



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO E SISTEMAS
CURSO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO MECÂNICA

Victor Adriano Carvalho Ferreira

**Aplicação do Método do Fluxo de Caixa Descontado na Rede D'Or São Luiz
S.A**

Florianópolis
2024

Victor Adriano Carvalho Ferreira

**Aplicação do Método do Fluxo de Caixa Descontado na Rede D'Or São Luiz
S.A**

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao curso de Engenharia de Produção Mecânica da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Engenharia Mecânica, com habilitação em Engenharia de Produção.

Orientador(a): Prof. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr.

Florianópolis

2024

FERREIRA, VICTOR ADRIANO CARVALHO Aplicação do Método do Fluxo de Caixa Descontado na Rede D'Or São Luiz S.A / VICTOR ADRIANO CARVALHO FERREIRA ; orientador, MARCO ANTÔNIO DE OLIVEIRA VIEIRA GOULART, 2024. 124 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico, Graduação em Engenharia de Produção Mecânica, Florianópolis, 2024.

Inclui referências.

1. Engenharia de Produção Mecânica. 2. Método do Fluxo de Caixa Descontado. I. GOULART, MARCO ANTÔNIO DE OLIVEIRA VIEIRA. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em Engenharia de Produção Mecânica. III. Título.

Victor Adriano Carvalho Ferreira

**Aplicação do Método do Fluxo de Caixa Descontado na Rede D'Or São Luiz
S.A.**

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do título de Engenheiro Mecânico com Habilitação em Produção e aprovado em sua forma final pelo Curso Engenharia de Produção Mecânica.

Florianópolis, 17 de dezembro de 2024.

Insira neste espaço
a assinatura

Coordenação do Curso

Banca examinadora

Insira neste espaço
a assinatura

Prof. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr.
Orientador(a)

Insira neste espaço
a assinatura

Prof. Javier Gutierrez Castro
Banca Examinadora - UFSC

Insira neste espaço
a assinatura

Eng. Felipe Carvalho Siqueira
Banca Examinadora - Externo

Florianópolis - SC, 2024.

AGRADECIMENTOS

Dedico este agradecimento especialmente à minha família, por todo o carinho e suporte que me forneceram ao longo desta jornada e que continuam a me dedicar diariamente. Destes, em particular à minha avó Iracema e ao meu falecido avô Haroldo, que puderam me acompanhar de perto e de quem tento replicar o carinho e o capricho.

Aos amigos e colegas que participaram desta longa jornada, de esforços, abdições e aprendizados. Assim como pelo companheirismo e pelas experiências compartilhadas.

Aos colegas de profissão, cuja experiência e ensinamentos foram imprescindíveis para o desenvolvimento deste projeto.

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo avaliar o valor econômico da Rede D'Or São Luiz S.A., utilizando o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), com uma abordagem objetiva e estruturada, que possa ser utilizada como ferramenta de suporte à tomada de decisões estratégicas e de investimento. O estudo contextualiza o setor de saúde privada no Brasil, destacando as dinâmicas de mercado, desafios e oportunidades, e analisa estrategicamente o modelo de negócio e as vantagens competitivas da Rede D'Or. As premissas econômicas necessárias para a projeção financeira foram fundamentadas nessa análise setorial e empresarial. Adicionalmente, o trabalho aplica uma análise relativa, comparando a empresa com pares do mercado, e correlaciona os resultados dessa análise com os obtidos pelo FCD. Os resultados apontam para a solidez econômica da Rede D'Or, reforçando sua posição de liderança no mercado hospitalar privado brasileiro, e demonstram a aplicabilidade do FCD como uma ferramenta robusta para avaliações econômico-financeiras.

Palavras-chave: Avaliação de empresas, Fluxo de Caixa Descontado, valor econômico, setor de saúde privado, Análise Financeira, Análise Setorial.

ABSTRACT

This study aims to assess the economic value of Rede D'Or São Luiz S.A. using the Discounted Cash Flow (DCF) method, adopting an objective and structured approach that can serve as a tool to support strategic and investment decision-making. The study contextualizes the private healthcare sector in Brazil, highlighting market dynamics, challenges, and opportunities, and strategically analyzes Rede D'Or's business model and competitive advantages. The economic assumptions required for the financial projection were based on this sectoral and corporate analysis. Additionally, the study applies a relative valuation, comparing the company to market peers and correlating the results with those obtained through the DCF method. The findings point to the economic solidity of Rede D'Or, reinforcing its leadership position in the Brazilian private hospital market and demonstrating the applicability of the DCF method as a robust tool for economic-financial evaluations.

Keywords: Business valuation, Discounted Cash Flow, economic value, private healthcare sector, Financial Analysis, Sector Analysis.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Principais Múltiplos de Avaliação Relativa	24
Quadro 2 - Estrutura do Balanço Patrimonial	30
Quadro 3 - Estrutura de um DRE	32
Quadro 4 - Estrutura de um DFC - Método Direto	33
Quadro 5 - Estrutura de um DFC - Método Indireto	34
Quadro 6 - Matriz SWOT	42
Quadro 7 - Fluxograma da Metodologia de Trabalho	44
Quadro 8 - Principais dados utilizados do modelo	44
Quadro 9 - Fluxograma de construção da projeção patrimonial do modelo financeiro construído	102

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Distribuição Nacional dos Hospitais da Companhia.	46
Tabela 2 - Participação de mercado da Rede D'Or nos estados em que atua	48
Tabela 3 - Principais seguradoras no setor de saúde e odontologia	50
Tabela 4 - Estrutura Societária Rede D'Or em 31 de dezembro de 2023	51
Tabela 5 - Gastos brasileiros com saúde por faixa de idade	61
Tabela 6 - Dados Macroeconômicos utilizados	95
Tabela 7 - Equity Risk Premium	105
Tabela 8 - Beta by Sector	105
Tabela 9 - Custo de Capital Próprio Rede D'Or	106
Tabela 10 - Custo Médio Ponderado de Capital Rede D'Or	109
Tabela 11 - Valor de Firma da Rede D'Or	110
Tabela 12 - Valor do Equity Rede D'Or	110
Tabela 13 - Análise de Sensibilidade - WACC x Crescimento na perpetuidade	112
Tabela 14 - Análise de Sensibilidade - Expansão de Leitos x Sinistralidade média	114
Tabela 15 - Análise de múltiplos RDOR3 versus pares de mercado	115

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Despesas com Saúde pelas famílias e pelo governo, em % do PIB	55
Gráfico 2 - Estrutura econômica do mercado de saúde no Brasil	56
Gráfico 3 - Cobertura assistencial e tipo de contratação de planos de saúde	56
Gráfico 4 - Evolução dos beneficiários de planos de saúde e despesa assistencial no setor privado	57
Gráfico 5 - Série histórica do total de hospitais (2010-2022)	58
Gráfico 6 - Série histórica de hospitais no Brasil, por natureza jurídica	58
Gráfico 7 - Série histórica de leitos hospitalares no Brasil, por natureza jurídica	59
Gráfico 8 - Expectativa de público trabalhador vs. aposentados pela projeção da pirâmide etária Brasileira	60
Gráfico 9 - Gastos da população brasileira com saúde por faixa de idade, 2014, em US\$ anual per capita	61
Gráfico 10 - Densidade de leitos por 1.000 habitantes nas principais economias globais em 2019	62
Gráfico 11 - Acreditações Hospitalares da Rede D'Or	65
Gráficos 12 - Índices do % de complicações médicas em internações Rede D'Or versus hospitais da ANAHP (2017-2023)	66
Gráfico 13 - Inflação média medida pela Variação do Consumo Médico Hospitalar (VCMH/IESS) vs. reajuste permitido aos planos de saúde pela ANS	69
Gráfico 14 - Sinistralidade média individual (Amil, Bradesco e Sula)	70
Gráfico 15 - Receita Líquida por segmento de atuação (em R\$ bilhões)	79
Gráfico 16.a - Número de hospitais próprios em operação e leitos operacionais ao fim de cada período	81
Gráfico 16.b - Número de pacientes atendidos e taxa média de ocupação de leitos	81
Gráfico 17 - Números de beneficiários dos serviços de seguros	82
Gráfico 18 - Estrutura de custos totais da companhia	83
Gráfico 19 - Custos indiretos sobre a Receita Líquida (ex-CPV Serviços Hospitalares e Sinistros).	83
Gráfico 20 - Principais custos relacionados à serviços hospitalares	84
Gráfico 21 - Sinistralidade Sul América	85
Gráfico 22 -Análise de margens resultado consolidado Rede D'Or	86
Gráfico 23 - Margem EBITDA Rede D'Or	87
Gráfico 24 - Lucro Líquido consolidado Rede D'Or - Resultados combinados a partir de 2023	87
Gráfico 25 - Comparação do ROIC vs CDI acumulado no período	88
Gráfico 26 - Dívida Líquida Rede D'Or	89
Gráfico 27 - Perfil de vencimento da dívida	90
Gráfico 28 - Receita Líquida versus pares de mercado	91
Gráfico 29 - Margem EBITDA versus pares de mercado	92
Gráfico 30 - Margem Líquida versus pares de mercado	92
Gráfico 31 - Dívida Líquida/EBITDA versus pares de mercado	93
Gráfico 32 - Projeção da evolução do número de leitos Rede	97

Gráfico 33 - Projeção da evolução do número de leitos Rede D'Or	98
Gráfico 34 - Projeção da Receita Líquida com Serviços Hospitalares Rede D'Or	99
Gráfico 35 - Projeção da expansão das operações de seguros Rede D'Or	100
Gráfico 36 - Projeção da expansão das operações de seguros Rede D'Or	101
Gráfico 37 - 10Y Treasury - Histórico de negociação	104
Gráfico 38 - Custo médio de dívidas CDI+ Rede D'Or	107
Gráfico 39 - Abertura da curva de juros em 2024	113
Gráfico 40 - Comparação da avaliação de múltiplos e do fluxo de caixa descontado	116

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	16
1.1 JUSTIFICATIVA	17
1.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	17
1.3 OBJETIVOS	17
1.3.1 Objetivos Gerais	18
1.3.2 Objetivos Específicos	18
1.3.3 Estrutura do Trabalho	18
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	19
2.1 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	19
2.2 MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	19
2.2.1 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado	20
2.2.1.1 Fluxo de Caixa para o Acionista e Fluxo de Caixa Para a Firma	21
2.2.1.2 Valor Residual	23
2.2.2 Avaliação Relativa	24
2.2.3 Avaliação Patrimonial	25
2.3 CUSTO DE CAPITAL	26
2.3.1 Custo de Capital Próprio	26
2.3.2 Custo de Capital de Terceiros	28
2.3.3 Custo Médio Ponderado de Capital - WACC	29
2.4 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	30
2.4.1 Balanço Patrimonial	30
2.4.2 Demonstrativo do Resultado do Exercício	31
2.4.3 Demonstração do Fluxo de Caixa	32
2.5 INDICADORES FINANCEIROS	35
2.5.1 Indicadores de Margens	35
2.5.2 Indicador de Liquidez	36
2.5.3 Indicadores de Endividamento	36
2.5.4 Indicadores de Atividade	37
2.5.5 Indicadores de Retorno	39
2.6 ANÁLISES ESTRATÉGICAS	40
2.6.1 Análise do Modelo de Negócio	40
2.6.2 Análise Setorial	40
2.6.3 Análise Competitiva	41
3 METODOLOGIA	43
4 A REDE D'OR SÃO LUIZ S.A	45
4.1.1.1 AQUISIÇÕES DE UNIDADES HOSPITALARES	48
4.1.1.2 A FUSÃO COM A SULAMÉRICA	49
4.2 ESTRUTURA SOCIETÁRIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA	51
4.2.1 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DIRETORIA DA REDE D'OR	52
5 ANÁLISE ESTRATÉGICA DA REDE D'OR SÃO LUIZ	54
5.1 ANÁLISE SETORIAL	54
5.2 DINÂMICA DE COMPETITIVIDADE	63

5.3 VANTAGENS COMPETITIVAS	63
5.4 RISCOS	67
5.5 FORÇAS DE PORTER	71
5.5.1 Ameaças de novos entrantes	71
5.5.2 Rivalidade entre concorrentes	72
5.5.3 Poder de barganha dos fornecedores	73
5.5.4 Poder de barganha dos clientes	73
5.5.5 Produtos substitutos	74
5.5.6 Conclusão das Forças de Porter	74
5.6 MATRIZ SWOT	75
5.6.1 Forças	75
5.6.2 Fraquezas	76
5.6.3 Oportunidades	77
5.6.4 Ameaças	77
6 ANÁLISE FINANCEIRA DA REDE D'OR	79
6.1 ANÁLISE DA RECEITA	79
6.2 ANÁLISE DE CUSTOS E DESPESAS	82
6.3 ANÁLISE DE LUCRATIVIDADE	85
6.4 ANÁLISE DA RENTABILIDADE	88
6.7 CONCLUSÃO DA ANÁLISE FINANCEIRA	93
7 VALUATION	94
7.1 PREMISSAS MACROECONÔMICAS	95
7.2 PROJEÇÃO DA RECEITA	96
7.2.1 Projeção das Receitas com Serviços Hospitalares	96
7.2.2 Projeção das Receitas com Serviços Hospitalares	99
7.3 PROJEÇÃO DOS CUSTOS E DESPESAS	100
7.4 PREMISSAS DE PROJEÇÃO PATRIMONIAL	102
7.5 CUSTO DE CAPITAL	103
7.5.1 Custo do Capital Próprio	103
7.5.2 Custo do Capital de Terceiros	107
7.5.3 Cálculo do WACC	109
7.6 VALOR DA FIRMA E DO EQUITY	110
7.7 SIMULAÇÃO E CENÁRIOS	112
7.7.1 Análise de Sensibilidade WACC e Perpetuidade	112
7.7.2 Premissas de aumento do número de leitos e	114
7.8 ANÁLISE POR MÚLTIPLOS	115
8 CONSIDERAÇÕES FINAIS	116
9 REFERÊNCIAS	120
10 ANEXO - MODELAGEM FINANCEIRA	126

1. INTRODUÇÃO

Entender o conceito, e saber determinar o valor justo de uma empresa é uma tarefa cotidiana dentro do mercado de capitais. Seja para um pequeno investidor que tenha o objetivo de adquirir participação em uma empresa, para instituições financeiras que desejam alocar recursos ou então intermediários que pretendam auxiliar na estruturação de operações financeiras, saber como encontrar um valor justo para a companhia é uma ferramenta essencial para a tomada de decisão. Segundo Damodaran (2012), todo e qualquer ativo detém um valor, cabe ao investidor assimilar, não apenas qual é este valor em si, mas quais são as fontes deste valor.

Uma boa decisão de investimento consiste em encontrar ativos no mercado, que na análise do investidor estejam sendo sub precificados, oferecendo assim uma oportunidade de serem comprados a um preço menor que o "valor justo" calculado para determinado ativo. Neste processo de estimativa de um valor justo de uma empresa, o método do Fluxo de Caixa Descontado é uma das ferramentas mais utilizadas, tanto por instituições financeiras como investidores independentes na tomada de decisão.

Este processo de avaliação, também chamado de *valuation* no inglês, busca analisar a situação atual da empresa e do cenário econômico que ela se encontra, para a partir disso formular hipóteses e simulações de cenários para o futuro a fim de encontrar um preço justo de negociação para a companhia.

Neste processo, podemos encontrar uma série de relações com conceitos chave da engenharia econômica, enquadrada pela ABEPRO (Associação Brasileira de Engenharia de Produção) como uma das 10 subáreas da engenharia de produção. Além de conceitos importantes de matemática financeira, como técnicas de Valor Presente Líquido (VPL), Taxas Internas de Retorno (TIR) e Payback, o processo de valuation permeia ainda por competências de engenharia de custos, incluindo uma análise de custos de capital, custos operacionais, custos fixos e variáveis. Além de diversos outros conceitos de análise de processos para uma avaliação de qualidade de gestão à frente de cada empresa.

Dessa maneira, o valuation oferece recursos essenciais para a gestão operacional e estratégica de uma empresa, os métodos de avaliação de empresas

possuem um papel fundamental em diversas áreas, como finanças corporativas, fusões e aquisições e gestão de portfólio (DAMODARAN, 2012).

1.1 JUSTIFICATIVA

O mercado de capitais desempenha um papel vital na economia global. Do lado das empresas, permite que essas tenham acesso à capital para expansões e inovações, oferecendo serviços e produtos com maior qualidade, consequentemente gerando empregos e impulsionando o crescimento econômico e a geração de valor para a sociedade. Do lado dos investidores, oferece uma oportunidade de alocação de patrimônio, que para aqueles que têm acesso ao mercado e sabem usá-lo ao seu favor, acaba se tornando uma ferramenta poderosa para garantir uma maior qualidade de vida no futuro.

A motivação sobre focar o estudo na Rede D'Or São Luiz S.A se dá pelo objetivo de analisar o setor de saúde privada brasileiro, que ganha relevância especialmente diante dos desafios enfrentados no sistema público de saúde. Com o crescente déficit na capacidade de atendimento, e a demanda por serviços de qualidade, empresas do ramo hospitalar assumem um papel crucial na oferta de serviços médicos acessíveis e eficientes. Analisando dados do setor divulgados pelo Instituto Brasileiros de Geografia e Estatística (IBGE) antes da pandemia, de 2010 a 2019 os gastos com consumo de bens e serviços de saúde no Brasil passaram de 8,0% do PIB para 9,6% em 2019. Destes, os gastos a cargo do setor público mantiveram-se praticamente estagnados, subindo de 3,6% para 3,8% do PIB apenas, enquanto os gastos realizados pelas famílias ou instituições privadas aumentaram de 4,4% para 5,8% do PIB no mesmo período.

