

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO DEPARTAMENTO
DE ECONOMIA

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



**UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA REDE HAPVIDA NOTREDAME
INTERMÉDICA**

DIEGO MARINHO

Matrícula: 2111399

Orientador: Sergio Leão

Sumário

1. INTRODUÇÃO	7
2. OVERVIEW DO SETOR DE SAÚDE NO BRASIL	8
2.1 Panorama Geral	8
2.2 Saúde Suplementar no Brasil	10
2.3 Principais Players	14
2.4 Análise de empresas de Saúde listadas na B3	16
3. APRESENTAÇÃO DA EMPRESA	18
3.1 Overview Geral	18
3.2 Principais Indicadores Operacionais	18
3.3 Principais Indicadores Financeiros	20
3.4 Composição Acionária	23
4. METODOLOGIA	24
4.1 Fluxo de Caixa Descontado	24
4.2 Fluxo de Caixa Livre para a Firma	24
4.3 Custo de Capital Próprio	25
4.4 Custo de Capital de Terceiros	26
4.5 Taxa de Desconto	27
5. VALUATION	29
5.1 Premissas Macroeconômicas	29
5.2 Projeção de Receita	29
5.3 Projeção de Demonstrativo de Resultado	31
5.4 Projeção de Fluxo de Caixa	32
5.5 Perpetuidade	33
5.6 Fluxo de Caixa Descontado	33
6. SENSIBILIDADE	35
6.1 Impacto do WACC	36
6.2 Impacto do Crescimento Perpétuo	36
6.3 Análise Comparativa	36
7. DELIMITAÇÕES DO PROJETO	38
8. CONCLUSÃO	39
9. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	41
10. APÊNDICE	4

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Planos em comercialização por porte de operadora

Tabela 2: Evolução da Receita de contraprestações das operadoras de saúde brasileiras

Tabela 3: Evolução do Resultado Operacional das operadoras de saúde brasileiras

Tabela 4: Receita de contraprestações por operadora (R\$)

Tabela 5: Enterprise Value com relação Ebitda para as empresas listadas

Tabela 6: Unidades da rede própria

Tabela 7: Beneficiários

Tabela 8: Demonstração de Resultado do Exercício

Tabela 9: Análise Horizontal

Tabela 10: Análise Vertical

Tabela 11: Endividamento Líquido

Tabela 12: Nível de alavancagem de empresas comparáveis

Tabela 13: Composição Acionária

Tabela 14: WACC

Tabela 15: Premissas Macroeconômicas

Tabela 16: Projeção de Ticket Médio Saúde

Tabela 17: Projeção de Ticket Médio Odontologia

Tabela 18: Projeção da Receita Bruta

Tabela 19: Projeção da DRE

Tabela 20: Capital de Giro

Tabela 21: Fluxo de Caixa Livre

Tabela 22: Fluxo de Caixa Descontado

Tabela 23: Valor Justo

Tabela 24: Análise de sensibilidade no Enterprise Value

Tabela 25: Análise de sensibilidade no Equity Value

Tabela 26: Análise de sensibilidade no preço da ação

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: População residente no Brasil (%)

Figura 2: Preço médio por faixa etária

Figura 3: Evolução da sinistralidade no Brasil (%)

Figura 4: Market-share de beneficiários de saúde (% total de 51 milhões)

Figura 5: Reajuste médio por ano em planos exclusivamente odontológicos

Resumo

O setor de saúde é um dos principais componentes do PIB nacional, além de ser essencial para atender às necessidades básicas dos cidadãos brasileiros. A rede Hapvida NotreDame Intermédica é uma das principais empresas brasileiras deste meio, com Receita Líquida superior a R\$ 27 bilhões. Assim, este trabalho visa fazer uma análise completa da companhia, bem como obter um panorama geral do setor de saúde no Brasil.

1. Introdução

Nos últimos anos, o setor de saúde vem passando por mudanças significativas, tanto com a introdução de novas tecnologias quanto com a pandemia Covid-19, que abalou as estruturas do setor. Neste cenário, a Rede Hapvida se destaca como uma das maiores operadoras de saúde verticalizadas do Brasil, e suas estratégias de crescimento, principalmente via aquisições e otimizações de custos, fazem com que a empresa se diferencie em um mercado altamente competitivo.

O presente estudo, tem como objetivo realizar uma análise fundamentalista da companhia. Para isso, serão feitas análises de seus principais indicadores financeiros, de sua Governança Corporativa, bem como de sua posição setorial e de seus principais concorrentes em território nacional.

2. Capítulo 1: Overview do setor de saúde no Brasil

2.1 Panorama geral

Para entender e projetar o futuro da rede Hapvida, precisamos entender como funciona o setor de saúde brasileiro e quais são suas principais perspectivas para um futuro próximo. O segmento é composto por: operadoras verticalizadas, que são aquelas que oferecem serviços de planos de saúde e atendimento próprio; Operadoras não verticalizadas, que oferecem serviços de planos de saúde, mas não possuem rede de atendimento próprio; Provedores que são os hospitais e clínicas de diagnóstico, além de fornecedores e farmácias que não serão aprofundados nessa pesquisa.

Um dos indicadores mais importantes do setor de saúde é o número de leitos operacionais. Em território brasileiro, esse indicador tem evoluído em números absolutos, mas está concentrado nas regiões mais desenvolvidas, isso fica claro na medida em que só a região sudeste apresenta cerca de 40% do número total¹.

Outro fator que também vale ser observado é que o Brasil está passando por um processo de inversão da pirâmide etária², apesar de ainda estar em estágio de envelhecimento moderado, onde as taxas de fecundidade e de natalidade estão em queda.

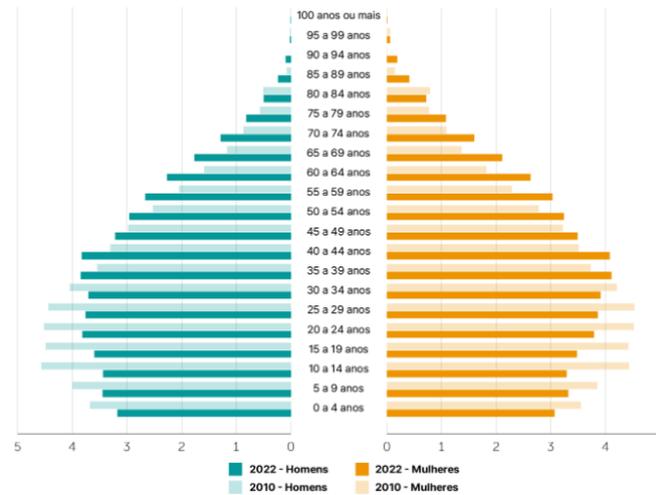
De acordo com o IBGE, o número de pessoas com 65 anos ou mais de idade cresceu 57,4% na população do país em 12 anos. Em contraponto, o total de crianças com até 14 anos de idade decresceu 12,6%, mudando de 45,9 milhões (24,1%) em 2010 para 40,1 milhões (19,8%) em 2022³. No gráfico abaixo temos a análise da evolução do número de residentes no Brasil por faixa etária, que exemplifica a dinâmica relatada acima.

¹ IBGE. Estatísticas sociais: saúde. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/saude.html>. Acesso em: 20 jun. 2024.

² GLOBO, O. Brasil não é mais um país de jovens: fatia da população com menos de 30 anos cai a menos da metade. O Globo, Rio de Janeiro, 19 jun. 2023. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/noticia/2023/06/brasil-nao-e-mais-um-pais-de-jovens-fatia-da-populacao-com-menos-de-30-anos-cai-a-menos-da-metade.ghtml>. Acesso em: 20 jun. 2024.

³ IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Pirâmide etária. Disponível em: <https://educa.ibge.gov.br/jovens/conheca-o-brasil/populacao/18318-piramide-etaria.html#:~:text=Em%201980%2C%20a%20popula%C3%A7%C3%A3o%20brasileira,19%2C8%25%20em%202022>. Acesso em: 2 jun. 2024.

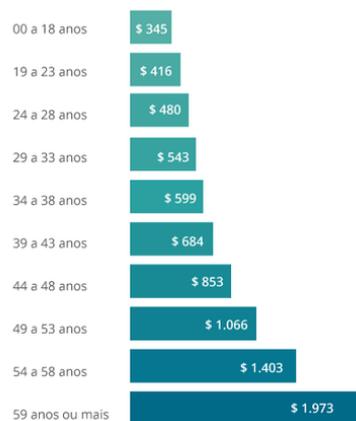
Figura 1: População residente no Brasil (%)



Fonte: IBGE, 2022

Do ponto de vista das operadoras de saúde, isso pode ser um potencial impulsionador de receita. Isso porque, os valores comerciais médios de planos de saúde em todos os tipos de contratação (individual, coletivo empresarial e coletivo por adesão) aumentam para pessoas com mais anos de idade, assim como a população está envelhecendo, a tendência é que o ticket médio por beneficiário aumente com o passar do tempo, pelo menos até que pirâmide etária se inverta novamente. O gráfico abaixo ilustra o preço médio dos planos por faixa etária.

Figura 2: Preço médio por faixa etária



Fonte: ANS, 2024

No entanto, os gastos com despesas assistenciais aumentam conforme as pessoas vão envelhecendo, assim esse aumento na receita, causado por um ticket médio mais elevado, pode gerar margens menores se não vier com um plano de controle de custos.

