte: ANS e DATASUS

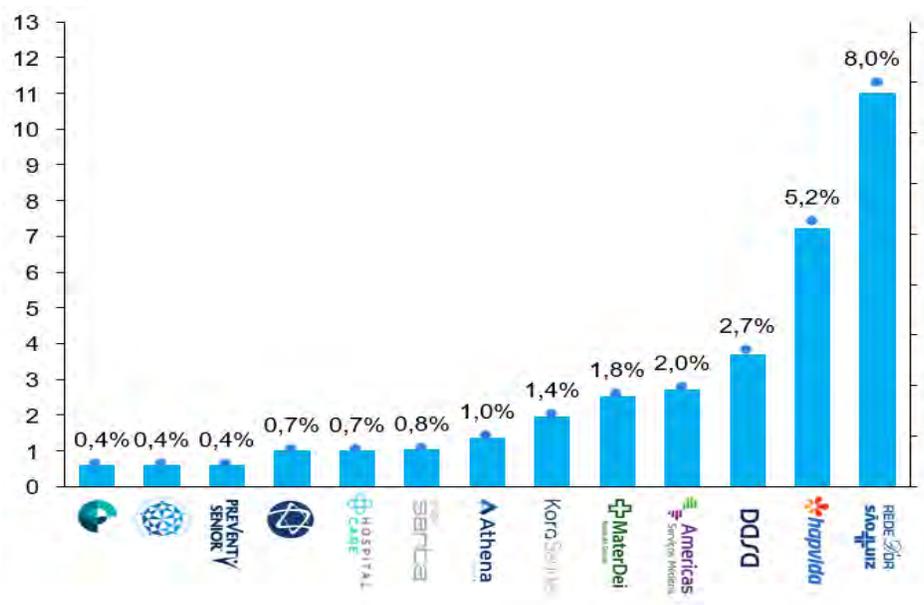


Figura 18: Market-share de leitos privados (mil e % total de 138 mil)

Fonte: ANS

Elaboração: o autor



Figura 19: Market-share de receita (R\$ bilhões e % total de R\$208 bi)

Fonte: ANS

Elaboração: o autor

### 3. APRESENTAÇÃO DA COMPANHIA

#### 3.1 HISTÓRICO

O então Grupo Labs abriu sua primeira unidade Cardiolab em Botafogo, no Rio de Janeiro, com atuação de destaque em ultrassonografia e ecocardiografia bidimensional. De 1982 a 1988, a empresa avançou na área de diagnóstico não invasivo em cardiologia, com lançamentos pioneiros de exames que hoje são padrão no segmento, como Doppler e Color Doppler. A partir de 1989, a empresa expandiu seu portfólio de serviços, implementando o conceito de “todos os exames em um só local” em uma mega-unidade proprietária. Esse foi o primeiro passo para um serviço médico mais abrangente, com estrutura capaz de atender diferentes demandas de pacientes.

A entrada no mercado de hospitalar, em 1998, ocorre com a inauguração do Hospital Barra D'Or, o primeiro hospital da Rede D'Or. Ao longo dos anos seguintes, a empresa expande sua presença no segmento com uma estratégia combinada de crescimento orgânico e inorgânico, a partir de aberturas de novos hospitais (*greenfields*) e aquisição de outros players hospitalares. Em 2010, é acordada a fusão com a São Luiz, dando origem a nova empresa Rede D'Or São Luiz, com 3 mil leitos hospitalares e faturamento anual aproximado de R\$ 2,3 bilhões de reais na época. A nova companhia inaugura sua primeira clínica oncológica, sob a marca Oncologia D'Or, e decide vender seu braço de medicina diagnóstica Labs D'Or, marcando a saída momentânea do segmento no qual começou sua trajetória.

Com sua estrutura focada no segmento médico hospitalar, a companhia dá continuidade à sua estratégia de crescimento, resultando no processo de consolidação ilustrado na Figura 20, disponibilizada na apresentação institucional da Rede D'Or. A empresa lança a marca Star em 2016, desenvolvendo o conceito de atendimento hospitalar 5 estrelas, com a inauguração do Hospital CopaStar, e retorna ao segmento de medicina diagnóstica com a aquisição da marca Richet.



Figura 20: Linha do tempo Rede D'Or São Luiz

Fonte: Apresentação Institucional da companhia

A companhia realizou sua Oferta Pública de Ações (IPO, em inglês) em dezembro de 2020, sendo avaliada em R\$ 100 bilhões de valor de mercado e movimentando R\$ 11,4 bilhões na oferta, o terceiro maior valor da história da bolsa de valores brasileira. Desse montante, R\$ 8,4 bilhões foram captados para o caixa da companhia via oferta primária de emissão de ações, tendo como destinação a continuidade do processo de expansão orgânico e inorgânico. A empresa realiza nova oferta subsequente de ações (*follow-on*, em inglês) em maio de 2021, movimentando mais R\$ 4,9 bilhões totais e adicionando R\$ 1,8 bilhões de forma primária. Com esses recursos, a empresa adquiriu uma série de *players* hospitalares menores, de modo a complementar sua estrutura corporativa e fortalecer sua presença geográfica em regiões de baixa penetração, como mostra a Figura 21.

Data	Hospital	Marcas	Localização	Leitos	Conclusão	Contabilidade
De out/20 a dez/20	Clínica São Lucas, Córdio Pulmonar, Guianases, Balbino, América, Antônio Afonso	Diversas marcas	Macaé (RJ), Rio de Janeiro (RJ), Salvador (BA), São Paulo (SP), Mauá (SP), Jacareí (SP)	705	Conclusão e consolidação entre out/20 e jun/21	
abr/21	Biocor		Belo Horizonte, MG	350	jun/21	jul/21
abr/21	Nossa Senhora das Neves & Clim		João Pessoa, PB	235	ago/21	set/21
jun/21	Serra Mayor		São Paulo, SP	102	jun/21	jun/21
jul/21	Proncor		Campo Grande, MS	136	ago/21	ago/21
jul/21	Santa Emília		Feira de Santana, BA	109	ago/21	ago/21
set/21	Novo Atibaia		Atibaia, SP	166	dez/21	jan/22
out/21	Aeroporto		Lauro de Freitas, BA	85	mar/22	mar/22
out/21	Santa Isabel		São Paulo, SP	119	fev/22	mar/22
nov/21	Arthur Ramos		Maceió, AL	176	jan/22	fev/22
jan/22	Santa Marina		Campo Grande, MS	30	jan/22	jan/22

Figura 21: M&As anunciados desde o IPO

Fonte: Apresentação Institucional da companhia

Em fevereiro de 2022, a Rede D'Or São Luiz anunciou seu último grande movimento corporativo ao acordar um *stock-for-stock merger*<sup>1</sup> com a SulAmérica, uma das maiores operadoras de planos de saúde do país. Aprovada pelas autoridades regulatórias competentes em dezembro de 2022, a transação cria a maior empresa privada de saúde do país, atuando como prestadora de serviços médico-hospitalares em larga escala e parcialmente verticalizada, via operação de planos de saúde próprios.

<sup>1</sup> Modalidade de fusão em que o pagamento da transação é feito via troca de ações da empresa consolidadora para os acionistas da empresa adquirida.

### 3.2 ATIVIDADE-FIM

A companhia se apresenta institucionalmente como o “maior ecossistema de saúde do Brasil”. Este é composto dos três segmentos principais da companhia: hospitais, oncologia e planos de saúde, e dos segmentos complementares de diagnóstico, corretagem e consultoria, educação e pesquisa e banco de sangue.

O segmento de hospitais conta com uma rede integrada de 69 localidades próprias em 13 estados do país, como mostra a Figura 22, além de 3 hospitais sob administração.

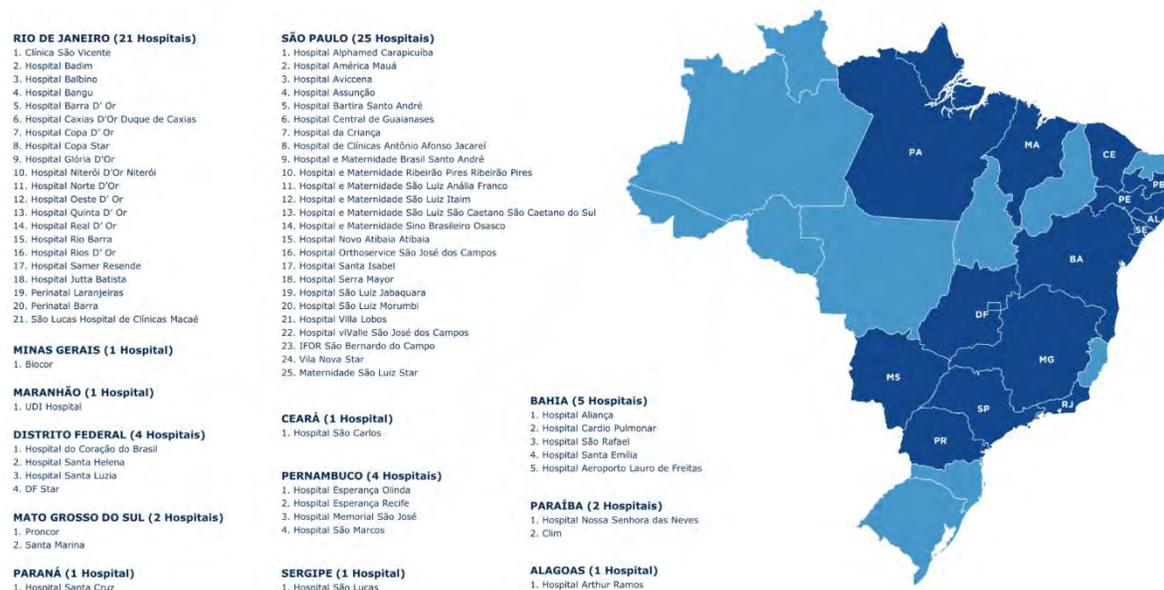


Figura 22: Distribuição geográfica dos hospitais

Fonte: Site de Relações com Investidores da companhia

Estes totalizam 11.487 leitos, dos quais 9.469 estavam operacionais ao final do quarto trimestre de 2022. Em seus hospitais, a companhia presta uma ampla quantidade de serviços médico-assistenciais, ambulatoriais e emergenciais, tanto na modalidade *day-clinic*<sup>2</sup> quanto com internações e estadias de prazos extensos.

A utilização da estrutura hospitalar e seus leitos operacionais é medida pela taxa de ocupação, calculada como a razão entre as diárias de internação (pacientes-dia) realizadas e o número de leitos operacionais multiplicado pelo número de dias no período de interesse. O número de diárias de internação necessárias para cada paciente, assim como seu custo e consequente preço a ser cobrado, estão atrelados ao nível de complexidade do serviço médico-hospitalar prestado pela empresa. No trimestre finalizado em dezembro de 2022, a Rede D'Or havia recebido 671.186 diárias de internações a um ticket médio de R\$ 8.702, com uma taxa de ocupação média de 76.9% em seus leitos operacionais, representando 47% do faturamento consolidado da companhia no ano de 2022. Em termos de lucro operacional, o segmento representa mais de 80% do consolidado.

O segmento de oncologia conta com 54 clínicas oncológicas em nove estados do país, integradas à rede hospitalar. Segundo o site da companhia, são realizados, em média, 40 mil atendimentos mensais, “aplicando os diferentes tratamentos antineoplásicos – quimioterapia, terapia-alvo, imunoterapia, hormonioterapia, radioterapia e transplante de medula óssea - em cerca de 9 mil pessoas, a cada mês”. No trimestre finalizado em dezembro de 2022, a Rede D'Or havia realizado 57.344 infusões oncológicas a um ticket médio de R\$ 10.774, representando 5% do faturamento consolidado da companhia no ano de 2022.

Tanto o segmento hospitalar quanto o oncológico são remunerados não pelo paciente, mas sim pela operadora de plano de saúde contratada pelo paciente, através da dinâmica explicada anteriormente no capítulo 2.3.1 Segmentos do Setor de Saúde. Nesse sentido, a Rede

---

<sup>2</sup> Procedimentos em que o paciente não necessita de internação, podendo ser realizados com alta no mesmo dia.

D'Or busca estabelecer o melhor tipo de relacionamento possível com suas fontes pagadoras, de modo a minimizar o índice de glosas<sup>3</sup> da companhia.

Dentre as estratégias utilizadas para tal fim, a companhia destaca em sua apresentação institucional o pioneirismo no desenvolvimento de modelos alternativos de pagamentos ao chamado modelo de conta aberta, ou *fee-for-service*<sup>4</sup>. Com essa alternativa, a companhia busca “agrupar serviços e procedimentos frequentes que possuem variação relativamente baixa de custos cobrando das operadoras de planos preço fixo”, concedendo maior previsibilidade para os pagadores, reduzindo glosas e despesas administrativas, minimizando custos e burocracia em processos de auditoria e diminuindo o ciclo de conversão de caixa, aproximando o prazo de recebimento do prazo de pagamento. Entre 2015 e 2020, a representatividade de modelos alternativos de pagamento na receita da companhia cresceu 21 pontos percentuais, de 36% para 57%.

O alinhamento entre prestadora de serviços médico-hospitalares e operadora de planos de é, assim, de fundamental importância. Por esse e outros motivos, a fusão com a SulAmérica agregou sinergias e potenciais operacionais-estratégicos a uma estrutura consolidada interdependente<sup>5</sup>, tema que será explorado mais à frente. Como estrutura independente, o segmento possui 2,8 milhões de beneficiários de planos de saúde, distribuídos entre os segmentos de Empresarial/Adesão, Administrados, Pequenas e Médias Empresas (PME) e Individual e 2,1 milhões de beneficiários de planos odontológicos. Juntos, representam 48% do faturamento consolidado da companhia, mas apenas cerca de 15% do lucro operacional.

Dentre os segmentos complementares, com baixa ou nenhuma representatividade no faturamento consolidado da companhia, vale o destaque para o Instituto D'Or de Pesquisa e Ensino (IDOR) e a D'Or Consultoria. O IDOR, fundado em 2010, é uma instituição sem fins lucrativos que tem por objetivo contribuir com o avanço científico, ensino e inovação na área

---

<sup>3</sup> Não pagamento de algum item que compõe a conta hospitalar do paciente atendido, devido à falta de alinhamento e comunicação entre hospitais e planos de saúde.

<sup>4</sup> Modelo de pagamento em que os serviços são desagregados e pagos separadamente.

<sup>5</sup> Estimativas de mercado indicavam que aproximadamente de 10-20% dos pedidos médicos realizados pela Rede D'Or eram pagos pela SulAmérica.

da saúde, como indica o site da companhia. Conta com 84 pesquisadores com relevante contribuição científica, 100 startups contatadas e 38 programas de residência médica, cursos de extensão, pós-graduação e oportunidades de estágio nos hospitais da rede.

A D'Or Consultoria é, segundo a apresentação institucional da companhia, a “única corretora de seguros e consultoria associada a uma rede hospitalar no Brasil”. Criada em 2015, “administra mais de R\$ 3 bilhões em prêmios, 2 milhões de vidas, e mais de 1.250 clientes... realizando gestão operacional, gestão de risco e de saúde, consultoria, diagnóstico e avaliação de mercado, serviços de marketing e comunicação especializada em saúde e benefícios corporativos”

### 3.3 COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA

Antes do seu IPO, a companhia contava com capital social de R\$ 2,468 bilhões, totalmente subscrito e integralizado, representado por 1.839.649.668 ações ordinárias, todas nominativas, escriturais e sem valor nominal, como indicado pelo seu Prospecto Definitivo da Oferta Pública. Desse total, 57.37% era indicado como pertencente aos acionistas controladores, a família fundadora da companhia e seus veículos de investimento, e 38.13% de ações em circulação, como indicado na Figura 23.

Com a emissão e distribuição primária e secundária (incluindo o Lote Suplementar) de 196.664.607 ações ordinárias, nominativas, escriturais e sem valor nominal de emissão da companhia, das quais 145.677.487 primárias ao preço de R\$ 57,92 por ação, o capital social da companhia passou a ser de R\$ 6,473 bilhões<sup>6</sup>, distribuído em 1.985.327.155 ações ordinárias. Com isso, a Família Moll passou a deter 51.6% das ações totais da companhia, com 44,8% das ações distribuídas no mercado (*free-float*<sup>7</sup>), como indicado na Figura 24, presente no primeiro Relatório de Resultados da empresa disponibilizado para o mercado.

---

<sup>6</sup> Considera que, como determinado em reunião do Conselho de Administração, parte dos recursos decorrentes da Oferta Primária foram destinados à reserva de capital da companhia.

<sup>7</sup> Parcela das ações da empresa disponível para negociação no mercado, ou seja, que não está nas mãos de acionistas majoritários ou controladores.

Acionista	Antes da Oferta		Após a Oferta	
	Ações Ordinárias	%	Ações Ordinárias	%
<b>Acionistas controladores</b> .....	<b>1.055.399.136</b>	<b>57,37</b>	<b>1.024.666.801</b>	<b>51,61</b>
FIP Delta .....	304.537.952	16,55	273.805.617	13,79%
Paulo Junqueira Moll.....	62.571.764	3,40	62.571.764	3,15%
Alice Junqueira Moll.....	62.571.764	3,40	62.571.764	3,15%
Jorge Neval Moll Filho.....	375.430.600	20,41	375.430.600	18,91%
Jorge Neval Moll Neto.....	62.571.764	3,40	62.571.764	3,15%
Pedro Junqueira Moll.....	62.571.764	3,40	62.571.764	3,15%
André Francisco Junqueira Moll.....	62.571.764	3,40	62.571.764	3,15%
Renata Junqueira Moll Bernardes.....	62.571.764	3,40	62.571.764	3,15%
<b>Administradores<sup>(1)</sup></b> .....	<b>39.772.100</b>	<b>2,16</b>	<b>39.772.100</b>	<b>2,00%</b>
<b>Ações em circulação</b> .....	<b>701.517.768</b>	<b>38,13</b>	<b>877.927.590</b>	<b>44,22%</b>
Investidor GIC .....	477.078.992	25,93	463.186.853	23,33%
HPT .....	134.933.260	7,33	131.004.117	6,60%
HPT II .....	35.639.636	1,94	34.601.840	1,74%
RDSL.....	34.308.308	1,86	33.309.279	1,68%
FBIE .....	2.525.448	0,14	2.451.909	0,12%
FBIE II .....	11.097.120	0,60	10.773.981	0,54%
Outros.....	5.935.004	0,32	202.599.611	10,20%
<b>Ações em tesouraria</b> .....	<b>42.960.664</b>	<b>2,34</b>	<b>42.960.664</b>	<b>2,16%</b>
<b>Total</b> .....	<b>1.839.649.668</b>	<b>100,00</b>	<b>1.985.327.155</b>	<b>100,00%</b>

<sup>(1)</sup> Não considera as ações ordinárias de emissão da Companhia detidas pelos Srs. Paulo Junqueira Moll, Alice Junqueira Moll, Jorge Neval Moll Filho, Jorge Neval Moll Neto, Pedro Junqueira Moll, André Francisco Junqueira Moll, Renata Junqueira Moll Bernardes que pertencem ao grupo de controle da Companhia e são membros da Administração.

Figura 23: Acionistas e administradores da companhia

Fonte: Prospecto definitivo da Oferta Pública de Ações da companhia

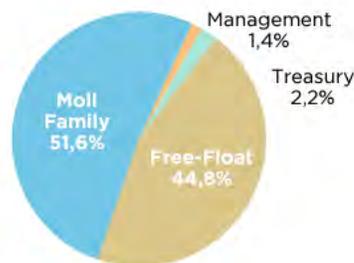


Figura 24: Composição acionária da companhia em 31/12/2020

Fonte: Relatório de Resultados do 4T20 da companhia

Com o *follow-on* restrito realizado em maio de 2021, foram emitidas 25.040.000 ações ordinárias de forma primária, precificadas a R\$ 71,00 por ação. De forma decorrente, foi captado o montante total de R\$ 1,778 bilhões, dos quais metade foram destinados à reserva de capital e o restante ao capital social da companhia, efetivamente aumentando-o para R\$ 7,575 bilhões, distribuído em 2.010.367.155 ações ordinárias, como indicado no Fato Relevante da Oferta Restrita. Com isso, a composição acionária da companhia passou a ser a indicada na Figura 25.