1.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

M

1.3 OBJETIVOS

Para este trabalho, foi determinado além de um objetivo geral, objetivos específicos que servirão de suporte para o principal.

1.3.1 Objetivos Gerais

Avaliar a empresa Rede D'or São Luiz SA através da determinação do valor econômico da empresa a partir da análise de Fluxo de Caixa Descontado

1.3.2 Objetivos Específicos

- A.** Analisar o setor de saúde e hospitalar no qual a Rede D'or São Luiz SA está inserida
- B.** Realizar a análise do perfil estratégico e posicionamento competitivo da companhia, abordando seu modelo de negócio, suas fontes de valor e vantagens competitivas
- C.** Fazer projeções futuras dos resultados financeiros da companhia, baseando-se em premissas financeiras e econômicas.
- D.** Apresentar o valor da Rede D'or São Luiz SA a partir do método do Fluxo de Caixa Descontado e de métodos relativos como a Análise de Múltiplos

1.3.3 Estrutura do Trabalho

Com o intuito de alcançar os objetivos geral e específicos, este estudo está estruturado em oito capítulos. O primeiro introduz o tema e motivação da pesquisa, apresentando os objetivos do trabalho e esta estrutura, enquanto o segundo apresenta a fundamentação teórica utilizada no desenvolvimento do trabalho, apresentando as principais características dos demonstrativos e indicadores financeiros utilizados na análise financeira da empresa, assim como ferramentas para análise estratégica e do modelo de negócio da companhia. O terceiro capítulo traz a metodologia utilizada na formulação da pesquisa, enquanto dos capítulos quatro a sete é feita a descrição detalhada da empresa e do seu setor de atuação, bem como a aplicação das ferramentas escolhidas para a análise financeira da empresa. Por fim, no oitavo e último capítulo são feitas considerações finais sobre o estudo.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo serão abordados os principais elementos da fundamentação teórica utilizada para a compreensão dos conceitos relacionados à avaliação de empresas e análise financeira utilizados para o desenvolvimento deste trabalho.

2.1 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Quando se trata do processo de aquisição de bens reais da economia, como um objeto qualquer, é comum que mesmo de maneira inconsciente os consumidores façam uma reflexão que os leve a determinar se aquela seria uma compra "cara" ou "barata", e conseqüentemente vantajosa ou não. Essa percepção está associada com uma comparação entre preço e o valor de um bem.

Enquanto o preço de um bem reflete exclusivamente uma quantia monetária associada para a aquisição de um produto, o valor transcende esse aspecto e incorpora uma percepção subjetiva do consumidor sobre esses benefícios recebidos.

Na avaliação de bens financeiros, como ações de empresas, apesar de ser levemente mais complexa e menos instantânea essa mesma distinção pode ser feita, segundo Póvoa (2012, p. 13) "o conceito de "valor" é, por definição, subjetivo, podendo diferir radicalmente em cada processo de valoração, de acordo com o tipo de ativo analisado e as preferências de risco do comprador. Já "preço" consiste em referência objetiva, representado simplesmente pelo ponto de encontro entre oferta e demanda por um bem ou serviço em determinado momento do tempo".

O processo de valoração mencionado, comumente conhecido como *valuation*, busca solucionar o problema por meio da aplicação de teorias específicas ou da combinação de mais de uma. É importante destacar que cada método possui suas próprias limitações, vantagens e desvantagens, e apesar de fornecerem uma avaliação razoável não apresentam uma resposta exata e definitiva.

2.2 MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Damodaran (2007) considera que de maneira geral existem quatro principais abordagens para estimar o valor de uma empresa. São eles:

- A. Avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado, que define o valor da empresa como o valor presente dos fluxos de caixa que essa empresa deve gerar no futuro.
- B. Avaliação Relativa, que busca estimar o valor de uma empresa a partir de uma análise comparativa direta com empresas semelhantes, a partir de variáveis em comum.
- C. Avaliação Patrimonial, que define o valor de uma empresa com base na diferença entre seus ativos e passivos exigíveis.
- D. Avaliação por Direitos Contingentes, frequentemente utilizado em situações em que existem contingências legais, regulatórias, contratuais ou outros eventos que podem ter um impacto significativo no valor, a estimativa é calculada a partir de modelos de precificação de opções, estimando o valor a partir de ativos análogos à opções de compra, como garantias, patentes, etc.

Com exceção do último método, que é mais complexo e especulativo, além de ser aplicável em situações muito específicas, os três primeiros serão abordados a seguir.

2.2.1 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

O método do fluxo de caixa é a base em cima da qual a maioria dos outros modelos é construída, e por isso a maioria dos *valuations* do mercado financeiro são feitas utilizando esse método (DAMODARAN, 2012).

Esta técnica tem como base a regra do valor presente da matemática financeira, e determina que o valor do ativo deve ser igual a soma dos fluxos de caixa futuros de uma empresa trazidos a valor presente por uma taxa de desconto, a partir Equação 1 a seguir:

$$VPL = \sum_{t=1}^n \frac{FC(t)}{(1+k)^t} \quad (1)$$

Onde:

VPL = Valor presente líquido do ativo;

FC(t) = Fluxo de caixa no período t;

n = Período de vida útil do ativo

k = Taxa de desconto

Os fluxos de caixa utilizados no cálculo podem variar de acordo com o modelo matemático utilizado, sendo mais comumente utilizado o fluxo de caixa livre, que mais tarde será aprofundado nas suas duas principais formas, Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF) e Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE).

Ambos os modelos começam de forma semelhante, exigindo um processo de modelagem financeira para projetar os fluxos de caixa futuros da empresa. Isso envolve estabelecer premissas que permitam prever o comportamento das principais linhas dos balanços financeiros, como receitas e custos. Adicionado à esse valor, como as empresas apresentam vida útil indeterminada e espera-se que suas atividades sigam indefinidamente, são projetados os fluxos de caixa até um determinado período previsível (normalmente entre 5 e 10 anos, a depender principalmente das características do modelo de negócio), e no fim acrescidos de um valor residual, que será melhor abordado na seção 2.3.1.3, mas que segundo Damodaran é dado pela Equação 2:

$$\text{Valor de Firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Fluxos de Caixa esperados}}{(1+k)^t} + \frac{\text{Valor Residual}}{(1+k)^n} \quad (2)$$

Onde:

t = Cada período de tempo;

n = Período final de projeção

k = Taxa de desconto

2.2.1.1 Fluxo de Caixa para o Acionista e Fluxo de Caixa Para a Firma

Antes de aprofundar a discussão sobre as projeções dos fluxos de caixa futuros é importante destacar que de maneira geral o fluxo de caixa pode ser

considerado de duas formas distintas, como o Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF do inglês *free cash flow to firm*) ou Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE do inglês *free cash flow to equity*). Quando, além do patrimônio líquido a empresa possui ainda dívidas ou créditos com terceiros, pode-se dizer que a companhia é formada tanto pelo capital dos acionistas quanto pelo capital dos credores. Essas duas figuras são remuneradas de maneira distinta ao longo da apuração de resultados de uma empresa, enquanto os credores têm prioridade no recebimento do seu capital, os acionistas têm direito apenas ao saldo restante após o pagamento de todas as obrigações financeiras.

O Fluxo de Caixa para o Acionista contempla apenas o que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído para os detentores do capital próprio, após o pagamento de juros para os credores (PÓVOA, 2012).

De acordo com Serra e Wickert (2019), o fluxo de caixa da firma pode ser obtido a partir do lucro operacional (EBIT), representado pela Equação 3 a seguir:

$$FCFF = EBIT(1 - IR) + D\&A - CAPEX - \Delta CapGiro \quad (3)$$

Onde:

FCFF = Fluxo de caixa livre para a firma;

EBIT = Lucro antes de juros e imposto de renda;

IR = Alíquota do Imposto de Renda em %;

D&A = Depreciação e Amortização;

Capex = Investimento em imobilizado e intangíveis;

$\Delta CapGiro$ = Variação no capital de giro.

Enquanto o fluxo de caixa do acionista pode ser calculado a partir do lucro líquido por meio da Equação 4.

$$FCFE = LL + D\&A + \Delta Endividamento - CAPEX - \Delta CapGiro \quad (4)$$

Onde:

FCFE = Fluxo de caixa livre para o acionista;

LL = Lucro Líquido;

Δ Endividamento = (+) aumento ou (-) redução das dívidas.

Outra mudança significativa de aplicação dos dois métodos é na taxa de desconto aplicada. Ambas serão abordadas no tópico 2.3, mas de maneira resumida o FCFE é trazido a valor presente por uma taxa que represente o custo de capital do acionista, enquanto para o FCFF é considerado uma taxa que represente a média ponderada entre os custos de capital do acionista e do capital de terceiros.

2.2.1.2 Valor Residual

Como abordado anteriormente, a modelagem financeira é uma arte que consiste em fazer previsões de resultados futuros a partir de inferências e premissas assumidas no presente.

Embora de fato essa seja uma ciência efetiva e que com uma boa análise do modelo de negócio e do contexto que a empresa está inserida seja possível estimar com razoável grau de confiança um certo período de tempo futuro, é importante destacar que o futuro é incerto e qualquer premissa assumida, por mais bem embasada que seja, sempre possuirá um grau de incerteza implícito, que cresce exponencialmente em função do período de projeção.

Em função disso, são considerados um número restrito de projeções futuras dos fluxos de caixa, que podem variar de acordo com características do modelo de negócio, comumente variando entre 5 e 10 anos. Essa faixa de tempo é determinada pela previsibilidade e maturidade do modelo de negócios da empresa. Para empresas com alto crescimento ou operações mais incertas, o período de projeção tende a ser mais curto, já que o futuro é mais difícil de estimar com precisão. Por outro lado, negócios mais maduros ou com fluxos de caixa mais estáveis, como aqueles em concessões públicas ou setores altamente consolidados, podem justificar projeções mais longas, uma vez que suas operações são mais previsíveis e o risco é menor.

Vale destacar que além do período de projeção explícita dos resultados, no final da projeção pode assumir-se ainda um crescimento no longo prazo, o que gera o valor residual de perpetuidade, refletindo a expectativa de continuidade das operações da empresa, quando aplicável.

Portanto, a fim de avaliar o valor de uma organização em sua continuidade, assume-se um limite nas estimativas do fluxo de caixa do modelo de avaliação e, em seguida, adota-se uma taxa constante de crescimento para a perpetuidade (DAMODARAN, 2012; SERRA e WICKERT, 2019), definido como valor residual e calculado pela Equação 5:

$$\text{Valor Residual} = \frac{FC(n+1)}{k-g} = \frac{FC(n)(1+g)}{k-g} \quad (5)$$

Onde:

FC(n) = Fluxo de caixa no período anterior à perpetuidade (último projetado)

g = Taxa de crescimento na perpetuidade

k = Taxa de desconto na perpetuidade

Apesar de comumente representar na média cerca de 60% do valor final de uma companhia, paradoxalmente é a premissa mais relegada a segundo plano pelos analistas.

2.2.2 Avaliação Relativa

Apesar de o mercado de maneira geral focar em métodos de fluxo de caixa descontado para avaliação de empresas, os modelos se escoram em boa parte nos modelos de valuation relativos. O valor da maioria dos ativos, da casa que compramos à empresas que investimos, podem ser razoavelmente aproximados em ativos similares sendo negociados no mercado (DAMODARAN, 2012).

Uma forma de fazer essa análise comparativa é através da comparação de indicadores da empresa sendo avaliada com a de seus pares no mercado. Sendo os mais utilizados apresentados no Quadro 1 a seguir:

Quadro 1 - Principais Múltiplos de Avaliação Relativa

INDICADOR	FÓRMULA DE CÁLCULO
P/L	Preço/Lucro por Ação
P/VP	Preço/Valor Patrimonial por Ação
EV/EBITDA	Valor de Firma / EBITDA

Elaboração Própria

Na análise relativa de empresas, os múltiplos de referência, como o P/L, P/VP e EV/EBITDA, detalhados a seguir, são utilizados para comparar os múltiplos de negociação de uma companhia em relação a outras do mesmo setor ou mercado.

- A. O P/L (Preço/Lucro) indica quanto os investidores estão dispostos a pagar por unidade de lucro, sendo útil para avaliar se a empresa está sobrevalorizada ou subvalorizada em relação ao seu lucro.
- B. O P/VP (Preço/Valor Patrimonial) relaciona o preço de mercado da ação ao seu valor patrimonial, ajudando a determinar se a ação está sendo negociada a um preço superior ou inferior ao valor contábil dos seus ativos líquidos.
- C. Já o EV/EBITDA (Valor da Empresa/EBITDA), ao comparar o valor da empresa com o seu lucro operacional antes de juros, impostos, depreciação e amortização, permite avaliar a capacidade aproximada da empresa em gerar resultado operacional, sendo particularmente relevante em setores com grande variação no endividamento.

Os principais parâmetros que influenciam os múltiplos são as perspectivas de crescimento e de risco do ativo. Patamares mais altos dos indicadores indicam que o mercado está disposto a pagar mais pelo direito aos lucros da empresa, normalmente embutindo uma expectativa de crescimento futuro dos resultados ou de um maior apetite a risco, assim como patamares menores podem indicar uma menor expectativa de crescimento ou então incertezas e aversão à risco.

2.2.3 Avaliação Patrimonial

A avaliação patrimonial leva em consideração o valor contábil do Patrimônio Líquido da empresa em seus balanços patrimoniais. Segundo Assaf Neto (2014), uma limitação relevante é que os ativos e passivos exigíveis não são considerados pelos valores de mercado, e sim pelos valores contábeis. Sendo assim, o valor patrimonial de uma empresa pode divergir significativamente do valor intrínseco dessa, para mais ou para menos, pois não leva em consideração aspectos

mercadológicos e intangíveis do modelo de negócio ou perspectivas futuras de crescimento da empresa.

2.3 CUSTO DE CAPITAL

O custo de capital de uma empresa pode ser analisado como um fator composto por dois elementos, o custo de capital dos credores e dos acionistas. A necessidade de analisar o custo de capital da empresa de forma composta, se dá ao fato de que as operações da companhia podem ser financiadas tanto pelos acionistas como pelos credores, porém apesar de ambas as partes esperarem ser recompensadas pelo custo de oportunidade de aplicarem seu capital no investimento, estas estão expostos a riscos diferentes, que devem ser considerados na análise do custo de capital de cada uma das partes (ASSAF NETO, 2014).

Segundo Serra e Wickert (2019, p. 47), “Para empresas com acesso ao mercado de capitais, em uma situação de equilíbrio, o custo de capital dos acionistas é o maior dos dois e o custo de capital dos credores é o menor”.

2.3.1 Custo de Capital Próprio

O custo de capital próprio, ou custo de capital do acionista, representa o retorno exigido pelos investidores para fornecer financiamento a uma empresa e deve refletir o risco percebido pelos acionistas ao investir seu capital. Segundo Assaf (2008), é a medida que apresenta o maior grau de dificuldade de determinação, principalmente em razão de não existir uma maneira explícita de indagar diretamente ao acionista qual a taxa mínima de remuneração desejada para aplicação de seus fundos na empresa.

Apesar de poder haver uma subjetividade na definição do prêmio de risco requerido pelo investidor, que pode ter um apetite por risco maior ou menor, uma metodologia que busca tornar o cálculo mais objetivo é a do (*Capital Asset Pricing Model* ou Modelo de Precificação de Ativos Financeiros). O CAPM afirma que o retorno esperado sobre um ativo está relacionado ao seu risco medido por beta (STOWE et al., 2006) e pode ser calculado pela Equação 6:

$$ER_i = R_f + \beta_i \cdot (ER_m - R_f) \quad (6)$$

Onde:

ER_i = Retorno Esperado do Investimento (*Expected Return of Investment*)

O modelo define como custo de capital ideal uma taxa livre de risco acrescido do prêmio de risco médio do mercado, corrigido pela volatilidade implícita do ativo em relação ao mercado.

R_f = Taxa Livre de Risco (*Risk-free rate*)

β_i = Beta do Ativo

A taxa livre de risco é considerada o ativo com menor risco e não há a incerteza do valor no recebimento (NETO, 2017). Apesar de poder levar a uma discussão mais profunda, o mais comum é utilizar as taxas oferecidas em títulos públicos de longo prazo, ou de prazo equivalente ao investimento em questão. Em alguns casos onde os títulos públicos tenham baixa credibilidade, ou em economias com um histórico inflacionário, podem ser utilizadas taxas oferecidas pelas *treasury bonds* americanas, nesse caso sendo necessária a correção incremental de risco da moeda em que será feito o investimento.

O beta é a medida de sensibilidade do ativo em relação ao mercado, representando o risco sistemático do ativo em comparação com o mercado como um todo. Um β igual a 1 indica que o ativo possui historicamente uma volatilidade correlacionada com o mercado.

ER_m = Retorno Esperado do Mercado (*Expected Return of Market*)

O ER_m indica o retorno esperado do mercado, que pode ser calculado como o retorno médio histórico sobre ativos equivalentes, incorporando

implicitamente o risco percebido pelo mercado em relação à taxa livre de risco, expresso em uma taxa percentual.

O CAPM afirma, portanto, que o retorno esperado de um ativo, dado o seu beta, é a taxa livre de risco mais um prêmio de risco igual a beta vezes o prêmio de risco do mercado (STOWE et al., 2006).