2.2 Saúde Suplementar no Brasil

O setor de saúde suplementar engloba o conjunto ações e serviços desenvolvidos por operadoras de planos e seguros privados de assistência médica à saúde. As operadoras de saúde são ainda classificadas em:

- (i) Medicina de Grupo, que são as empresas privadas que podem operar com redes próprias de hospitais e clínicas ou com prestadores de serviços credenciados as quais oferecem planos de saúde e tem como principal função a prestação de serviços médicos.
- (ii) Cooperativas Médicas, que se caracterizam por serem organizações formadas por médicos cooperados que se unem para fornecer assistência médica, como por exemplo, as Unimed, onde os próprios médicos são responsáveis pela prestação dos serviços aos beneficiários.
- (iii) Autogestão, ou seja, operadoras criadas por empresas ou entidades para gerenciar planos de saúde destinados a grupos específicos, como funcionários de uma empresa ou membros de uma associação, nesse caso, a administração é feita pela própria entidade que instituiu o plano.
- (iv) Seguradoras Especializadas em Saúde, que são companhias de seguros que operam com redes próprias de hospitais e clínicas ou com prestadores de serviços credenciados, as quais oferecem planos de saúde e outros produtos de seguros relacionados à saúde.
- (v) Filantropia, que se designam por operadoras vinculadas a instituições filantrópicas, que oferecem planos de saúde, é o caso de como hospitais de caridades, e nessas operados, os recursos gerados são reinvestidos na própria instituição ou em ações beneficentes.

Em grandes números, a quantidade de beneficiários com plano de saúde privado com ou sem odontologia se manteve estável em um horizonte de 10 anos, mas existem alguns aspectos relevantes a serem analisados. Um deles é a redução do número de

operadoras com planos com beneficiários, o que mostra possível tendência de consolidação no setor. De acordo com o último levantamento da ANS, no final de 2018 existiam 1038 operadoras com beneficiários, já ao fim de 2023 existiam apenas 918⁴.

Quando analisamos a evolução do número de planos em comercialização por porte de operadora, essa tendência é fortalecida. Enquanto as operadoras de médio e pequeno porte reduziram os planos em circulação de 2022 para 2023, as de grande porte aumentaram, ganhando *market share*.

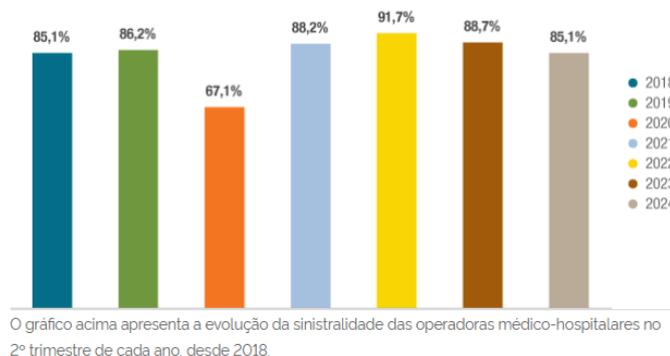
Tabela 1: Planos em comercialização por porte de operadora

Porte da operadora	Planos	% ano anterior	% 5 anos (cagr)
Grande	8.936	10,6% ↑	8,8% ↑
Médio	5.455	-4,5% ↓	2,2% ↑
Pequeno	4.000	-10,1% ↓	-6,7% ↓
Total	18.391	0,8%	2,3%

Fonte: ANS, 2024

Outro ponto a ser analisado é a taxa de sinistralidade, que mede a relação entre as despesas de sinistro (consultas médicas, exames laboratoriais, atendimentos hospitalares, etc.) e a mensalidade paga pelos beneficiários. Assim, taxas crescentes de sinistralidade podem significar dificuldade das operadoras para conter custos.

Figura 3: Evolução da sinistralidade no Brasil (%)



Fonte: ANS, 2024

⁴ BRASIL. Agência Nacional de Saúde Suplementar. Dados Gerais. Disponível em: <<https://www.gov.br/ans/pt-br/assuntos/dados-e-indicadores/dados-gerais>>. Acesso em: 2 jun. 2024.

Conforme ilustrado, é possível perceber que a evolução da sinistralidade no Brasil está passando por um período, mesmo que moderado, de queda. Ademais, vale ser ressaltado que o período pré-pandemia indica que há espaço para índices melhores e margens maiores.

Trazendo a análise um pouco para aspectos financeiros, é importante entender o comportamento da receita de contraprestações, diga-se, mensalidades pagas pelos beneficiários, bem como o histórico de despesas operacionais

A evolução da receita obtida com os beneficiários em números absolutos é impactante, mas como já foi mencionado nessa pesquisa, o principal fator de reajuste de preços mensais dos planos é a inflação e um dos principais componentes de receita é justamente o aumento dos preços. Pensando nisso a tabela colocada abaixo traz a evolução das receitas anuais de contraprestações em números absolutos e corrigidos pelo IPCA.

Tabela 2: Evolução da Receita de contraprestações das operadoras de saúde brasileiras

Ano	Receita de contraprestações(R\$)	Receita de contraprestações corrigidas pelo IPCA(R\$)
2013	109.927.620.595	196.944.264.219
2014	127.777.444.503	214.840.268.573
2015	144.701.906.083	220.226.062.402
2016	163.246.294.916	232.222.999.014
2017	180.893.859.503	250.309.086.105
2018	197.438.238.418	262.578.121.829
2019	213.457.018.559	274.879.846.247
2020	223.431.176.273	275.832.346.062
2021	245.402.959.767	273.578.886.563
2022	238.308.332.614	250.866.724.697
2023	282.295.323.509	282.295.323.509

Fonte: ANS, 2024

Elaboração: o autor

Na tabela percebemos que em um horizonte de 10 anos, 2023 é o ano de receita recorde considerando valores absolutos ou corrigidos. Para os próximos anos este indicador financeiro deve manter uma tendência de alta, motivado, principalmente, por dois fatores. O primeiro deles já foi abordado e consiste na inversão da pirâmide etária brasileira, que deve elevar o ticket médio gasto com planos, o outro é o aumento de

demanda impulsionado pela maior conscientização da importância ao acesso de medicina de qualidade pós-pandemia.

Uma forma estratégica para entender o comportamento das despesas é ver o Resultado Operacional (diferença entre as receitas e despesas da operação de saúde).

Tabela 3: Evolução do Resultado Operacional das operadoras de saúde brasileiras

Ano	Resultado Operacional (R\$)	Resultado operacional corrigido pelo IPCA(R\$)
2013	1.260.361.049	2.258.039.227
2014	153.883.098	258.733.349
2015	1.135.023.217	1.727.425.026
2016	658.822.827	937.196.233
2017	3.680.461.416	5.092.781.679
2018	6.498.003.610	8.641.859.840
2019	7.319.434.091	9.425.620.816
2020	20.430.454.213	25.221.995.474
2021	616.706.236	687.513.327
2022	-9.335.641.677	-9.827.612.089
2023	-5.233.528.860	-5.233.528.860

Fonte: ANS, 2024⁵

Elaboração: o autor

Então, como é possível perceber na ilustração acima, apesar de termos tido Receita recorde com contraprestações, tivemos Resultado Operacional negativo e o segundo pior desempenho em um horizonte de 10 anos.

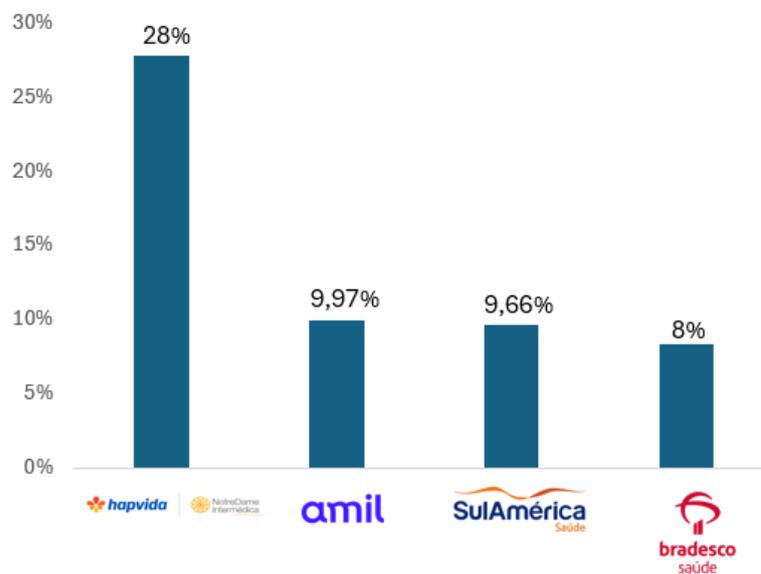
Logo, apesar do progresso ocorrido entre 2022 e 2023, com receita aumentando mais proporcionalmente do que as despesas, o momento atual causa certa estranheza e preocupação com controle e otimização de custos, podendo indicar possível consolidação setorial, onde grandes operadoras aumentam os gastos e ganham market-share, retirando os menores do mercado.

⁵ Resultado operacional: é a diferença entre as receitas e despesas da operação de saúde (receita das contraprestações e outras receitas operacionais deduzidas as despesas assistenciais, administrativas, de comercialização e outras despesas operacionais). Fonte: AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR. ANS divulga dados econômico-financeiros relativos ao 4º trimestre de 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/ans/pt-br/assuntos/noticias/numeros-do-setor/ans-divulga-dados-economico-financeiros-relativos-ao-4o-trimestre-de-2023>. Acesso em: 30 jun. 2024.