Figura 25: Composição acionária da companhia em 30/06/2021

Fonte: Relatório de Resultados do 2T21 da companhia

Dentre os termos do *stock-for-stock merger* acordado com a SulAmérica em fevereiro de 2022, disponibilizados em documento público pela companhia, foi determinada uma relação de substituição a partir dos preços de mercado das ações de emissão da Rede D’Or e das *units*<sup>8</sup>, referenciadas nas ações de emissão da SulAmérica, considerando-se as cotações de fechamento de 18 de fevereiro de 2022 como referência, acrescido de um prêmio de 49,3% sobre tais *units*. Dessa forma, os acionistas da SulAmérica receberam, como resultado da incorporação, uma quantidade de novas ações ordinárias da Rede D’Or representativas, em conjunto, 13,5% do capital social da nova companhia.

Com isso foram emitidas 308.304.834 novas ações ordinárias da Rede D’Or, transacionadas aos acionistas da SulAmérica a partir da relação de troca de 0,765234 ação ordinária da Rede D’Or para cada *unit* de SulAmérica. Conseqüentemente, houve uma diluição dos acionistas prévios da Rede D’Or, como podemos ver na composição acionária corrente da nova companhia (Figura 26)

<sup>8</sup> Ativos compostos por mais de uma classe de valores mobiliários, podendo ser formadas por ações ordinárias, ações preferenciais e bônus de subscrição.

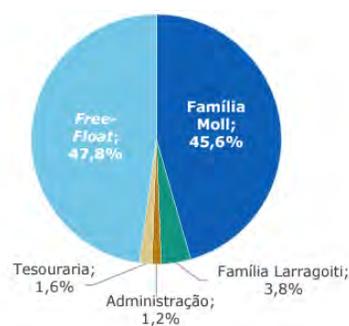


Figura 26: Composição acionária da companhia em 31/12/2022

Fonte: Relatório de Resultados do 4T22 da companhia

### 3.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A companhia é comprometida com o mais elevado padrão de governança corporativa, listada no Novo Mercado da bolsa brasileira (B3) e avaliada pelo MSCI ESG Ratings como BBB<sup>9</sup>. A estrutura de governança da companhia é composta pelo Conselho de Administração, Diretoria Executiva, Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal, como exposto no site de Relações com Investidores.

#### 3.4.1 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O Conselho de Administração possui como responsabilidade “estabelecer a estratégia dos negócios, fiscalizar o cumprimento de metas e de decisões de gestão e por acompanhar o desempenho da companhia. Atualmente, é composto por sete membros, dos quais dois independentes, eleitos pelos acionistas em assembleia geral com mandato de dois anos, sendo permitida reeleição.

O presidente do conselho é o Dr. Jorge Moll, um dos sócios fundadores da companhia e pai do atual CEO, Sr. Paulo Junqueira Moll. O vice-presidente é o Dr. Heráclito Gomes, executivo com extensa experiência no setor de privado de saúde, que ocupou o cargo de diretor-

<sup>9</sup> Considerada boa qualidade, na escala de classificação de risco das agências de ratings.

presidente da companhia entre 2013 e 2020. Faz parte, também, do conselho de administração da Fleury e Odontoprev, ambas empresas de capital aberto listadas no Novo Mercado. Os cinco membros restantes são Sr. Pedro Moll, Dra. Fernanda Moll e Sr. Patrick de Larragoiti Lucas, ex-presidente do Conselho de Administração da SulAmérica, Sr. Wolfgang Schwerdtle e Sr. William H. McMullan, ambos independentes.

### 3.4.2 DIRETORIA EXECUTIVA

A Diretoria Executiva se encarrega de administrar e gerir os negócios da companhia a partir das diretrizes apontadas pelo Conselho de Administração ou pelas decisões da Assembleia Geral de Acionistas. Sua composição deve incluir no mínimo dois e no máximo oito membros, com o mandato dos diretores de três anos, sendo permitida a reeleição. Tendo em vista que a diretoria não possui regimento interno próprio, suas atribuições são designadas pelo estatuto social. Dentre os seus membros (Figura 27), destaca-se o atual diretor-presidente (CEO) Sr. Paulo Junqueira Moll, funcionário da companhia desde 2001.

Nome	Cargo
Paulo Junqueira Moll	Diretor Presidente
Otávio de Garcia Lazcano	Diretor Financeiro e de Relações com Investidores
Maurício da Silva Lopes	Diretor
Mauro Teixeira Sampaio	Diretor
Rodrigo Gavina da Cruz	Diretor
Leandro Reis Tavares	Diretor
Jamil Muanis Neto	Diretor
Raquel Reis Corrêa Giglio	Diretor

Figura 26: Membros da Diretoria Executiva

Fonte: Site de Relações com Investidores da companhia

### **3.4.3 COMITÊ DE AUDITORIA**

O Comitê de Auditoria é o órgão responsável por monitorar a qualidade e integridade dos mecanismos de controles internos e informações contábeis e financeiras da companhia, além de revisar e supervisionar as atividades dos auditores externos da companhia. Portanto, compete ao comitê supervisionar as atividades da área de elaboração das demonstrações financeiras da companhia, monitorar a qualidade e integridade das informações e medições não contábeis que acrescentem elementos não previstos na estrutura dos relatórios usuais das demonstrações financeiras. É composto por, no mínimo, três e, no máximo, cinco membros escolhidos pelo Conselho de Administração, a quem se reporta diretamente.

Atualmente, seus membros são Sr. Boris Lerner, Sr. Robson Garcia e Sr. Wolfgang Schwerdtle, também membro do Conselho de Administração. Os três membros possuem extensa experiência em ciências contábeis e contabilidade corporativa.

### **3.4.4 CONSELHO FISCAL**

O Conselho Fiscal da Companhia funciona em caráter não permanente e é composto por três membros efetivos e igual número de suplentes. Seus membros são Sr. Mauro Moreira, Sr. Emanuel Schifferle e Sr. Rogério Ribeiro

Suas atribuições são aquelas definidas nos termos do artigo 163 da Lei das Sociedades por Ações, tais como fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários, opinar sobre o relatório anual da administração e sobre as propostas dos órgãos da administração a serem submetidas à Assembleia Geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão, examinar as demonstrações financeiras da companhia, entre outras.

## 4. METODOLOGIA

Dentre as diferentes maneiras de determinar quanto vale uma empresa, e consequentemente o preço justo de sua ação, foi escolhido o método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Este determina que o valor da companhia equivale ao somatório de todo o caixa gerado no horizonte de projeção e na perpetuidade, trazido a valor presente por uma taxa de desconto, que representa o retorno exigido pelo investidor.

### 4.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

A exposição supramencionada é traduzida em termos matemáticos pela fórmula matemática apresentada abaixo.

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^t} + \frac{VT}{(1+r)^n}$$

Equação 1: Fluxo de Caixa Descontado

Temos que:

$FC_t$  corresponde ao fluxo de caixa projetado para o período  $t$

$r$  representa a taxa de desconto

$n$  é o número de períodos considerados na projeção

$VT$  é o chamado Valor Terminal da companhia<sup>10</sup>

A primeira parcela da equação representa o valor da empresa advindo do fluxo de caixa (trazido a valor presente) gerado no horizonte de projeção determinado, ou seja, para o qual são válidas as hipóteses estabelecidas no modelo. No entanto, a medida que este horizonte aumenta,

---

<sup>10</sup> Também conhecido como valor da companhia na perpetuidade.

o grau de incerteza implícito nas hipóteses aumenta, sendo assim menor o ganho marginal de adição de complexidade. Tendo isso em vista, assume-se que o horizonte de projeção é limitado, e que o restante do fluxo de caixa projetado passa a respeitar outras hipóteses.

Com isso, temos então a segunda parcela da equação, que representa o valor da empresa advindo do fluxo de caixa (trazido a valor presente) gerado na chamada perpetuidade. Esse conceito estabelece que, passado o horizonte de projeção observável, a empresa atinge um estado de maturidade no qual, em equilíbrio, seu fluxo de caixa cresce a uma taxa perpétua constante. A Equação 2 mostra o cálculo do Valor Terminal da companhia, onde  $g$  representa a taxa de crescimento na perpetuidade, que será mais explorada em capítulo posterior.

$$VT = \frac{FCF_n \times (1 + g)}{(r - g)}$$

Equação 2: Valor Terminal da empresa

No limite, a geração de caixa da empresa em um período muito longe de  $t$  presente contribui pouco (de forma individual) para o valor total da empresa, dado o conceito de valor presente. No entanto, a soma de todos os fluxos de caixa (trazidos a valor presente) de  $n+1$  até o infinito representa parcela significativa do valor de grande parte das companhias do mundo real. Por conta disso, a hipótese de geração de caixa perene (além do horizonte de projeção), e seus parâmetros determinados, são de suma importância para o modelo de FCD.

## 4.2 FLUXO DE CAIXA PARA A FIRMA OU PARA O ACIONISTA

Uma empresa possui diferentes *stakeholders*<sup>11</sup>, que enxergam valor de formas diferentes, dados seus interesses. Essa noção é importante pois, uma vez definido o Fluxo de Caixa Descontado como método de valoração, é preciso determinar sobre a ótica de qual *stakeholder* se trata o estudo. No conceito de firma, temos que as principais partes interessadas são os

---

<sup>11</sup> Partes interessadas, grupos e indivíduos que, de uma forma ou de outra, apresentam algum nível de interesse nos projetos, atividades e resultados de uma determinada organização.

*stockholders* (acionistas) e os *debtholders* (credores), que são remunerados de formas diferentes, e em momentos diferentes, pela empresa.

O chamado Fluxo de Caixa para o Acionista (*Free Cash Flow to Equity*, FCFE) compreende, então, a parcela do fluxo de caixa gerado pela empresa que poderá ser distribuída aos acionistas, uma vez pagos, entre outros *stakeholders* (fornecedores, funcionários, governo), os credores<sup>12</sup>. Se utilizado como método de valoração, será encontrado o Valor da Companhia (*Company Value*<sup>13</sup>). Já o Fluxo de Caixa para a Firma (*Free Cash Flow to Firm*, FCFF) abrange todo o fluxo de caixa da empresa a ser distribuído entre credores e acionistas. Uma vez realizado, encontra-se o Valor da Firma (*Enterprise Value*).

A escolha entre os modelos parte da preferência do estudante, analista ou investidor, tendo em vista o caso particular e seu objetivo. Como defendido pelo economista e gestor Alexandre Póvoa em seu livro *Valuation: Como Precificar Ações*, um dos critérios básicos para escolha da metodologia reside no estágio de estrutura de capital da empresa analisada, ou seja, na situação presente e perspectiva futura da relação entre o capital próprio (Patrimônio Líquido, *Equity*) injetado pelos acionistas e o capital de terceiros (Dívida Bruta, *Debt*) fornecido pelos credores.

Dado que a principal diferença entre os métodos consiste no fato de o FCFE considerar o fluxo de caixa após a remuneração dos credores (via pagamento de juros e principal), este é especialmente interessante para empresas em situação de estabilidade da estrutura de capital, na qual a previsibilidade da trajetória do endividamento permite projeções razoáveis de pagamento de juros. Por outro lado, o FCFF é mais indicado para empresas em situação de mudança na

---

<sup>12</sup> A remuneração dos credores é identificada na linha de Despesas Financeiras no Demonstrativo de Resultados (DRE) da empresa. Uma vez que a remuneração dos acionistas se dá pela distribuição do lucro líquido (lucro após pagamentos de custos, despesas operacionais e financeiras e impostos) através de dividendos, é fato que os credores são remunerados antes dos acionistas.

<sup>13</sup> *Company Value* = Valor de Mercado, para empresas de capital aberto; *Enterprise Value* = *Company Value* + Valor da Dívida Bruta da companhia.

estrutura de capital, seja por estarem em estágios iniciais de operação, por questões setoriais ou por ainda não terem alcançado sua estrutura de capital ótima<sup>14</sup>.

Na prática, o FCFF é mais utilizado, dado que empresas maduras com estrutura de capital ótima ou próxima da estabilidade são exceções, especialmente no mercado brasileiro. Além disso, a alta flutuação da Taxa Básica de Juros (Taxa Selic) dificulta projeções futuras de endividamento corporativo e pagamento de juros, dado que estes são, em grande parte, atrelados a taxas flutuantes e indexadas à Selic. Tendo em vista que a Rede D'Or possui sua estrutura de capital longe da estabilidade, optou-se pela escolha do FCFF como método de precificação da empresa.

#### 4.3 FLUXO DE CAIXA PARA A FIRMA

Uma vez escolhido o FCFF como metodologia, é preciso defini-lo. Para isso, é necessário determinar o motivo pelo qual projeta-se o caixa da empresa como variável determinante.

Dentre as informações contábeis de uma companhia, as presentes na chamada Demonstração de Resultado (DRE) costumam receber maior notoriedade. Ao se refletir sobre a saúde financeira ou sucesso da empresa, o senso comum aponta para análise dos dados presentes na DRE, entre eles a receita líquida e o lucro da instituição. No entanto, a contabilidade empresarial de receitas e lucros pode não refletir de forma fidedigna a *performance* operacional, dificultando a mensuração do valor da companhia.

Esse cenário ocorre, principalmente, pelo fato de que o DRE é elaborado em chamado regime de competência, e não regime de caixa<sup>15</sup>. Por conta disso, receitas, custos, despesas e

---

<sup>14</sup> Conceito de Finanças Corporativas que argumenta que toda a empresa possui uma estrutura de capital ótima (razão *Debt to Equity*) que minimiza sua taxa de desconto/retorno exigido pelo investidor, aumentando seu valor justo.

<sup>15</sup> Regime de competência: informações são contabilizadas no período efetivo em que o compromisso é contraído e a receita é gerada, independente do pagamento ou recebimento; Regime de caixa: informações são contabilizadas no período em que há desembolso para pagamento das despesas e encaixe no recebimento das receitas.

lucros são calculados no período (mês, trimestre, ano) em que esses compromissos financeiros ocorrem, sem levar em conta o momento real em que a empresa receberá o caixa advindo ou desembolsará o caixa necessário para honrar tais compromissos. Tendo em vista a noção de valor do dinheiro ao longo do tempo<sup>16</sup>, a diferença cronológica entre competência e caixa desempenha parte relevante na determinação do valor de uma companhia.

Tal situação torna-se especialmente problemática em empresas cujos prazos de pagamento e recebimento<sup>17</sup> são descasados, exigindo uma necessidade de capital de giro<sup>18</sup> positiva. No limite, uma empresa pode apresentar uma DRE excelente, com receitas e lucros altos, mas estar passando por problemas de solvência pois essas receitas só serão recebidas no futuro, e seus compromissos com fornecedores, colaboradores e credores é presente.

Tem-se então que a projeção de caixa (FCFF) da companhia é feita de acordo com a Figura 27. O ponto de partida é o chamado Lucro Operacional antes dos Juros e Tributos (*Earnings Before Interest and Taxes*, EBIT). Como será visto com detalhes em capítulos futuros, ele é o resultado da diferença entre a receita líquida, os custos e as despesas operacionais da companhia. Desse lucro descontam-se os impostos pagos, resultando no chamado Lucro antes dos Impostos (*Net Operating Profit After Taxes*, NOPAT). Dessa forma, os últimos *stakeholders* a serem considerados são os credores e os acionistas, cenário dentro do objetivo mencionado anteriormente.

---

<sup>16</sup> Conceito canônico econômico e de finanças que determina que fluxos financeiros no futuro valem menos quando trazidos a valor presente, dado o custo de oportunidade presente (taxa de desconto). Implícito na construção do FCD.

<sup>17</sup> Prazo de pagamento: prazo em que a empresa paga seus fornecedores; Prazo de recebimento: prazo em que a empresa recebe o pagamento de seus clientes pelos seus serviços ou pela venda de seus produtos.

<sup>18</sup> Valor financeiro necessário para que a empresa honre suas obrigações operacionais de curto prazo.

Projeção do Fluxo de Caixa (período t)
<b>EBIT * (1-t)</b>
(-) Investimentos físicos
(+) Depreciação e Amortização
(-) $\Delta$ Necessidade de Capital de Giro
(+) Itens sem efeito-caixa na DRE
(-) Partes estatutárias
<b>= FCFFt</b>

Figura 27: Cálculo do FCFF em determinado período

No entanto, dado que este lucro foi calculado em regime de competência, são necessários ajustes, de forma a transformá-lo na geração de caixa. Para isso, 1) subtrai-se os investimentos físicos (Capex<sup>19</sup>) realizados pela companhia, dado que estes são uma destinação de recursos que não compreende nem os credores e nem os acionistas; 2) soma-se a depreciação e amortização<sup>20</sup>, dado que estas são contabilizadas como custos ou despesas na DRE, mas não possuem efeito-caixa<sup>21</sup>; 3) subtrai-se a variação da necessidade de capital de giro, sendo a necessidade positiva se o prazo médio de pagamento for menor do que o prazo médio de recebimento; 4) soma-se qualquer item sem efeito-caixa na DRE, além da depreciação e amortização e; 5) subtrai-se as partes estatutárias ou qualquer outra obrigação legal que não seja direcionada como remuneração ao acionista.

<sup>19</sup> *Capital expenditures*, ou seja, investimentos realizados na aquisição de ativos imobilizados ou intangíveis

<sup>20</sup> Depreciação: perda de valor estimada em um ativo imobilizado; Amortização: perda de valor estimada em um ativo intangível

<sup>21</sup> Movimentações contábeis que não exigem/geram desembolso/aumento de caixa

## 4.4 TAXA DE DESCONTO TEÓRICA

Uma vez que as projeções de fluxo de caixa serão trazidas a valor presente, a determinação da taxa pela qual será feito esse cálculo é fundamental.

### 4.4.1 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL

Dada a escolha pelo FCFF pelos motivos supracitados, a taxa de desconto escolhida deve englobar o retorno exigido, também chamado de custo de oportunidade, de ambos acionistas e credores da companhia. Para isso, utiliza-se o Custo Médio Ponderado de Capital (*Weighted Average Cost of Capital*, WACC), cuja fórmula encontra-se abaixo.

$$WACC = \left( K_e \times \frac{E}{E + D} \right) + \left( K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D} \right)$$

Equação 3: WACC

Temos que:

$K_e$  corresponde ao Custo do Capital Próprio (*Cost of Equity*)

$K_d$  corresponde ao Custo do Capital de Terceiros (*Cost of Debt*)

$E$  corresponde ao valor total do *Equity* da companhia, ou seja, seu valor de mercado no caso de uma empresa de capital aberto

$D$  corresponde ao valor total do *Debt* da companhia, ou seja, sua dívida bruta

$t$  corresponde à alíquota de impostos

A taxa de desconto pondera ambos os retornos exigidos pelos credores e acionistas pela participação que ambos possuem no capital total da empresa.

#### 4.4.2 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

O Custo de Capital Próprio ( $K_e$ ) representa o retorno exigido por determinado agente para investir (como acionista) em determinado ativo. Esta é, por definição, uma medida subjetiva com parâmetros não observáveis, uma vez que varia de investidor para investidor e depende de perfil de risco, horizonte de investimento e custo de oportunidade. Em tentativa de estimação, um dos modelos mais utilizados para determinação da taxa de desconto do acionista é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), desenvolvido por Jack Treynor, William Sharpe, John Lintner e Jan Mossin, com base no trabalho de Harry Markowitz sobre diversificação e teoria moderna de portfólio. Este consiste na teoria de que um agente racional exige em seu investimento o retorno fornecido por um ativo livre de risco (seu custo de oportunidade) acrescido de um retorno adicional esperado (seu prêmio de risco) ponderado pelo risco incorrido. A Equação 4 traduz isso em fórmula.

$$K_e = E(R_i) = R_f + \beta_i \times (E(R_m) - R_f)$$

Equação 4: *Cost of Equity* ( $K_e$ )

Temos que:

$E(R_i)$  corresponde ao retorno esperado/exigido pelo acionista

$R_f$  corresponde ao ativo livre de risco

$\beta_i$  corresponde ao risco comparativo desse investimento

$E(R_m)$  corresponde ao retorno desse investimento esperado pelo mercado

A diferença  $E(R_m) - R_f$  corresponde, então, ao retorno adicional esperado esperado frente ao ativo livre de risco, ou seja, o prêmio exigido pelo risco incremental<sup>22</sup>.