Além do método do CAPM para definição do custo de capital do acionista, este também pode ser calculado de maneira arbitrária como uma taxa livre de risco acrescida de um prêmio de risco relativo de cada investidor, conforme definido pela Equação 7. Trabalhos como o de Damodaran - *Equity Risk-Premium* aprofundam a discussão sobre o tema, que pode ser influenciada por aspectos de risco individuais de cada investidor e do cenário macroeconômico.

$$K_d = R_f + \text{Spread de risco da empresa} + R_p \quad (7)$$

Onde:

K_d = Custo de capital Próprio

R_f = Raxa de retorno livre de risco

R_p = Risco-País

2.3.2 Custo de Capital de Terceiros

O custo da dívida, equivale ao custo atual que uma empresa incorre ao obter empréstimos e financiamentos no mercado (NETO, 2017, p. 95). Podendo ser calculado como o custo médio das dívidas e financiamentos assumidos pela empresa e ser analisado de maneira simples identificando as despesas financeiras da empresa sobre a posição de dívida. O custo de capital de terceiros por sua vez utiliza o custo da dívida como base de cálculo, considerando um ajuste sobre o benefício contábil existente ao tomar dívida no mercado conforme apresentado na Equação 8 a seguir:

$$\text{Custo de Cap. de Terceiros} = \text{Custo da Dívida} \times (1 - \text{Alíquota de Imposto}) \quad (8)$$

Além de ser utilizado para o cálculo da taxa de desconto em si, o custo da dívida também pode ser um parâmetro de análise para o modelo de negócio em si. Indicando a facilidade de acesso à crédito que a empresa possui, e o risco implícito na empresa por parte de seus credores.

2.3.3 Custo Médio Ponderado de Capital - WACC

Se considerarmos todos os financiamentos que a empresa assume, o custo composto de financiamento será uma média ponderada entre o custo de capital dos acionistas e dos credores e esse custo ponderado é o custo de capital (DAMODARAN, 2007). O custo de capital médio também é conhecido como WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), e está representado na Equação 9 a seguir:

$$WACC = \left(\frac{E}{V} \cdot Re \right) + \left(\frac{D}{V} \cdot Rd \cdot (1 - Tc) \right) \quad (9)$$

Onde:

E = Valor do Patrimônio Líquido da empresa

V = Valor do ativo total da Empresa (E+D)

Re = Custo do Capital Próprio

D = Valor da Dívida

Rd = Custo da Dívida (taxa de juros da dívida)

Tc = Taxa de imposto, refletindo o benefício de dedução dos juros para pagamento de imposto

Além de indicar o custo médio entre o capital dos acionistas e de terceiros ponderado pela estrutura de capital da empresa, e de ser utilizado como taxa de desconto de fluxos futuros na metodologia do FCFF, o WACC também pode ser um bom indicador de comparação com o ROIC (*Return on Invested Capital*) da empresa, onde a comparação do custo médio de capital de uma empresa com a rentabilidade que essa consegue alocar tais recursos pode indicar uma empresa geradora ou detratora de valor para os seus acionistas.

2.4 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

O processo de análise de uma empresa passa inevitavelmente por uma etapa de análise quantitativa dos negócios da companhia. Segundo o art.176 da Lei nº 6.404/76 (Brasil, 1976), conhecido como a Lei das Sociedades Anônimas, empresas de capital aberto têm a obrigatoriedade de elaborar demonstrações financeiras após cada exercício social. Os principais documentos financeiros que a empresa deve divulgar são: Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração do Fluxo de Caixa, Demonstração de Valor Adicionado e Demonstrações de Lucros ou Prejuízos acumulados. Estes são normalmente acompanhados de apresentações elaboradas pela companhia que abordam as principais características e perspectivas do modelo de negócio, além de um olhar da gestão sobre a empresa e o mercado de atuação da companhia.

Para Marion (2019), todas as demonstrações contábeis são importantes, porém uma ênfase maior é dada para o Balanço Patrimonial e para a Demonstração do Resultado do Exercício, já que, através delas, as situações econômicas e financeiras são evidenciadas de forma objetiva.

2.4.1 Balanço Patrimonial

O balanço patrimonial é a demonstração contábil que indica todos os ativos e passivos que a empresa possui até o momento de apuração da demonstração. O objetivo é representar todos os bens e direitos a receber da empresa, assim como todas as suas dívidas e obrigações. A diferença entre os dois é equivalente ao patrimônio líquido da empresa. Um modelo simplificado de um Balanço Patrimonial pode ser identificado no Quadro 2 abaixo.

Quadro 2 - Estrutura do Balanço Patrimonial

ATIVOS	PASSIVOS
Ativo Circulante	Passivo Circulante
Caixa e Equivalentes Caixa	Empréstimos e Financiamentos CP
Contas a receber	Contas a pagar

Estoques	Passivo Não Circulante
Ativo Não Circulante	Empréstimos e Financiamentos LP
Recebíveis a longo prazo	Outras Obrigações de Longo Prazo
Investimentos	PATRIMÔNIO LÍQUIDO
Imobilizados	Capital social
Intangíveis	Lucros acumulados

Fonte: PÓVOA 2012, adaptado pelo autor

As linhas de um balanço patrimonial podem mudar de empresa para empresa, mas todas devem possuir as informações presentes no modelo. Os ativos e passivos apresentam uma distinção importante em relação aos seus prazos de vencimento, em que os ativos e passivos de curto prazo são classificados como circulantes, já aqueles de longo prazo são chamados de não circulantes (ASSAF NETO, 2014; GITMAN, 2004). Ativos e Passivos Circulantes são direitos ou obrigações realizáveis no curso do exercício social ou em até 12 meses. São considerados não circulantes ativos de menor liquidez como imobilizados e direitos/obrigações que serão realizados em mais de 12 meses.

2.4.2 Demonstrativo do Resultado do Exercício

O DRE, ou Demonstrativo do Resultado de Exercício representa as receitas e custos incorridos pela empresa por regime de competência no período de apuração, onde as receitas e custos são reconhecidas no período em que são geradas, independentemente de quando o dinheiro é recebido ou pago. O DRE também possui uma estrutura padrão, que pode ser mais ou menos destrinchada de acordo com a gestão, mas que devem possuir as seguintes informações presentes no Quadro 3.

Quadro 3 - Estrutura de um DRE

RECEITA OPERACIONAL BRUTA

Venda de Produtos

Prestação de Serviços

(-) DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA

Impostos e Contribuições Incidentes

= Receita Operacional Líquida**(-) CUSTO DAS VENDAS**

Custo dos Produtos Vendidos

Custo dos Serviços Prestados

= Resultado Operacional Bruto**(-) DESPESAS OPERACIONAIS**

Despesas Comerciais, Gerais e Administrativas

Depreciação e Amortização

(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS

Receitas Financeiras

Despesas Financeiras

(+/-) OUTRAS RECEITAS E DESPESAS NÃO OPERACIONAIS**= Resultado antes do IR e CSLL**

Provisão para IR e CSLL

LUCRO LÍQUIDO

Fonte: PÓVOA 2012, adaptado pelo autor

Para Assaf Neto (2014a), essa demonstração tem o objetivo essencial de apresentar os resultados da empresa em um período, ou seja, o lucro ou prejuízo do exercício.

2.4.3 Demonstração do Fluxo de Caixa

Diferentemente da DRE, o Demonstrativo de Fluxo de Caixa representa todas as entradas e saídas financeiras por regime de caixa e é segmentado em três grupos. O fluxo operacional gerado pela atividade chave da companhia, com

receitas e custos diretamente relacionados com a operação. Os fluxos de investimentos, representando o direcionamento de caixa da empresa para investimentos em ativos realizáveis no longo prazo, e por fim o fluxo de caixa de atividades financeiras, incluindo novas captações de recursos e pagamentos de dívidas e distribuições. A soma das entradas e saídas geradas por esses três grupos devem equivaler à variação líquida na posição de caixa da empresa.

A Demonstração dos Fluxos de Caixa (DCF) se diferencia das demais demonstrações contábeis porque é elaborada sob o regime de caixa, enquanto as demais são realizadas pelo regime de competência (BONÍZIO et al., 2010).

A construção do Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC) pode ser realizada por dois métodos: o direto e o indireto. O método direto representado no Quadro 4, apresenta as entradas e saídas de caixa de forma explícita, listando todas as receitas e despesas operacionais. Esse método fornece uma visão mais clara das transações de caixa realizadas no período, facilitando a análise da liquidez da empresa

Quadro 4 - Estrutura de um DFC - Método Direto

FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS

Venda de mercadorias e serviços (+)
 Pagamento de fornecedores (-)
 Salários e encargos sociais dos empregados (-)
 Impostos e outras despesas legais (-)

= Caixa Líquido das Atividades Operacionais

FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTO

Venda de imobilizado (+)
 Aumentos e Reduções em outras atividades de Investimento (+/-)

= Caixa Líquido das Atividades de Investimento

FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO

Aumento e redução de capital próprio ou de terceiros (+/-)

= Caixa Líquido das Atividades de Financiamento

Por outro lado, o método indireto, representado pelo Quadro 5, começa com o lucro líquido e ajusta esse valor para refletir as mudanças nas contas do balanço patrimonial e os efeitos de receitas e despesas não monetárias, como depreciação e amortização. Esse método é mais comum, pois é mais simples de elaborar a partir das informações contábeis disponíveis e oferece uma visão sobre como as atividades operacionais impactam o caixa, embora possa ser menos detalhado em relação aos fluxos de caixa efetivos.

Quadro 5 - Estrutura de um DFC - Método Indireto

LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO

Depreciação e Amortização (+)

Variação nos Ativos e Passivos Operacionais

= Fluxo de Caixa Operacional

Variações no Imobilizado

Variações no Intangível

Variações de Ativos e Passivos relacionados à atividades de Investimento

= Fluxo de Caixa de Investimentos

Resultado financeiro

Lucros distribuídos

Empréstimos e financiamentos

Outros aumentos e reduções de capital próprio e de terceiros

= Fluxo de Caixa de Financiamentos

Fonte: PÓVOA 2012, adaptado pelo autor

A Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) tornou-se obrigatória para as companhias de grande porte e as companhias abertas pela Lei no 11.638/07. Segundo o Conselho Federal de Contabilidade - CFC (2013), a informação da DFC proporciona aos interessados uma base para avaliação financeira da empresa, possibilitando verificar sua capacidade de gerar caixa e equivalentes de caixa e as necessidades para utilizar esses fluxos de caixa.

2.5 INDICADORES FINANCEIROS

Os indicadores evidenciam aspectos financeiros de uma empresa, permitindo analisar padrões e tendências do modelo de negócio da empresa e do setor em que esta está inserida. De acordo com Póvoa (2012), os indicadores podem ser divididos em diferentes categorias: liquidez, endividamento, alavancagem, atividade, margens financeiras, retorno e estrutura de capital.

2.5.1 Indicadores de Margens

Os indicadores de margens são parâmetros essenciais na análise da eficiência de uma companhia, avaliando a capacidade de converter receitas em resultados para a empresa. Além da análise do patamar geral dos números, que podem avaliar tanto a saúde do modelo de negócio como um possível diferencial competitivo em relação aos concorrentes, a análise da evolução das margens entre diferentes níveis pode fornecer análises valiosas sobre a eficiência da empresa em diferentes estágios, diretos ou indiretos da operação.

$$\textit{Margem Bruta} = \frac{\textit{Lucro Bruto}}{\textit{Receita Líquida}} \quad (10)$$

A margem bruta é calculada através do lucro bruto dividido pela receita líquida, como demonstrado na Equação 10, representando quanto a companhia consegue lucrar na própria operação em relação a seu faturamento (PÓVOA, 2012).

$$\textit{Margem Operacional} = \frac{\textit{Lucro Operacional}}{\textit{Receita Líquida}} \quad (11)$$

A margem EBITDA é obtida pela razão entre o EBITDA (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) e a receita líquida, pelo cálculo apresentado na Equação 11, sendo utilizada como um indicativo da eficiência da empresa em relação aos custos produtivos e despesas operacionais com efeito caixa.

$$\textit{Margem Líquida} = \frac{\textit{Lucro Líquido}}{\textit{Receita Líquida}} \quad (12)$$

A margem líquida faz referência à quantia de receita que é transformada em lucro (SILVA, 2015, p.113). O seu valor é obtido a partir do lucro líquido dividido pela sua receita líquida conforme apresentado na Equação 12.

2.5.2 Indicador de Liquidez

A análise dos indicadores de liquidez fornece informações sobre a capacidade da empresa de honrar com seus compromissos em diferentes horizontes de tempo, analisando a disponibilidade de caixa efetivo ou de outros ativos circulantes que possam ser utilizados para pagamentos de fornecedores e outros custos. Para Póvoa (2012, p. 40), “Os indicadores de liquidez demonstram a capacidade de uma empresa honrar seus compromissos”.

$$\text{Solvência de Caixa} = \frac{\text{Caixa}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (13)$$

A Solvência de Caixa é calculada conforme a Equação 13, através da divisão da disponibilidade de caixa da empresa sobre o total do Passivo Circulante. A razão define a disponibilidade de caixa da empresa para cumprir suas obrigações de curto prazo, sendo que um valor superior a um tende a indicar que as disponibilidades de caixa são suficientes para cobrir todas as obrigações de curto prazo da empresa.

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (14)$$

A Liquidez Corrente é calculada de acordo com a Equação 14 e mensura a capacidade da empresa de honrar seus compromissos de curto prazo comparando não apenas as disponibilidades de caixa utilizada no indicador anterior, como todas as suas disponibilidades correntes, em relação às obrigações devidas no curto prazo. O resultado dessa relação demonstra a habilidade da organização de cumprir com suas obrigações de curto prazo. (ASSAF NETO, 2014; MARION, 2019).

2.5.3 Indicadores de Endividamento

Fundamental na análise de empresas os indicadores de endividamento representam tanto o tamanho como o perfil de vencimento das dívidas da empresa,

sendo essencial para avaliação da saúde do negócio no curto e no longo prazo. Um maior nível de alavancagem financeira pode resultar em um retorno potencial mais elevado, além de maiores riscos envolvidos em sua operação (GITMAN, 2004).

$$\text{Endividamento de Curto Prazo} = \frac{\text{Dívida de Curto Prazo}}{\text{Dívida Total}} \quad (15)$$

A divisão das dívidas de curto prazo pela dívida total apresentada na Equação 15 é utilizada como indicador de análise do perfil de vencimento das dívidas da companhia, avaliando a eventual necessidade de maiores desembolsos com amortizações no curto prazo.

$$\frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{EBITDA}} \quad (16)$$

A razão da Dívida Líquida pelo EBITDA apresentada na Equação 16 é um dos principais indicadores para análise de endividamento de companhias, apontando para o tamanho da dívida frente à capacidade de geração de resultado operacional da empresa. Esta razão demonstra o prazo teórico que a empresa necessitaria para gerar resultados operacionais suficientes para cobrir toda a amortização da sua dívida.

$$\frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (17)$$

A relação entre a Dívida Líquida sobre o Patrimônio Líquido apresentado na Equação 17 demonstra o nível de endividamento da organização em relação ao financiamento por recursos próprios, caso o resultado da razão for superior a um, esse indicador mostra que a empresa utiliza mais capital de terceiros do que capital próprio (ASSAF NETO, 2014).

2.5.4 Indicadores de Atividade

Os indicadores de atividade buscam medir a velocidade ou duração do ciclo operacional da empresa, que é composto de atividades de aquisição de insumos,

estoques, recebimento de vendas realizadas, entre outras (ASSAF NETO, 2014; GITMAN, 2004).

Os indicadores de giro fornecem informações sobre o regime de caixa da empresa, assim como demonstram a capacidade da empresa de transformar seus ativos em receitas.

$$\text{Giro do Ativo} = \frac{\text{Receitas Operacionais}}{\text{Ativo Médio Total}} \quad (18)$$

O Giro do Ativo apresentado na Equação 18 indica uma maior ou menor eficiência de capacidade da empresa de gerar receitas a partir dos ativos alocados na operação, representado por meio do ativo médio total entre períodos.

$$\frac{\text{Investimentos em Ativos Imobilizados}}{\text{Depreciação \& Amortização}} \quad (19)$$

A Equação 19 apresenta a razão entre o total de ativos imobilizados e a depreciação & amortização de um período pode indicar um eventual ritmo de expansão ou de contração dos investimentos da empresa, medindo o ritmo de novos investimentos contra a exaustão dos investimentos passados da empresa.

$$\text{Prazo Médio de Pagamento} = \frac{(365 * \text{Contas a pagar médias})}{\text{Custo de Produtos Vendidos}} \quad (20)$$

$$\text{Prazo Médio de Recebimento} = \frac{(365 * \text{Contas a receber médias})}{\text{Receita Líquida}} \quad (21)$$

Os indicadores tanto de prazo médio de pagamento como prazo médio de recebimento apresentados na Equação 20 e na Equação 21 podem agregar na análise da empresa ao possibilitar *insights* sobre o regime de caixa da empresa, assim como eventuais vantagens competitivas ou oportunidades de expansão da carteira de crédito.