2.3 Principais Players:

No mercado de planos de saúde, em março de 2024, o Brasil possuía cerca de 51 milhões beneficiários de planos de saúde⁶. Neste cenário, a Hapvida se destaca, com o maior número de clientes.

Figura 4: Market-share de beneficiários de saúde (% total de 51 milhões)



Fonte: ANS, 2024

Elaboração: o autor

A Amil, a Hapvida NotreDame Intermédica, a SulAmérica e a Bradesco Saúde contam com mais da metade dos beneficiários do Brasil. A imponência da empresa neste estudo analisada, deve-se muito à fusão com a NotreDame, que contribuiu para o aumento da base de clientes.

Entre as operadoras citadas acima, só a Amil e a Hapvida são verticalizadas, mas existem outras com relevância que também possuem essa característica, são elas a Unimed, a Assim Saúde, a Prevent Senior e a Athena, todas com cerca de 1% de share.

⁶ ANS. Dados gerais do setor de saúde suplementar. Agência Nacional de Saúde Suplementar. Disponível em: <https://www.gov.br/ans/pt-br/acesso-a-informacao/perfil-do-setor/dados-gerais>. Acesso em: 20 jun. 2024.

A Amil, dentre essas, é a que está passando por um período de maior incerteza, tendo assinado recentemente um acordo de fusão de sua rede hospitalar com a Rede Dasa. A transação gera um ativo relevante de cerca de R\$ 10 bilhões, mas surge em um momento de alta alavancagem de ambas companhias, mesmo assim, a tendência é que o negócio contribua para aumentar consideravelmente a rede assistencial da Amil, o que pode atrair um maior número de beneficiários.

Outro ponto importante a ser visto é a receita de contraprestações, nesse aspecto a Hapvida aparece bem abaixo, possuindo ticket médio bem inferior.

Tabela 4: Receita de contraprestações por operadora (R\$)

Empresa	Receita de contraprestações(R\$)
 bradesco saúde	8.769.487.695
 SulAmérica Saúde	6.728.146.251
 hapvida Notre-Dame Intermédica	6.588.742.310
 amil	5.821.397.649

Fonte: ANS, 2024

Elaboração: o autor

A Bradesco Saúde com cerca de um terço dos clientes da Hapvida fatura com seus planos de saúde cerca de 30 % mais. Tal aspecto indica que perder um pouco o número de beneficiários e investir em uma linha mais premium, aumentando os preços, pode ser uma boa estratégia para aumentar receita, o que pode ser positivo financeiramente, desde que com custos controlados.

2.4 Análise das empresas de saúde listados na B3

Para efeitos de análise de preço, foi feita uma simples análise de múltiplo EV/EBITDA, ele compara o Valor da Empresa (EV) em relação ao seu desempenho operacional (EBITDA), possibilitando uma visão clara de como empresa está sendo precificada com relação ao seu desempenho operacional e expectativas de mercado.

Primeiro chegamos no Market Cap, que mede o valor de mercado daquele ativo:

$$\text{Market Cap} = \text{Preço da Ação} \times \text{Número total de Ações}$$

Para obter o Valor da Empresa (EV) somamos o Market Cap com a Dívida líquida, levando em consideração não apenas o valor de mercado das ações, mas também o nível de endividamento e a disponibilidade de caixa.

Tabela 5: Enterprise Value com relação Ebitda para as empresas listadas

Descrição	Alliança	Rede D'Or	Hapvida	Mater Dei	Oncoclínicas	Fleury	Kora	Dasa
Nº de Ações em Circulação	118.292.816	2.289.292.590	7.494.390.050	382.329.821	642.866.214	547.191.026	77.334.807	752.799.844
EBITDA Ajustado (LTM 2T24 - R\$ MM)	237	8.385	3.661	507	1.129	1.921	523	2.493
Dívida Líquida (2T24 R\$ MM)	640	17.783	4.348	1.124	2.888	2.305	2.132	8.391
Preço da Ação Atual (08/11/24)	14,79	28,68	3,19	4,43	4,44	13,62	6,41	2,48
Market Cap	1.750	65.657	23.907	1.694	2.854	7.453	496	1.867
EV	2.390	83.440	28.255	2.818	5.742	9.758	2.627	10.258
EV/EBITDA Atual	10,08x	9,95	7,72x	5,56x	5,09x	5,08x	5,02x	4,11x

Fonte: RI da companhia, 2024

Elaboração: o autor

A Hapvida possui múltiplo intermediário de 7,61x, superior ao múltiplo médio que gira em torno de 6,5x, mas inferior ao múltiplo máximo de 10,1x da Alliança, refletindo o crescimento recente da empresa, principalmente após a fusão com a Intermédica, que aumentou sua presença em o mercado. O aumento dos níveis de dívida após a fusão também pode pesar nesta avaliação, à medida que a empresa tenta equilibrar a sua estratégia de expansão com a otimização das suas operações.

Empresas como Rede D'Or (9,95x) e Alliança (10,08x) se destacam com múltiplos mais elevados, indicando que o mercado precifica expectativas de crescimento mais acelerado. Esses múltiplos refletem a confiança dos investidores na capacidade

dessas empresas de expandirem sua atuação e aumentarem a rentabilidade no longo prazo.

Por outro lado, empresas como Kora (5,02x) e Dasa (4,11x) apresentam múltiplos menores, o que pode sinalizar uma percepção de maior risco ou preocupação com o nível de alavancagem e liquidez das empresas.

3. Apresentação da Empresa

3.1. Overview Geral

Fundada em 1979, a companhia se desenvolve com a venda de planos de saúde e planos odontológicos, além de apresentar redes próprias de atendimentos hospitalares, o que a faz ser competitiva em três grandes nichos de mercado:

- (i) Operadoras: empresas que oferecem planos de saúde, mas não tem rede própria de atendimento.
- (ii) Provedores: empresas que oferecem redes próprias de atendimento, mas não oferecem planos de saúde.
- (iii) Operadoras Verticalizadas: empresas que oferecem rede própria de atendimento e oferecem planos de saúde.

Ao longo de sua história, a companhia tem marcado presença constante no mercado de fusões e aquisições, destacando-se em transações significativas. Destaca-se a fusão com a NotreDame Intermédica, que representou a maior combinação empresarial no Brasil desde a união do Itaú com o Unibanco em 2008.

Hoje, a rede está presente nas 5 regiões do país e conta com 764 unidades próprias, sendo 87 hospitais e mais de 15,9 milhões de clientes, entre pessoas físicas e jurídicas.

3.2 Principais Indicadores Operacionais

Tabela 6: Unidades da rede própria

Descrição	Unidade	2020	2021	2022	2023	1T24	2T24
Unidades da rede própria	#	464	481	761	796	801	803
<i>Evolução de unidades da rede própria</i>	%		4%	58%	5%	1%	0%
Hospitais	#	45	49	87	87	86	85
Número de leitos	#	3.240	3.028	5.338	5.587	5.740	5.954
<i>Evolução do número de hospitais</i>	%		9%	78%	0%	-1%	-1%
<i>Evolução do número de Leitos Hospitalares</i>	%		-7%	76%	5%	3%	4%
Pronto atendimento	#	46	49	75	77	76	77
<i>Evolução do número de pontos de pronto atendimento</i>	%		7%	53%	3%	-1%	1%
Clínicas	#	198	205	328	339	345	347
<i>Evolução do Número de clínicas</i>	%		4%	60%	3%	2%	1%
Diagnóstico de imagem e laboratórios	#	175	178	271	293	294	294
<i>Evolução do número pontos de diagnóstico de imagem e laboratórios</i>	%		2%	52%	8%	0,3%	0%

Fonte: RI da companhia, 2024

Elaboração: o autor

Ao analisar a evolução do número de unidades da rede própria da companhia, percebemos uma grande evolução entre 2021 e 2022, isso se deu pela incorporação com a Intermédica que já possuía um número considerável de unidades próprias para atendimento.

Para evitar uma análise viesada, tendo em vista que não há nada que comprove que possa ter outra fusão deste nível e tamanho em um futuro próximo vamos nos atentar apenas no período entre 2022 e o segundo trimestre de 2024, tendo em vista que a transação passou a ser considerada nas divulgações operacionais e financeiras do primeiro trimestre de 2022.

Em linhas gerais, o número de unidades próprias da empresa permaneceu estável pós-fusão, apresentando um crescimento moderado de 5 pontos percentuais entre 2022 e 2023 após isso um período de mais estabilidade entre 2023 e o segundo trimestre de 2024, sem nenhum crescimento ou decréscimo considerável.

Outro ponto que vale ressaltar é que no segundo trimestre de 2024 a Hapvida tinha 2 hospitais a menos, quando comparado ao ano de 2023, mesmo assim passou a quantidade de leitos passou de 5.587 para 5.954, aumentando o número de leitos com uma quantidade inferior de hospitais, o que demonstra certa evolução da eficiência operacional da companhia.