Será visto em capítulo subsequente o cálculo prático do  $K_e$  a partir das hipóteses a serem apresentadas.

---

<sup>22</sup> Agentes racionais exigem retornos maiores de forma proporcional a riscos maiores

#### 4.4.3 CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

O Capital de Capital de Terceiros ( $K_d$ ) representa o retorno exigido por determinado agente para investir (como credor) em determinado ativo. Diferentemente do  $K_e$ , este pode ser considerado observável, uma vez que é de conhecimento público o custo da dívida da empresa. Sabendo o tipo de dívida (pré-fixada ou pós-fixada) e sua indexação e *spread*<sup>23</sup>, é possível inferir o retorno esperado pelos credores a partir de uma hipótese sobre o comportamento indexador.

Na fórmula do WACC, temos na segunda parcela que o  $K_d$  é ponderado pela participação do capital de terceiros no capital total (assim como o  $K_e$ ), mas também pelo termo  $(1-t)$ . Isso porque existe, por parte da empresa, o chamado benefício fiscal da dívida, fazendo com que o custo verdadeiro pago pela empresa não seja exatamente a remuneração do credor.

---

<sup>23</sup> Os indexadores de dívida mais comuns no Brasil são o CDI e o IPCA. O *spread* é qualquer valor adicional ao indexador estabelecido.

## 5. VALUATION DA COMPANHIA

As projeções de fluxo de caixa a serem apresentadas, bem como o cálculo da taxa de desconto, são produto da interação de uma série de variáveis operacionais, financeiras e macroeconômicas, para as quais as hipóteses e parâmetros serão estabelecidos nos capítulos seguintes. O horizonte de projeção escolhido vai até o ano de 2030.

### 5.1 PROJEÇÕES OPERACIONAIS REDE D'OR

O desempenho financeiro de uma companhia, refletido em sua DRE, é consequência do seu desempenho operacional. Logo, para que seja possível determinar uma trajetória futura de receitas, custos e despesas, é preciso definir o comportamento do produto vendido ou serviço prestado, e a da estrutura necessária para tal. No caso da Rede D'Or, os principais indicadores operacionais divulgados de forma trimestral pela companhia, a partir dos quais são feitas as projeções financeiras, se encontram na Tabela 1.

Indicador Operacional	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23
Número de Hospitais	54	58	63	64	68	68	69	69	69
Leitos Totais	9,034	9,611	10,098	10,618	11,012	11,046	11,046	11,487	11,512
Leitos Operacionais	8,191	8,788	8,761	8,946	9,352	9,439	9,613	9,469	9,462
Taxa de Ocupação Média (%)	79.5%	83.0%	78.4%	76.5%	78.1%	82.6%	79.5%	76.9%	78.5%
Diárias de Internação (Pacientes-Dia)	553,907	628,328	625,194	616,230	645,088	707,028	696,927	671,186	667,289
Volume Oncologia - Infusões	52,045	52,690	54,760	54,741	55,762	60,311	60,077	57,344	59,330
Ticket Médio Consolidado (R\$) - Internações	9,575	9,345	9,457	9,274	9,270	9,224	9,708	9,623	10,258
Ticket Médio (R\$) - Hospitais	8,842	8,635	8,700	8,484	8,489	8,395	8,872	8,702	9,275
Ticket Médio (R\$) - Oncologia	7,807	8,463	8,641	8,891	9,028	9,714	10,429	10,774	11,057

Tabela 1: Indicadores operacionais Rede D'Or

Fonte: Documentos públicos da companhia

Como visto no capítulo 3.2, a companhia atua nos segmentos hospitalar e oncológico prestando ampla quantidade de serviços médico-assistenciais, ambulatoriais e emergenciais. Em termos financeiros, o segmento hospitalar deriva seu faturamento do produto entre as diárias de

internação acomodadas no período e o ticket médio desse serviço. De forma análoga, o faturamento do segmento oncológico é calculado como o produto entre o número de procedimentos oncológicos e o ticket médio desse serviço. As diárias de internação são acomodadas nos leitos hospitalares operacionais, a partir da qual é calculada a taxa de ocupação média.

### 5.1.1 LEITOS TOTAIS

A expansão de leitos hospitalares é a principal avenida de crescimento da companhia. Como mostrado no capítulo 3.1, esta se dá tanto de forma orgânica, com projetos *greenfield* e *brownfield*<sup>24</sup>, quanto de forma inorgânica via aquisições de outros *players* hospitalares.

É de conhecimento público o Plano de Negócios da companhia (Figura 28), divulgado em seu formulário de referência mais recente, de 01/06/20, no qual detalha-se os projetos orgânicos previstos e seus investimentos estimados. A partir dele, tem-se a base para a projeção do número de leitos no horizonte supracitado.

Projetos Greenfield				
Projeto	Localização	Leitos	Investimento (R\$ mi)	Conclusão
Campinas	SP	325	481	Entregue
Memorial Star - Fase 1	PE	150	405	2023
Macaé - Fase 1	RJ	150	226	2023
Alphaville - Fase 1	SP	212	393	2024
Guarulhos - Fase 1	SP	268	447	2024
Novo Barra	RJ	253	513	2024
Taubaté - Fase 1	SP	120	119	2025
Novo Aviccena	SP	150	184	2025
São Conrado	RJ	132	265	2026
Santos	SP	150	157	2027

<sup>24</sup> *Greenfields* consistem em projetos de novas unidades e *brownfields* projetos de expansões de unidades já existentes

Projetos Brownfield - 2023/2027				
Projeto	Localização	Leitos	Investimento (R\$ mi)	Conclusão
Itaim Torre	SP	140	348	2023
Aliança	BA	196	282	2023
Serra Mayor - Fase 1	SP	25	12	2023
Atibaia - Fase 1	SP	24	16	2023
Santa Isabel - Fase 1	SP	10	10	2023
Central Leste - Fase 1	SP	10	8	2023
Projetos Diversos 2023	-	298	462	2023
Ribeirão Pires - Fase 2	SP	27	38	2024
Assunção Torre - Fase 1	SP	183	300	2024
Serra Mayor - Fase 2	SP	19	20	2024
Santa Isabel - Fase 2	SP	26	28	2024
Oeste	RJ	100	112	2024
Santa Cruz - Fase 1	PR	50	98	2024
Aeroporto - Fase 1	BA	34	36	2024
Projetos Diversos 2024	-	320	496	2024
São Lucas	SE	115	236	2025
Brasil Bloco C	SP	360	562	2025
Atibaia - Fase 2	SP	98	112	2025
Santa Isabel - Fase 2	SP	25	27	2025
UDI Torre - Fase 1	MA	130	266	2025
São Carlos	CE	60	64	2025
Nova Torre Caxias	RJ	92	125	2025
DF Star - Fase 1	DF	80	157	2025
Vivalle	SP	40	48	2025
Central Leste - Fase 2	SP	77	88	2025
Ribeirão Pires - Fase 3	SP	82	85	2026
Mauá - Fase 2	SP	219	278	2026
Proncor	MS	84	103	2026
Artur Ramos	AL	64	78	2026
BH Star	BH	150	306	2026
Assunção Torre - Fase 2	SP	54	63	2027
DF Star - Fase 2	DF	83	162	2027
Projeto Lote 4	DF	150	175	2027
Nossa Senhora das Neves	PB	74	90	2027
Circular do Bosque	SP	81	94	2027
Esperança	PE	64	74	2027
Santa Cruz - Fase 2	PR	50	98	2027
Aeroporto - Fase 2	BA	115	134	2027
São Luiz Jabaquara	SP	69	80	2027
Quinta - Fase 1	RJ	200	245	2027

Projetos Brownfield - Data a definir			
Projeto	Localização	Leitos	Investimento (R\$ mi)
Zona Norte	SP	214	220
Projeto Região Sul	Sul	350	361
Projeto Rio de Janeiro	RJ	100	103
Camaçari	BA	30	29
Macaé - Fase 2	RJ	56	54
Guarulhos - Fase 2	SP	144	149
Alphaville - Fase 2	SP	70	72
UDI Torre - Fase 2	MA	100	97
Taubaté - Fase 2	SP	65	63
Memorial Star - Fase 2	PE	80	157
Bangu	RJ	98	95
Antônio Afonso	SP	60	58
Santa Emília	BA	115	111
Morumbi	SP	74	76
Quinta - Fase 2	RJ	170	175
Glória	RJ	120	163

Figura 28: Plano de Negócios

Fonte: Formulário de Referência da companhia

Elaboração: o autor

Em termos de leitos totais, considera-se a trajetória exposta na Figura 29. Esta leva em conta a entrega da nova unidade de Campinas no segundo trimestre de 2023, como indicado pela companhia em comunicações com o mercado. No quarto trimestre de 2023 são incorporados o restante dos projetos previstos para o ano.

Uma vez que os prazos são estimados, é preciso determinar projeções que respeitem o cronograma previsto, mas que também deixem certa margem de erro para que eventuais atrasos sejam considerados sem grandes impactos financeiros negativos. Para lidar com essa questão, utiliza-se a estratégia de considerar a entrega dos projetos sempre no último trimestre do ano

previsto, como indicado pela empresa. Isso permite ganhos não antecipados de entras anteriores ao prazo, que compensam determinados projetos com entrega atrasada. No limite, projetos não entregues dentro do ano indicado costumam ser incorporados de um a dois trimestres seguintes, impactando pouco na projeção do faturamento consolidado da companhia. Os projetos com data a definir não são incorporados nas projeções, uma vez que não há visibilidade de incorporação.

Além do crescimento orgânico de leitos, é considerado nas projeções uma continuidade da estratégia de expansão inorgânica da companhia. Essa foi a principal fonte de crescimento da companhia nos últimos anos (como mostrado nas Figuras 20 e 21), em um ambiente propício para consolidação setorial, em função da baixa taxa de juros (taxa Selic, até o final de 2021) somada aos efeitos da pandemia.

No entanto, em função do alto Capex comprometido aos projetos orgânicos supracitados, junto à recente aquisição da SulAmérica, é de se esperar que o ritmo de aquisições hospitalares diminua no horizonte próximo, em linha com a mensagem passada pela companhia na sua conferência de resultados do primeiro trimestre de 2023. Assim, considera-se que não serão adicionados leitos de forma inorgânica no ano corrente, e serão feitas aquisições complementares a partir de 2024, totalizando 100 leitos por ano, o equivalente a um hospital de tamanho médio.

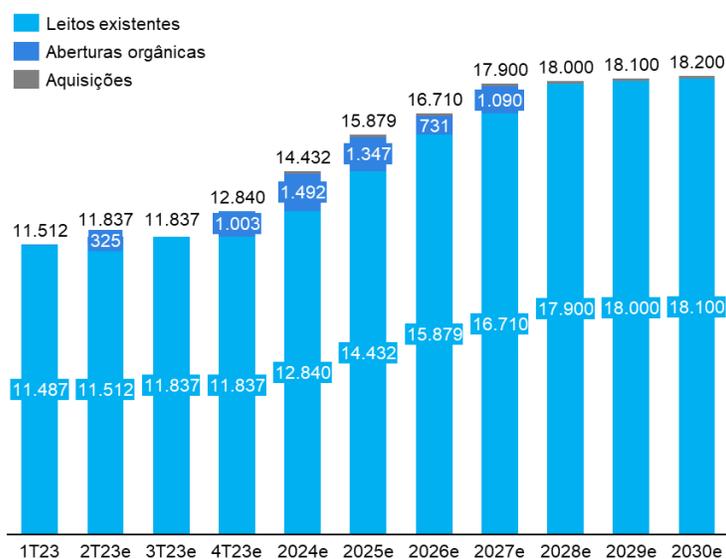


Figura 29: Leitos hospitalares totais

Fonte: Relatório de Resultados do 1T23 da companhia

Elaboração: o autor

### 5.1.2 LEITOS OPERACIONAIS

Uma vez definida a trajetória de leitos totais, outro exercício necessário é determinar a curva de operacionalização desses leitos. Como visto em capítulos anteriores, um leito pode ser funcional, mas não operacional, uma vez que a manutenção deste implica em altos custos fixos. Assim, a companhia mantém uma razão de leitos operacionais frente ao seu total possível, como mostra a Figura 30. A decisão de operacionalização passa então, por uma leitura de demanda, e varia de um hospital ou região para outra, de acordo com a estratégia determinada. Para novos projetos orgânicos *greenfields* e *brownfields* de tamanho relevante, a companhia indicou em diferentes comunicações públicas com o mercado que costuma seguir a chamada “regra dos 80”. Essa consiste em operacionalizar um número próximo de 80 leitos por ano, de forma a equilibrar a oferta do novo projeto com a demanda da praça determinada. Dentre os projetos que se enquadram na descrição acima, suas curvas de operacionalização são expostas nas Tabelas 2 e 3.

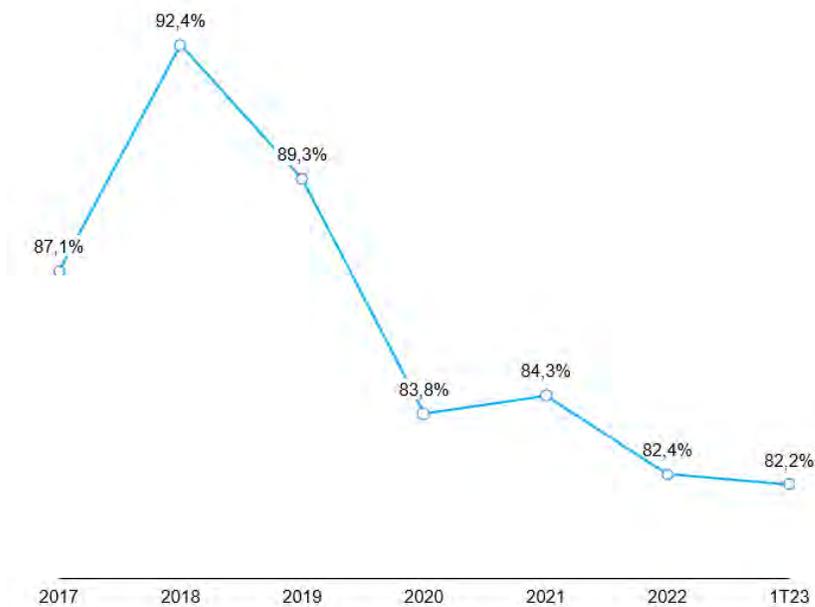


Figura 30: % dos leitos totais em operação  
 Fonte: Planilha de fundamentos da companhia  
 Elaboração: o autor

Operacionalização Greenfields							
Projeto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Campinas	80	80	80	85			
Memorial Star - Fase 1		80	70				
Macaé - Fase 1		80	70				
Alphaville - Fase 1			80	80	52		
Guarulhos - Fase 1			80	80	108		
Novo Barra			80	80	93		
Taubaté - Fase 1			80	40			
Novo Aviccena			80	70			
São Conrado					80	52	
Santos						80	70

Tabela 2: Curva de operacionalização de projetos *greenfields*  
 Fonte: Comunicações públicas da companhia em teleconferências de resultados  
 Elaboração: o autor

Operacionalização Brownfields 140+ Leitos							
Projeto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Itaim Torre		70	70				
Aliança		80	80	36			
Projetos Diversos 2023		80	80	80	58		
Assunção Torre - Fase 1			80	80	23		
Projetos Diversos 2024			80	80	80	80	
Brasil Bloco C				80	80	80	80
Mauá - Fase 2					80	80	59
BH Star					80	70	
Projeto Lote 4						80	70
Quinta - Fase 1						80	80

Tabela 3: Curva de operacionalização de projetos *brownfields*

Fonte: Comunicações públicas da companhia em teleconferências de resultados

Elaboração: o autor

Assim como leitos totais são consolidados no último trimestre do ano previsto, se estabelece a premissa de que leitos operacionais orgânicos são incorporados no primeiro trimestre de cada ano<sup>25</sup>, enquanto aquisições já são leitos operacionais imediatamente. Com isso, temos a trajetória de leitos operacionais como exposto na Figura 31.

<sup>25</sup> Essa premissa parte do pressuposto que, uma vez entregues no prazo determinado, projetos tendem a demorar alguns meses para serem operacionalizados, em função de retoques finais após a conclusão da obra, credenciações necessárias, entre outros fatores.

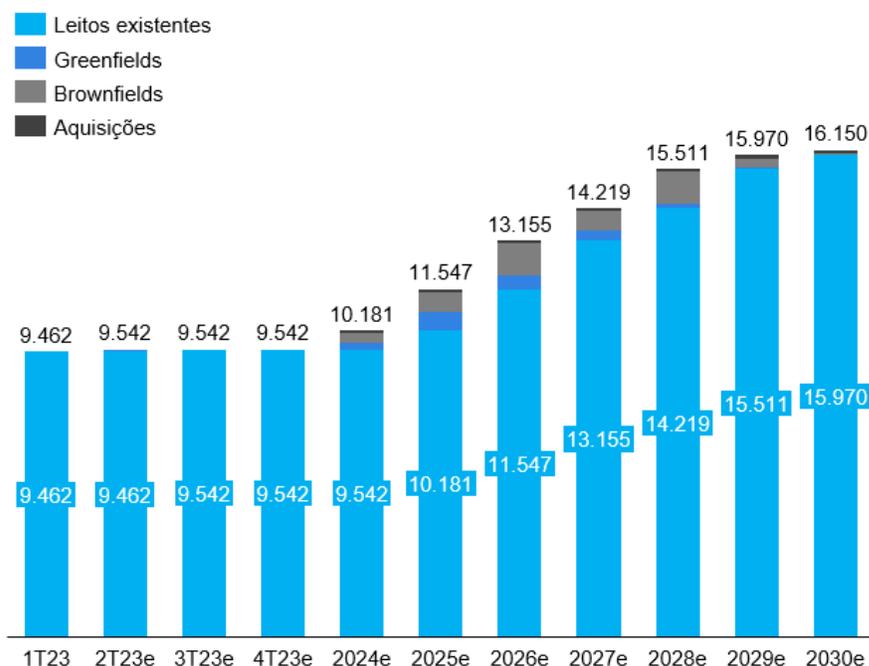


Figura 31: Leitos hospitalares operacionais

Fonte: Relatório de Resultados do 1T23 da companhia

Elaboração: o autor

### 5.1.3 TAXA DE OCUPAÇÃO

Observa-se na Figura 32 que a taxa de ocupação média histórica é basicamente constante quando levada em conta a sazonalidade trimestral (e desconsiderando o período inicial da pandemia). Isso ocorre apesar do forte crescimento de número de leitos da companhia (Figura 20), o que tenderia a pressionar de forma negativa<sup>26</sup> a taxa de ocupação média, na medida em que a maturação de hospitais em estágio de consolidação compensa esse feito.

<sup>26</sup> *Ceteris paribus*, hospitais inaugurados de forma mais recente apresentam taxas de ocupações médias menores.

Além disso, é de se esperar uma tendência positiva no médio/longo prazo, a medida em que mais hospitais atingem a maturação e o ritmo de crescimento da companhia diminuiu. Com isso, assume-se que a taxa de ocupação mantém seu nível médio dos últimos 8 anos, com leve derivada positiva à medida que a companhia se aproxima da perpetuidade, como indicado na Figura 33.