2.5.5 Indicadores de Retorno

A rentabilidade indica quanto a empresa está dando de retorno em relação ao valor investido no próprio negócio e a maximização, segundo Póvoa (2012), consistente no retorno obtido por uma empresa é o objetivo principal de qualquer negócio. Dessa forma, uma das principais formas de analisar a rentabilidade de uma empresa é através de indicadores de rentabilidade, os quais possuem algumas variações.

$$\text{Retorno sobre os Ativos (ROA)} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Médio}} \quad (22)$$

O Retorno sobre Ativos (ROA) é uma métrica crucial na análise financeira, pois avalia a eficiência de uma empresa em utilizar seus ativos para gerar lucro, sendo calculado de acordo com a Equação 22.

$$\text{Retorno sobre os Patrimônio Líquido (ROE)} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}} \quad (23)$$

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) apresentado na Equação 23 permite mensurar o retorno auferido pelos recursos aplicados pelos acionistas da empresa. Esse indicador é obtido pela relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido (ASSAF NETO, 2014; GITMAN, 2004).

$$\text{Retorno sobre o Capital Investido (ROIC)} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{Capital Investido}} \quad (24)$$

Comparado aos dois indicadores de rentabilidade anteriores, o ROIC é uma métrica mais sofisticada, que busca analisar a capacidade de geração de resultado de uma empresa, não apenas de uma ótica contábil mas de uma forma mais prática, sobre o capital efetivamente investido. O indicador é calculado por meio da razão entre o NOPLAT (*Net Operating Profits Less After Taxes*), representado pelo Lucro Operacional menos Impostos, e o Capital Investido, definido como a soma do capital próprio e capital de terceiros empregado no negócio.

Esses indicadores possuem grande influência sobre a tomada de decisão de analistas, gestores e investidores, portanto, são muito importantes para o

acompanhamento das organizações (ASSAF NETO, 2014; GITMAN, 2004; MARION, 2019).

2.6 ANÁLISES ESTRATÉGICAS

O processo de avaliação de empresas por métodos como o do fluxo de caixa descontado, envolve um trabalho numérico e quantitativo onde o analista deve construir um modelo sólido e técnico a fim de limitar potenciais erros. Entretanto, segundo Póvoa (2012, p. 3) 'o maior trabalho feito pelos analistas deve ser feito "nos bastidores", alimentando o modelo com boas informações. Como diz uma famosa expressão inglesa, *trash in trash out* (lixo dentro, lixo fora).

Dessa forma, existem etapas anteriores à modelagem financeira onde devemos analisar características gerais do modelo de negócio e de seus competidores, assim como perspectivas gerais do setor que geram dados para assumir premissas no modelo em uma etapa posterior.

2.6.1 Análise do Modelo de Negócio

Uma etapa inicial essencial para uma boa análise envolve o bom entendimento do modelo de negócio da companhia. É essencial entender a maneira como a empresa gera receitas, que tipo de produto / serviços a empresa vende, como funciona de maneira geral o processo produtivo da empresa, quais os principais fatores de custo da empresa e outras características gerais do modelo de negócio.

2.6.2 Análise Setorial

Na análise setorial começamos a nos afastar da ótica das operações da empresa em si e busca-se avaliar a indústria em que a empresa está inserida, como funcionam as principais dinâmicas do setor, qual o histórico e as principais tendências do mercado, quem são os principais clientes e fornecedores entre outros fatores.

Uma das principais ferramentas de suporte para análises setoriais é a aplicação da metodologia das 5 Forças de Porter, modelo criado por Michael Porter, professor da *Harvard Business School*, e publicado pela primeira vez em 1979. De acordo com Porter (2004), existem cinco forças competitivas básicas que, em seu conjunto, definem o nível de concorrência que uma indústria será submetida, sendo elas:

- A. Ameaça de novos entrantes:** Análise de barreiras de entrada para novos concorrentes no setor, que poderiam surgir e disputar clientes com a empresa em questão.
- B. Ameaça de produtos substitutos:** Análise do ciclo de vida dos produtos do setor e eventuais lançamentos que poderiam vir a impactar a demanda pelos produtos da empresa, reduzindo o mercado endereçável.
- C. Rivalidades entre concorrentes:** Análise do relacionamento entre concorrentes da empresa, quem são e quais as vantagens e desvantagens competitivas da empresa em relação às outras companhias do setor.
- D. Poder de barganha dos fornecedores:** Análise da dinâmica de fornecedores do setor com a empresa e suas concorrentes, como funciona a cadeia de fornecimento e qual a relação de dependência entre os elos. Quanto menos fornecedores no mercado, maior tende a ser o poder de negociação deles com as empresas.
- E. Poder de barganha dos compradores:** Análise do perfil de consumo e de necessidade dos clientes. Quanto mais concentrada a carteira de clientes da empresa, maior o poder de barganha dos compradores.

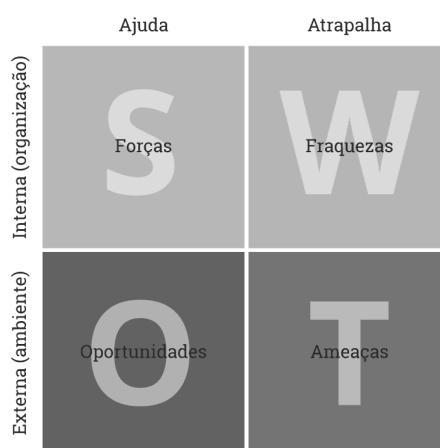
A metodologia das Cinco Forças de Porter, desenvolvida por Michael E. Porter, visa assistir uma empresa em análises relacionadas ao seu setor de atuação, a competitividade enfrentada e a posição atual da mesma, a fim de elaborar uma estratégia competitiva adequada (PORTER, 2004).

2.6.3 Análise Competitiva

Na análise competitiva analisa-se a dinâmica de concorrência da empresa com os seus pares, comparando modelos de negócio e vantagens competitivas

entre elas. A principal metodologia utilizada para essa análise é a matriz SWOT, criada por Albert Humphrey na década de 60. A análise, conforme essa ferramenta, dispõe de quatro aspectos que resumem os fatores estratégicos para uma empresa: as forças, as fraquezas, as oportunidades e as ameaças (BRITISH LIBRARY., 2021; WHEELLEN e HUNGER, 2002), representados no Quadro 6.

Quadro 6 - Matriz SWOT



Fonte: Runrun.it (2022).

- A. Forças (*Strengths*):** Fatores internos positivos onde a empresa possui vantagem em relação aos seus competidores.
- B. Fraquezas (*Weaknesses*):** Fatores internos negativos onde os concorrentes possuem vantagens competitivas
- C. Oportunidades (*Opportunities*):** Fatores externos positivos que podem ser drivers de crescimento futuro e tornar a empresa mais competitiva
- D. Ameaças (*Threats*):** Fatores externos detratores que podem ser prejudiciais para a empresa no longo prazo

A partir do conhecimento desses quatro fatores, uma organização tem a capacidade de analisar seus pontos fortes e fracos, além de conhecer seus recursos, as oportunidades disponíveis e as potenciais ameaças do ambiente. Permitindo, assim, aos gestores uma escolha de estratégias competitivas apropriadas, a fim de garantir vantagens diante de concorrentes, gerando maiores chances de sucesso para seu negócio em um ambiente competitivo (WHEELLEN e HUNGER, 2002).

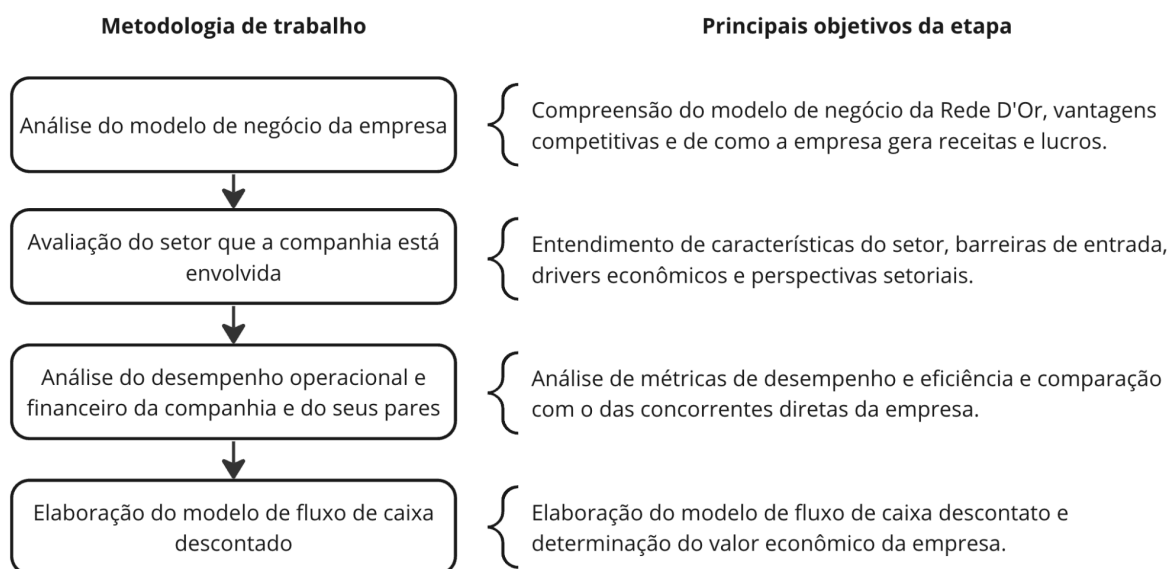
3 METODOLOGIA

Este trabalho caracteriza-se como uma pesquisa exploratória com natureza aplicada, com o objetivo de determinar o valor econômico da Rede D'Or São Luiz S.A. utilizando o método do fluxo de caixa descontado (DCF). Para atender a esse objetivo, adotou-se uma abordagem que combina análises quantitativas e qualitativas, permitindo um mapeamento mais abrangente e detalhado dos dados sem as obrigatoriedades de uma revisão sistemática (GIL, 2017).

Com base em Piovesan e Temporini (1995), o método utilizado possibilita a integração de diferentes procedimentos e métodos de coleta e análise de dados, o que facilita uma análise posterior mais completa. O estudo em questão se caracteriza pelo uso do estudo de caso como procedimento metodológico, já que aprofunda o conhecimento sobre um único caso, a Rede D'Or, explorando seu contexto e particularidades com maior detalhamento (GIL, 2017). A pesquisa também se insere na área da Engenharia Econômica, um ramo da Engenharia de Produção que aplica ferramentas quantitativas e analíticas para avaliar economicamente empresas e projetos.

Para resolver o problema em estudo, será requerido o uso de técnicas estatísticas e matemáticas (LÚCIA, 2005, p. 20), além de análises estratégicas da governança corporativa, do setor em que a empresa está inserida e do seu desempenho operacional e financeiro. O método do fluxo de caixa descontado foi escolhido por ser amplamente utilizado na avaliação de empresas e, assim, foi realizado um levantamento bibliográfico sobre ele. Sua aplicação será feita com dados dos demonstrativos financeiros e relatórios de divulgação da própria Rede D'Or, bem como informações secundárias sobre o setor e concorrentes.

Quadro 7 - Fluxograma da Metodologia de Trabalho



Fonte: Elaborado pelo Autor

No Quadro 7 estão dispostas as principais etapas da metodologia de trabalho, listando as etapas e fluxos de atividades a serem desenvolvidas para atingir os objetivos propostos.

Quadro 8 - Principais dados utilizados do modelo

Parâmetro	Fonte	Descrição
Demonstrativos Financeiros	Planilha de Fundamentos Rede D'Or 2T24	DRE (Demonstrativo de Resultado do Exercício) e BP (Balanço Patrimonial) publicados pela empresa contendo os demonstrativos trimestrais de 2017 a 2T24.
Taxa livre de Risco	CNBC Quotes	Taxa de desconto média dos títulos públicos americanos com prazo de vencimento de 10 anos
Equity Risk Premium BR	NYU Stern - Country Default Spreads and Risk Premiums, 2023	Prêmio de risco dos ativos de renda variável brasileiros em relação à taxa livre de risco americana

Beta	NYU Stern - Betas by Sector (US), 2023	Sensibilidade de retorno de um grupo de 32 empresas do setor hospitalar em relação ao retorno geral do mercado
Inflação USD	SEP - Summary of Economic Projections	Projeção de inflação americana de longo prazo de acordo com o FOMC (Comitê Federal de Mercado Aberto)
Inflação implícita BRL	ETTJ - ANBIMA	Inflação implícita na curva de juros brasileira, considerando o spread entre as LTNs e as NTN-Bs de vencimento em 10 anos
Curva de Juros Pré BRL	ETTJ - ANBIMA	Taxa de juros implícita negociada no mercado futuro, que reflete a expectativa dos investidores para a taxa de juros interbancária (DI) em função do prazo de vencimento.

Fonte: Elaborado pelo Autor

O Quadro 8 acima contém as principais fontes e dados utilizados na construção do modelo financeiro para aplicação do método do FCD (Fluxo de Caixa Descontado). A base do modelo foi a Planilha de Fundamentos mais recente disponível na data do estudo, divulgada pela empresa em 13 de agosto de 2024, contendo dados operacionais e os demonstrativos financeiros trimestrais da Rede D'Or São Luiz S.A., do primeiro trimestre de 2017 até o segundo trimestre de 2024. Além disso, foram utilizados também os indicadores macroeconômicos destacados no quadro consultados nas suas respectivas fontes, assim como outras informações e indicadores referenciados ao longo deste estudo.

4 A REDE D'OR SÃO LUIZ S.A

De acordo com o Formulário de Referência de 2023 da Rede D'Or, a empresa opera a maior rede independente de hospitais privados do Brasil, composta em 31 de dezembro de 2023 por 70 hospitais próprios, três sob administração, além de mais de 40 projetos hospitalares em desenvolvimento, licenciamento ou construção.

Entre as unidades em operação, a empresa tem atuação nos principais estados brasileiros, como Rio de Janeiro, São Paulo, Pernambuco, Bahia, Sergipe, Maranhão, Paraná, Ceará, Mato Grosso do Sul, Minas Gerais, Paraíba, Alagoas, Pará e no Distrito Federal. A distribuição geográfica dos hospitais da companhia pode ser vista na Tabela 1.

Tabela 1 - Distribuição Nacional dos Hospitais da Companhia.

Região	Estados	Nº de Hospitais
Sudeste	Rio de Janeiro	21
	São Paulo	26
	Minas Gerais	1
Nordeste	Pernambuco	4
	Bahia	5
	Maranhão	1
	Ceará	1
	Paraíba	2
	Sergipe	1
	Alagoas	1
Centro Oeste	Distrito Federal	4
	Mato Grosso do Sul	2
Sul	Paraná	1
Total		70

Fonte: RI Rede D'Or (2023), adaptado pelo autor

A Companhia opera também a maior rede integrada de tratamento oncológico do Brasil, que até o fim de 2023 era composta por 55 clínicas estrategicamente localizadas ao longo do território brasileiro. Além disso, a empresa se dedica à operação de laboratórios de análises clínicas e de imagem, bem como unidades de diálise, contando com 11 laboratórios e 81 unidades de diálise (próprias e administradas), a maioria dos quais está integrado de forma eficiente dentro dos seus hospitais.

4.1 MODELO DE NEGÓCIO E HISTÓRICO DA COMPANHIA

O grupo iniciou suas atividades em 1977, na cidade do Rio de Janeiro, pelo médico Dr. Jorge Moll, junto com a médica Dra. Alice Moll. Denominado inicialmente de "Grupo Labs", a operação era focada em medicina diagnóstica, oferecendo exames de ultrassonografia, ecocardiograma bidimensional e um corpo médico direcionado exclusivamente aos exames. Durante a década dos anos 1990, o grupo ainda inaugurou uma série de outras unidades de medicina diagnóstica de grande porte no Rio de Janeiro, consolidando a rede de diagnósticos na cidade.

Em 1998, foi inaugurado o primeiro hospital do Grupo, o Hospital Barra D'Or, seguido pela inauguração dos Hospitais Copa D'Or em 2000 e Quinta D'Or em 2001. Em 2006 a empresa continuou seu processo de crescimento a partir de aquisições, com a compra do Hospital Oeste D'Or e 50,0% do capital da JMJB Diagnósticos e Serviços Hospitalares S.A., que detém 100% do capital do Hospital Badim. Entre 2008 e 2023, o Grupo inaugurou, expandiu e adquiriu uma série unidades hospitalares e de atendimento em diversos estados brasileiros, como no Rio de Janeiro, São Paulo, Pernambuco, Maranhão, Bahia, Sergipe, Paraná, Ceará, Minas Gerais, Paraíba, Mato Grosso do Sul, Alagoas, Pará e Distrito Federal, resultando na integração de negócios e gerando ganhos de escala significativos.

Em 2020, já como uma das maiores empresas de saúde do país e dona de uma rede de 51 hospitais próprios, a empresa seguiu com a abertura de capital na bolsa de valores brasileira, por meio de um IPO (*Initial Public Offering*) de suas ações, colocando a Rede D'Or São Luiz entre as 10 empresas mais valiosas da B3. Concomitantemente à realização do IPO, a Companhia aderiu ao segmento de listagem de "Novo Mercado", segmento especial de negociação de valores mobiliários da B3 que estabelece regras diferenciadas de governança corporativa e de divulgação de informações ao mercado mais rigorosas do que aquelas estabelecidas na Lei das Sociedades por Ações.

Em meio ao plano de expansão da companhia, em 23 de fevereiro de 2022, a Rede D'Or e a Sul América S.A. anunciaram em conjunto a intenção de combinação dos negócios entre as duas companhias, baseando-se em fundamentos estratégicos para expansão e alinhamento dos seus ecossistemas de saúde, incluindo os negócios de saúde, odonto, vida, previdência e investimentos, capturando sinergias operacionais entre os modelos de negócio das duas empresas.