Tabela 7: Beneficiários

Descrição	Unidade	2020	2021	2022	2023	1T24	2T24
Beneficiários (saúde)	# milhares	3.743,7	4.278,5	9.138,0	8.864,2	8.853,4	8.840,6
<i>Evolução beneficiários (saúde)</i>	%		14%	114%	-3%	-0,1%	-0,1%
Beneficiários (odonto)	# milhares	2.928,7	3.257,3	6.933,7	6.994,3	6.958,7	6.899,5
<i>Evolução beneficiários (odonto)</i>	%		11%	113%	1%	-1%	-1%

Fonte: RI da companhia, 2024

Elaboração: o autor

Em aspectos brutos, o número de beneficiários, tanto em saúde quanto em odontologia, também não passou por mudanças significativas, com um decréscimo de 3 pontos percentuais entre 2022 e 2023 nos beneficiários de saúde representando a mudança mais significativa para o período pós-fusão.

3.3 Principais Indicadores Financeiros

Tabela 8: Demonstração de Resultado do Exercício

Descrição (R\$ MM)	2020	2021	2022	2023	LTM24
Receita Bruta	9.013	10.441	24.878	28.721	29.212
Deduções	-458	-557	-1.129	-1.337	-1.253
Receita líquida	8.555	9.883	23.749	27.383	27.959
Custo total	-5.209	-6.817	-18.094	-20.315	-20.118
Lucro bruto	3.346	3.066	5.655	7.069	7.842
Despesas de vendas	-671	-726	-1.820	-2.083	-2.128
Despesas administrativas	-1.414	-1.828	-4.542	-4.391	-4.469
Outras despesas/receitas operacionais	5	31	552	87	68
Lucro operacional	1.267	543	-156	681	1.312
Resultado financeiro	-134	-50	-1.292	-1.355	-1.166
Lucro antes de IR e CSLL	1.133	493	-1.448	-674	147
IR e CSLL	-347	7	672	-66	-215
(Prejuízo)/Lucro líquido das operações continuadas do período	785	500	-776	-740	-69
(Prejuízo)/Lucro líquido das operações descontinuadas do período	0	0	0	1	6
(Prejuízo)/Lucro líquido do período	785	500	-776	-739	-63
Ebitda	2.020	1.438	2.031	2.810	3.501

Fonte: RI da companhia, 2024

Elaboração: o autor

Para melhor entendimento, será feita a Análise Horizontal para fins de comparação de evolução dos resultados de um ano para o outro e a Análise Vertical para acompanhar o peso de cada conta sobre a Receita Líquida, o que nos permite avaliar as margens da companhia.

Tabela 9: Análise Horizontal

Descrição	2020	2021	2022	2023	LTM24
Receita Bruta	16%	138%	15%	2%	2%
Deduções	22%	103%	18%	-6%	-6%
Receita líquida	16%	140%	15%	2%	2%
Custo total	31%	165%	12%	-1%	-1%
Lucro bruto	-8%	84%	25%	11%	11%
Despesas de vendas	8%	151%	14%	2%	2%
Despesas administrativas	29%	148%	-3%	2%	2%
Outras despesas/receitas operacionais	477%	1674%	-84%	-22%	-22%
Lucro operacional	-57%	-129%	-537%	93%	93%
Resultado financeiro	63%	-2464%	-5%	14%	14%
Lucro antes de IR e CSLL	-56%	-394%	-53%	122%	122%
IR e CSLL	-102%	8908%	-110%	225%	225%
(Prejuízo)/Lucro líquido das operações continuadas do período	-36%	-255%	-5%	91%	91%
(Prejuízo)/Lucro líquido das operações descontinuadas do período	0%	0%	0%	800%	800%
(Prejuízo)/Lucro líquido do período	-36%	-255%	-5%	-92%	-92%
Ebitda	-29%	41%	38%	25%	25%

Fonte: RI da companhia, 2024

Elaboração: o autor

Tabela 10: Análise Vertical

Descrição	2020	2021	2022	2023	LTM24
Receita líquida					
Custo total	-60,9%	-69,0%	-76,2%	-74,2%	-72,0%
Lucro bruto	39,1%	31,0%	23,8%	25,8%	28,0%
Despesas de vendas	-7,8%	-7,3%	-7,7%	-7,6%	-7,6%
Despesas administrativas	-16,5%	-18,5%	-19,1%	-16,0%	-16,0%
Outras despesas/receitas operacionais	0,1%	0,3%	2,3%	0,3%	0,2%
Lucro operacional	14,8%	5,5%	-0,7%	2,5%	4,7%
Resultado financeiro	-1,6%	-0,5%	-5,4%	-4,9%	-4,2%
Lucro antes de IR e CSLL	13,2%	5,0%	-6,1%	-2,5%	0,5%
IR e CSLL	-4,1%	0,1%	2,8%	-0,2%	-0,8%
(Prejuízo)/Lucro líquido das operações continuadas do período	9,2%	5,1%	-3,3%	-2,7%	-0,2%
(Prejuízo)/Lucro líquido das operações descontinuadas do período	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
(Prejuízo)/Lucro líquido do período	9,2%	5%	-3%	-3%	-0,2%
	0,0%				
Ebitda	23,6%	15%	9%	10%	13%

Fonte: RI da companhia, 2024

Elaboração: o autor

De acordo com a Tabela 9, observa-se uma evolução de 15% na Receita Bruta entre 2022 e 2023, que não foi acompanhado, em mesma proporção, por um corte de custos e despesas, muito pelo aumento de gastos para suportar a nova estrutura de operação pós-fusão. Apesar do Lucro Operacional (EBIT) ter apresentado melhor margem, o impacto positivo não se mostrou suficiente para refletir no Lucro Líquido da companhia. Este, por sua vez foi prejudicado pelo do aumento do endividamento, necessário para viabilizar a operação de fusão. O maior nível da dívida resulta em piores resultados financeiros, para que a empresa consiga equacionar essa situação, será fundamental implementar uma maior redução de custos e despesas, buscando alinhar o crescimento da receita com uma estrutura operacional mais eficiente.

Além disso, tudo indica que 2024 será um período de maior estagnação com um aumento pouco considerável no faturamento para os últimos 12 meses, acompanhado de queda sutil nos custos totais que se torna relevante tendo em vista seu peso sobre a Receita Líquida demonstrado na Tabela 9 e melhoria do resultado financeiro, contribuindo para melhor resultado operacional e líquido.

De acordo com a Tabela 10, as Margens Bruta apresentam evolução no período pós-fusão, assim como a Margem EBITDA, mas continuam inferiores a 2020 e 2021 (período pré-fusão). Esse aspecto indica que apesar do crescimento dado pela transação envolvendo a Notredame Intermédica, caso não haja uma reorganização

de custos e despesas vai ficar cada vez mais difícil da Hapvida transformar sua Receita Bruta em lucro operacional. O fator mais relevante aqui são os custos que antes da fusão (em 2021) representavam 69% da Receita Líquida e após a fusão chegaram a representar mais de 76% da Receita Líquida, além do Resultado Financeiro que piorou com o aumento das despesas financeiras, caminhando em linha com o endividamento líquido que também aumentou após a transação.

Tabela 11: Endividamento Líquido

Descrição	2021	2022	2023	1T24	2T24
Dívida Líquida (R\$ MM)	1.937	5.853	4.796	4.392	4.348

Fonte: RI da companhia, 2024

Elaboração: o autor

A dívida líquida da companhia cresceu mais de 300% de 2021 e 2022, tal ato foi necessário para que a transação com a Notredame se concretizasse, e apesar de tamanho crescimento, a relação entre a dívida líquida e o EBITDA ajustado da companhia está em 1,03x. Um nível de alavancagem considerado conservador, sugerindo que a empresa ainda tem espaço para novas captações de dívida no futuro.

Quando comparamos com empresas similares, é possível perceber que a Hapvida tem o menor nível de alavancagem entre as principais companhias de saúde listadas na B3.

Tabela 12: Nível de Alavancagem de empresas comparáveis

Empresa	Dívida Líquida/EBITDA Ajustado
Alliança	2,7
Rede D'Or	2,1
Mater Dei	2,2
Oncoclínicas	2,6
Fleury	1,2
Kora	4,2
Dasa	3,4

Fonte: RI das companhias, 2024

Elaboração: o autor

3.4 Composição Acionária

A APPAR Pinheiro Participação é principal acionista, e mantém cerca de 36% das ações ordinárias da empresa. Esse percentual reflete o controle significativo da família Pinheiro (fundadora) sobre a companhia, consolidando sua posição como acionista majoritária. O segundo maior acionista é o BlackRock Inc, um dos maiores fundos de private equity do mundo, que contem cerca de 5% da companhia, seguido por Conselheiros e Diretores, com participação inferior a 0,01%. Mais de 58% das ações ordinárias estão em circulação, garantindo liquidez para o investidor financeiro.

Tabela 13: Composição Acionária

Acionista	Número de Ações	%
PPAR Pinheiro Participações S.A	2.713.267.990	36%
BlackRock, Inc.	387.493.591	5%
Conselheiros e Diretores	683.398	0,01%
Ações em Circulação	4.392.945.071	58%
Tesouraria	45.073.213	1%
Total	7.539.463.263	100%

Fonte: RI da companhia, 2024

Elaboração: o autor

4. Metodologia

Existem duas formas mais utilizadas para fazer a avaliação uma empresa, a mais simples delas se dá através da comparação com seus pares de mercado⁷. Contudo, como o caso em questão possui uma particularidade relevante na estrutura de negócio, esse método não seria o mais adequado para chegarmos no valor absoluto da companhia.

Com isso, vamos explorar, ao longo desta pesquisa, o método do Fluxo de Caixa Descontado, que parte do princípio que norteia a matemática financeira, o valor do dinheiro no tempo. Com isso, serão realizadas projeções de fluxos de caixa futuros trazidas a valor presente por uma taxa de desconto que reflita o custo de oportunidade do investidor.