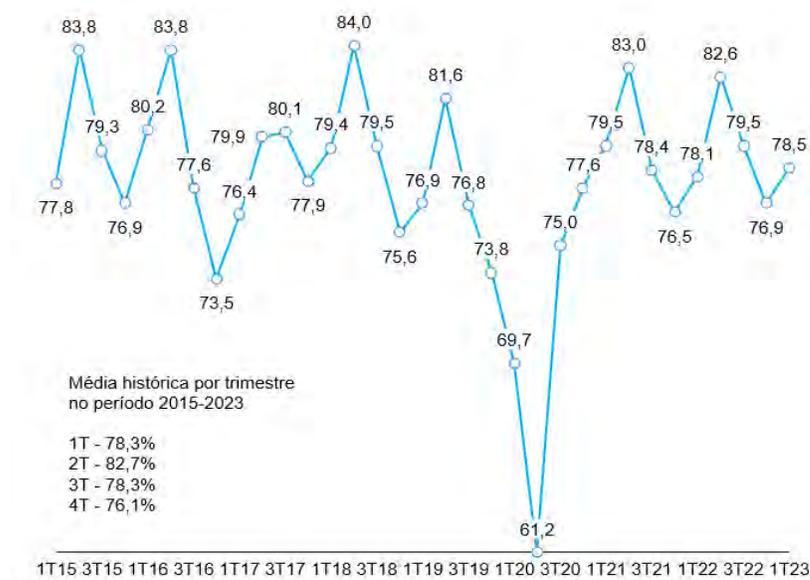


Figura 32: Taxa de ocupação média desde 2015<sup>27</sup> (%)

Fonte: Relatório de Resultados do 1T23 da companhia

Elaboração: o autor

<sup>27</sup> Média histórica por trimestre exclui 1T20 e 2T20 do cálculo

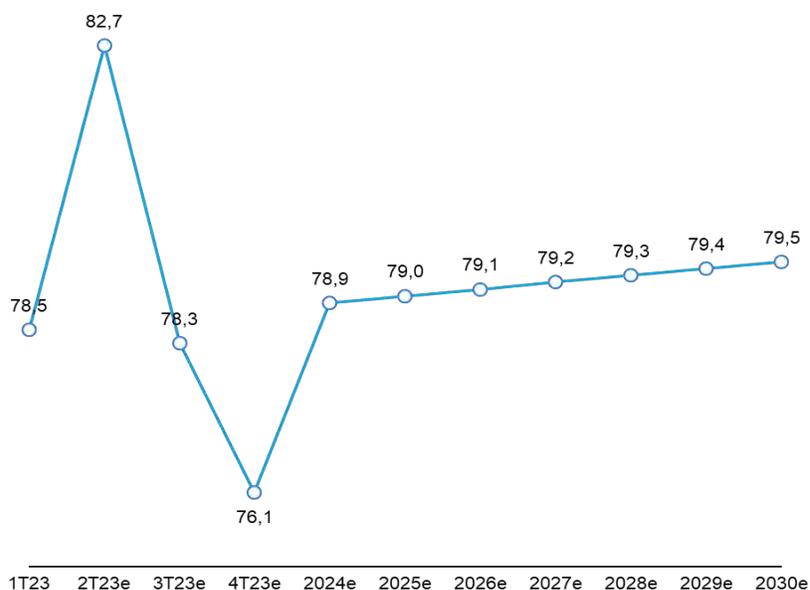


Figura 33: Projeção da taxa de ocupação média

Fonte: Relatório de Resultados do 1T23 da companhia

Elaboração: o autor

#### 5.1.4 DIÁRIAS DE INTERNAÇÃO

Temos que as diárias de internação são calculadas de acordo com a Equação 5. Uma vez projetados o número de leitos operacionais e a taxa de ocupação, encontram-se as diárias de internação para o período (Figura 34).

*Diárias de internação no período  $t$*

$$= \text{Número de leitos operacionais} \times \text{Taxa de ocupação média} \\ \times \text{Número de dias no período}$$

Equação 5: Cálculo das diárias de internação

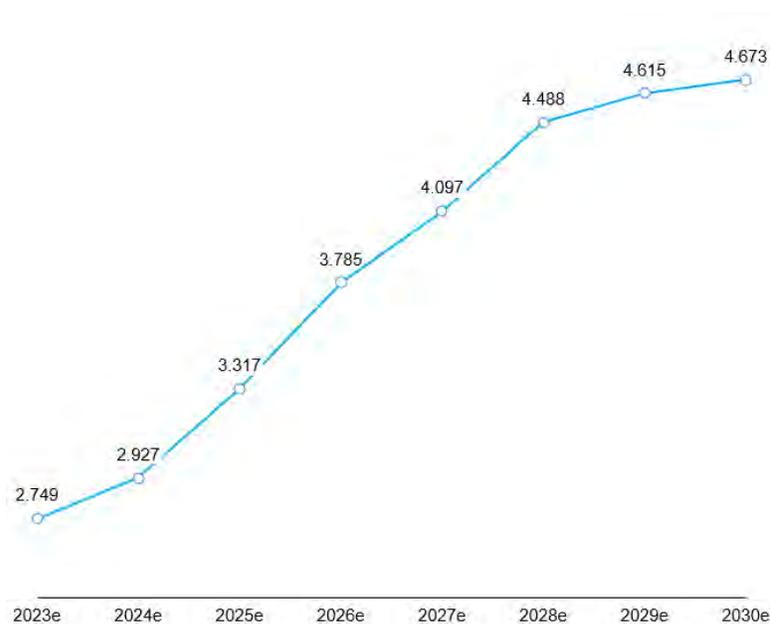


Figura 34: Diárias de internação (milhões de pacientes)

Fonte: Projeções realizadas

Elaboração: o autor

### 5.1.5 ONCOLOGIA

O volume de procedimentos oncológicos realizados pela companhia apresentou crescimento relevante nos últimos anos (Figura 35), decorrente do aumento do número de clínicas junto a maior demanda pelo serviço da marca.

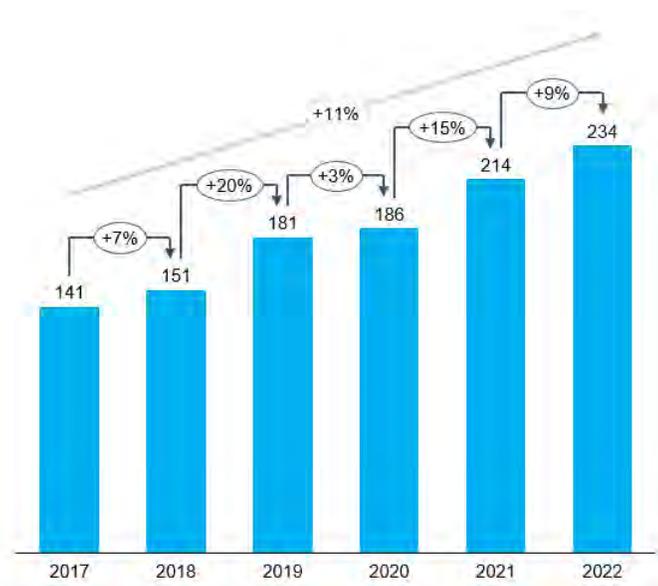


Figura 35: Volume oncologia – infusões (milhares)

Fonte: Relatório de Resultados do 4T22 da companhia

Elaboração: o autor

Em linha com expectativas da companhia compartilhadas com o mercado, considera-se a anualização (ajustada pela sazonalidade) do volume de infusões do primeiro trimestre de 2023, e a projeção dentro do horizonte considerado com crescimento marginalmente negativo em direção a perpetuidade. O CAGR<sup>28</sup> 2023-2030 resultante é de 10.5%, como mostra a Figura 36.

<sup>28</sup> *Compound Annual Growth Rate* (Taxa de Crescimento Anual Composta)

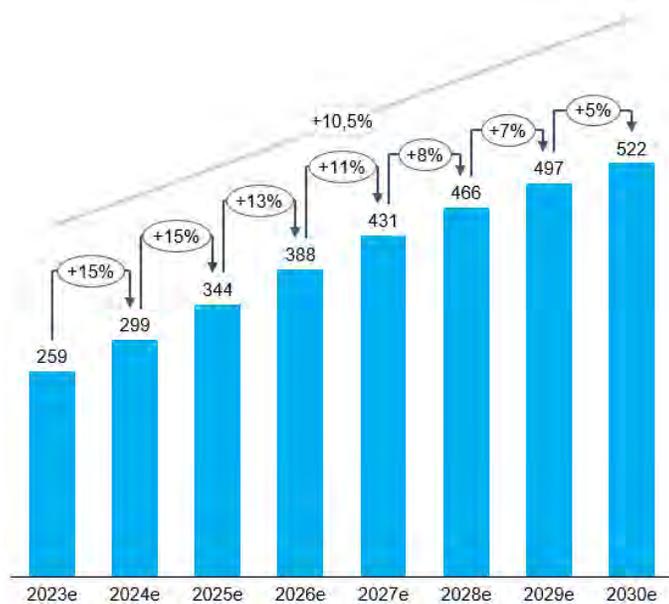


Figura 36: Volume oncologia projetado – infusões (milhares)

Fonte: Relatório de Resultados do 4T22 da companhia

Elaboração: o autor

### 5.1.6 TICKETS MÉDIOS

O comportamento recente dos tickets médios hospitalar e oncológico são observados na Figura 37, e seus crescimentos anuais na Figura 38 em comparação com a inflação no período.

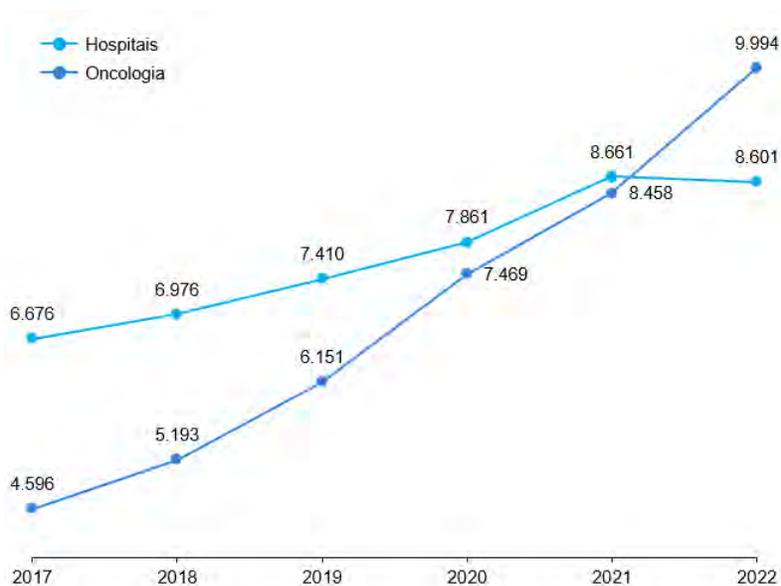


Figura 37: Tickets médios (R\$)

Fonte: Planilha de fundamentos da companhia

Elaboração: o autor

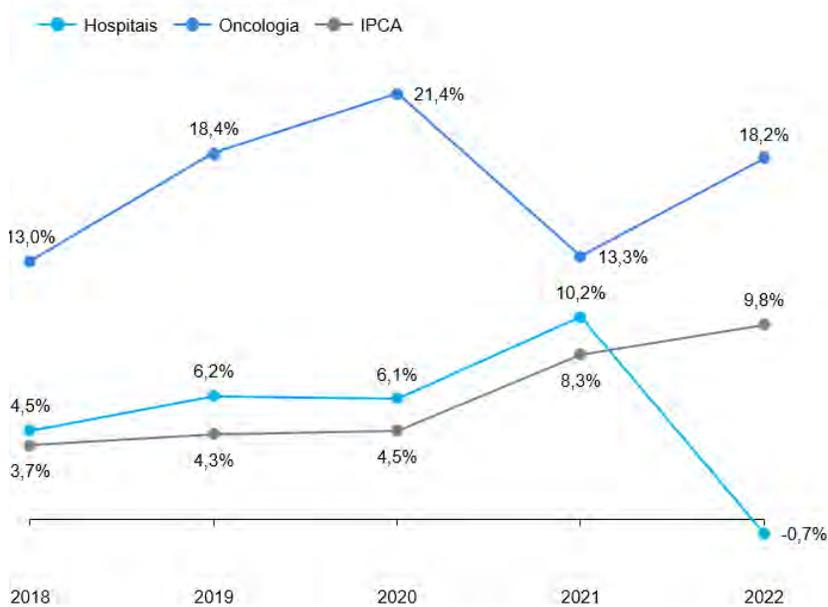


Figura 38: Tickets médios - crescimento anual (%)

Fonte: Planilha de Fundamentos da companhia

Elaboração: o autor

Percebe-se que o ticket médio hospitalar acompanhou a tendência da inflação com um spread até 2022, em que o período pós pandemia dificultou a negociação de repasses de preços com as operadoras, em função de sinistralidades historicamente altas<sup>29</sup>. Com esse cenário normalizado, é de se esperar uma recomposição inicial do ticket em 2023, com continuidade da tendência histórica para frente.

Diversos fatores impactam e explicam o spread entre o ticket médio e a inflação corrente, como mostra a Figura 39, sendo o fator de aumento de complexidade especialmente relevante para a composição do ticket médio oncológico.

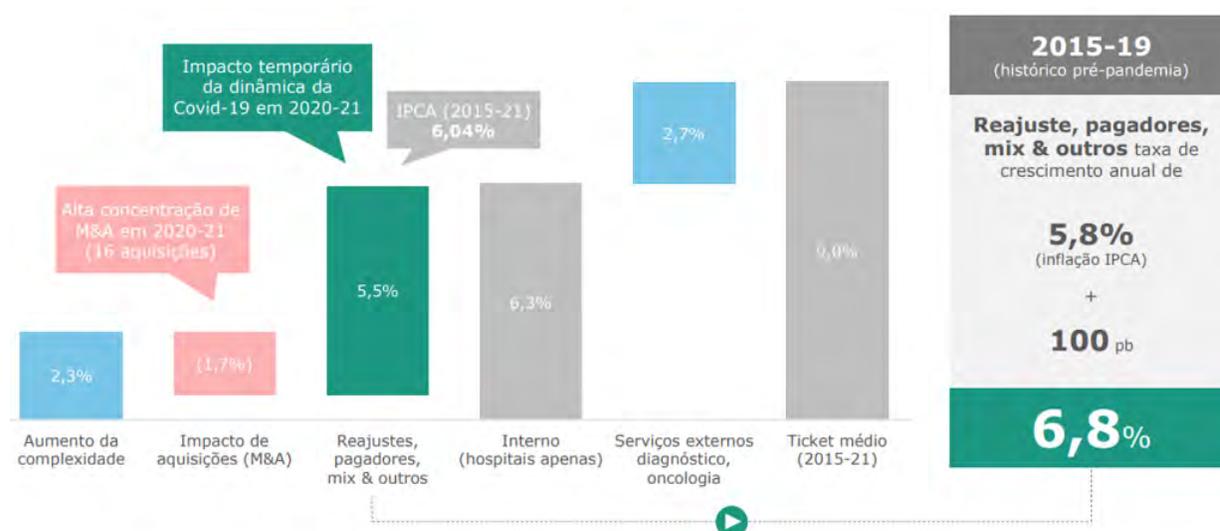


Figura 39: Composição do crescimento anual do ticket médio da companhia (CAGR de 2015-2021, base 100)

Fonte: Apresentação Institucional da companhia

<sup>29</sup> Ao contrário do que se imaginaria inicialmente, o período da pandemia refletiu em sinistralidades menores para as operadoras de planos de saúde, em comparação com o histórico, uma vez que grande parte de consultas, procedimentos e cirurgias eletivas foram evitadas. Com uma demanda reprimida (*backlog*) de procedimentos no pós pandemia, as sinistralidades passaram a ser mais altas do que a média normalizada.

Dentro do horizonte de projeção, considera-se uma recuperação do ticket médio em 2023 e 2024, levando em conta projeções de mercado e a inflação projetada pelo Relatório Focus<sup>30</sup>. A partir de 2025, projeta-se um crescimento anual de 4.5% para o segmento hospitalar e 4.9% para o segmento, levando em conta uma inflação normalizada de 4%. O resultado é exposto na Figura 40.

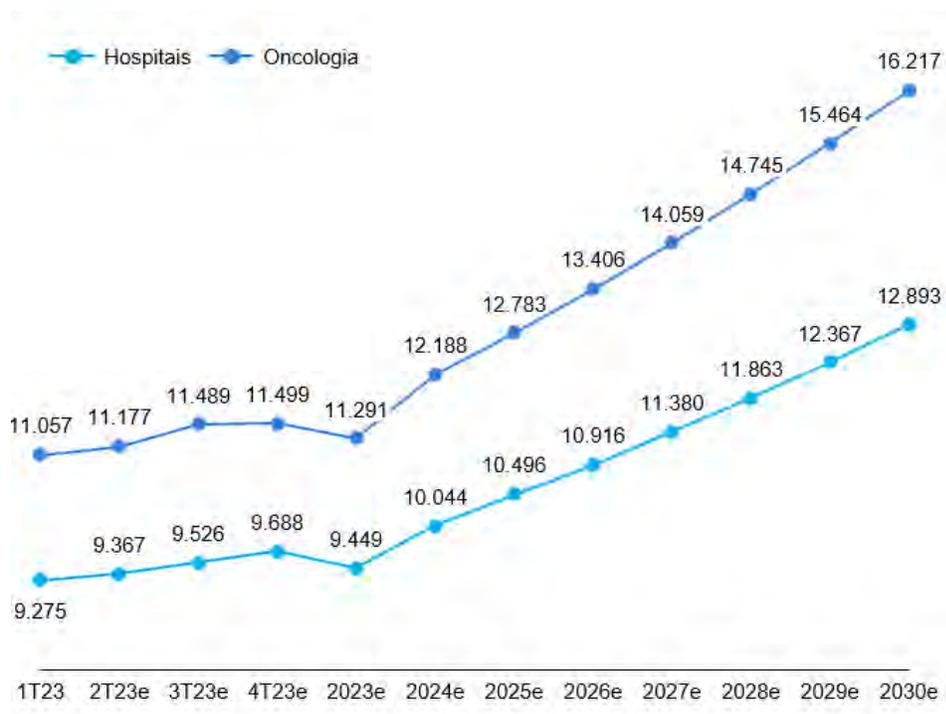


Figura 40: Tickets médios projetados (R\$)

Fonte: Relatório de Resultados do 1T23 da companhia

Elaboração: o autor

<sup>30</sup> Relatório semanal divulgado pelo Banco Central do Brasil contendo resumo das expectativas de mercado a respeito de alguns indicadores da economia brasileira. Projeção de inflação de 5.7% para 2023, 4.1% para 2024 e 4% a partir de 2025.

## 5.2 PROJEÇÕES FINANCEIRAS REDE D'OR

Uma vez determinadas as variáveis operacionais, torna-se possível a projeção das métricas financeiras da Rede D'Or em sua Demonstração de Resultado.