4.1.1 PLANO DE CRESCIMENTO VIA FUSÕES E AQUISIÇÕES

Esta seção do trabalho acadêmico aborda a estratégia de crescimento da Rede D'Or São Luiz, que historicamente inclui aquisições e projetos *greenfield*, destacando a recente fusão com a Sul América como um marco significativo na expansão de sua atuação no setor de saúde. Além de analisar a dinâmica de mercado e a interdependência entre redes hospitalares e seguradoras, será discutido o potencial de crescimento em um setor ainda fragmentado, bem como as oportunidades decorrentes do aumento da demanda por serviços de saúde.

4.1.1.1 AQUISIÇÕES DE UNIDADES HOSPITALARES

Historicamente, a estratégia de crescimento da Companhia inclui crescimento por meio de projetos *greenfield* (construídos do zero) e de aquisições. Como demonstrado pelo plano de crescimento da empresa, principalmente entre os anos de 2008 e 2023, marcado por mais de 50 aquisições de operações ativas, a Companhia utiliza sua expertise para identificar novas oportunidades de investimentos, para adquirir principalmente unidades de saúde operacionais, incrementando seu portfólio e cobertura geográfica.

A estratégia de aquisição da Companhia concentra-se em hospitais localizados em mercados de saúde urbanos, com condições demográficas e econômicas favoráveis, onde normalmente os operadores privados de planos de saúde dominantes dispõem de sólida credibilidade financeira.

Tabela 2 - Participação de mercado da Rede D'Or nos estados em que atua

Dados de mercado da Rede D'Or				
UF	Hospitais	Participação de mercado	Tamanho de Mercado (leitos privados)	Beneficiários (milhões)
RJ	21	13%	25.000	5,7
SP	26	5%	80.000	18,1
PE	4	7%	13.000	1,4
DF	4	9%	6.000	0,9
BA	5	6%	16.000	1,7
MS	2	4%	5.000	0,7
SE	1	10%	2.000	0,3

PR	1	1%	23.000	3,1
MA	1	4%	4.000	0,5
CE	1	1%	10.000	1,4
MG	1	1%	38.000	5,7
PB	2	6%	4.000	0,5
AL	1	4%	4.000	0,4
Total	70	4,93%	230.000	40,4

Fonte: RI Rede D'Or, adaptado pelo autor

A empresa entende que dada a sua expertise e capacidade de negociação frente a fornecedores, consegue reduzir em média 25% dos custos de materiais e medicamentos quando comparado aos hospitais independentes, gerando uma sinergia positiva para a aquisição de novas operações.

Devido às características do mercado privado de saúde no Brasil, altamente fragmentado por um elevado volume de hospitais pequenos e independentes de gestão familiar, a Rede D'Or entende que ainda possui espaço relevante para crescer, tanto nos estados que já atua, como em novas regiões.

De acordo com dados públicos extraído do relatório Cenários dos Hospitais no Brasil (CNSaúde; FBH, 2022), os cinco maiores operadores independentes de hospitais privados do Brasil detinham, em conjunto, em 31 de dezembro de 2023, cerca de 10% dos leitos totais no Brasil.

4.1.1.2 A FUSÃO COM A SULAMÉRICA

Segundo dados da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) e do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), em dezembro de 2023, 50.9 milhões de pessoas, ou 25,8% do total da população brasileira eram beneficiários de planos de saúde privados, enquanto os demais 74,2% eram atendidos exclusivamente pelo SUS.

A parcela significativa da população que possui planos de saúde, é responsável pela maior parte da receita das redes hospitalares privadas, uma vez que mais de 80% das despesas da rede privada são cobertas por seguradoras e planos de saúde, com apenas o excedente sendo custeado por recursos diretos das famílias. Por conta desta estrutura, a relação próxima entre redes de hospitais

privados e as seguradoras é extremamente estratégica para ambos os modelos de negócio.

Do ponto de vista da rede hospitalar, as seguradoras detêm uma parcela significativa da base de clientes, sendo responsáveis por direcionar pacientes e assegurar o fluxo contínuo de receita por meio do pagamento dos serviços prestados. Além disso, uma boa relação com as seguradoras permite aos hospitais negociar contratos favoráveis, assegurar pagamentos em dia, e melhorar a previsibilidade financeira.

Sob a ótica das seguradoras, a proximidade com os provedores de serviços médicos lhes permite otimizar a eficiência de custos, negociações de repasses de preços, e qualidade do atendimento oferecido aos seus beneficiários.

Essa interdependência reforça a importância de uma relação bem estabelecida entre os dois setores, e foi uma das principais bases para o movimento de fusão entre a Rede D'Or e a Sul América S.A em 2022. Em 23 de fevereiro de 2022, as empresas anunciaram em conjunto, uma operação de combinação de negócios entre as duas companhias, com a unificação de suas bases acionárias, por meio da incorporação da Sul América S.A., holding listada do Grupo SulAmérica, pela Rede D'Or.

Em 31 de dezembro de 2023, as controladas do grupo SulAmérica contavam com mais de 7 milhões de clientes, apresentando receitas de R\$28,0 bilhões no exercício de 2023, de acordo com dados da ANS. Assim, com base nos números da ANS e em registros internos, as controladas operacionais no ramo de seguro saúde e odontológico alcançaram a 2ª posição no ranking do setor de saúde e odontologia, com uma participação de mercado de cerca de 10%, e um total de 4,9 milhões de beneficiários nos segmentos de saúde, odontológico e planos de saúde administrados em 31 de dezembro de 2023.

Tabela 3 - Principais seguradoras no setor de saúde e odontologia

#	Grupo Econômico	Receita (R\$ milhões)	% Market Share
1º	Bradesco	34.624	12,3%
2º	Sul América	28.036	9,9%
3º	Hapvida - NDI	26.581	9,4%
4º	Amil	21.581	7,7%

5º	CNU	7.745	2,7%
6º	CASSI	7.087	2,5%
7º	Prevent Senior	6.109	2,2%
8º	Unimed BH	6.057	2,1%
9º	Unimed RJ	5.783	2,0%
10º	Seguros Unimed	4.884	1,7%
-	Outros	133.793	47,4%
	Total Geral	282.295	100,0%

Fonte: RI Rede D'Or (2023), adaptado pelo autor

4.2 ESTRUTURA SOCIETÁRIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Rede D'Or São Luiz, realizou a sua oferta pública inicial de ações (IPO) no dia 8 de dezembro de 2020, movimentando R\$11,39 bilhões. O IPO da companhia foi o terceiro maior registrado na B3, atrás apenas da oferta inicial do Santander (SANB11), feito em 2009, que movimentou R\$13,2 bilhões, e da realizada pelo BB Seguridade (BBSE3), em 2013, que atingiu R\$11,475 bilhões.

A oferta foi concluída com a emissão de 196,664 milhões de ações, incluindo os lotes suplementar e adicional, emitidos exclusivamente para a oferta secundária de 50,987 milhões de ações, onde o fundo de *private equity* Carlyle e o fundo soberano de Cingapura GIC (Pacific Mezz PTE Ltd.) foram vendedores na oferta secundária, que movimentou R\$ 2,95 bilhões.

Após a oferta, a família Moll permaneceu no controle da companhia, possuindo atualmente pouco mais de 47% do controle da companhia como demonstrado na Tabela 4, abaixo.

Tabela 4 - Estrutura Societária Rede D'Or em 31 de dezembro de 2023

Acionista	Participação
Família Moll	47,3%
Jorge Neval Moll Filho	23,6%
Alice Junqueira Moll	3,9%

Jorge Neval Moll Neto	3,9%
Renata Junqueira Moll Bernardes	3,9%
Paulo Junqueira Moll	3,9%
Pedro Junqueira Moll	3,9%
André Francisco Junqueira Moll	3,9%
Free float	32,7%
Pacific Mezz PTE Ltd.	18,5%
Tesouraria	1,5%
Total	100,0%

Fonte: RI Rede D'Or (2023), elaborado pelo autor

Dentro da participação da Família Moll, o fundador Jorge Neval Moll Filho ainda é o maior acionista da companhia, com mais de 23% das ações da companhia entre a sua participação direta (16,4%) e a participação por meio de outras estruturas de investimento (Chardonnay FIA, Delta FM&B FIA, Videiras FIA IE).

4.2.1 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DIRETORIA DA REDE D'OR

O Conselho de Administração da Rede D'Or São Luiz é responsável por estabelecer a estratégia dos negócios, fiscalizar o cumprimento de metas e de decisões de gestão e acompanhar o desempenho da companhia. De acordo com o Estatuto Social da companhia, os membros são eleitos pelos acionistas em assembleia geral, com mandato de dois anos, sendo permitida a reeleição. Em linha com as práticas de governança, o presidente do Conselho de Administração não participa da Diretoria Executiva (RI Rede D'Or, 2021).

O Conselho de Administração é composto por, no mínimo 5 (cinco) e, no máximo, 9 (nove) membros, todos eleitos e com mandato unificado de 2 anos (Estatuto Social Rede D'Or, Artigo 13). O conselho atualmente é formado por:

- A. Jorge Neval Moll Filho**, Presidente - Sócio fundador do Labs D'Or em 1977, é médico formado pela UFRJ e membro do departamento de cardiologia pediátrica da SBC e da American College of Cardiology.
- B. Heráclito de Brito Gomes Junior**, Vice-Presidente - Com vasta experiência em empresas como Golden Cross e Bradesco Seguros, é médico formado

pela UFBA, com especialização em saúde ocupacional e MBA pelo COPPEAD/UFRJ.

- C. Pedro Junqueira Moll**, Membro do Conselho - Entrou na companhia em 1998 e atuou como diretor de 2009 a 2015; é bacharel em administração pela PUC-Rio e possui MBA em Gestão em Saúde pela FGV.
- D. Fernanda Freire Tovar Moll**, Membro do Conselho - Mestre e doutora em medicina pela UFRJ, foi professora adjunta no Instituto de Ciências Biomédicas e atualmente preside o Instituto D'Or de Pesquisa e Ensino.
- E. André Francisco Junqueira Moll**, Membro do Conselho - Médico formado pela FTESM, pós-graduado em radiologia, possui MBA pela COPPEAD e atua como Diretor de Oncologia D'Or desde 2013.
- F. Wolfgang Stephan Schwerdtle**, Membro independente do Conselho -Chefe do escritório do Brasil do GIC Pte. Ltd., é bacharel e mestre em economia pela Universidade de Oxford, com MBA pela Universidade de Chicago e doutorado em finanças.
- G. Edson Gustavo Courgette Peli**, Membro independente do Conselho - Sócio e Diretor de Private Equity da SPX Capital, possui diploma em administração pela FGV e especialização em Finanças pela Universidade do Texas; atuou no The Carlyle Group e Credit Suisse.

A Diretoria Executiva se encarrega de administrar e gerir os negócios da empresa, 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. O mandato dos diretores é de três anos e é permitida a reeleição.

A Diretoria Executiva é composta por 3 (três) a 20 (vinte) Diretores, sendo um Diretor Presidente, um Diretor Financeiro e de Relações com Investidores e os demais diretores sem designação específica, todos eleitos (Estatuto Social Rede D'Or, Artigo 21), sendo atualmente composta por:

- A. Paulo Junqueira Moll** - Diretor Presidente, Ingressou na companhia em 2001, é bacharel em economia pelo IBMEC e membro do conselho da ANAHP.

- B. Otávio de Garcia Lazcano** - Diretor Financeiro e de RI, Iniciou na companhia em 2015, possui experiência anterior como tesoureiro na Aracruz Celulose e diretor financeiro da CSN; é bacharel em economia pela Faculdades Integradas Cândido Mendes e possui MBA pela Fundação Dom Cabral.
- C. Mauro Teixeira Sampaio** - Diretor desde 2014, trabalhou anteriormente em fusões e aquisições na Skadden em Nova Iorque e em áreas tributárias em empresas renomadas; é formado em direito pela UERJ.
- D. Rodrigo Gavina da Cruz** - Iniciou em 1998 e tornou-se diretor em 2019; médico cirurgião torácico, é formado em medicina pela UFF e possui MBA em gestão empresarial pela FGV.
- E. Leandro Reis Tavares** - Ingressou em 2016 e ocupou cargos na ANS, incluindo diretor-presidente; formado em medicina pela UFF, possui mestrado, doutorado pelo Incor e MBA pela Fundação Dom Cabral.
- F. Jamil Muanis Neto** - Atuou na companhia desde 2002 em diversas funções; médico formado pela UFF, com residência em Cirurgia Geral e Coloproctologia, possui MBA Executivo pela UFRJ.
- G. Raquel Reis Corrêa** - Diretora desde abril de 2022, formada em Ciências Atuariais pela PUC-SP; com experiência em seguradoras, foi Vice-Presidente de Saúde na SulAmerica antes de se juntar à Rede D'Or.

5 ANÁLISE ESTRATÉGICA DA REDE D'OR SÃO LUIZ

Nesta seção serão exploradas as principais características e dinâmicas de funcionamento do setor de saúde privado no Brasil, setor econômico em que a Rede D'Or São Luiz atua.

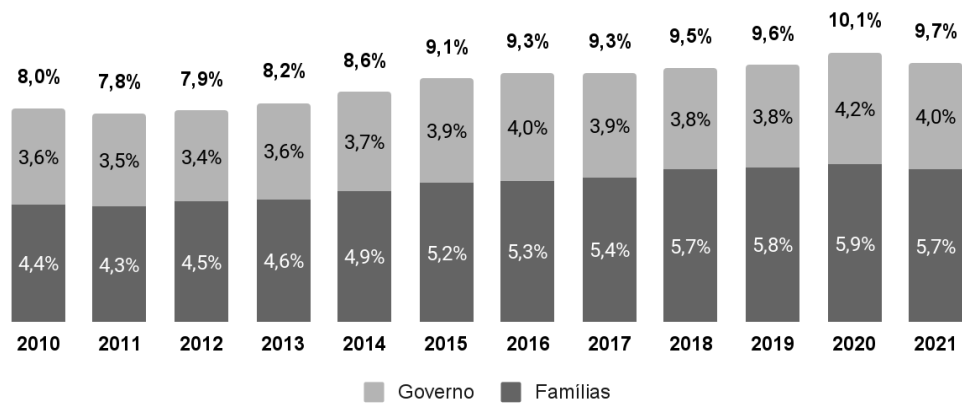
5.1 ANÁLISE SETORIAL

As despesas com saúde no Brasil aumentaram nos últimos anos, representando em 2021 um equivalente pouco menor de 10% (R\$711,4 bilhões) do PIB brasileiro, conforme apresentado no Gráfico 1. O envelhecimento da população brasileira e o avanço das tecnologias são fatores que têm levado a uma tendência de gasto crescente no setor da saúde.

Dos gastos com saúde no país, quase 60% (R\$427,8 bilhões) das despesas são arcadas pelas próprias famílias, sendo 68,2% deste valor (R\$291,9 bilhões) referentes à gastos com saúde privada, que englobam gastos com plano de saúde e consultas médicas.

O setor da saúde também tem um peso significativo no número de postos de trabalho no país. Segundo dados do IBGE, as atividades relacionadas à saúde representavam 5,3% das ocupações em 2010 (ou 5,2 milhões) e passaram para 8,0% em 2021 (equivalente a 8,4 milhões de postos). Já as remunerações do setor totalizaram R\$ 372,3 bilhões e correspondiam a 10,5% do total da economia em 2021.

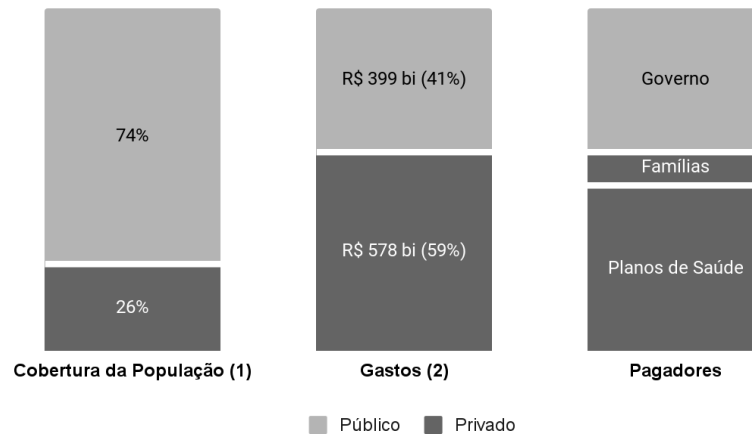
Gráfico 1 - Despesas com Saúde pelas famílias e pelo governo, em % do PIB



Fonte: IBGE, elaborado pelo autor

O setor de saúde privada, no qual a Rede D'Or está inserida, é naturalmente dependente do número de beneficiários de planos de saúde privados, dado que a maior parte dos tratamentos da rede privada é custeada pelas seguradoras.