4.1 Fluxo de Caixa Descontado

O Fluxo de Caixa descontado é uma premissa que considera que o valor justo da firma é a soma do valor de seus fluxos de caixa futuros trazidos a valor presente por uma taxa de desconto. Levando em conta, tanto o potencial de geração de caixa futuro, quanto o risco da operação.

Equação 1: Fluxo de Caixa Descontado

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

4.2 Fluxo de Caixa Livre para a Firma

O *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) é um indicador que mensura todo o caixa destinado para o pagamento de acionistas e dívidas. Nele, o EBIT (lucro operacional) líquido da alíquota de impostos, é somado a depreciação e amortização, tendo em vista que estes são custos contábeis e não envolvem a saída de caixa, e por fim subtraído pelo CAPEX, que envolve todos os investimentos que a companhia teve com ativos fixos

⁷ DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation; Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asser*. Editora Wiley Finance.

para manter ou expandir a operação, e pela variação do capital de giro que pode ser negativa ou positiva, para demonstrar o nível de utilização do caixa da empresa.

Equação 2: FCFF

$$FCFF = EBIT \times (1 - T) + \text{Depreciação e Amortização} - CAPEX - \Delta \text{Capital de Giro}$$

4.3 Custo de Capital Próprio

Para estimar o custo de capital próprio será usado o modelo CAPM, ele estima o retorno de um ativo específico com base em seu prêmio de risco e seu risco sistemático (β). O risco sistemático de um ativo nada mais é do que sua sensibilidade em relação aos retornos do mercado. Ele é calculado pela razão entre a covariância do ativo e o retorno do mercado e a variância do retorno de mercado, conforme demonstrado na equação abaixo:

Equação 3: β

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_j, r_m)}{\text{Var}(r_m)}$$

- (i) $\beta > 1$: o preço do ativo é mais sensível às oscilações de mercado, do que a carteira que contém todos os ativos, no cenário brasileiro o índice da B3. Essa maior sensibilidade implica maior risco sistemático e maior retorno esperado, de acordo com o modelo CAPM.
- (ii) $\beta = 1$: o ativo se move em linha com o mercado, tendo a mesma sensibilidade às oscilações de mercado do que a carteira que contém todos os ativos.
- (iii) $\beta < 1$: o ativo é menos sensível em relação às oscilações de mercado do que a carteira que contém todos os ativos. Essa menor sensibilidade implica menor risco sistemático e menor retorno esperado, de acordo com o modelo CAPM.

Equação 4: CAPM

$$k_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

$$R_f = \text{Taxa Livre de Risco}$$

$$(R_m - R_f) = \text{Prêmio de Risco}$$

Como nesse estudo serão utilizados parâmetros do mercado americano, adaptados para o mercado brasileiro, para o cálculo da taxa livre de risco, é necessário adicionar a taxa da títulos do Tesouro Americano de 10 anos com o risco Brasil (medido pelo EMBI + BR), levando a um valor de: $(1+4,40\%) \times (1+4,386\%) - 1 = 8,98\%$.

O prêmio de risco do mercado brasileiro, de acordo com Damodaran (2024)⁸ é de 9%.

Para o cálculo do β , como a empresa possui dívida em sua estrutura de capital, será usada a seguinte fórmula:

Equação 5: $\beta_{alavancado}$

$$\beta_{alavancado} = \beta_{desalavancado} \times \left(1 + (1 - t) \times \left(\frac{D}{E} \right) \right)$$

Ainda de acordo com Damodaran (2024)⁹, o $\beta_{desalavancado}$ para o setor de saúde global (“Hospitals/Healthcare Facilities”) é 0,56. Utilizando uma alíquota de impostos de 34% que é a comum do Brasil, o valor de Equity correspondente a R\$ 49.085,165 milhões (Patrimônio Líquido da Empresa), e o valor da Dívida Bruta corresponde a 12.693,3 milhões, o $\beta_{alavancado}$ será:

$$0,66 = 0,56 \times \left(1 + (1 - 0,34) \times \left(\frac{12.693,2}{49.085,16} \right) \right)$$

Por fim, o Custo de Capital Próprio será 14,7%.

4.4 Custo de Capital de Terceiros

O Custo da Dívida ou Custo do Capital de Terceiros foi retirado do site de Relação com Investidores da Companhia e representa CDI + 1,32%¹⁰, com *duration* aproximada de 3,3 anos (aproximadamente 1200 dias). Assim, com a taxa de

⁸ DAMODARAN, Aswath. Country risk premia. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. Acesso em: 24 nov. 2024.

⁹ DAMODARAN, Aswath. Betas by sector (industry). Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html. Acesso em: 24 nov. 2024.

¹⁰ HAPVIDA. Central de Resultados. Disponível em: <https://ri.hapvida.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 10 nov. 2024.

mercado prefixada DI para vencimento com 1.200 dias corridos de 13,28%¹¹, o custo da dívida da empresa seria: $(1+13,28\%) \times (1+1,32\%) - 1 = 14,8\%$.

Retirando a alíquota de impostos de 34%, chegamos no K_d líquido de 9,8%.

4.5 Taxa de Desconto

Para trazer os fluxos de caixa futuros a valor presente, usaremos o WACC, Custo Médio Ponderado de Capital, como taxa de desconto. O WACC representa a média ponderada dos custos dos diferentes tipos de capital utilizados por uma empresa, como capital próprio e o capital de terceiros.

Equação 6: WACC

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

$E = \text{Valor do Equity}$

$D = \text{Valor da Dívida}$

$k_e = \text{Custo de Capital Próprio}$

$k_d = \text{Custo de Capital de Terceiros}$

$T = \text{Alíquota de Impostos}$

Utilizando o K_d e K_e calculados acima, chegamos no WACC de 13,14%, conforme demonstrado na tabela a seguir.

¹¹ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. Taxas referenciais BM&FBOVESPA. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-de-derivativos/precos-referenciais/taxas-referenciais-bm-fbovespa/ Acesso em: 24 nov. 2024.

Tabela 14: WACC

Taxa de desconto	%
Risk free	8,98%
Country risk premium	9,00%
Beta desalavancado	0,56
% D/D+E	20,5%
% E/ D+E	79%
% D/E	26%
BR tax rate	34%
Beta alavancado	0,66
K_e	14,9%
K_d	10%
WACC	13,14%

5. Valuation

5.1 Premissas Macroeconômicas

Para estimar as premissas macroeconômicas, foram utilizadas as projeções do Cenário Brasil, divulgadas pelo Itaú BBA em 17/10/2024, referente às expectativas do mercado para Crescimento do PIB, IPCA e Taxa Selic. Dado que o relatório divulgado só foi projetado até 2027, considerou-se que para o ano de 2028, nenhuma taxa se alteraria.

Tabela 15: Premissas Macroeconômicas

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
PIB nominal – Bilhões de reais	7.389	7.610	9.012	10.080	10.856	11.591	12.342	13.068	13.843	13.843
PIB nominal – Bilhões de dólares	1.872	1.475	1.670	1.951	2.175	2.191	2.332	2.500	2.623	2.623
Crescimento real do PIB	1,2%	-3,3%	4,8%	3,0%	2,9%	3,2%	2,0%	2,0%	1,7%	1,7%
IPCA	4,3%	4,5%	10,1%	5,8%	4,6%	4,4%	4,2%	3,5%	3,5%	3,5%
Selic – final do ano	4,50%	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	11,75%	11,00%	10,50%	9,75%	9,75%
Selic – média do ano	5,96%	2,81%	4,81%	12,63%	13,25%	10,88%	11,83%	10,54%	9,88%	9,88%
Taxa real de juros (Selic/IPCA) – fim de período	0,19%	-2,41%	-0,74%	7,53%	6,81%	7,02%	6,51%	6,76%	6,04%	6,04%
CDI - final do ano (anualizado)	4,59%	1,90%	8,76%	13,65%	11,87%	11,47%	11,07%	10,39%	9,64%	9,64%
CDI - acumulado no ano	5,94%	2,78%	4,40%	12,42%	13,20%	10,81%	11,73%	10,46%	9,80%	9,80%

Fonte: Itaú BBA, 2024

5.2 Projeção de Receita

Atualmente, a empresa trabalha com 3 fontes principais de Receita, planos de saúde, planos odontológicos e serviços médicos hospitalares. Como a Hapvida acabou de passar por um aumento considerável na base de beneficiários, dado pela fusão com a Intermédica, foi assumida a premissa de que o número de beneficiários seria estável para os próximos anos, correspondendo ao mesmo número de clientes do segundo trimestre de 2024, 8.840.591 vidas para os planos de saúde e 6.899.496 para os planos exclusivamente odontológicos. Para o reajuste de ticket médio dos planos de saúde foi feita a média dos valores históricos dos últimos 4 anos da companhia.