### 5.2.1 RECEITA BRUTA

Temos que a receita bruta é a soma da receita de hospitais e das receitas oncológicas, sendo essas calculadas pelo produto entre o volume do segmento e seu ticket médio, como antecipado no capítulo 5.1 e exposto pelas Equações 6 e 7. O resultado pode ser observado na Figura 41.

$$\begin{aligned} & \textit{Receita bruta hospitalar no período } t \\ & = \textit{Diárias de internação em } t \times \textit{Ticket médio hospitalar} \end{aligned}$$

Equação 6: Cálculo da receita bruta hospitalar

$$\begin{aligned} & \textit{Receita bruta oncológica no período } t \\ & = \textit{Volume de infusões em } t \times \textit{Ticket médio oncológico} \end{aligned}$$

Equação 7: Cálculo da receita bruta oncológica

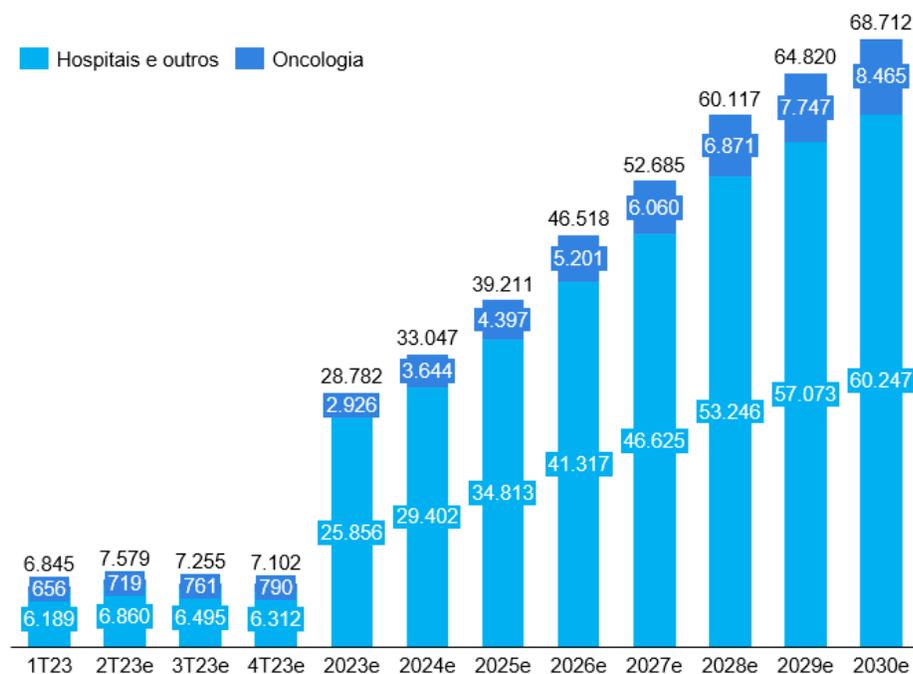


Figura 41: Receita bruta projetada (R\$ milhões)

Elaboração: o autor

Com a receita projetada, um exercício importante de se realizar é uma comparação entre os números encontrados para a empresa e a perspectiva de seu *Total Addressable Market* (TAM)<sup>31</sup>, de modo a verificar se estes são minimamente factíveis. Levando em conta as estimativas apresentadas no capítulo 2.3.2 em comparação com a Figura 42, temos que o *market-share*<sup>32</sup> presente do segmento hospitalar e oncológico da Rede D'Or é de aproximadamente 10%. Partindo da hipótese bastante conservadora<sup>33</sup>, de que o mercado endereçável de despesas

<sup>31</sup> Mercado endereçável estimado para a companhia, ou seja, o tamanho do segmento onde atua.

<sup>32</sup> Participação da empresa no mercado onde atua.

<sup>33</sup> Suposição de um crescimento acompanhando a inflação significa que o setor não apresentaria crescimento real no horizonte considerado, seja via maior número de beneficiários ou com encarecimento dos produtos acima da inflação.

assistenciais cresce de acordo com a inflação projetada pelo Relatório Focus, o *market-share* da companhia próximo da perpetuidade seria em torno de 20%.

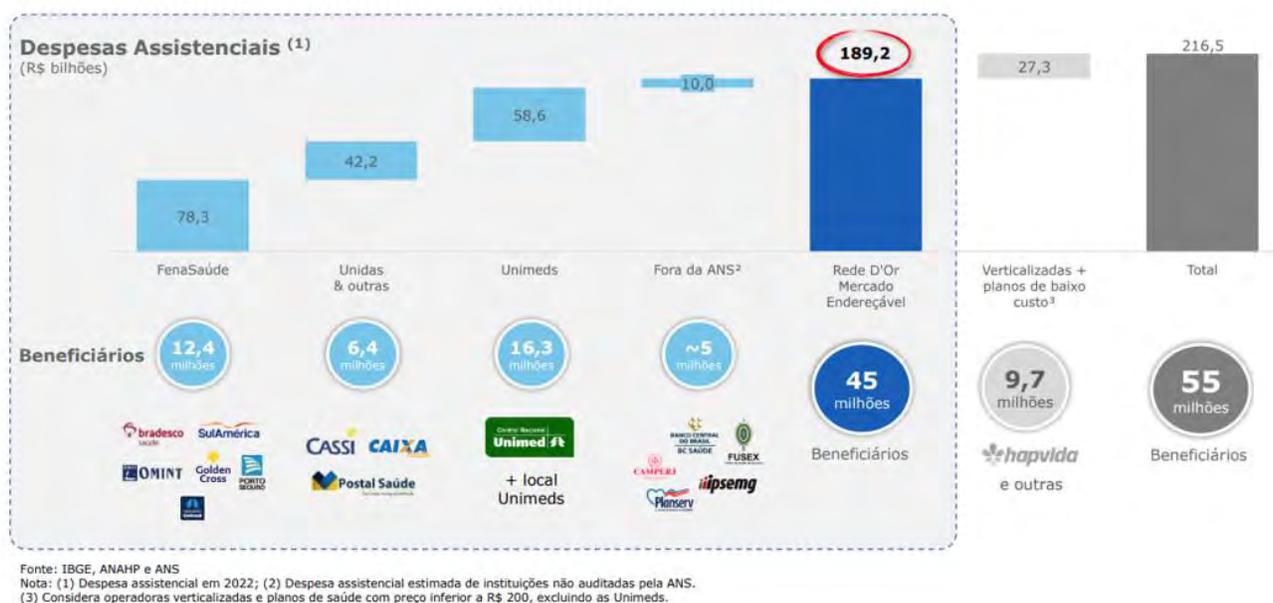


Figura 42: Mercado endereçável estimado

Fonte: Apresentação Institucional da companhia

## 5.2.2 RECEITA LÍQUIDA

A receita líquida (Figura 43) é calculada como a diferença entre a receita bruta, os impostos incidentes sobre receitas e as chamadas glosas<sup>34</sup>. Ambos são historicamente constantes, na faixa de 5.5%-6.0% da receita bruta.

<sup>34</sup> Glosas são definidas como um não pagamento de algum item que compõe a conta hospitalar do paciente atendido, devido à falta de alinhamento e comunicação entre hospitais e planos de saúde, seja por motivos técnicos ou administrativos.

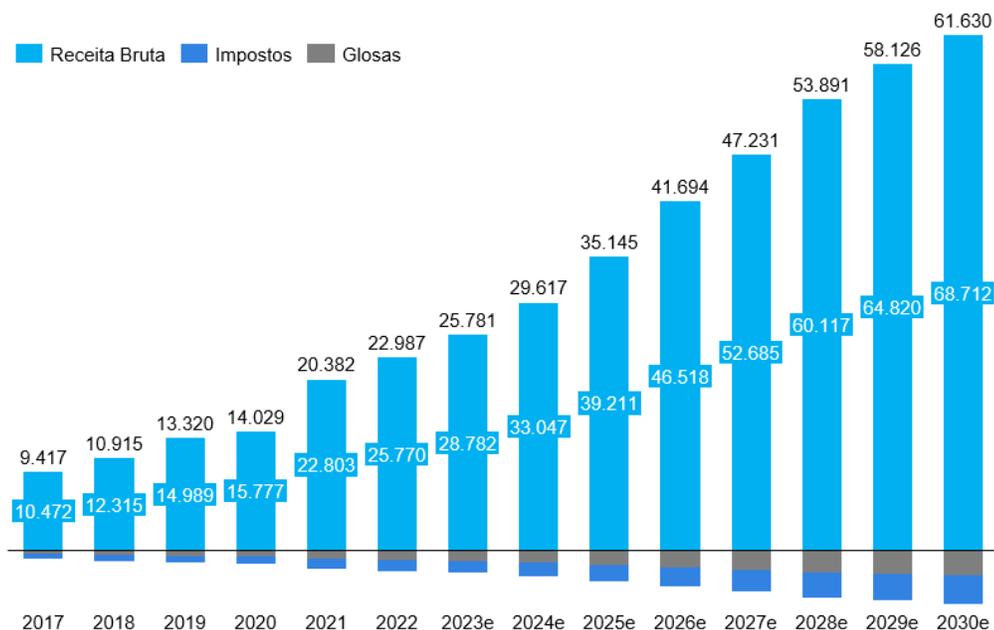


Figura 43: Receita líquida projetada (R\$ milhões)

Elaboração: o autor

### 5.2.3 CUSTO DOS SERVIÇOS PRESTADOS

A composição dos custos incorridos pelas atividades hospitalares e oncológicas podem ser observados na Figura 44. Dentre esses, a principal fonte de diluição de custos fixos e ganhos de eficiência vem da parte de Pessoal e Materiais e Medicamentos. É de se esperar que os custos por leito operacional (Figura 45) acompanhem trajetória semelhante ao ticket médio (crescimento próximo à inflação), com o *spread* entre os crescimentos representando ganhos adicionais de margem.

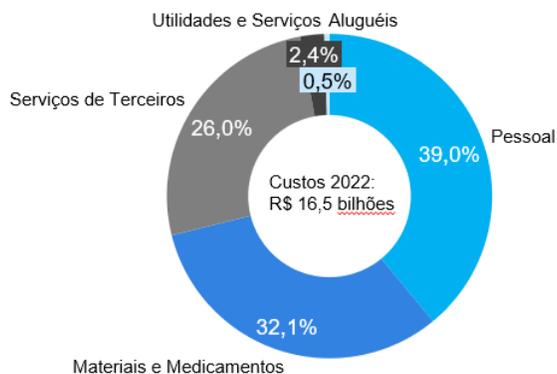


Figura 44: Composição de custos<sup>35</sup> em 2022  
 Fonte: Planilha de Fundamentos da companhia  
 Elaboração: o autor

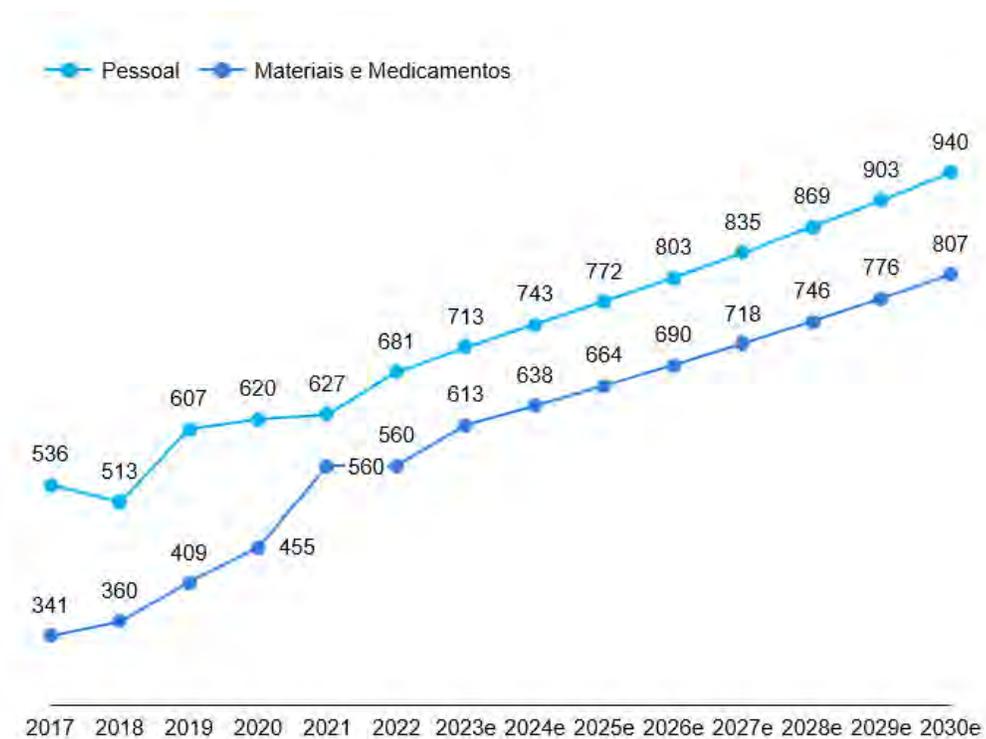


Figura 45: Custo por leito operacional (R\$ mil /leito)  
 Elaboração: o autor

<sup>35</sup> Não leva em conta os custos de depreciação e amortização do período.

#### 5.2.4 LUCRO BRUTO E MARGEM BRUTA

O lucro bruto (Figura 46) é calculado como a diferença entre a receita líquida e os custos, sendo a margem bruta a razão entre o lucro bruto e a receita líquida. Percebe-se na Figura 47 que a margem bruta recente da companhia é menor do que no período pré-pandemia, em função dos choques sofridos pelo setor, mencionados em capítulos anteriores. Tanto em termos de recomposição de ticket médio, quanto em termos de reajustes de custos, considera-se uma recomposição gradual da margem bruta para patamares normalizados nos próximos anos.

Ao longo do horizonte de projeção, incorporam-se ganhos incrementais de margem, advindos de: aumento de complexidade e consequente maior *pricing power*<sup>36</sup>, ganhos de escala<sup>37</sup>, maturação de projetos e capturas de sinergias em aquisições. Estes representam efeitos positivos de alavancagem operacional para a estrutura corporativa, como os previstos pelo pesquisador Martin L. Leibowitz em artigo publicado pelo Morgan Stanley Research<sup>38</sup>, baseado em Leibowitz, Martin L. and S. Kogelman, “Operating Leverage and Inflation”.

---

<sup>36</sup> Poder de mercado, representa o efeito de aumentos de preços de um produto na sua quantidade demandada.

<sup>37</sup> Também conhecido como economias de escala, cenário em que um aumento na produção, comercialização ou prestação de serviços não vem acompanhada de um aumento proporcional no custo, fazendo com que o custo médio seja mais barato e assim gerando redução de custos e aumento da lucratividade.

<sup>38</sup> Citação completa feita no capítulo de Referências Bibliográficas

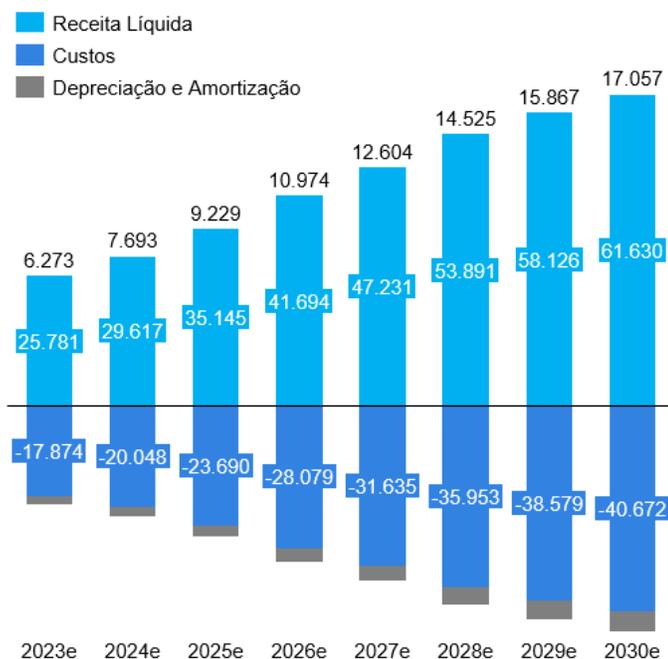


Figura 46: Lucro bruto projetado (R\$ milhões)

Elaboração: o autor

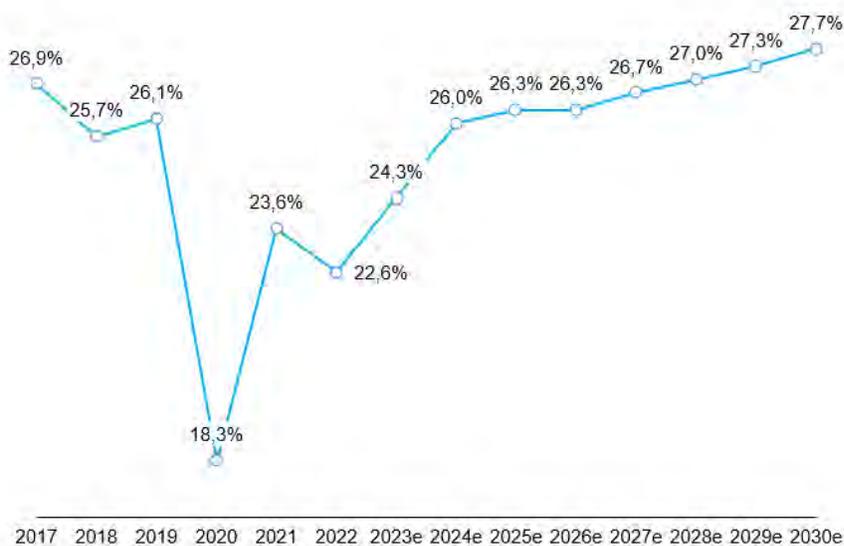


Figura 47: Margem bruta histórica e projetada (%)

Fonte: Planilha de Fundamentos da companhia

Elaboração: o autor

### 5.2.5 DESPESAS

As despesas da companhia são compostas como indicado pela Figura 48. Apesar de possíveis ganhos de eficiência administrativa, é considerada a razão de despesas sobre a receita bruta como constante no horizonte de projeção. A linha de equivalência patrimonial contabiliza o resultado de empresas controladas, sendo incluída em “outras” despesas.

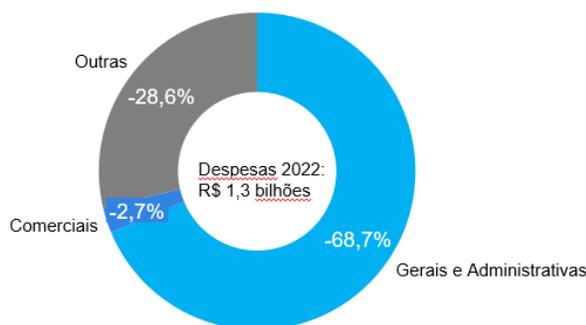


Figura 48: Composição de despesas em 2022

Fonte: Relatório de Resultados do 4T22 da companhia

Elaboração: o autor

### 5.2.6 LUCRO OPERACIONAL

A culminância das projeções operacionais e financeiras se encontra no lucro operacional (Figura 49), sendo calculado como a diferença entre o lucro bruto e as despesas descritas acima.

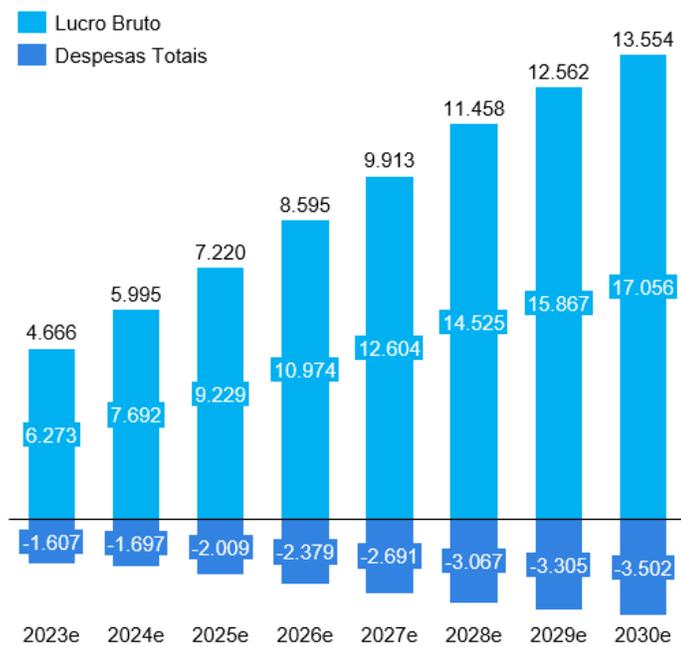


Figura 49: Lucro operacional projetado (R\$ milhões)

Elaboração: o autor

### 5.3 PROJEÇÕES OPERACIONAIS SULAMÉRICA

Em raciocínio análogo ao feito para a Rede D'Or, determinam-se as principais variáveis operacionais da companhia (Tabela 4), e partir dessas deriva-se o desempenho financeiro.