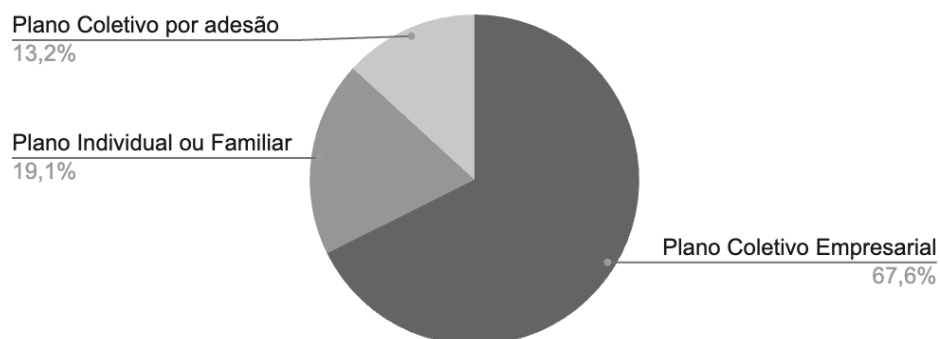
Gráfico 2 - Estrutura econômica do mercado de saúde no Brasil



Fonte: (1) ANS, Dezembro 2023; (2) ANAHP: Observatório 2024; (3) Nações Unidas "World Population Prospects", 2022; elaborado por Rede D'Or 2024, adaptado pelo autor

Segundo dados da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) de setembro de 2020, dos 47,1 milhões de beneficiários de planos de saúde no Brasil, cerca de 67,5% eram do segmento coletivo empresarial, enquanto o restante é dividido entre plano individual ou familiar e coletivo por adesão, conforme demonstrado no Gráfico 3. Dessa forma, podemos relacionar o crescimento do número de pessoas com planos de saúde com dados de geração de empregos, tendo em vista que grande parte dos planos são coletivos empresariais.

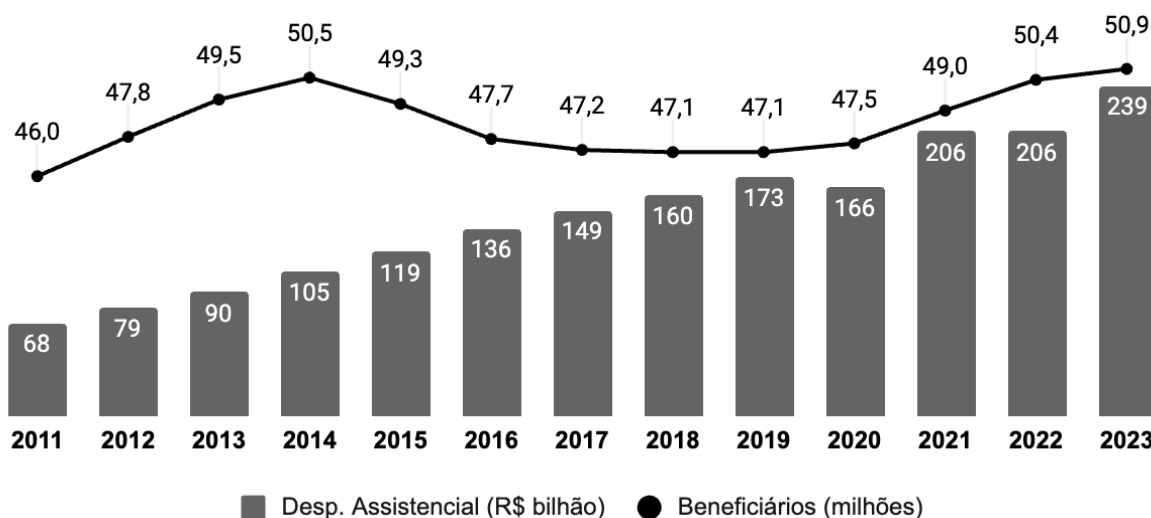
Gráfico 3 - Cobertura assistencial e tipo de contratação de planos de saúde



Fonte: ANS, elaborado pelo autor

Por conta disso, quando a crise de 2015 atingiu a economia brasileira e o desemprego aumentou, o número de beneficiários caiu significativamente e afetou todo o setor, que já vivia com uma inflação médica elevada, demonstrada através do Gráfico 4 a seguir.

Gráfico 4 - Evolução dos beneficiários de planos de saúde e despesa assistencial no setor privado



Fonte: ANS, elaborado por Rede D'Or 2024, adaptado pelo autor

A queda no número de beneficiários de plano de saúde logo após 2015 foi principalmente causada pela severa recessão econômica que atingiu o Brasil no período. Com essa queda no número de beneficiários de planos de saúde, foi desencadeado o fechamento de inúmeros hospitais privados no país durante o período.

Segundo dados da Federação Brasileira dos Hospitais (FBH), entre 2010 e 2019, aproximadamente 2.127 hospitais privados, em um total de 92.645 leitos, deixaram de operar.

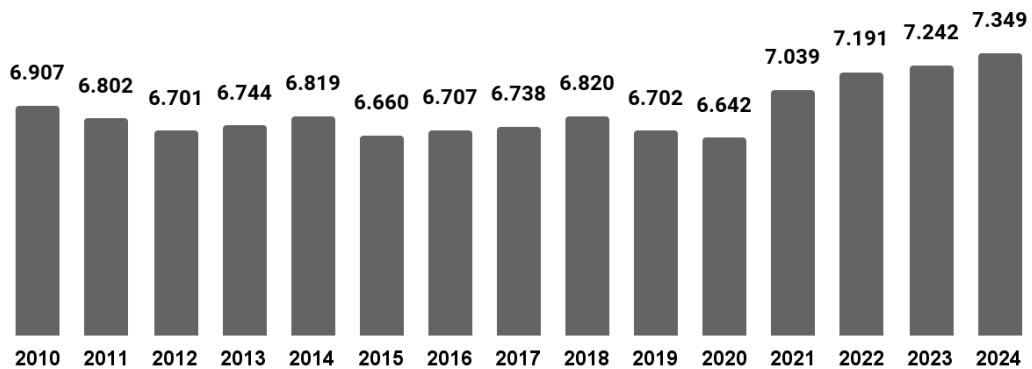
Descontados os estabelecimentos e leitos que foram abertos no período, o saldo final correspondia a uma diminuição de 11,6% no número de hospitais privados (560 unidades a menos).

O relatório da FBH apontou que a maior parte dos hospitais privados fechados eram de pequeno porte (até 50 leitos), seguidos por hospitais privados de médio porte (entre 51 e 150 leitos). Na prática, hospitais menores possuem menor

poder de barganha com fornecedores de insumos médicos e planos de saúde, o que se agrava em momentos de crise.

Na última década, o crescimento do setor foi muito significativo, com uma forte demanda por serviços de saúde. Já o número de hospitais permaneceu relativamente estável, apresentando uma leve queda até 2020 - ano em que voltou a crescer, conforme aponta o Gráfico 5 abaixo.

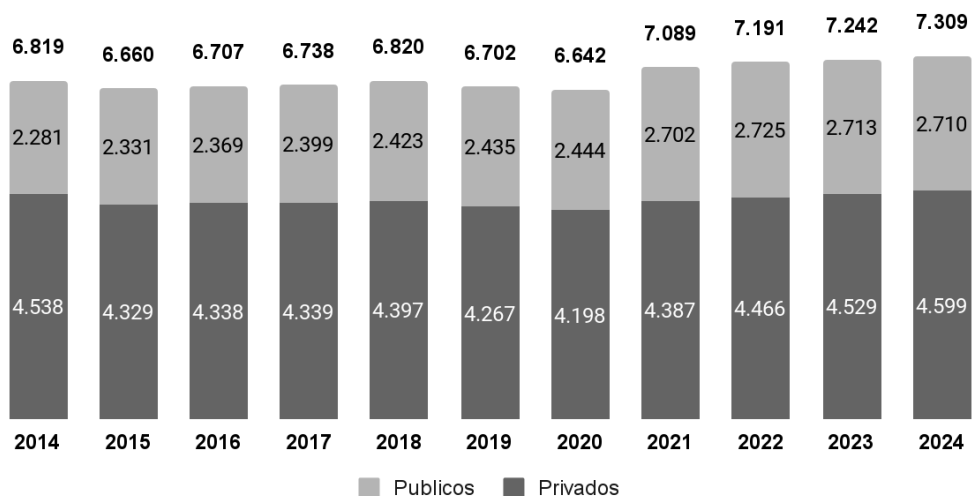
Gráfico 5 - Série histórica do total de hospitais (2010-2022)



Fonte: Federação Brasileira de Hospitais 2024, elaborado pelo autor

O Gráfico 6 apresenta a segregação de hospitais por natureza jurídica, onde fica demonstrado que em sua maioria os hospitais são constituídos como instituições privadas.

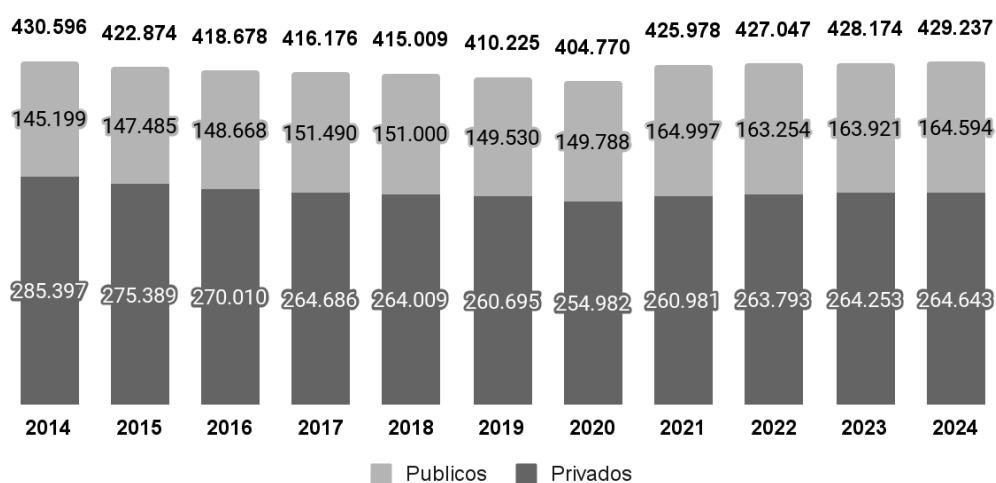
Gráfico 6 - Série histórica de hospitais no Brasil, por natureza jurídica



Fonte: Federação Brasileira de Hospitais 2024, elaborado pelo autor

Apesar de a queda no número de hospitais no Brasil não ser diretamente um indicativo da redução da oferta de serviços hospitalares à população, podemos perceber pelo Gráfico 7 a seguir, também uma redução na oferta de leitos hospitalares no Brasil. De acordo com a Federação Brasileira de Hospitais, entre 2010 e 2019, verificou-se uma queda de 5,9% na oferta de leitos hospitalares no Brasil. Dessa maneira, enquanto a oferta de leitos em 2010 era de cerca de 435 mil, em 2019 passou a ser de 410 mil.

Gráfico 7 - Série histórica de leitos hospitalares no Brasil, por natureza jurídica



Fonte: Federação Brasileira de Hospitais 2019, elaborado pelo autor

Dessa forma, ao longo desse período, iniciou-se uma ampla mudança no setor. Havia uma grande necessidade de consolidação, a qual foi efetuada por grandes hospitais e seguradoras.

Alguns grupos se verticalizaram, anunciando fusões relevantes para o setor, como foi o caso da Hapvida com a Notre Dame Intermédica, Amil com o Grupo Dasa, além da própria Rede D'Or com a Sul América. Passando dessa forma a ofertarem não apenas o serviço de atendimento médico em si, mas também a comercializar seguros de saúde.

5.1.1 INFLAÇÃO DE INSUMOS MÉDICOS E REPASSES DE PREÇO

No Brasil, o segmento de saúde é regulado pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) - autarquia federal responsável pela edição de normas para o

setor. Dessa forma, é a ANS a agência responsável pela regulamentação dos ajustes de preços do setor.

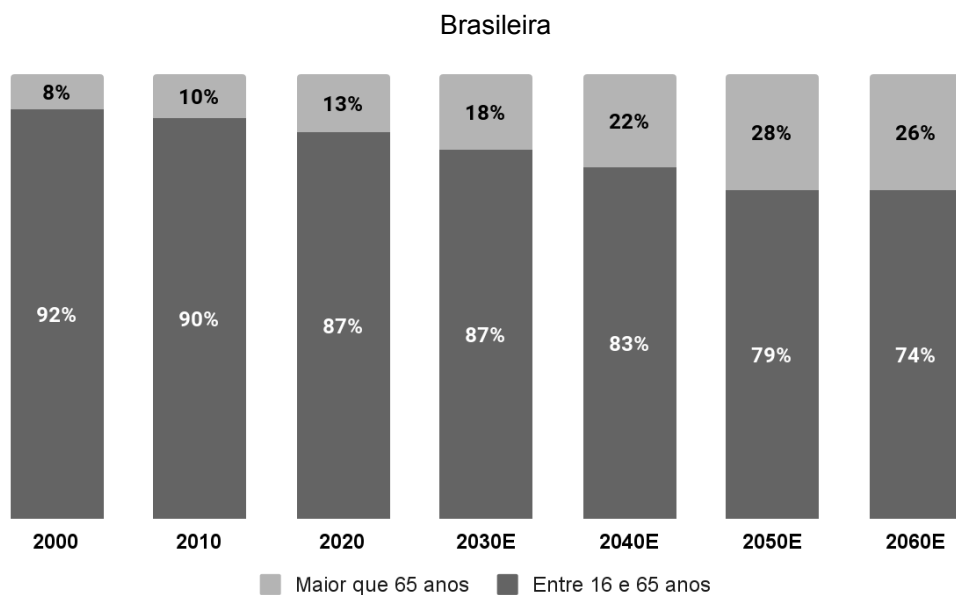
Segundo normas do agente regulador, o índice de reajuste de preços a ser cobrado do plano de saúde está atrelado ao Fator de Qualidade (FQ) da instituição, sendo o FQ o percentual aplicado ao índice de reajuste anual de preços estabelecidos pela ANS, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Dessa forma, hospitais que possuem o melhor nível de acreditação hospitalar conseguem reajustar seus preços em 115% do IPCA, enquanto hospitais sem acreditação conseguem somente reajustar 100% do IPCA.

Vale ressaltar que ao fim de 2023, 82% dos hospitais operados pela Rede D'Or possuíam creditações conferidas pelas principais instituições tanto nacionais como internacionais, garantindo para a companhia um maior poder de reajustes e repasses de preços para os planos de saúde.

5.1.2 DRIVERS DE CRESCIMENTO

O Brasil é um dos países cuja população mais deve envelhecer nos próximos 30 anos. Segundo o IBGE, em 2030, cerca de 17% da população terá mais de 65 anos, enquanto em 2020 o percentual girava em torno de 13%.

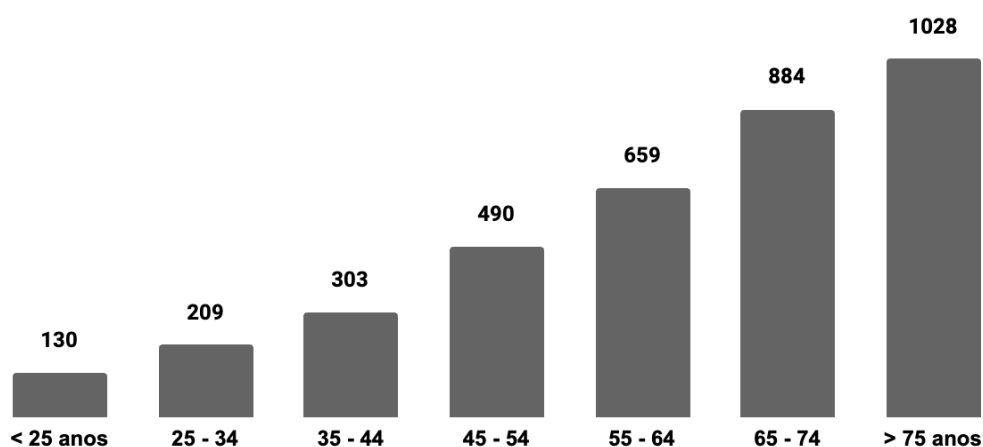
Gráfico 8 - Expectativa de público trabalhador vs. aposentados pela projeção da pirâmide etária



Fonte: IBGE, adaptado pelo autor

À medida que a idade avança, as pessoas naturalmente consomem uma maior parte de suas rendas com produtos e serviços ligados à saúde, uma vez que a população tende a demandar mais a utilização de leitos hospitalares em decorrência do seu envelhecimento. Podemos ver no Gráfico 9, que os gastos de uma pessoa com mais de 75 anos chegam a ser em média 5 vezes maior que um adulto entre 25 e 34 anos.

Gráfico 9 - Gastos da população brasileira com saúde por faixa de idade, 2014, em US\$ anual per capita



Fonte: Prospecto Rede D'Or, adaptado pelo autor

Em paralelo a isso, também podemos identificar por meio da Tabela 5, que cerca de 40% da população acima de 59 anos frequenta um hospital pelo menos 1 vez no período de um ano, com um ticket médio de admissão 2,6 vezes maior do que o de pessoas até 18 anos.