Tabela 16: Projeção de Ticket Médio Saúde

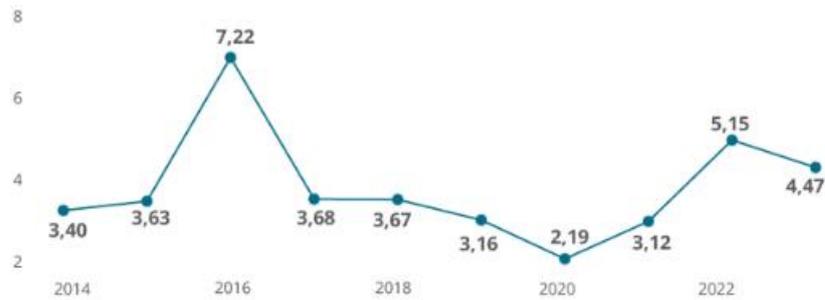
Item	Unidade	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Ticket médio (saúde)	R\$	183,06	196,49	202,37	223,33	247,26	266,67	287,60	310,18	334,53	360,79
Evolução	%		7%	3%	10%	11%	8%	8%	8%	8%	8%

Fonte: RI da companhia, 2024

Elaboração: o autor

Para a projeção do ticket médio de planos exclusivamente odontológicos, foi utilizada a taxa CAGR (Compound Annual Growth Revenue) dos padrões históricos de reajuste anuais médios de todas as operadoras do Brasil nos últimos 10 anos, a fim de ilustrar o crescimento do reajuste caso ele crescesse a uma taxa constante.

Figura 5: Reajuste médio por ano em planos exclusivamente odontológicos



Fonte: ANS, 2024

Equação 7: CAGR

$$CAGR = \frac{VF}{VI} \times \frac{1}{n} - 1$$

VF = Valor Final

VI = Valor Inicial

N = Número de períodos

Tabela 17: Projeção de Ticket Médio Odontologia

Item	Unidade	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Ticket médio (odonto)	R\$	12,30	12,69	12,32	9,83	10,04	10,32	10,61	10,90	11,20	11,51
Evolução	%		3%	-3%	-20%	2%	3%	3%	3%	3%	3%

Fonte: RI da companhia, 2024

Elaboração: o autor

Para a projeção de receita de serviços médicos hospitalares foi feita a média entre o crescimento histórico pré fusão entre 2019 e 2021 e o crescimento apresentado pós-

fusão, entre 2022 e 2023. Com isso, chegou-se a projeção de Receita Bruta da empresa Hapvida para os próximos 5 anos.

Tabela 18: Projeção da Receita Bruta

Item	Unidade	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Ticket médio (odonto)	R\$	12,30	12,69	12,32	9,83	10,04	10,32	10,61	10,90	11,20	11,51
<i>Evolução</i>	%		3%	-3%	-20%	2%	3%	3%	3%	3%	3%
Beneficiários (odonto)	# milhares	2.817	2.929	3.257	6.934	6.994	6.899	6.899	6.899	6.899	6.899
Ticket médio (saúde)	R\$	183,06	196,49	202,37	223,33	247,26	266,67	287,60	310,18	334,53	360,79
<i>Evolução</i>	%		7%	3%	10%	11%	8%	8%	8%	8%	8%
Beneficiários (saúde)	# milhares	3.511	3.744	4.278	9.138	8.864	8.841	8.841	8.841	8.841	8.841
Receita de contraprestações brutas	R\$ milhões	5.877	6.694	10.078	23.475	27.402	29.145	31.389	33.808	36.416	39.228
<i>Evolução</i>	%		-8%	16%	133%	17%	6%	8%	8%	8%	8%
Receita com outras atividades		54	319	362	1.403	1.319	1.368	1.420	1.474	1.530	1.587
<i>Evolução</i>	%		490%	14%	287%	-6%	4%	4%	4%	4%	4%
Receita Bruta	R\$ milhões	5.931	9.013	10.441	24.878	28.721	30.513	32.809	35.282	37.946	40.815
<i>Evolução</i>	%		52%	16%	138%	15%	6%	8%	8%	8%	8%

Fonte: RI da companhia, 2024

Elaboração: o autor

5.3 Projeção do Demonstrativo de Resultado

Para projeção da DRE, foi utilizado a média da participação desses itens na Receita Bruta da companhia no período pós-fusão (2022, 2023 e LTM24), a fim de considerar a nova estrutura da companhia.

Tabela 19: Projeção da DRE

Descrição (R\$ MM)	2020	2021	2022	2023	LTM24	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Receita Bruta	9.013	10.441	24.878	28.721	29.212	30.513	32.809	35.282	37.946	40.815
Deduções	(458)	(557)	(1.129)	(1.337)	(1.253)	(1.459)	(1.568)	(1.687)	(1.814)	(1.951)
Receita líquida	8.555	9.883	23.749	27.383	27.959	29.054	31.241	33.596	36.132	38.864
Custo total	(5.209)	(6.817)	(18.094)	(20.315)	(20.118)	(20.564)	(22.111)	(23.778)	(25.573)	(27.507)
Lucro bruto	3.346	3.066	5.655	7.069	7.842	8.491	9.130	9.818	10.559	11.357
Despesas de vendas	(671)	(726)	(1.820)	(2.083)	(2.128)	(2.223)	(2.390)	(2.571)	(2.765)	(2.974)
Despesas administrativas	(1.414)	(1.828)	(4.542)	(4.391)	(4.469)	(4.968)	(5.342)	(5.745)	(6.178)	(6.646)
Outras despesas/receitas operacior	5	31	552	87	68	280	301	324	348	375
Lucro operacional	1.267	543	(156)	681	1.312	1.580	1.698	1.826	1.964	2.113
Resultado financeiro	(134)	(50)	(1.292)	(1.355)	(1.166)	(1.414)	(1.459)	(1.537)	(1.700)	(1.807)
Lucro antes de IR e CSLL	1.133	493	(1.448)	(674)	147	166	239	289	265	306
IR e CSLL	(347)	7	672	(66)	(215)	(225)	(242)	(260)	(280)	(301)
(Prejuízo)/Lucro líquido das operações continuadas do período	785	500	(776)	(740)	(69)	(59)	(2)	29	(15)	5
(Prejuízo)/Lucro líquido das operações descontinuadas do período	-	-	-	1	6	2	2	3	3	3
(Prejuízo)/Lucro líquido do período	785	500	(776)	(739)	(63)	(57)	(0)	32	(12)	8
Participação na Receita (%)										
Deduções	-5%	-5%	-5%	-5%	-4%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Receita líquida	95%	95%	95%	95%	96%	95%	95%	95%	95%	95%
Custo total	-58%	-65%	-73%	-71%	-69%	-71%	-71%	-71%	-71%	-71%
Lucro bruto	37%	29%	23%	25%	27%	28%	28%	28%	28%	28%
Despesas de vendas	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%
Despesas administrativas	-16%	-18%	-18%	-15%	-15%	-16%	-16%	-16%	-16%	-16%
Outras despesas/receitas operacior	0%	0%	2%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Lucro operacional	14%	5%	-1%	2%	4%	5%	5%	5%	5%	5%
Resultado financeiro	-1%	0%	-5%	-5%	-4%	-5%	-4%	-4%	-4%	-4%
Lucro antes de IR e CSLL	13%	5%	-6%	-2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
IR e CSLL	-4%	0%	3%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
(Prejuízo)/Lucro líquido das operações continuadas do período	9%	5%	-3%	-3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
(Prejuízo)/Lucro líquido das operações descontinuadas do período	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
(Prejuízo)/Lucro líquido do período	9%	5%	-3%	-3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fonte: RI da companhia, 2024

Elaboração: o autor

5.4 Projeção de Fluxo de Caixa

Para o cálculo do Fluxo de Caixa de Caixa Livre para a Firma, foi estimado CAPEX (Capital Expenditure), composto por gastos com aquisições de novas unidades e manutenção das existentes, através do cálculo do CAGR histórico. Como a empresa sempre teve aquisição de muitas unidades hospitalares, a projeção através do CAGR torna a estimativa mais consistente, pois mostra a taxa de crescimento anual caso ela fosse constante.

Para o Capital de Giro, foi feita a diferença entre os Ativos Circulantes e Passivos Circulantes, a fim de medir a capacidade da empresa de arcar com suas obrigações de Curto Prazo. Para as projeções do Ativo Circulante foi utilizada a média entre o prazo de recebimento dos anos de 2022 e 2023, tendo em vista que o mesmo passou por aumento considerável depois da fusão, e utilizar períodos anteriores podia não refletir mais na realidade da empresa. O mesmo processo foi feito para o prazo médio de pagamentos, utilizado para as projeções do Passivo Circulante.

Tabela 20: Capital de Giro

Descrição (R\$ MM)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Ativo Circulante	2.218	3.502	3.818	7.932	10.527	9.711	10.442	11.229	12.077	12.990
Passivo Circulante	1.540	987	1.745	2.121	3.184	2.753	2.960	3.183	3.423	3.682
<i>Prazo Médio de Recebimento (Dias)</i>	<i>90</i>	<i>122</i>	<i>49</i>	<i>101</i>	<i>132</i>	<i>116</i>	<i>116</i>	<i>116</i>	<i>116</i>	<i>116</i>
<i>Prazo Médio de Pagamento (Dias)</i>	<i>77</i>	<i>38</i>	<i>26</i>	<i>29</i>	<i>44</i>	<i>36</i>	<i>36</i>	<i>36</i>	<i>36</i>	<i>36</i>
Capital de Giro	678	2.515	1.573	5.811	7.343	6.959	7.482	8.046	8.654	9.308
Δ Capital de Giro		(1.837)	942	(4.239)	(1.532)	384	(524)	(564)	(607)	(654)

Fonte: RI da companhia, 2024

Elaboração: o autor

Para as projeções de Depreciação e Amortização, foi utilizada a média de participação da Receita Líquida durante o período pós-fusão. Assim chegou-se ao fluxo de caixa, ilustrado abaixo.