Indicador Operacional (milhares)	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23
Beneficiários de Saúde - Empresarial/Adesão	1,317	1,324	1,352	1,392	1,408	1,428	1,503	1,513	1,568
Beneficiários de Saúde - PME	551	549	562	589	604	622	676	684	674
Beneficiários de Saúde - Individual	132	129	126	125	123	121	124	122	119
Beneficiários Odontológicos	1,840	1,852	1,918	1,956	1,959	1,998	2,058	2,107	2,206
Ticket Médio (R\$) - Consolidado	429	425	424	419	422	431	455	467	459

Tabela 4: Indicadores operacionais SulAmérica

Fonte: Documentos públicos da companhia

Elaboração: o autor

Como visto no capítulo 3.2, o faturamento quase que integral da SulAmérica advém da sua carteira de beneficiários, divididos entre planos de saúde (com diferentes modalidades) e odontológicos. Até 2022, a companhia divulgava o ticket médio de forma segmentada, passando a disponibilizá-lo de forma consolidada a partir do primeiro trimestre de 2023.

#### 5.3.1 BENEFICIÁRIOS DE PLANOS

Considera-se a carteira total de beneficiários somando as diferentes categorias, totalizando 4.567 milhões de pessoas, dentre as quais a composição pode ser observada na Figura 50. Mantida a composição constante, incorporam-se as expectativas públicas comunicadas pela gestão da companhia, somadas às projeções de mercado glosas<sup>39</sup> para se estimar o crescimento orgânico de beneficiários ao longo de 2023. A partir de 2024, considera-se um crescimento marginalmente decrescente (Figura 51), com o resultado para o horizonte de projeção apresentado na Figura 52.

<sup>39</sup> Medidas pelo Terminal Bloomberg.

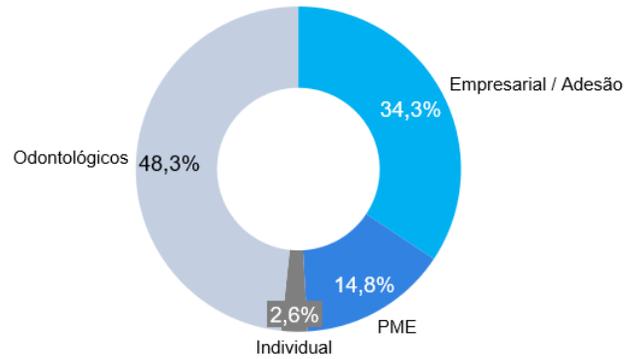


Figura 50: Composição da carteira consolidada de beneficiários

Fonte: Relatório de Resultados do 1T23 da companhia

Elaboração: o autor

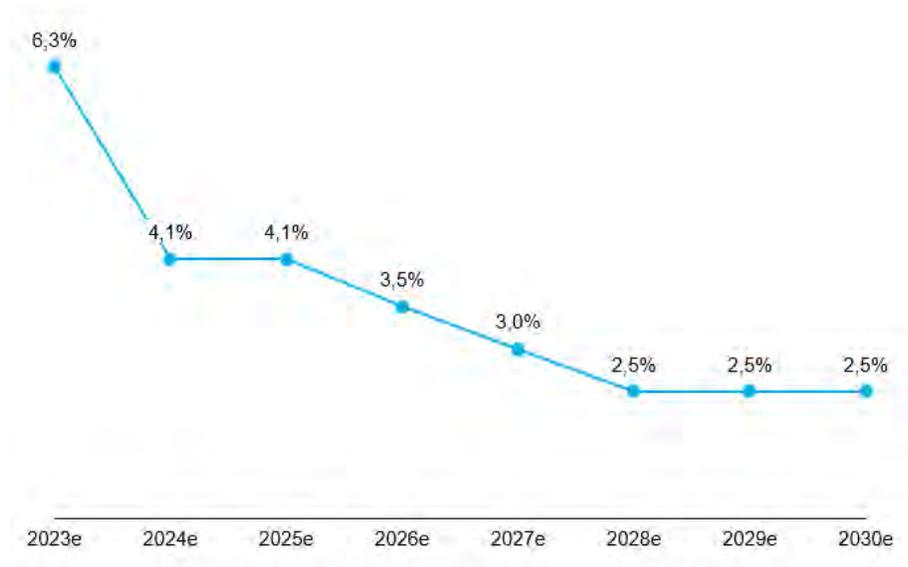


Figura 51: Crescimento anual da carteira consolidada de beneficiários (%)

Elaboração: o autor

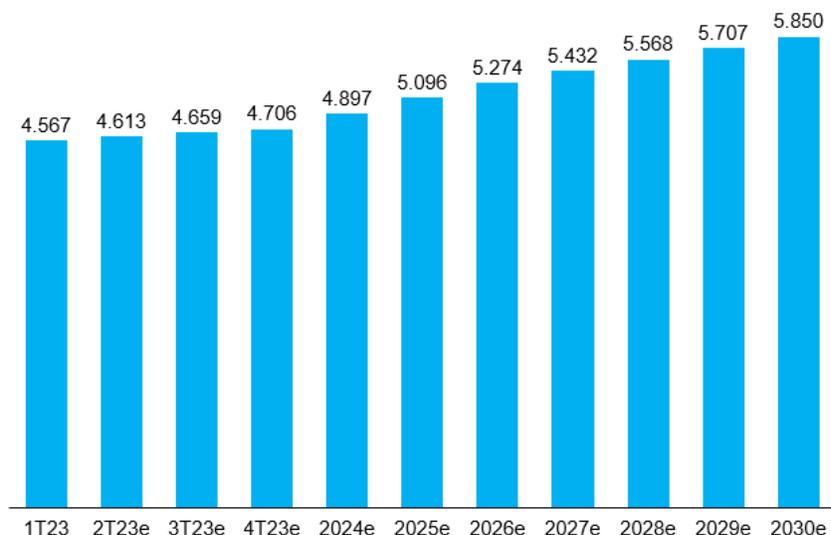


Figura 52: Carteira consolidada de beneficiários projetada (milhões)

Elaboração: o autor

### 5.3.2 TICKETS MÉDIOS

Categorias diferentes de planos possuem tickets médios diferentes, como mostra a Tabela 5. Uma vez consolidados em um ticket único, considera-se o crescimento exposto na Figura 53. Chega-se nesse crescimento a partir das premissas de recomposição gradual do ticket médio para patamares pré-pandemia até 2025, e um crescimento acima da inflação estabelecida a partir de 2026.

Uma vez que os planos corporativos são responsáveis por mais de um terço da carteira consolidada e com alta representatividade no ticket consolidado, esta categoria contribui de forma significativa para o crescimento real supracitado. Isso porque os planos corporativos são ajustados diretamente entre operador e cliente, permitindo um reajuste mais próximo da inflação basilar de saúde, que costuma ser maior do que o IPCA<sup>40</sup>. Uma vez que a proporção intra-ticket é mantida constante, o único vetor de crescimento é o reajuste inflacionário. A projeção consolidada pode ser observada na Figura 54.

<sup>40</sup> Segundo dados históricos da ANS e de instituições competentes.

Ticket Médio (R\$)	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	3T22	4T22
Empresarial/Adesão	671.97	657	666	653	660	668	723	707
PME	925	919	922	926	930	943	937	941
Individual	1,432	1,445	1,398	1,370	1,386	1,388	1,532	1,484
Odontológico	18	19	18	19	19	19	20	21

Tabela 5: Tickets médios por categoria

Fonte: Documentos públicos da companhia

Elaboração: o autor

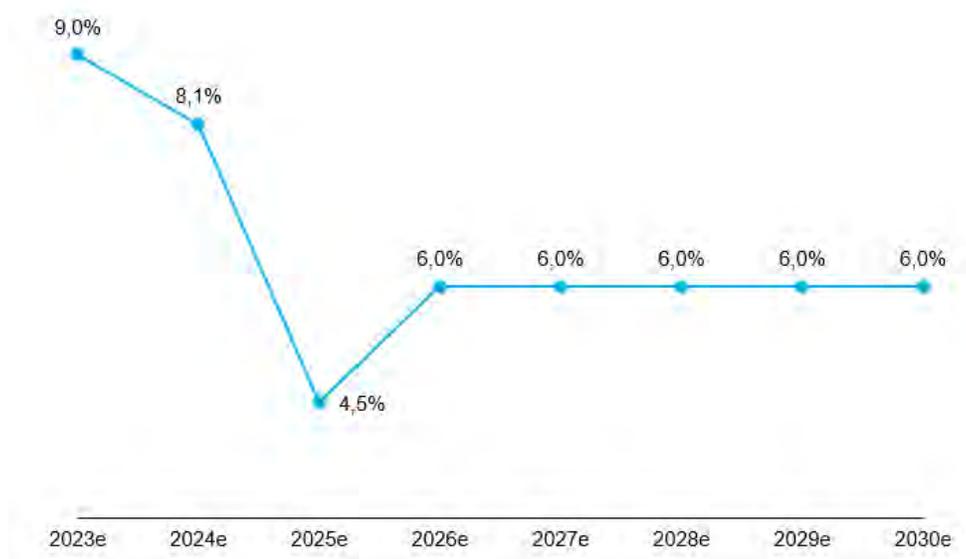


Figura 53: Crescimento anual do ticket médio consolidado (%)

Elaboração: o autor

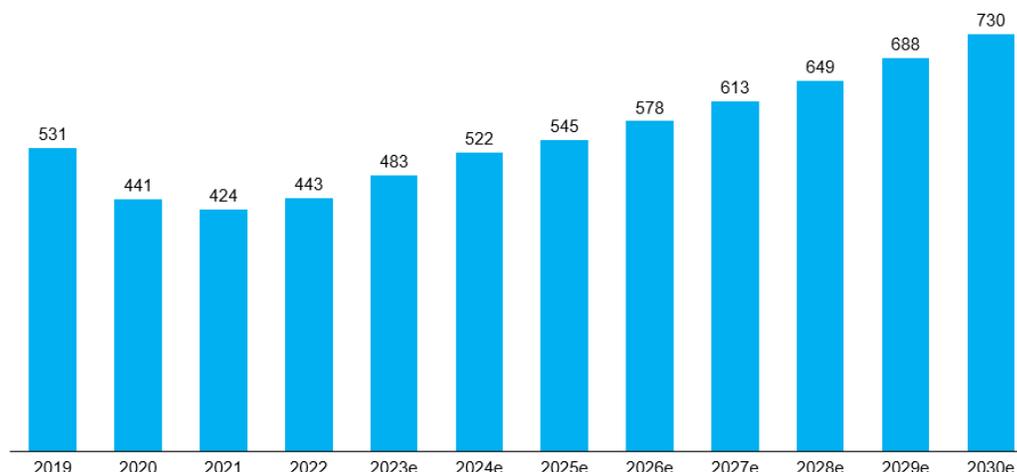


Figura 54: Ticket médio consolidado projetado (R\$)

Fonte: Documentos públicos da companhia

Elaboração: o autor

## 5.4 PROJEÇÕES FINANCEIRAS SULAMÉRICA

Uma vez determinadas as variáveis operacionais, torna-se possível a projeção das métricas financeiras da SulAmérica em sua Demonstração de Resultado.

### 5.4.1 RECEITA LÍQUIDA

O faturamento da SulAmérica é composto em grande parte pela receita de planos, calculada a partir da Equação 8. Considera-se o número de beneficiários médio uma vez que, tendo em vista que o ticket médio é cobrado de forma mensal, e não se observa possíveis movimentos da carteira intra-período, utilizar o número de beneficiários ao final do período pode superestimar a receita adquirida.

$$\begin{aligned}
 & \textit{Receita líquida de planos no período } t \\
 &= \textit{Média de beneficiários entre } t \textit{ e } t \\
 &- 1 \times \textit{Ticket médio} \times \textit{Número de meses no período } t
 \end{aligned}$$

Equação 8: Cálculo da receita líquida de planos

O restante (pouco mais de 3%) da receita líquida consolidada é composto por receitas de previdência privada, projetadas de forma a manter a proporção em relação aos planos. Além disso, a receita líquida consolidada precisa ser ajustada pelas chamadas variações das provisões técnicas de prêmios<sup>41</sup>, sendo a receita líquida ajustada projetada apresentada na Figura 55.

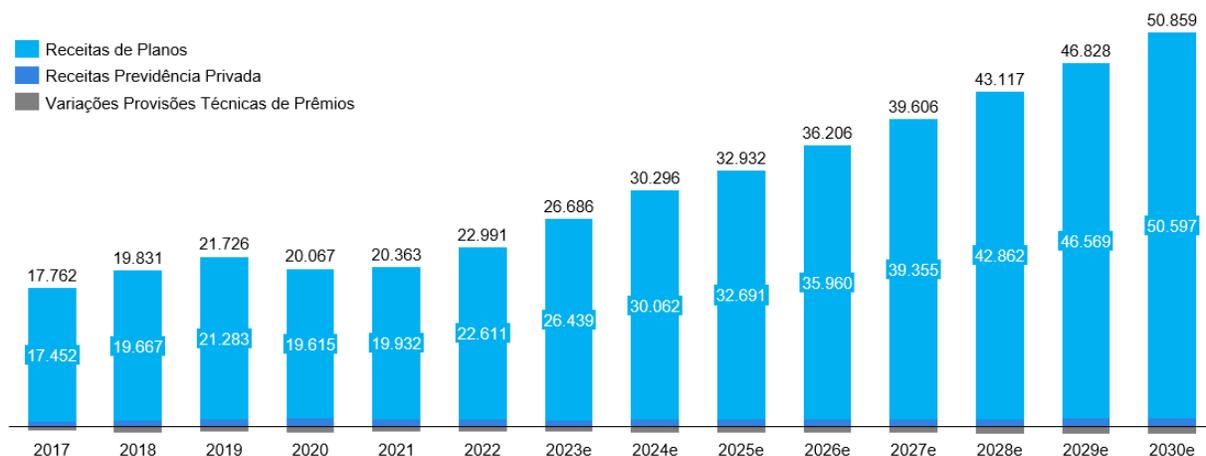


Figura 55: Receita líquida ajustada projetada (R\$ milhões)

Fonte: Documentos públicos da companhia

Elaboração: o autor

#### 5.4.2 CUSTO DOS SERVIÇOS PRESTADOS

O custo principal da companhia é chamado de sinistralidade dos planos, que consiste no pagamento a ser feito aos prestadores médico-hospitalares pelos serviços realizados pelos beneficiários na rede hospitalar credenciada do plano. Como exposto ao longo dos capítulos 2 e 3, é feito um esforço consistente pelo operador de minimizar a sua sinistralidade, buscando preservar margem operacional.

Percebe-se partir da Figura 14 que a pandemia afetou a sinistralidade das operadoras de forma positivamente não recorrente em 2020, causando uma demanda reprimida e consequente

<sup>41</sup> Consiste na atualização do valor justo das provisões para prêmios não ganhos de seguros.

sinistralidade acima do padrão histórico em 2021 e 2022. Ao longo de 2023, é expectativa de grande parte dos *players* do setor que haja uma recuperação para patamares de maior eficiência operacional, em função de reajustes na cadeia de suprimentos médicos, recomposição de estoques, reorganização do *backlog* de atendimentos dentre outros fatores.

Uma vez incorporadas essas hipóteses, temos uma continuidade de melhora na sinistralidade ao longo do ano de 2023 e ganhos incrementais ao longo do horizonte de projeção. De forma conservadora, conjectura-se que a SulAmérica retorna a um patamar próximo ao pré-pandemia em 2026, levando em conta que a integração com a Rede D'Or pressiona positivamente a sinistralidade estrutural da companhia<sup>42</sup>. O resultado das projeções pode ser observado na Figura 56, com a taxa de sinistralidade sendo calculada como a razão entre os custos de sinistralidade e a receita líquida de planos.



Figura 56: Custo e taxa de sinistralidade projetados (R\$ milhões e %)

Fonte: Documentos públicos da companhia

Elaboração: o autor

<sup>42</sup> Isso ocorre pelo fato de que a Rede D'Or (atuando em posição de *holding*) tende a utilizar a sua nova estrutura parcialmente verticalizada como geradora de receita, em vez de minimizadora de custos para a SulAmérica.

Os outros custos da operação são os custos de comercialização e com a carteira previdenciária. Ambos são projetados como proporção constante dos custos com sinistros e receitas de planos, uma vez que estes refletem o desempenho operacional. De forma consolidada, os custos são expostos na Figura 57.



Figura 57: Custos consolidados projetados (R\$ milhões)

Fonte: Documentos públicos da companhia

Elaboração: o autor

### 5.4.3 LUCRO BRUTO E MARGEM BRUTA

Assim como no capítulo 5.2.4, o lucro bruto é calculado como a diferença entre a receita líquida e os custos, e a margem bruta a razão entre o lucro bruto e a receita líquida (Figura 58).

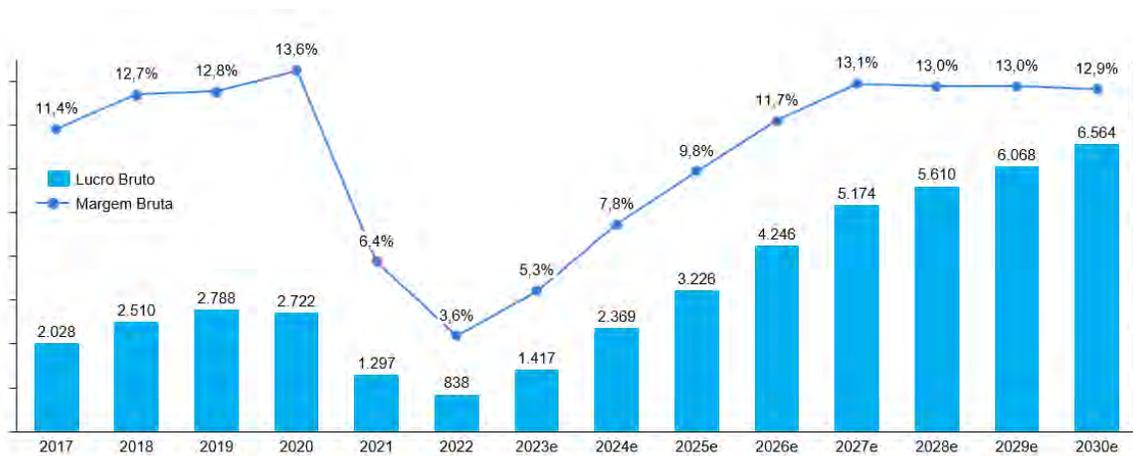


Figura 58: Lucro bruto e margem bruta (R\$ milhões e %)

Fonte: Documentos públicos da companhia

Elaboração: o autor

#### 5.4.4 LUCRO OPERACIONAL

A culminância das projeções operacionais e financeiras se encontra no lucro operacional (Figura 59), sendo calculado como a diferença entre o lucro bruto e as despesas totais. Essas são projetadas supondo ausência de alavancagem/desalavancagem operacional futura (alavancagem operacional marginal neutra).