Tabela 5 - Gastos brasileiros com saúde por faixa de idade

Categoria por idade	0 - 18 anos	19 - 23 anos	+ 59 anos
Frequência em hospitais durante 1 ano (%)	16%	16%	40%
Ticket médio em admissões de hospitais (base 100)	100%	112%	261%

Fonte: Prospecto Rede D'Or, adaptado pelo autor

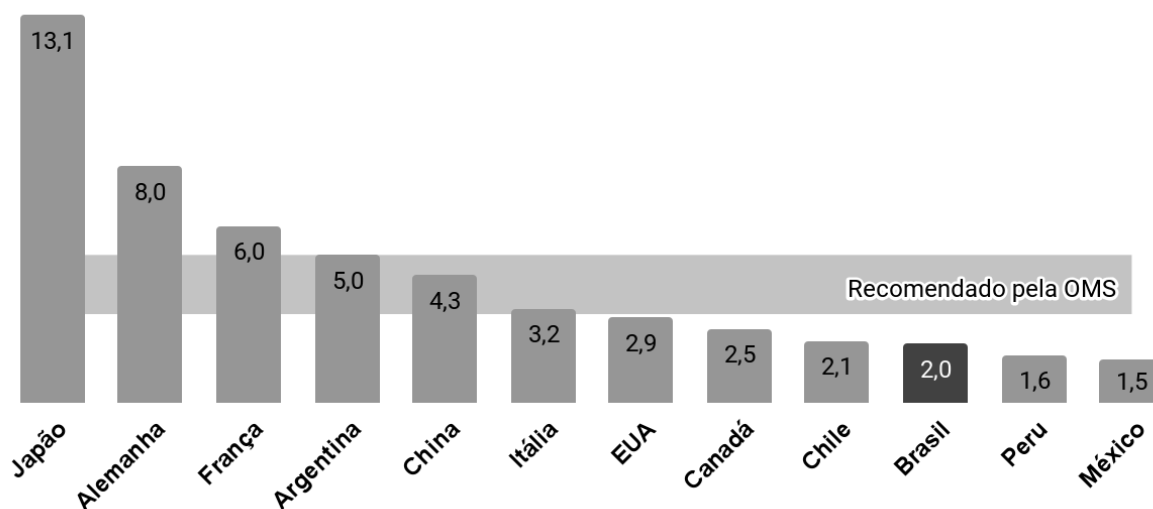
5.1.3 PERSPECTIVAS FUTURAS

Ao analisarmos o setor hospitalar brasileiro, podemos perceber que, apesar de ser um setor essencial à população, ainda é bastante subpenetrado, pouco saturado em relação ao seu potencial total.

Entre 2010 e 2024, o país teve um aumento de apenas 6,4% no número total de hospitais, crescendo pouco mais de 0,4% ao ano. Apesar do aumento marginal no número de hospitais, a oferta no número de leitos hospitalares teve ainda uma redução no período, com uma queda de 1,6% entre 2010 e 2024.

Em 2024, o Brasil atingiu a marca de 2,04 leitos hospitalares para cada 1.000 habitantes, marca inferior ao recomendado pela Organização Mundial da Saúde (OMS), que recomenda de 3,0 a 5,0 leitos para cada 1.000 habitantes.

Gráfico 10 - Densidade de leitos por 1.000 habitantes nas principais economias globais em 2019



Fonte: Federação Brasileira de Hospitais 2019, adaptado pelo autor

A densidade de leitos no Brasil é pelo menos 50% inferior à banda mínima recomendada pela OMS. Assim, em 2024, acredita-se que o país atingiu um déficit de cerca de 25 mil leitos privados, que pode chegar a 31,5 mil em 2029.

Somado a isso, quando analisamos a razão entre o número de leitos oferecidos pela iniciativa privada, pelo número de hospitais privados no Brasil, vemos que os hospitais privados Brasileiros possuem em média 57,5 leitos. Este número indica que apesar da oferta de hospitais no Brasil, ainda existe um mercado

sub- penetrado em termos de leitos, com predominância de pequenos operadores e infraestrutura reduzida, o que pode ser positivo para a tese de consolidação de grandes players, como é o caso da Rede D'Or.

5.2 DINÂMICA DE COMPETITIVIDADE

O setor de prestação de serviços em saúde possui uma forte barreira de entrada, em razão de os novos estabelecimentos enfrentarem dificuldade em disputar a liderança com hospitais referência já consolidados, seja pela fidelidade dos pacientes aos hospitais/marcas conhecidas ou pela dificuldade em angariar médicos renomados.

Construir uma marca de saúde, ganhar confiança e fidelização do cliente é um processo longo e demorado, o que representa uma forte barreira de entrada no segmento.

Além disso, como os preços dos serviços de saúde são determinados de acordo com contratos de longa data com as seguradoras de planos de saúde, os hospitais já estabelecidos conseguem negociar preços mais favoráveis do que os novos entrantes do mercado, notadamente diante do maior fluxo de pacientes.

5.3 VANTAGENS COMPETITIVAS

Quando analisamos a dinâmica operacional da Rede D'Or em relação ao mercado de saúde privada no Brasil, podemos identificar uma série de vantagens competitivas da empresa em relação ao setor, sendo as principais:

- A. líder no mercado hospitalar privado brasileiro:** A companhia é líder no mercado hospitalar privado brasileiro, com a maior rede independente de hospitais privados do Brasil. Segundo dados fornecidos pela empresa, em 31 de maio de 2024, aproximadamente 110 mil médicos, correspondente a, aproximadamente, 20% dos médicos em atividade no Brasil, têm algum nível de relacionamento com a Companhia.
- B. alto nível de serviço e satisfação dos seus pacientes:** a empresa atingiu, em 31 de dezembro de 2023, a pontuação geral consolidada de NPS (Net Promoter Score) – métrica utilizada para medir a satisfação de clientes – de

59 pontos e, para a rede Star, segmento premium da Companhia, uma pontuação de 82 pontos. Com relação aos médicos que atendem nas unidades da Companhia, a pontuação de NPS apurada no mesmo período foi de 68 pontos.

C. investimento em tecnologias médicas avançadas: Desde o início de suas atividades, a companhia realiza significativos investimentos com o fim de oferecer à seus pacientes a mais moderna tecnologia médica disponível no mercado. No período de 2023, 2022, e 2021, os investimentos da Companhia em tecnologia médica totalizaram R\$327,4 milhões, R\$432,0 milhões, e R\$302,3 milhões, respectivamente. Além disso, em 31 de maio de 2024, a Companhia representou 20% do parque robótico do Brasil, com 19 robôs próprios.

5.3.1 INOVAÇÕES OPERACIONAIS

Segundo informações do Formulário de Referência, publicado pela empresa ao fim de 2023, ao longo de sua trajetória a Rede D'Or destacou-se como pioneira na implementação de diversas iniciativas tecnológicas voltadas à otimização da eficiência operacional no atendimento de pacientes. Um exemplo disso foi a implantação da metodologia proprietária Smart Track, desenvolvida para reduzir significativamente o tempo de espera de pacientes com quadros clínicos menos graves nas emergências, atingindo um tempo médio de cerca de 20 minutos. A Rede D'Or foi também responsável pela integração de salas de cirurgia com centros de diagnósticos, permitindo que os cirurgiões tivessem acesso imediato aos exames de imagem dos pacientes diretamente nas salas cirúrgicas, o que contribuiu para a realização de procedimentos de forma mais eficaz.

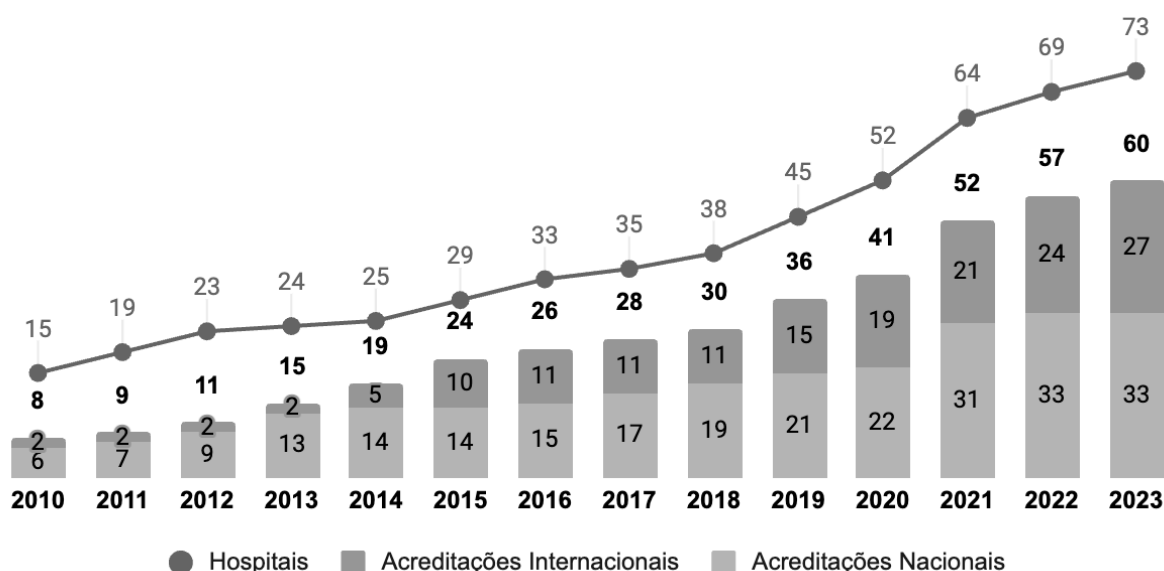
5.3.2 ACREDITAÇÕES HOSPITALARES

Os processos de acreditação hospitalar são avaliações sistemáticas realizadas por organizações independentes e especializadas para verificar se um hospital ou uma instituição de saúde atende a padrões específicos de qualidade e segurança. Esses processos têm como objetivo garantir que os serviços prestados

estejam em conformidade com as melhores práticas e normas estabelecidas para assegurar a segurança e o bem-estar dos pacientes.

A partir de 2006, as unidades hospitalares do Grupo começaram um processo de adequações operacionais, prontificando suas unidades para atender padrões internacionais de segurança e de qualidade no cuidado com o paciente. Além de um aumento na qualidade de serviço e satisfação de pacientes, o processo também confere uma vantagem econômica para a empresa, ao permitir um maior poder de reajuste de preços frente às seguradoras, como abordado no tópico 5.1.1.

Gráfico 11 - Acreditações Hospitalares da Rede D'Or



Fonte: RI Rede D'Or (2023), adaptado pelo autor

Em 31 de dezembro de 2023, 60 unidades, ou 82% dos hospitais da Companhia, possuíam pelo menos uma certificação ou acreditação por entidades independentes. Deste total, 27 hospitais possuíam creditações emitidas por entidades internacionais como a *Joint Commission International (JCI)*, *Accreditation Canada (Qmentum)*, *National Integrated Accreditation for Healthcare Organizations (NIAHO)*, ou *Anaesthesia Clinical Services Accreditation (ACSA)*, e 33 hospitais estavam credenciados pela Organização Nacional de Acreditação (ONA).

A vantagem da acreditação hospitalar, além de atrair mais clientes, que buscam cada vez mais por atendimento de qualidade, é que quanto maior a qualidade que um hospital oferece na prestação de seus serviços, maior é o reajuste

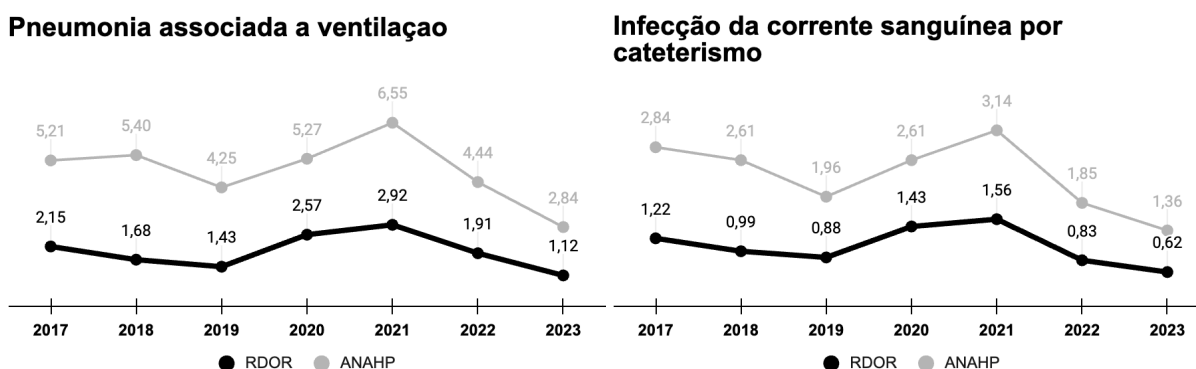
anual de preços que pode ser cobrado do plano de saúde. Isso ocorre pois, no Brasil, o segmento de saúde é regulado pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), autarquia federal responsável pela edição de normas para o setor.

Nesse sentido, os reajustes de preços são regulamentados pela referida autarquia. Esse reajuste está atrelado ao Fator de Qualidade (FQ), que é o percentual aplicado ao índice de reajuste anual de preços estabelecido pela ANS, qual seja, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Dessa forma, hospitais que possuem a melhor acreditação conseguem reajustar seus preços em 115% do IPCA, enquanto hospitais sem acreditação conseguem somente reajustar 100% do IPCA.

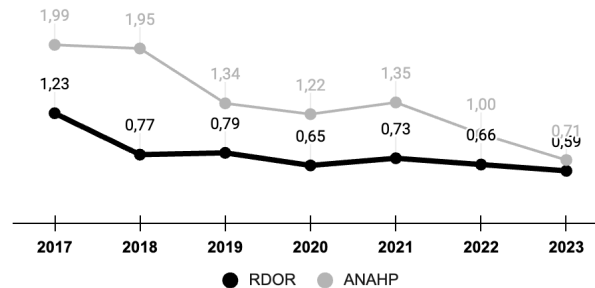
5.3.3 EFICIÊNCIA DURANTE A PANDEMIA DO COVID-19

Devido à pandemia do COVID-19, os indicadores clínicos dos hospitais do mercado em geral, incluindo as unidades da Rede D'Or, foram afetados de maneira significativa. Apesar disso, a Rede D'Or apresentou performance superior quando comparada à média dos hospitais membros da Associação Nacional de Hospitais Privados (ANAHP) no período 2020-2021 conforme evidenciam os indicadores abaixo. Em 2023, a ANAHP era composta por 120 hospitais associados que totalizam mais de 28 mil leitos operacionais e representaram 21,4% das despesas assistenciais na saúde suplementar em 2023.

Gráficos 12 - Índices do % de complicações médicas em internações Rede D'Or versus hospitais da ANAHP (2017-2023)



Infecção urinária por cateterismo



Fonte: RI Rede D'Or (2023), adaptado pelo autor

O conjunto de Gráficos 12, analisam parâmetros de complicações médicas relacionadas com a qualidade do tratamento e da infraestrutura de serviços médicos oferecidos. Neles podemos identificar um desempenho constantemente superior da Rede D'Or em relação às médias do mercado, medidas pela média dos hospitais membros da ANAHP.

5.4 RISCOS

Na análise estratégica de empresas é crucial entender as diferentes categorias de riscos que podem impactar uma organização, particularmente em setores dinâmicos como o de saúde. Os riscos podem ser classificados em duas categorias, de riscos sistêmicos e riscos específicos.

Os riscos sistêmicos, conforme definido por Assaf Neto (2014), referem-se às incertezas que afetam todo o mercado, influenciadas por fatores macroeconômicos, como crises financeiras e mudanças nas políticas governamentais. Esses riscos são inerentes ao ambiente em que a empresa opera. Por outro lado, Brigham e Ehrhardt (2017) enfatizam que os riscos específicos estão diretamente relacionados às características e operações internas de uma empresa. Eles incluem falhas na gestão, controle inadequado de custos e decisões estratégicas equivocadas, sendo passíveis de mitigação através de boas práticas de administração. Assim, a compreensão desses dois tipos de risco é fundamental para a formulação de estratégias que visem à sustentabilidade e ao sucesso de uma empresa no mercado competitivo de saúde.

5.4.1 RISCOS ESTRUTURAIS

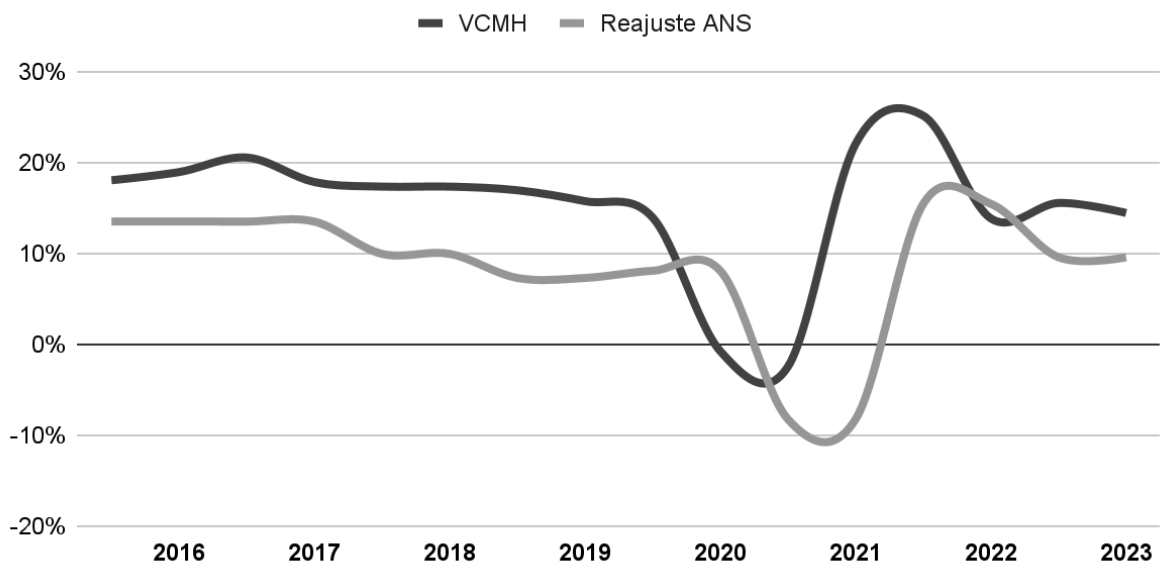
- a. Influência macroeconômica sobre o mercado endereçável da rede privada de saúde brasileira

Conforme apresentado anteriormente, segundo a ANS, dos gastos com saúde privada no Brasil pouco mais de 80% são financiados pelos planos de saúde privados, sendo apenas o restante financiado de forma direta pelos usuários da rede privada. Em paralelo a este dado, pouco mais de 68% dos beneficiários de planos de saúde contratados no país estão dentro da modalidade coletiva empresarial. Esta dinâmica torna o mercado de saúde privada diretamente suscetível a fatores macroeconômicos, uma vez que ciclos de recessão econômica e elevação dos índices de desemprego tendem a influenciar o número total de beneficiários de planos de saúde privada no país, conforme visto no Gráfico 4 durante a recessão econômica de 2015.