Tabela 21: Fluxo de Caixa Livre

Descrição (R\$ MM)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	1.033	1.267	543	(156)	681	1.580	1.698	1.826	1.964	2.113
<i>Alíquota de impostos</i>	<i>34%</i>									
(+/-) Δ Capital de Giro	-	(1.837)	942	(4.239)	(1.532)	384	(524)	(564)	(607)	(654)
D&A	200	752	895	2187	2129	2.266	2.437	2.621	2.818	3.032
(-) CAPEX	(366)	(237)	(708)	(236)	(441)	(462)	(484)	(507)	(531)	(556)
FCFF	516	(485)	1.487	(2.390)	606	3.231	2.551	2.755	2.977	3.216

Fonte: RI da companhia, 2024

Elaboração: o autor

5.5 Perpetuidade

Na análise de Valuation, a perpetuidade é utilizada para estimar o valor presente dos fluxos de caixa futuros que se espera continuar indefinidamente, como não existe nenhuma perspectiva de encerramento da Hapvida, ela deve ser utilizada e é obtida com base na equação em seguida:

Equação 7: Perpetuidade

$$\text{Perpetuidade} = \frac{FCT \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

FCT = Fluxo de Caixa Terminal

g = Taxa de Crescimento Perpétuo

WACC = Taxa de Desconto

Para definição da taxa de crescimento na perpetuidade (g), assume-se que o crescimento de longo prazo, será equivalente ao crescimento real do PIB. Essa premissa foi feita com base na expectativa de que empresas maduras, como a apresentada neste estudo, tendem a crescer em linha com a economia do país que estão no longo prazo.

5.6 Fluxo de Caixa Descontado

Para trazer a companhia a valor presente, as projeções apresentadas foram trazidas a valor presente através da taxa de desconto de 13,14% e adicionadas ao valor perpétuo, feito com base na equação da seção anterior.

Tabela 22: Fluxo de Caixa Descontado

FCD	3.038	2.119	2.024	1.932	18.295
Período de Desconto	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Taxa de Desconto (WACC)	13,14%				
Crescimento perpétuo (real)	1,74%				

Elaboração: o autor

Para o cálculo do Equity Value, foi retirado o valor da dívida líquida e depois então foi obtido o valor justo das ações da empresa, através da razão entre o valor encontrado de Equity e o número total de ações em circulação.

Tabela 23: Valor Justo

Enterprise Value (R\$)	27.407.208.886
Dívida Líquida (R\$)	4.348.000.000
Ações em Circulação (#)	7.539.463.263
Equity Value (R\$)	23.059.208.886
Valor justo da Ação (R\$)	3,06

Fonte: RI da companhia, 2024

Elaboração: o autor

As ações da companhia foram cotadas em R\$ 3,05 no fechamento do dia 26/11/2024, em linha com o valor encontrado neste estudo. Essa proximidade demonstra uma coerência entre o valor justo da companhia e sua precificação de mercado. Os resultados encontrados nesta primeira análise serão denominados como cenário base.

6. Sensibilidade

A análise de sensibilidade aplicada à Hapvida tem como objetivo quantificar como alterações no Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) e na taxa de crescimento perpétuo (g) afetam o valor patrimonial estimado da empresa e, conseqüentemente, o preço das ações. Esta análise é essencial para investidores e analistas, pois auxilia na identificação de faixas de preços-alvo em diferentes cenários de risco e crescimento, oferecendo uma visão mais realista e flexível do valor potencial da ação Hapvida.

Para tal análise foi estabelecido um intervalo de confiança com variação de 1% na taxa de crescimento perpétuo (g) e no WACC.

Tabela 24: Análise de sensibilidade no Enterprise Value

WACC	Crescimento perpétuo (g)				
	0,7%	1,2%	1,7%	2,2%	2,7%
14,14%	24.062.632.512	24.647.261.646	25.279.004.602	25.963.795.678	26.708.609.464
13,64%	24.961.339.709	25.602.864.436	26.298.258.667	27.054.604.987	27.880.284.480
13,14%	25.932.890.019	26.639.099.427	27.407.208.886	28.245.729.829	29.164.809.108
12,64%	26.986.471.028	27.766.579.894	28.618.200.211	29.551.637.347	30.579.276.696
12,14%	28.132.881.308	28.997.865.285	29.945.949.952	30.989.715.059	32.144.414.371

Elaboração: o autor

Tabela 25: Análise de sensibilidade no Equity Value

WACC	Crescimento perpétuo (g)				
	0,7%	1,2%	1,7%	2,2%	2,7%
14,14%	19.714.632.512	20.299.261.646	20.931.004.602	21.615.795.678	22.360.609.464
13,64%	20.613.339.709	21.254.864.436	21.950.258.667	22.706.604.987	23.532.284.480
13,14%	21.584.890.019	22.291.099.427	23.059.208.886	23.897.729.829	24.816.809.108
12,64%	22.638.471.028	23.418.579.894	24.270.200.211	25.203.637.347	26.231.276.696
12,14%	23.784.881.308	24.649.865.285	25.597.949.952	26.641.715.059	27.796.414.371

Elaboração: o autor

Tabela 26: Análise de sensibilidade no preço da ação

WACC	Crescimento perpétuo (g)				
	0,7%	1,2%	1,7%	2,2%	2,7%
14,14%	2,61	2,69	2,78	2,87	2,97
13,64%	2,73	2,82	2,91	3,01	3,12
13,14%	2,86	2,96	3,06	3,17	3,29
12,64%	3,00	3,11	3,22	3,34	3,48
12,14%	3,15	3,27	3,40	3,53	3,69

Elaboração: o autor

6.1 Impacto do WACC

No Valuation da Hapvida, uma variação de 1% no WACC, representa uma alteração significativa no preço-alvo da ação, graças ao impacto direto no valor presente dos fluxos de caixa futuros.

Utilizando a mesma taxa de crescimento perpétuo de 1,77%, mas um WACC de 14,14%, um ponto percentual acima do utilizado no cenário base, seria encontrado um valor justo de R\$ 2,78 para a ação da empresa cerca de 10% menor do que o valor encontrado inicialmente.

Em contramão, utilizando um WACC de 12,14%, um ponto percentual menor do que o utilizado, teríamos uma ação a valor justo de R\$ 3,40, cerca de 11% maior do que o valor encontrado inicialmente.

Essa variação mostra que o preço da ação é sensível a taxa de desconto utilizada, como ela reflete o custo de capital próprio e da dívida ponderados, é de se esperar que a ação passe por variações consideráveis caso a estrutura de capital da empresa se altere.

6.2 Impacto do Crescimento Perpétuo

Em linha com a mudança na taxa de desconto, variações na taxa de crescimento perpétuo, que refletem as expectativas de crescimento da empresa no longo prazo, também impactam de forma significativa no preço-alvo da ação.

Ao utilizar uma taxa de crescimento perpétuo de 0,7%, um ponto percentual acima da utilizada no cenário base, teríamos um preço-alvo de R\$ 2,86, cerca de 7% menor do que o valor encontrado inicialmente.

Isso mostra que variações no cenário macroeconômico que podem afetar o crescimento de longo prazo da companhia também refletem no preço da ação.

6.3 Análise Comparativa

As tabelas de sensibilidades apresentadas, permitem visualizar um intervalo de preços da ação sob diferentes circunstâncias e cenários. Tal intervalo é crucial para

investidores identificarem qual será a melhor escolha para adotar mediante o cenário atual e suas perspectivas de mercado.

Neste estudo, os valores extremos serão desconsiderados e os cenários a serem considerados são:

- (i) Otimista: com um WACC de 12,64% e crescimento perpétuo de 2,2%, o preço-alvo da ação alcança aproximadamente R\$ 3,34, cerca de 9,5% maior do que o valor negociado atualmente em mercado.
- (ii) Base: com um WACC de 13,14% e crescimento perpétuo de 1,7%, o preço-alvo da ação alcança aproximadamente R\$ 3,06, bem próximo ao valor atual de mercado.
- (iii) Pessimista: com um WACC de 13,64% e crescimento perpétuo de 0,7%, o preço-alvo da ação alcança aproximadamente R\$ 2,82, cerca de 8% menor do que o valor negociado atualmente em mercado.

7. Delimitações do Projeto

Vale ressaltar que todas as análises que apresentadas levam em conta apenas as informações que eram públicas até a data de conclusão, sendo assim, o material aqui apresentado, por ser baseado em premissas de futuro, está sujeito a viés de temporalidade.

Além disso, o estudo assume que a companhia não fará expansão internacional em um futuro recente, não considerando, por tanto, possíveis impactos de mercados externos.

Por fim, o projeto assume que todas as informações financeiras e operacionais divulgadas nos sites Institucional e de Relação com Investidores da companhia são precisas e completas.

8. Conclusão

Este estudo, além de destacar a importância do valuation como uma ferramenta de investimento e de tomada de decisões estratégicas corporativas, reforça o papel crítico que a análise financeira detalhada desempenha no apoio à tomada de decisões econômicas sólidas em tempos de incerteza. Este projeto busca ajudar a compreender profundamente o valor do Hapvida e seu potencial para continuar liderando o setor de saúde brasileiro.