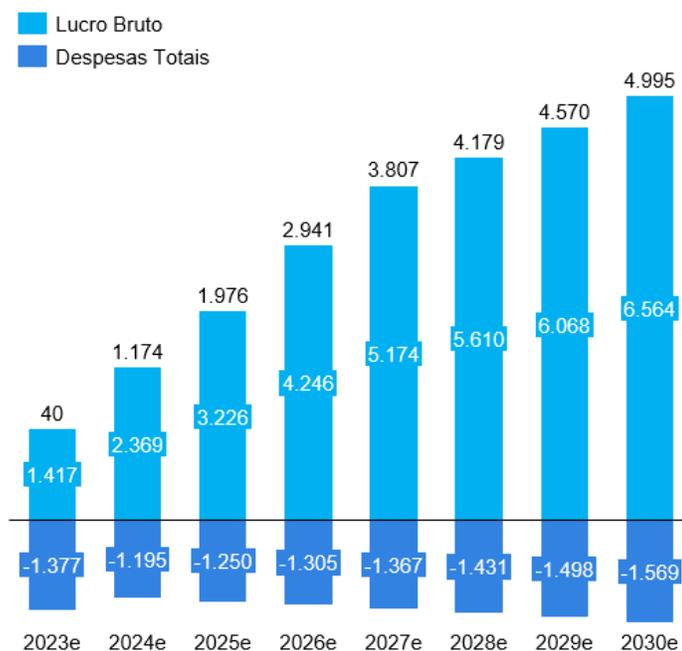


Figura 59: Lucro operacional projetado (R\$ milhões)

Elaboração: o autor

## 5.5 PROJEÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS

De posse das projeções financeiros de ambas Rede D'Or e SulAmérica, consegue-se construir a DRE consolidada da companhia. Essa segue como base contábil a DRE divulgada no resultado trimestral da companhia do primeiro trimestre (Figura 60), levando em conta a linha de eliminações<sup>43</sup> destacada. Essa é de importância contábil relevante, uma vez que, como exposto no capítulo 3.2, parte da receita da Rede D'Or é advinda de pagamentos feitos pela SulAmérica. Dessa forma, é preciso eliminar parte da receita intra-companhia, de forma a evitar dupla contagem. Uma vez calculadas as receitas, retornam-se as eliminações na linha de custos operacionais, tornando o efeito prático nulo.

<sup>43</sup> Contempla as eliminações e abatimentos entre as companhias do grupo.

<b>(R\$ milhões)</b>	<b>RDOR</b>	<b>SULA</b>	<b>Eliminações<sup>(1)</sup></b>	<b>1T23</b>
<b>Receita Bruta</b>	<b>6.845,4</b>	<b>6.444,0</b>	<b>(1.282,3)</b>	<b>12.007,0</b>
<i>Hospitais, oncologia e outros</i>	6.845,4	-	(1.280,7)	5.564,6
<i>Seguros e previdência</i>	-	6.444,0	(1,6)	6.442,4
<b>Deduções da receita</b>	<b>(715,9)</b>	<b>(41,7)</b>	<b>65,8</b>	<b>(691,8)</b>
<i>Glosas</i>	(341,1)	-	65,8	(275,4)
<i>Tributos e outros</i>	(374,7)	(41,7)	-	(416,4)
<b>Receita Líquida</b>	<b>6.129,5</b>	<b>6.402,3</b>	<b>(1.216,6)</b>	<b>11.315,2</b>
<i>Hospitais, oncologia e outros</i>	6.129,5	-	(1.215,0)	4.914,6
<i>Seguros e previdência</i>	-	6.402,3	(1,6)	6.400,7
<b>Variações provisões técnicas de prêmios</b>	<b>-</b>	<b>(135,4)</b>	<b>-</b>	<b>(135,4)</b>
<b>Custos com serviço hospitalar</b>	<b>(4.721,0)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(4.721,0)</b>
<i>Pessoal</i>	(1.639,0)	-	-	(1.639,0)
<i>Materiais e medicamentos</i>	(1.451,9)	-	-	(1.451,9)
<i>Serviços de terceiros</i>	(1.120,1)	-	-	(1.120,1)
<i>Utilidades e serviços</i>	(100,6)	-	-	(100,6)
<i>Aluguéis</i>	(20,8)	-	-	(20,8)
<i>Depreciação e amortização</i>	(388,7)	-	-	(388,7)
<b>Custos operacionais</b>	<b>-</b>	<b>(6.053,7)</b>	<b>1.216,6</b>	<b>(4.837,1)</b>
<i>Seguros</i>	-	(5.935,8)	1.216,6	(4.719,3)
<i>Previdência</i>	-	(79,5)	-	(79,5)
<i>Outros custos operacionais</i>	-	(88,4)	-	(88,4)
<b>Despesas gerais e administrativas</b>	<b>(265,6)</b>	<b>(316,3)</b>	<b>-</b>	<b>(581,9)</b>
<i>Pessoal</i>	(171,3)	(220,8)	-	(392,2)
<i>Serviços de terceiros</i>	(37,2)	(74,3)	-	(111,6)
<i>Viagens e hospedagens</i>	(13,6)	(1,2)	-	(14,7)
<i>Depreciação e amortização</i>	(43,2)	(48,7)	-	(91,9)
<i>Provisões para contingências e outros</i>	(0,3)	28,7	-	28,5
<b>Despesas comerciais</b>	<b>(7,9)</b>	<b>(10,9)</b>	<b>-</b>	<b>(18,8)</b>
<b>Equivalência patrimonial</b>	<b>(20,3)</b>	<b>1,7</b>	<b>-</b>	<b>(18,7)</b>
<b>Outras receitas (despesas) operacionais</b>	<b>(87,8)</b>	<b>(48,3)</b>	<b>-</b>	<b>(136,1)</b>
<b>Lucro antes do Resultado Financeiro e IRCS</b>	<b>1.026,9</b>	<b>(160,6)</b>	<b>-</b>	<b>866,3</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1.458,8</b>	<b>(111,9)</b>	<b>-</b>	<b>1.346,9</b>
<i>Margem EBITDA (%)</i>	23,8%	n.d.	-	11,9%
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>1.497,9</b>	<b>118,2</b>	<b>-</b>	<b>1.616,1</b>
<i>Margem EBITDA ajustado (%)</i>	24,4%	1,8%	-	14,3%

(1) Contempla as eliminações e abatimentos entre as companhias do Grupo.

Figura 60: Demonstração de resultado consolidada  
 Fonte: Relatório de Resultados do 1T23 da companhia

Somadas as projeções financeiras apresentadas nos capítulos anteriores, e feita a suposição contábil de um nível de eliminações similar ao primeiro trimestre de 2023, apresenta-se a DRE consolidada projetada na Tabela 6.

Demonstração de Resultado	1T23	2T23e	3T23e	4T23e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Receita Líquida Consolidada	11,315	12,102	12,130	12,290	47,838	54,552	61,923	70,791	78,860	88,042	95,223	102,036
RDOR	6,130	6,786	6,500	6,365	25,781	29,617	35,145	41,694	47,231	53,891	58,126	61,630
SULA	6,402	6,660	6,978	7,291	27,331	30,996	33,658	36,962	40,391	43,933	47,677	51,743
Eliminações	-1,217	-1,345	-1,348	-1,366	-5,275	-6,061	-6,880	-7,866	-8,762	-9,782	-10,580	-11,337
Δ Provisões Técnicas de Prêmios	-135	-156	-172	-181	-645	-700	-726	-755	-785	-817	-849	-883
Custos Consolidados	-9,558	-9,799	-10,011	-10,135	-39,503	-43,790	-48,742	-54,815	-60,297	-67,091	-72,439	-77,532
RDOR	-4,721	-4,930	-4,915	-4,943	-19,508	-21,925	-25,916	-30,720	-34,627	-39,367	-42,260	-44,574
SULA	-6,054	-6,214	-6,444	-6,558	-25,269	-27,927	-29,706	-31,961	-34,432	-37,507	-40,760	-44,296
Eliminações	1,217	1,345	1,348	1,366	5,275	6,061	6,880	7,866	8,762	9,782	10,580	11,337
Lucro Bruto Consolidado	1,622	2,146	1,948	1,974	7,690	10,062	12,455	15,220	17,778	20,135	21,935	23,620
Margem Bruta (%)	14.3%	17.7%	16.1%	16.1%	16.1%	18.4%	20.1%	21.5%	22.5%	22.9%	23.0%	23.1%
SG&A Consolidado	-755	-744	-735	-750	-2,984	-2,893	-3,259	-3,684	-4,058	-4,498	-4,803	-5,071
RDOR	-382	-414	-401	-411	-1,607	-1,697	-2,009	-2,379	-2,691	-3,067	-3,305	-3,502
SULA	-374	-330	-334	-339	-1,377	-1,195	-1,250	-1,305	-1,367	-1,431	-1,498	-1,569
EBIT	866	1,402	1,213	1,225	4,706	7,169	9,196	11,536	13,720	15,637	17,132	18,549
Margem EBIT (%)	7.7%	11.6%	10.0%	10.0%	9.8%	13.1%	14.9%	16.3%	17.4%	17.8%	18.0%	18.2%

Tabela 6: Demonstração de resultado consolidada projetada (R\$ milhões)

Fonte: Documentos públicos da companhia

Elaboração: o autor

## 5.6 TAXA DE DESCONTO PRATICADA

O cálculo da taxa de desconto explicada no capítulo 4.4, pela qual se desconta o fluxo de caixa projetado da companhia, é feito a partir das premissas seguintes.

### 5.6.1 ESTRUTURA DE CAPITAL

A estrutura de capital da companhia é composta de 69.4% de capital próprio (*equity, E*) e 30.6% de capital de terceiros (*debt, D*), como indicado na Tabela 7. O valor de mercado é calculado como o produto da cotação presente da ação na bolsa (dia 07/06/2023) e o número de ações, enquanto a dívida bruta é a soma dos empréstimos, financiamentos e debêntures com o *hedge*<sup>44</sup> de fluxo de caixa, descontados os instrumentos financeiros derivativos.

Estrutura de Capital (R\$ milhões)	
<b>E/(E+D)</b>	<b>69.4%</b>
<b>D/(E+D)</b>	<b>30.6%</b>
<b>Valor de mercado</b>	<b>74,104</b>
Cotação (R\$)	32.37
Número de ações	2,289,292,590
<b>Dívida Bruta (a + b + c)</b>	<b>32,694</b>
(a) Empréstimos, financiamentos e debêntures	33,077
(b) Hedge de fluxo de caixa	425
(c) Instrumentos financeiros derivativos	-807

Tabela 7: Estrutura de capital

Fonte: Relatório de Resultados do 1T23 da companhia

Elaboração: o autor

<sup>44</sup> Estratégia de investimentos que tem o objetivo de proteger o valor de um ativo contra a possibilidade de variações futuras.

### 5.6.2 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

O custo de capital próprio ( $K_e$ ), como exposto no 4.4.2, depende de três variáveis principais: o ativo livre de risco ( $R_f$ ), o beta do ativo em relação a determinado *benchmark*<sup>45</sup> e o prêmio de risco exigido.

Dentre as diferentes possibilidades de ativos livres de risco, de acordo com a teoria determinante de finanças, optou-se pela utilização da Nota do Tesouro Nacional série B, com vencimento em 2035 (NTN-B 2035). Dentre as diferentes possibilidades de alocação para um investidor brasileiro, considera-se que a melhor alternativa para refletir seu custo de oportunidade, com o menor risco possível, é um título soberano de vencimento razoavelmente longo (e próximo do horizonte considerado), que garante retornos reais<sup>46</sup> previsíveis e calendarizados. Assim, temos que o ativo livre de risco consiste na soma entre a parte pré-fixada do título negociado em leilão do Tesouro no dia 07/06/2023 (5.46%) e a inflação normalizada considerada de 4%.

O cálculo do beta do ativo RDOR3<sup>47</sup> é feito pela plataforma Bloomberg, frente ao índice de ações Ibovespa, elaborado pela B3. A janela utilizada desde o IPO da companhia resulta em um beta estatístico de 1.242. A escolha pelo beta estatístico e não desalavancado (e alavancado) parte do ponto de que o setor de saúde brasileiro possui poucas empresas *large caps*<sup>48</sup> listadas em bolsa, com atividades-fim não inteiramente comparáveis e, conseqüentemente, betas desalavancados diferentes.

A determinação do prêmio (retorno adicional) exigido pelo investidor é uma das partes mais subjetivas do *valuation* de uma companhia. Isso porque investidores diferentes possuem perfis diferentes que, por consequência, determinam parâmetros de risco distintos. Com isso, enxergam valores diferentes em um mesmo ativo. Dentre as hipóteses estabelecidas, incluindo

---

<sup>45</sup> Base comparativa para o ativo.

<sup>46</sup> Retornos acima da inflação do período; a NTN-B consiste em um título público indexado à inflação (IPCA) com um *spread* pré-fixado e evidente.

<sup>47</sup> Ação da empresa negociada na bolsa brasileira.

<sup>48</sup> Empresa de grande porte, que possui alta capitalização na bolsa de valores e é reconhecida por liderar o mercado no qual atua.

o pressuposto de um mercado eficiente<sup>49</sup>, considera-se que a maneira mais correta de se pensar o prêmio de risco exigido (para se estar na classe de ativo de ações) por um investidor médio é observar o prêmio de risco implícito do mercado brasileiro de renda variável.

Considerando que a maneira mais robusta<sup>50</sup> de se analisar o mercado de ações brasileiro é através do índice Ibovespa, busca-se calcular o prêmio de risco exigido pelo conjunto de investidores que negociam o índice. Para isso, parte-se inicialmente do cálculo do chamado múltiplo Preço/Lucro (P/L) do Ibovespa. Este consiste na razão entre o valor de mercado do índice (calculado como a soma do valor de mercado de todos os seus integrantes) e o lucro projetado somado de todos os seus integrantes.

O múltiplo P/L é um dos mais utilizados em finanças corporativas como uma medida de comparação relativa entre ativos, uma vez que ambos podem possuir lucros iguais, mas para os quais são enxergues valores diferentes e, por conseguinte, preços diferentes.

Sem entrar de maneira muito profunda na extensa literatura envolvendo análise, cálculo e explicações de múltiplos financeiros, em essência o P/L indica a tolerância de risco do investidor para com tal ativo, também podendo ser interpretado como uma medida de paciência ou impaciência do investidor frente ao investimento.

Essa visão parte do princípio de que, uma vez que os lucros são possivelmente a melhor aproximação do retorno gerado por uma empresa, o P/L representa a janela na qual será retornado o investimento feito, medido pelo valor de mercado da empresa. Com um exemplo ilustrativo, pode-se pensar em uma empresa com lucro anual fixo projetado de R\$100, para a qual determina-se um valor de mercado de R\$1.000. Com essa configuração, o múltiplo seria de 10x, ou seja, o investimento seria retornado em 10 anos de geração de lucros. Quanto maior o P/L, maior a janela em que se aceita o retorno do investimento, ou seja, menor o retorno em t (anual, mensal etc.), sendo o contrário também verdadeiro. Um investidor com alto grau de

---

<sup>49</sup> Definição teórica baseada na tese de que os preços dos ativos financeiros refletem todas as informações do mercado e da economia.

<sup>50</sup> Considerando que é o índice de ações mais utilizado pelo mercado financeiro brasileiro como referência e com certo histórico, que permite uma visão de longo prazo retrospectiva em uma janela significativa.

atração por risco, ou um investidor muito paciente, por exemplo, aceitam altos investimentos em baixos lucros próximos (altos P/Ls), possivelmente na esperança de que estes cresçam de forma significativa no futuro.

Uma vez estabelecido que o P/L pode ser visto como uma medida implícita de risco por parte do investidor, faz sentido enquadrá-lo de outra maneira. Em vez de pensar no número de períodos em que o P é retornado pelo L, pode-se pensar no retorno percentual do L sobre P, fazendo com que o múltiplo passe a ser o chamado *earnings yield*<sup>51</sup>, calculado como L/P. No exemplo mencionado anteriormente, com um P/L de 10x, temos um L/P de 10%, ou seja, o ativo entrega um retorno implícito de 10%, dada a precificação feita pelos investidores. Quanto maior o P/L, menor o *earnings yield*.

Com a medida em termos de retorno, pode-se então comparar o retorno implícito exigido no ativo desejado, sendo nesse caso o Ibovespa, com o ativo livre de risco supracitado. O cálculo feito pelo BTG Pactual, está exposto na Figura 61.

Utiliza-se a análise feita pelo banco pelo fato de que poucas bases de dado tratam o P/L (com lucros projetados) histórico do Ibovespa da maneira correta, ajustando pela composição histórica do índice. Além disso, a análise opta por excluir da conta as empresas Petrobras e Vale, em função de possuírem representatividade conjunta elevada no índice, e possuírem P/Ls bastante baixos<sup>52</sup>, o que tenderia a subestimar o P/L consolidado do índice. Assim, tem-se que o L/P presente do índice Ibovespa, subtraído da taxa da NTN-B 2035, mostra que os investidores exigem, de forma implícita, um prêmio de risco de 5.1% para tal investimento. Com isso, extrapola-se o prêmio de risco para a taxa de desconto da Rede D'Or.

Tendo em mãos os parâmetros necessários, calcula-se o Ke de acordo com a Equação 4, encontrando-se o valor de 15.79%.

---

<sup>51</sup> Rendimento de ganhos

<sup>52</sup> Por conta de características dos modelos de negócios, precificação de múltiplos de empresas atreladas a commodities e, no caso da Petrobras, desconto por conta de fatores de governança.



Figura 61: Prêmio de risco histórico do Ibovespa – desde 2010

Fonte: BTG Pactual Research

### 5.6.3 CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

Como visto no capítulo 4.4.3, o custo de capital de terceiros ( $K_d$ ) pode ser considerado observável, uma vez que é de conhecimento do mercado o custos das dívidas da companhia (Figura 50).

A partir disso, instaura-se certa discussão teórica sobre a melhor maneira de refletir o custo consolidado da companhia. Entre as escolas que argumentam sobre o custo médio, custo médio ponderado ou o custo da dívida representativa mais recente, opta-se pelo terceiro grupo. Isso porque entende-se que a dívida contraída mais recentemente reflete de maneira mais fidedigna as condições de mercado e a visão dos potenciais credores em relação à empresa. Soma-se a isso o fato de que o custo médio ou ponderado pode levar em conta compromissos estabelecidos momentos que não se apliquem à situação presente da companhia, seja por mudanças operacionais, patamar de caixa ou perspectiva de resultado financeiro, podendo oferecer uma visão viesada do real custo do capital de terceiros atual.

Dentre as dívidas representativas (principal minimamente significativo) recentemente contraídas, a que melhor se enquadra na descrição desejada seria a Debêntures - 27ª emissão, emitida em fevereiro de 2023 (Tabela 8).