A escolha de optar por uma empresa de saúde, se dá pela relevância do setor no cenário nacional, onde, de acordo com o IBGE¹² em 2021, as despesas de consumo final com saúde no Brasil somaram R\$ 872,7 bilhões, o que correspondeu a 9,7% do PIB do país naquele ano. Assim, estudar um dos setores mais importantes da economia brasileira pode oferecer importantes insights sobre o comportamento econômico nacional para os próximos anos.

Nesse sentido, a Rede Hapvida, apresenta um modelo de negócio complexo, que combina serviços hospitalares e de seguros, apresentando uma oportunidade única de estudo sobre como diferentes componentes de um conglomerado de saúde contribuem para o valor geral da empresa. Assim, a companhia possui características operacionais que se diferenciam de seus pares de mercado, proporcionando uma análise que não pode ser simplesmente feita com base em comparáveis, o que oferece aspectos valiosos para estudantes, ou até mesmo investidores que querem analisar uma empresa que tem particularidades de negócio.

Dessa forma, o presente estudo busca ainda, enriquecer a literatura acadêmica por meio da aplicação prática de modelos teóricos em um contexto específico, oferecendo um exemplo real de como a teoria econômica e financeira pode ser empregada para solucionar problemas complexos do mundo real. Por meio desse enfoque, espera-se que a monografia contribua tanto para a área acadêmica, quanto para as práticas de mercado, auxiliando na tomada de decisão embasada em evidências e fortalecendo a comunicação entre a teoria econômica e a prática empresarial.

¹² FERREIRA, Igor Ferreira e BRITTO, Vinicius. Sob efeitos da pandemia, consumo de bens e serviços de saúde cai 4,4% em 2020, mas cresce 10,3% em 2021. Agência IBGE Notícias, 05 abril 2024. Conta-Satélite de Saúde. Disponível em: Sob efeitos da pandemia, consumo de bens e serviços de saúde cai 4,4% em 2020, mas cresce 10,3% em 2021 | Agência de Notícias (ibge.gov.br). Acesso em: 28 abril 2024.

No método de Valuation, foi realizada uma análise de sensibilidade, onde foram encontrados preços para ação da Hapvida em três cenários distintos: base com preço-alvo de R\$ 3,06, otimista com preço-alvo de R\$ 3,34 e pessimista com preço-alvo de R\$ 2,82.

9. Referências Bibliográficas

BRAZIL JOURNAL. Breaking: Hapvida e Intermédica chegam a acordo; fusão cria gigante de R\$ 110 bi. Brazil Journal. Disponível em: <https://braziljournal.com/breakinghapvida-e-intermedica-chegam-a-acordo-fusao-cria-gigante-de-r-110-bi/> . Acesso em: 25 abr. 2024.

HAPVIDA. Relações com Investidores. Disponível em: <https://ri.hapvida.com.br/>.

Acesso em: 22 abr. 2024.

HAPVIDA. Institucional. Disponível em: <https://www.hapvida.com.br/site/institucional> .

Acesso em: 19 abr. 2024.

INFO MONEY. Hapvida (HAPV3). Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/cotacoes/b3/acao/hapvida-hapv3/> . Acesso em: 28 abr. 2024.

BRASIL. Ministério da Saúde. Cadastro Nacional de Estabelecimentos de Saúde - CNES. Disponível em: <http://tabnet.datasus.gov.br/cgi/tabcgi.exe?cnes/cnv/leiintbr.def> . Acesso em: 2 jun. 2024.

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Pirâmide etária. Disponível em: <https://educa.ibge.gov.br/jovens/conheca-o-brasil/populacao/18318-piramide-etaria.html#:~:text=Em%201980%2C%20a%20popula%C3%A7%C3%A3o%20brasileira,19%2C8%25%20em%202022> . Acesso em: 1 jun. 2024.

BRASIL. Agência Brasil. ANS atualiza painéis de reajuste de planos coletivos e de precificação. Disponível em: <https://agenciagov.ebc.com.br/noticias/202402/ans-atualiza-paineis-de-reajuste-de-planos-coletivos-e-de-precificacao#:~:text=Para%20a%20%20%20faixa%20et%C3%A1ria,registrado%20em%20dezembro%20de%202022> . Acesso em: 3 jun. 2024.

BRASIL. Agência Nacional de Saúde Suplementar. Panorama da Saúde Suplementar: dezembro de 2023. Disponível em: https://www.gov.br/ans/pt-br/arquivos/assuntos/noticias/copy3_of_PanoramaSaudeSuplementar_dezembro_2023.pdf . Acesso em: 4 jun. 2024.

BRASIL. Agência Nacional de Saúde Suplementar. ANS divulga dados econômico-financeiros relativos ao 4º trimestre de 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/ans/pt-br/noticias/ans-divulga-dados-economico-financeiros-relativos-ao-4-trimestre-de-2023> Acesso em: 5 jun. 2024.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. Taxas referenciais BM&FBOVESPA. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-de-derivativos/precos-referenciais/taxas-referenciais-bm-fbovespa/. Acesso em: 24 nov. 2024.

DAMODARAN, Aswath. Country risk premia. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. Acesso em: 24 nov. 2024.

DAMODARAN, Aswath. Betas by sector (industry). Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html. Acesso em: 24 nov. 2024.

¹HAPVIDA. Central de Resultados. Disponível em: <https://ri.hapvida.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 10 nov. 2024.

10. Apêndice

No apêndice deste estudo serão fornecidos alguns dos principais parâmetros utilizados nos cálculos e obtidos de fontes externas e confiáveis, com o objetivo de fornecer ao leitor um material complementar para verificar as origens das informações.

Apêndice A – Prêmio de risco mercado brasileiro

Country	Adj. Default Spread	Equity Risk Premium	Country Risk Premium	Corporate Tax Rate	Moody's rating	Sovereign CDS Spread
Abu Dhabi	0.54%	5.32%	0.72%	15.00%	Aa2	0.75%
Albania	4.90%	11.18%	6.58%	15.00%	B1	NA
Algeria	4.90%	11.18%	6.58%	26.00%	NR	1.70%
Andorra (Principality of)	2.07%	7.38%	2.78%	18.98%	Baa2	NA
Angola	7.08%	14.11%	9.51%	25.00%	B3	7.82%
Antigua & Barbuda	10.54%	18.75%	18.75%	27.25%	NR	NA
Argentina	13.07%	22.15%	17.55%	35.00%	Ca	46.19%
Armenia	3.92%	9.86%	5.26%	18.00%	Ba3	NA
Aruba	2.07%	7.38%	2.78%	25.00%	Baa2	NA
Australia	0.00%	4.60%	0.00%	30.00%	Aaa	0.26%
Austria	0.44%	5.18%	0.58%	24.00%	Aa1	0.27%
Azerbaijan	2.73%	8.26%	3.66%	20.00%	Ba1	NA
Bahamas	4.90%	11.18%	6.58%	0.00%	B1	NA
Bahrain	5.99%	12.64%	8.04%	0.00%	B2	2.74%
Bangladesh	4.90%	11.18%	6.58%	30.00%	B1	NA
Barbados	7.08%	14.11%	9.51%	5.50%	B3	NA
Belarus	17.50%	28.09%	23.49%	18.00%	C	NA
Belgium	0.65%	5.48%	0.88%	25.00%	Aa3	0.33%
Belize	9.81%	17.77%	13.17%	28.53%	Caa2	NA
Benin	4.90%	11.18%	6.58%	30.00%	B1	NA
Bermuda	0.92%	5.84%	1.24%	0.00%	A2	NA
Bolivia	8.17%	15.57%	10.97%	25.00%	Caa1	NA
Bosnia and Herzegovina	7.08%	14.11%	9.51%	10.00%	B3	NA
Botswana	1.31%	6.35%	1.75%	22.00%	A3	NA
Brazil	3.28%	9.00%	4.40%	34.00%	Ba2	2.39%

Fonte: Aswath DAMODARAN, 2024

Apêndice B – Beta para o setor de saúde global

Industry Name	Number of firms	Beta	D/E Ratio	Effective Tax rate	Unlevered beta	Cash/Firm value	Unlevered beta corrected for cash	HiLo Risk	Standard deviation of equity	in operating income (last 10 years)
Food Wholesalers	14	0.97	44.63%	15.90%	0.72	1.57%	0.74	0.4094	27.30%	29.49%
Furn/Home Furnishings	31	1.11	47.55%	13.94%	0.82	5.24%	0.86	0.4512	46.65%	23.42%
Green & Renewable Energy	17	1.11	141.41%	4.39%	0.54	3.42%	0.56	0.6005	57.34%	49.86%
Healthcare Products	230	1.06	12.66%	4.81%	0.97	3.53%	1.01	0.5730	52.21%	32.96%
Healthcare Support Services	119	1.03	26.86%	8.08%	0.86	8.60%	0.94	0.5223	49.53%	26.95%
Healthcare Information and Technol	128	1.27	16.07%	3.11%	1.14	4.20%	1.19	0.5607	54.15%	50.83%
Homebuilding	32	1.37	16.42%	17.22%	1.22	9.92%	1.35	0.4785	32.31%	75.83%
Hospitals/Healthcare Facilities	32	0.88	79.74%	6.86%	0.55	1.71%	0.56	0.5809	46.33%	17.04%

Fonte: Aswath DAMODARAN, 2024

Apêndice C – Taxa DI com vencimento para 1.200 dias corridos

Dias Corridos	252 ⁽²⁾⁽⁴⁾
1200	13,28%

Fonte: B3, 2024