Operação/Instrumento (R\$ milhões)	Principal	Saldo	Moeda	Indexador	Spread	Início	Vencimento
FINEP	170	36	R\$	TJLP/PRE	0.5%/4.0%	fev/15	set/24
Citibank II	301	410	US\$	LIBOR	0.46%	nov/18	nov/23
BofA II	401	337	EUR	PRE	0.88%	abr/20	abr/23
JP Morgan II	520	458	US\$	PRE	1.58%	jul/20	jul/23
CCB Bank of China	85	90	R\$	100% do DI	1.20%	mai/20	mai/23
Outros	-	47	R\$	CDI/PRE/IPCA	-	n/a	mar/28
Debêntures - 3ª emissão - Esperança	1,000	378	R\$	110.85% do DI	-	ago/17	ago/24
Debêntures - 4ª emissão - Esperança	1,000	1,027	R\$	100% do DI	1.27%/1.50%	fev/18	dez/25
Debêntures - 10ª emissão	1,628	32	R\$	PRE	11.82%	jan/18	jan/28
Debêntures - 13ª emissão	1,400	1,401	R\$	100% do DI	1.02%	set/18	set/24
Debêntures - 14ª emissão	500	527	R\$	106% do DI	-	out/18	out/26
Debêntures - 17ª emissão 3ª série	1,000	1,031	R\$	100% do DI	0.79%	jun/19	jun/29
Debêntures - 17ª emissão 2ª série	2,500	2,582	R\$	100% do DI	1.25%	dez/19	dez/26
Debêntures - 19ª emissão 2ª série	2,500	2,521	R\$	100% do DI	1.90%	ago/21	ago/31
Debêntures - 19ª emissão 3ª série	1,500	1,513	R\$	100% do DI	1.90%	set/21	ago/31
Debêntures - 23ª emissão 1ª série	900	942	R\$	100% do DI	1.40%	mai/22	mai/28
Debêntures - 23ª emissão 2ª série	850	892	R\$	100% do DI	1.90%	mai/22	mai/32
Debêntures - 23ª emissão 3ª série	625	656	R\$	100% do DI	1.90%	mai/22	mai/32
Debêntures - 25ª emissão 1ª série	450	477	R\$	100% do DI	2.00%	out/22	out/32
Debêntures - 25ª emissão 2ª série	150	159	R\$	100% do DI	1.95%	out/22	out/32
<b>Debêntures - 27ª emissão</b>	<b>1,100</b>	<b>1,106</b>	<b>R\$</b>	<b>100% do DI</b>	<b>1.70%</b>	<b>fev/23</b>	<b>fev/30</b>
Debêntures (SULA) - 6ª emissão	700	501	R\$	111.5% do DI	-	abr/19	abr/24
Debêntures (SULA) - 8ª emissão 1ª série	233	238	R\$	100% do DI	1.50%	fev/21	fev/24
Debêntures (SULA) - 8ª emissão 2ª série	467	481	R\$	100% do DI	1.80%	fev/21	fev/26
Debêntures (SULA) - 9ª emissão 1ª série	750	798	R\$	100% do DI	1.50%	nov/21	nov/26
Debêntures (SULA) - 9ª emissão 2ª série	750	799	R\$	100% do DI	1.70%	nov/21	nov/28
Debêntures GGSH	360	375	R\$	100% do DI	2.80%	abr/21	abr/26
Debêntures GGSH	70	73	R\$	100% do DI	2.20%	set/22	set/26
Senior Notes I (a)	1,596	2,400	US\$	PRE	4,95%	jan/18	jan/28
Senior Notes II (a)	5,063	3,141	US\$	PRE	4,50%	jan/20	jan/30
Nota Promissória - 3ª emissão	1,000	1,430	R\$	112,5% do DI	-	abr/18	abr/23
CRI - 2ª emissão	300	390	R\$	IPCA	6,06%	jul/18	jul/25
CRI - 3ª emissão 1ª série	227	233	R\$	96,5% do DI	-	dez/18	dez/23
CRI - 3ª emissão 2ª série	373	481	R\$	IPCA	4,66%	dez/18	dez/25
CRI - 4ª emissão 2ª série	30	38	R\$	IPCA	3,93%	fev/19	fev/26
CRI - 5ª emissão	538	670	R\$	IPCA	3,45%	set/19	ago/29
CRI - 6ª emissão	1,500	1,350	R\$	IPCA	4,93%	mai/21	mai/36
CRI - 7ª emissão 1ª série	400	409	R\$	IPCA	5,58%	dez/21	dez/21
CRI - 7ª emissão 2ª série	600	590	R\$	IPCA	6,10%	dez/21	dez/36
CRI - 8ª emissão 2ª série	799	800	R\$	IPCA	5,83%	jun/22	jun/29
CRI - 8ª emissão 3ª série	342	340	R\$	IPCA	6,01%	jun/22	jun/32
CRI - 9ª emissão 1ª série	30	31	R\$	IPCA	6,38%	ago/22	jul/29
CRI - 9ª emissão 2ª série	70	72	R\$	IPCA	6,54%	ago/22	jul/32
CRI - 9ª emissão 3ª série	400	407	R\$	IPCA	6,77%	ago/22	jul/37
CRI - 10ª emissão 1ª série	86	88	R\$	100% do DI	0,75%	dez/22	dez/27
CRI - 10ª emissão 2ª série	176	179	R\$	100% do DI	1,00%	dez/22	dez/29
CRI - 10ª emissão 3ª série	82	84	R\$	IPCA	6,79%	dez/22	dez/29
CRI - 10ª emissão 4ª série	55	56	R\$	IPCA	6,94%	dez/22	dez/32

Tabela 8: Empréstimos, financiamentos e debêntures

Fonte: Notas explicativas às informações financeiras intermediárias do 1T23 da companhia

Elaboração: o autor

Uma vez que sua indexação consiste em 100% do rendimento do CDI no período estabelecido, a melhor forma de estimar seu custo é através da precificação da taxa de juros nessa janela. Consegue-se esse objetivo a partir da taxa de mercado do Contrato Futuro de Depósitos Interfinanceiros (DI)<sup>53</sup>, na janela desejada. Assim, com a taxa de mercado do DI de 2030 (vencimento mais próximo da dívida supracitada) em 11.065%, se acresce a esse valor o *spread* indicado de 1.7%, encontrando-se um custo de dívida (capital de terceiros) de 12.77%.

No entanto, como indicado pela teoria de finanças corporativas, e corroborado no livro-texto utilizado neste trabalho, é necessário se abater desse valor a alíquota nominal de imposto de renda de 34%. Isso ocorre uma vez a empresa se aproveita do chamado benefício fiscal da dívida, este reflete o custo real do capital de terceiros. Com isso, tem-se que o chamado Kd líquido é de 8.42%

#### **5.6.4 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL**

Com as variáveis necessárias estabelecidas, calcula-se o WACC de acordo com a Equação 3, com o resultado de 13.54% exposto na Tabela 9.

---

<sup>53</sup> Instrumento financeiro que representa um acordo feito entre duas partes de compra e venda da expectativa da taxa de juro do DI, entre o dia da negociação e uma data futura de vencimento estimulada. Com isso, reflete-se a taxa DI média desse período.

Taxa de Desconto	
<b>WACC</b>	<b>13.54%</b>
<b>Ke - Custo de Capital Próprio (Equity)</b>	<b>15.79%</b>
Ativo Livre de Risco (NTN-B 2035 + IPCA)	9.46%
NTN-B 2035	5.46%
Beta Estatístico	1.242
Prêmio de Risco	5.10%
IPCA	4.00%
<b>Kd Líquido - Custo de Capital de Terceiros (Debt)</b>	<b>8.42%</b>
Kd - Custo de Capital de Terceiros (Debt)	12.77%
ODF30 (01/01/2030)	11.07%
Spread da dívida	1.70%
Alíquota de Imposto	34.0%

Tabela 9: Custo médio ponderado de capital (taxa de desconto)

Elaboração: o autor

## 5.7 FLUXO DE CAIXA

Chega-se ao objetivo final da projeção do fluxo de caixa consolidado da companhia, calculado como mostrado no capítulo 4.3. O resultado pode ser observado na Tabela 10.

FCFF (R\$ milhões)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	∞
<b>EBIT</b>	<b>4,706</b>	<b>7,169</b>	<b>9,196</b>	<b>11,536</b>	<b>13,720</b>	<b>15,637</b>	<b>17,132</b>	<b>18,549</b>	
(-) Impostos	1,600	2,437	3,127	3,922	4,665	5,317	5,825	6,307	
<b>NOPAT</b>	<b>3,106</b>	<b>4,732</b>	<b>6,070</b>	<b>7,614</b>	<b>9,055</b>	<b>10,320</b>	<b>11,307</b>	<b>12,242</b>	
(+) Depreciação e Amortização	2,016	2,113	2,498	2,955	3,340	3,804	4,098	4,341	
(-) Capex Orgânico	3,088	3,478	2,175	2,289	824	940	1,014	1,075	
(-) Capex Inorgânico	0	225	225	225	225	225	225	225	
(-) Δ Necessidade de Capital de Giro	179	1,021	1,120	1,348	1,227	1,396	1,091	1,036	
<b>FCFF</b>	<b>1,855</b>	<b>2,121</b>	<b>5,048</b>	<b>6,706</b>	<b>10,120</b>	<b>11,563</b>	<b>13,074</b>	<b>14,248</b>	<b>164,746</b>
<b>Valor Presente Líquido (VPL)</b>	<b>1,687</b>	<b>1,698</b>	<b>3,560</b>	<b>4,166</b>	<b>5,537</b>	<b>5,572</b>	<b>5,549</b>	<b>5,326</b>	<b>61,587</b>

Tabela 10: Fluxo de caixa projetado para a companhia

Elaboração: o autor

### **5.7.1 LUCRO OPERACIONAL E IMPOSTOS**

Parte-se do lucro operacional (EBIT) calculado pelas premissas estabelecidas ao longo do trabalho, e deste desconta-se os impostos cabíveis, sendo esses o Imposto de Renda sobre Pessoa Jurídica (alíquota de 25%) e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (alíquota de 9%). Essa incidência somada ocorre sobre o lucro real, como indicado na fonte referenciada, exigindo-se, assim, uma alíquota de imposto de 34%. Subtraídos os impostos do EBIT, encontra-se o lucro líquido após os impostos (*Net Operating Profit After Tax*, NOPAT).

### **5.7.2 DEPRECIAÇÃO E AMORTIZAÇÃO**

A depreciação e amortização são calculadas respeitando sua proporção histórica em relação à receita líquida ao longo do horizonte de projeção. Entende-se que tal exercício é plausível, uma vez que a atividade-fim da empresa depende largamente de sua estrutura fixa.

### **5.7.3 INVESTIMENTOS**

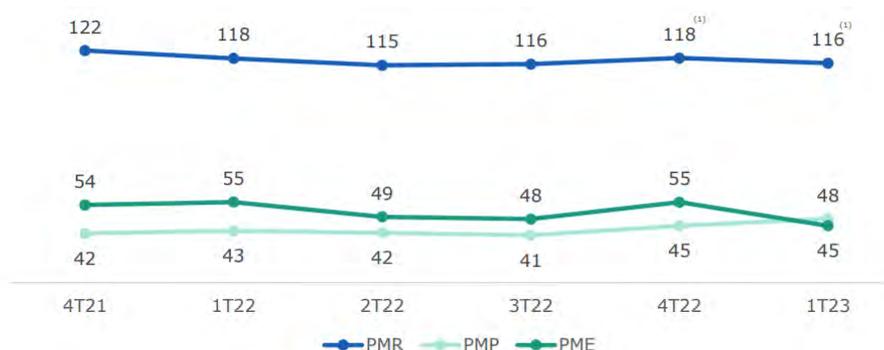
Os investimentos (Capex) da companhia são divididos em dois tipos: inorgânico e orgânico. No primeiro, considera-se a premissa estabelecida no capítulo 5.1.1 de aquisições de leitos, estabelecido um preço médio de R\$ 2,25 milhões por leito hospitalar, em linha com o histórico de transações da companhia.

Dentro do Capex orgânico, considera-se o chamado Capex de manutenção consolidado e o Capex de expansão. O primeiro consiste nos investimentos recorrentes e não discricionários da operação, calculados de forma altamente previsível como uma razão praticamente constante frente às variáveis operacionais e financeiras da companhia. O segundo consiste nos investimentos discricionários despendidos no plano de expansão apresentado no capítulo 5.1.1, no qual totaliza-se um investimento de R\$ 8,724 bilhões até 2027. Tendo esse estoque em vista, assume-se um patamar proporcional de realização de investimentos similar ao feito no primeiro trimestre de 2023 para o restante do ano e para 2024, dividindo o restante do estoque previsto em 2026 e 2027. Utiliza-se dessa estratégia na medida em que a companhia desenvolve diversas

obras com prazos distintos simultaneamente, realizando dispêndios em anos anteriores ao previsto pelo plano.

#### 5.7.4 NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO

A necessidade de capital de giro (NCG) consiste no capital necessário para a manutenção das atividades operacionais da companhia. Pode ser calculada pelo Balanço Patrimonial como a diferença entre o Ativo Circulante Operacional e o Passivo Circulante Operacional, ou pelo chamado ciclo financeiro, como a diferença entre os prazos médios de recebimento e os prazos médios de pagamento. Como mostra a Figura 61, a NCG da companhia é positiva, uma vez que seu prazo de recebimento é maior do que seu prazo de pagamento, gerando um descasamento entre seu contas a receber e contas a pagar. Esse cenário é comum no setor de saúde e pode ser considerado como estrutural.



(1) Cálculo do PMR a partir do 4T22 ajustado pela integração de SulAmérica no balanço patrimonial da Companhia, portanto desconsiderando eliminações de provisão entre companhias do grupo.

Figura 59: Prazo médio de recebimento (PMR), estoque (PME) e pagamento (PMP) dos serviços hospitalares – em dias

Fonte: Relatório de Resultados do 1T23 da companhia

Partindo desse cenário, calcula-se a variação da NCG positiva mantendo-se uma relação normalizada do balanço cíclico, dos prazos médios históricos e das variáveis financeiras projetadas.

### 5.7.5 VALOR PRESENTE LÍQUIDO

A partir do fluxo de caixa, encontra-se o valor presente líquido (VPL) a partir da fórmula exposta no capítulo 4.1, com a taxa de desconto elaborada no capítulo 5.6.

Para o fluxo de caixa calculado após o horizonte de projeção utiliza-se a Equação 2, definindo o crescimento na perpetuidade (g) como 4.5%. Com isso, assume-se um crescimento real de 0.5%, em linha com hipóteses utilizadas no horizonte de projeção de capacidade operacional de repasses acima da inflação.

### 5.8 PREÇO DA AÇÃO

Somando-se o VPL do horizonte de projeção com o VPL da perpetuidade chega-se no valor da firma (*Enterprise Value*, EV). Deste, desconta-se a dívida líquida da companhia para se chegar no valor de mercado calculado. Dividido pelo número de ações, encontra-se, finalmente, o valor justo da companhia por ação (Tabela 11).

Valor Presente Líquido (R\$ milhões)	
VPL Projeções	33,096
VPL Perpetuidade	61,587
Enterprise Value (EV)	94,683
Dívida Líquida	15,506
<b>Valor de Mercado Total</b>	<b>79,177</b>
Número de ações	2,289
<b>Target Price (R\$)</b>	<b>34.59</b>
Valor de Mercado Atual	74,104
Enterprise Value Atual	89,610
Preço Atual (R\$)	32.37
<b>Upside</b>	<b>6.85%</b>

Tabela 11: Valor presente líquido

Elaboração: o autor

## 6. CONCLUSÃO

A partir dos resultados gerados pelos *inputs* inseridos no modelo, foi possível encontrar um valor justo (*target price*) para a companhia e, com isso, comparar-se com o preço da ação no mercado, de modo a determinar o *upside*<sup>54</sup> previsto para esse possível investimento.

Ao fechamento do mercado brasileiro no dia 07/06/2023, as ações da Rede D'Or apresentavam a cotação de R\$ 32,37. Com isso, as ações da companhia negociam a um desconto de 6.85% frente ao seu valor justo encontrado, sendo esse o potencial *upside* da compra do papel.

É importante ressaltar que esta monografia possui finalidade meramente acadêmica, não representando, assim, uma recomendação de investimento.

---

<sup>54</sup> Potencial de alta de um determinado ativo expresso em forma de porcentagem.

## 7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR (ANS). Instituição governamental reguladora do setor de saúde privado no Brasil, e referência em dados e pesquisa sobre o setor. Disponível em: <https://www.gov.br/ans/pt-br/acesso-a-informacao/perfil-do-setor/dados-e-indicadores-do-setor>

**Centers for Medicare & Medicaid Services (CMS) - NHE Fact Sheet.** Disponível em: <https://www.cms.gov/Research-Statistics-Data-and-Systems/Statistics-Trends-and-Reports/NationalHealthExpendData/NHE-Fact-Sheet>

CONTABILIZEI. Disponível em: <https://www.contabilizei.com.br/contabilidade-online/lucro-real/#:~:text=As%20al%C3%ADquotas%20presumidas%2C%20s%C3%A3o%3A,sobre%20qualquer%20valor%20de%20faturamento.>

CUNHA, Carlos Leonardo Figueiredo. et al. Planos Privados de Saúde e a saúde dos trabalhadores no Brasil. 2017. **Revista Ciência & Saúde Coletiva**, Rio de Janeiro, set.2017.

**Data SUS: base de dados.** Disponível em: <https://datasus.saude.gov.br/informacoes-de-saudetabnet/>

IBGE e Coordenação de Contas Nacionais (2022). **Conta-Satélite de Saúde: Brasil 2010-2019** (ID 101928). Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/index.php/bibliotecacatalogo?view=detalhes&id=2101928>

G1 ECONOMIA E NEGÓCIOS. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia-e-negocios/noticia/2010/09/rede-dor-anuncia-compra-do-hospital-sao-luiz.html>

GRUPO DASA RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Disponível em: <https://www.dasa3.com.br/>

GRUPO HAPVIDA RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Disponível em: <https://ri.hapvida.com.br/>

GRUPO FLEURY. Disponível em: <https://www.fleury.com.br/noticias/grupo-fleury-concretiza-aquisio-do-labs-dor>

INFOMONEY. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/rede-dor-movimenta-r-1139-bilhoes-com-ipo-o-terceiro-maior-da-historia-da-bolsa/>

INSTITUTO DE ESTUDOS DE SAÚDE SUPLEMENTAR. Organização sem fins lucrativos que tem por objetivo promover e realizar estudos de aspectos conceituais e técnicos que sirvam de embasamento para implementação de políticas e introdução de melhores práticas voltadas para a saúde suplementar. Disponível em: <https://www.iess.org.br/>

INVESTOPEDIA. Disponível em:

[https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp#:~:text=Weighted%20average%20cost%20of%20capital%20\(WACC\)%20represents%20a%20firm's%20average,pay%20to%20finance%20its%20assets.](https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp#:~:text=Weighted%20average%20cost%20of%20capital%20(WACC)%20represents%20a%20firm's%20average,pay%20to%20finance%20its%20assets.)

LEIBOWITZ, MARTIN L. AND S, KOGELMAN. **Operating Leverage and Inflation.**

Journal of Portfolio Management. Disponível em: <https://www.pm-research.com/content/ijpormgmt/early/2022/11/24/jpm20221441.abstract>

LEIBOWITZ, MARTIN L. **Operating Leverage and the Gross Margin.** Morgan Stanley Research.

MURRAY, Z. FRANK, TAO SHEN. **Investment and the weighted average cost of capital.**

Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X15001683>

OECD (2021), Health at a Glance 2021: OECD Indicators, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/ae3016b9-en>

PÓVOA, A. **Valuation: Como precificar ações.** 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2020

**Projeções Populacionais IBGE: base de dados.** Disponível em:

<https://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao/index.html>

REDE D'OR SÃO LUIZ RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Disponível em:

<https://ri.rededorsaoluiz.com.br/>

REDE D'OR SÃO LUIZ RELAÇÕES COM INVESTIDORES - APRESENTAÇÕES.

Disponível em: <https://ri.rededorsaoluiz.com.br/documentos-publicados/apresentacoes/>

REDE D'OR SÃO LUIZ RELAÇÕES COM INVESTIDORES - DOCUMENTOS SULAMÉRICA. Disponível em: <https://ri.rededorsaoluiz.com.br/documentos-sulamerica/>

REDE D'OR SÃO LUIZ RELAÇÕES COM INVESTIDORES - FATOS RELEVANTES, COMUNICADOS E AVISOS. Disponível em: <https://ri.rededorsaoluiz.com.br/documentos-publicados/fatos-relevantes-comunicados-e-avisos/>

SEUDINHEIRO. Disponível em: <https://www.seudinheiro.com/2021/empresas/menos-de-seis-meses-apos-ipo-rede-dor-faz-nova-oferta-de-acoes-e-movimenta-r-49-bilhoes/>

SCHEFFER, M. et al. **Demografia Médica no Brasil 2020**. São Paulo, SP: FMUSP, CFM, 2020. 312 p. ISBN: 978-65-00-12370-8

SCHEFFER, M. et al. **Demografia Médica no Brasil 2023**. São Paulo, SP: FMUSP, AMB, 2023. 344 p. ISBN: 978-65-00-60986-8.

SUNO. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/necessidade-de-capital-de-giro/>

**Tábua de Mortalidade IBGE: base de dados.** Disponível em:

<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/populacao/9126-tabuas-completas-demortalidade.html?=&t=resultados>

**The World Bank Data: base de dados.** Disponível em:

<https://data.worldbank.org/indicador/SH.XPD.CHEX.GD.ZS>

UOL ECONOMIA. Disponível em:

<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2022/12/19/ans-aprova-compra-da-sulamerica-pela-rede-dor-com-restricoes.htm>

O GLOBO ECONOMIA. Disponível em:

<https://oglobo.globo.com/economia/negocios/noticia/2022/12/compra-da-sulamerica-pela-rede-dor-deve-ser-aprovada-pelo-cade-nesta-quarta-feira.ghtml>