- b. Inflação médica elevada e a regulamentação do repasse de preços ao consumidor

A Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) adota uma metodologia específica para determinar os reajustes anuais dos planos de saúde individuais. No entanto, esses reajustes têm, de forma consistente, ficado abaixo da inflação médica, criando uma disparidade evidente entre os custos crescentes do setor e os valores autorizados para repasse aos consumidores. Esse descompasso pode ser visualizado no Gráfico 13 e reflete as dificuldades enfrentadas pelo sistema de saúde suplementar para acompanhar as crescentes demandas e custos, especialmente em relação à alta dos preços de insumos médicos, tecnologias e serviços de saúde. Embora os custos operacionais e a inflação médica estejam em ascensão, os reajustes limitados determinados pela ANS restringem a capacidade das seguradoras de saúde de repassar integralmente essas variações aos consumidores, pressionando suas margens operacionais e comprometendo a sustentabilidade do setor.

Gráfico 13 - Inflação média medida pela Variação do Consumo Médico Hospitalar (VCMH/IESS) vs. reajuste permitido aos planos de saúde pela ANS



Fonte: IESS (Instituto de Estudos de Saúde Complementar) e ANS, elaborado pelo autor

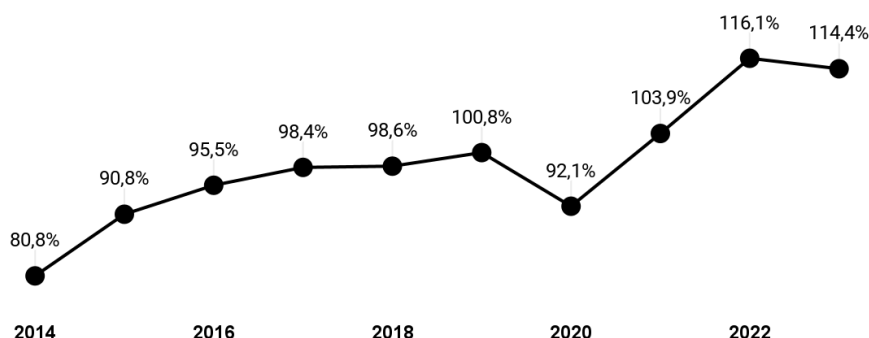
Este fator impacta principalmente as operações de seguros médicos, e o reflexo deste descompasso pode ser visto na evolução geral dos índices de sinistralidade das principais operadoras de planos de saúde no Brasil.

O índice de sinistralidade é uma métrica utilizada para avaliar a relação entre o total de despesas com sinistros (custos associados aos serviços médicos utilizados pelos segurados, como consultas, exames, internações e tratamentos) e o total de prêmios arrecadados pela seguradora em um determinado período. Sendo calculado por meio da Equação 25 a seguir.

$$\text{Sinistralidade} = \frac{\text{Despesas com Sinistros}}{\text{Prêmio arrecadado}} \quad (25)$$

Pode-se ver a evolução desta métrica ao longo dos anos para os principais players do setor de seguros no Gráfico 14 a seguir.

Gráfico 14 - Sinistralidade média individual (Amil, Bradesco e Sula)



Fonte: IESS (Instituto de Estudos de Saúde Complementar) e ANS, elaborado pelo autor

Dessa forma, podemos ver que a elevação nos índices médios de sinistralidade das principais provedoras de planos de saúde demonstrada no Gráfico 14 é justamente a consequência de custos maiores com a prestação de serviços médicos no dividendo, não compensados por um aumento proporcional do total de prêmios arrecadados no divisor.

5.4.2 RISCOS ESPECÍFICOS

a. Crescimento via M&As

Desde meados dos anos 2000 a estratégia de crescimento da Rede D'Or vem sendo muito pautada em cima de aquisições de hospitais independentes localizados em regiões estratégicas. Apesar de este plano de expansão vir sendo executado de maneira positiva e gerando resultados para a companhia, a estratégia de crescimento via aquisições cria uma dinâmica que exige alocação intensiva de capital.

Além dessa necessidade de capital, é importante destacar que aquisições geralmente envolvem o pagamento de prêmios e ágios sobre o valor contábil das operações adquiridas, que torna crucial a incorporação eficiente dessas unidades para que esses prêmios possam ser devidamente justificados e gerem o retorno esperado sobre o investimento.

b. O desempenho da Companhia depende da sua capacidade de ser um parceiro atraente para médicos independentes

No modelo de negócio da Rede D'Or, a maioria dos médicos que atua em suas unidades são profissionais independentes, sem vínculo empregatício, o que lhes confere liberdade para decidir em quais hospitais encaminham seus pacientes. Esse fator torna a relação com a comunidade médica um elemento crucial para o sucesso da companhia, já que a quantidade e qualidade dos médicos que utilizam suas instalações influenciam diretamente o volume de admissões hospitalares. Além disso, a competitividade dos hospitais depende de sua capacidade de fornecer infraestrutura, tecnologia e suporte adequados às necessidades desses médicos e seus pacientes.

5.5 FORÇAS DE PORTER

As forças de Porter apresentam uma análise da competitividade que uma companhia possui em seu setor de atuação. Neste modelo, é realizada a comparação com cinco principais vertentes do modelo, sendo eles a (i) ameaças de novos entrantes (ii) ameaça de produtos substitutos (iii) rivalidade entre concorrentes (iv) poder de barganha dos fornecedores (v) poder de barganha de clientes.

5.5.1 Ameaças de novos entrantes

As barreiras à entrada de novos concorrentes no setor hospitalar privado são consideradas moderadas, principalmente devido aos elevados custos iniciais associados à construção e operação de hospitais, à necessidade de infraestrutura tecnológica avançada e ao rigoroso cumprimento das regulamentações sanitárias. Embora redes independentes de pequeno porte consigam acessar o mercado, e a maior parte do mercado ser representado por instituições independentes de pequeno porte - 59% são hospitais com até 50 leitos - existe um alto índice de rotatividade dessas instituições, com muitas operações novas encerrando suas atividades por falta de resiliência financeira e dificuldades em alcançar economias de escala, evidenciando os desafios enfrentados para sua sustentabilidade a longo prazo.

Redes hospitalares consolidadas, como a Rede D'Or, conseguem mitigar os riscos de novos entrantes ao oferecer uma gama mais ampla de serviços,

infraestrutura superior e maior poder de negociação com operadoras de saúde e fornecedores. Dessa forma, embora a entrada de novos competidores seja possível, a fragilidade dos pequenos operadores tende a fortalecer a posição das grandes redes já estabelecidas no mercado.

5.5.2 Rivalidade entre concorrentes

A rivalidade entre concorrentes no setor hospitalar privado é uma das forças mais relevantes para redes de grande porte, como a Rede D'Or. Este mercado é caracterizado por um alto nível de competição, especialmente entre grandes players que disputam não apenas por participação de mercado, mas também por contratos com operadoras de planos de saúde, médicos de renome e pacientes de alto poder aquisitivo. No entanto, a rivalidade direta entre concorrentes de grande porte é mitigada por algumas barreiras naturais e dinâmicas do setor.

Primeiramente, a rivalidade é influenciada pela segmentação geográfica. Hospitais, por natureza, possuem uma base de pacientes local ou regional, e, apesar da expansão das grandes redes, como a Rede D'Or, muitas vezes a competição se restringe a certas áreas metropolitanas. Isso reduz o confronto direto em todo o país, permitindo que as grandes redes consolidem posições dominantes em regiões específicas.

Outro aspecto que limita a rivalidade é a diferenciação dos serviços prestados. Grupos hospitalares como a Rede D'Or se destacam pela oferta de serviços de alta complexidade, infraestrutura de ponta, e tratamentos especializados, o que reduz a pressão competitiva de redes menores. Além disso, a qualidade percebida, reputação e relacionamentos estabelecidos com médicos independentes tornam mais difícil para os concorrentes atraírem pacientes e profissionais de saúde de uma rede já consolidada.

No entanto, a crescente profissionalização e modernização de outras redes hospitalares privadas aumenta a rivalidade. Concorrentes em expansão buscam replicar estratégias de consolidação e especialização, como aquisição de hospitais independentes, o que pode elevar a pressão sobre as margens e dificultar o crescimento sustentável.

5.5.3 Poder de barganha dos fornecedores

Ainda que atualmente a empresa possua uma carteira de aproximadamente 3.500 fornecedores, 150 destes representam cerca de 80% do custo total com materiais e medicamentos, representando uma certa concentração da carteira de fornecimento.

Apesar disso, é importante destacar que a empresa é um dos principais players do setor, representando um percentual relevante de consumo da maior parte dos seus fornecedores, consequentemente oferecendo poder de negociação nas compras de insumos. A empresa afirma que por conta desta dinâmica consegue ser cerca de 25% mais eficiente nas compras de produtos médicos em relação à hospitais independentes

5.5.4 Poder de barganha dos clientes

O poder de barganha dos clientes varia conforme o grupo. As operadoras de planos de saúde, que representam uma parcela significativa das receitas, têm um poder de negociação elevado devido ao volume de pacientes que controlam e à possibilidade de direcioná-los para outras redes hospitalares. No entanto, esse poder é mitigado pela relevância de grandes redes como a Rede D'Or, que oferecem serviços especializados e de alta complexidade, indispensáveis para o atendimento das operadoras. Assim, há uma dependência mútua que equilibra o poder de barganha entre as operadoras e a rede hospitalar.

Por outro lado, o poder de barganha dos pacientes individuais é mais limitado. Embora possam escolher entre hospitais concorrentes, sua capacidade de influenciar preços é restrita, especialmente quando precisam de tratamentos complexos que exigem a infraestrutura e expertise de grandes redes como a Rede D'Or. Ainda que pacientes com maior poder aquisitivo possam exercer alguma influência ao demandar serviços de alto padrão, a oferta diferenciada e a reputação consolidada da rede hospitalar limitam significativamente o poder de barganha desse grupo.

5.5.5 Produtos substitutos

A ameaça de produtos substitutos para a Rede D'Or é moderada, mas com tendência de crescimento, impulsionada pelo avanço tecnológico e pela evolução das preferências dos consumidores. Entre os principais substitutos encontram-se as clínicas especializadas, os serviços de saúde digital, como a telemedicina, e os tratamentos ambulatoriais, que oferecem cuidados médicos fora do ambiente hospitalar tradicional. Essas alternativas, por serem mais acessíveis e de menor custo, têm se tornado atrativas para tratamentos de baixa complexidade, o que pode reduzir a demanda por determinados serviços hospitalares.

No entanto, para casos de alta complexidade, cirurgias ou emergências, a substituição por esses serviços é limitada. Redes hospitalares de grande porte, como a Rede D'Or, detêm infraestrutura avançada, tecnologia de ponta e equipes médicas especializadas, características indispensáveis para o atendimento de condições mais graves, que não podem ser adequadamente tratadas por substitutos como clínicas menores ou telemedicina. Dessa forma, embora a ameaça de substitutos esteja presente, especialmente para atendimentos de baixa complexidade, a Rede D'Or permanece amplamente protegida pela sua capacidade de ofertar um portfólio abrangente e especializado de serviços de saúde, difícil de ser replicado fora do ambiente hospitalar consolidado.

5.5.6 Conclusão das Forças de Porter

A análise das forças de Porter aplicada à Rede D'Or revela um panorama competitivo complexo, caracterizado por barreiras de entrada moderadas, intensa rivalidade entre concorrentes e um delicado equilíbrio entre o poder de barganha de clientes e fornecedores.

A presença de redes independentes de pequeno porte e a alta rotatividade dessas instituições indicam que, embora haja oportunidades para novos entrantes, as grandes redes como a Rede D'Or detêm vantagens competitivas significativas que corroboram para a sustentabilidade do modelo de negócio no longo prazo.

A rivalidade no setor hospitalar é intensificada pela segmentação geográfica e pela crescente profissionalização de concorrentes menores, mas a diferenciação dos serviços oferecidos pela Rede D'Or, aliada a uma rede de infraestrutura bem

desenvolvida e a uma reputação consolidada, proporciona uma vantagem competitiva notável.

Em relação ao poder de barganha, as operadoras de planos de saúde exercem influência considerável, embora a Rede D'Or mantenha um equilíbrio de dependência mútua com esses clientes.

De maneira geral, a posição da Rede D'Or no setor de saúde privado é sólida, porém demanda um monitoramento contínuo em virtude das dinâmicas do mercado e das crescentes exigências dos consumidores.

5.6 MATRIZ SWOT

A matriz SWOT serve como uma análise interna e externa da companhia a partir de quatro pontos principais: forças (strengths), fraquezas (weakness), oportunidades (opportunities) e ameaças (threats).

5.6.1 Forças

Forças são os recursos e capacidades internas que garantem vantagem competitiva à organização, diferenciando-a no mercado e sustentando seu crescimento (PORTER, 1986), sendo que para a Rede D'Or foram identificadas as seguintes:

- A. liderança de mercado:** A companhia é a líder de mercado do setor de serviços hospitalares no Brasil, o que lhe confere uma posição de destaque no setor, que ainda é muito pulverizado. Fazendo que a empresa tenha tanto um poder de marca superior em relação aos seus concorrentes, como um maior poder de barganha com fornecedores.

- B. rede de relacionamento com médicos:** A empresa possui uma rede de colaboração com cerca de 110 mil médicos, correspondente a cerca de 20% do número total de médicos no Brasil, o que lhe confere uma posição estratégica de negociação com a comunidade médica, além de lhe conferir um acesso estratégico ao portfólio de pacientes fidelizados à cada médico.

- C. creditações e certificações hospitalares:** A maior parte das unidades do grupo possuem creditações hospitalares e certificações de instituições renomadas, o que lhe confere além de um alto nível de qualidade de serviços, uma maior flexibilidade no repasse de custos ao mercado, que é regulado pela ANS e leva em consideração a qualidade dos serviços prestados para determinação do ajuste máximo permitido no preço de serviços médicos.
- D. operação verticalizada com a aquisição da Sul América:** Essa fusão proporciona uma vantagem competitiva significativa para o grupo, uma vez que fortalece o relacionamento da empresa com um dos principais provedores de planos de saúde do Brasil, relacionamento este que é crucial para prestadores de serviços médicos, tanto pela aquisição de clientes como pela negociação de custos. A integração das atividades de saúde e seguros permite à Rede D'Or oferecer um portfólio mais completo de serviços, melhorando sua posição no mercado e aumentando sua eficiência operacional em um setor cada vez mais competitivo.

5.6.2 Fraquezas

Fraquezas são fatores internos que limitam a competitividade e o desempenho da empresa, revelando áreas que precisam de melhoria para fortalecer sua posição no mercado (ANDREWS, 1971), sendo:

- A. crescimento dependente de aquisições:** Por definição, a exploração econômica de serviços hospitalares é uma atividade pouco escalável, dado que o crescimento das empresas do setor possui uma relação fortemente linear com a expansão física da capacidade operacional. Além disso cada hospital possui uma limitação geográfica de atendimento, sendo uma operação muito regional. Estes fatores fazem com que para entregar crescimento de curto e médio prazo, uma das principais vias é a aquisição de de operações existentes, ou construção de novos hospitais.
- B. regulamentação sobre o repasse de preços ao consumidor:** O setor de saúde é altamente regulamentado por entidades públicas, criando diversas

restrições operacionais pela elevada burocracia. Além disso, o repasse de preços aos consumidores e provedores de planos de saúde é também limitado, o que reduz a flexibilidade de repasses de preços em casos de cenários econômicos adversos, como visto nos últimos anos.

5.6.3 Oportunidades

Oportunidades são condições externas favoráveis que podem ser aproveitadas para impulsionar o crescimento e inovação, maximizando o potencial da organização (JOHNSON; SCHOLLES, 1999), destacando-se:

- A. tendências setoriais de envelhecimento da população:** A tendência de envelhecimento da população é um fator que pode influenciar significativamente o setor ao longo dos próximos anos e décadas. Segundo dados apresentados, pessoas com mais de 60 anos são de 3 a 5 vezes mais susceptíveis a utilizarem serviços médicos, além de as admissões gerarem tickets de despesas de 6 a 10 vezes maiores em comparação com pessoas menores de 25 anos.

- B. espaço para consolidação do setor:** O setor de saúde no Brasil ainda é pouco desenvolvido e muito fragmentado. O número de leitos disponíveis no país é pouco mais que a metade do mínimo recomendado pela OMS em termos de leitos/habitantes. Além disso, o setor ainda é altamente fragmentado, com mais de 60% dos hospitais sendo entidades independentes de pequeno porte, o que oferece bastante espaço para consolidação de grandes redes como é o caso da Rede D'Or

5.6.4 Ameaças

Ameaças são fatores externos que podem impactar negativamente o desempenho e a estabilidade da empresa, exigindo estratégias de mitigação para proteger sua posição (KOTLER; ARMSTRONG, 2015), onde ficam realçadas:

- A. dependência de conjunturas macroeconômicas:** A dependência de planos de saúde e a predominância de contratos coletivos tornam o setor hospitalar suscetível a flutuações econômicas. Em períodos de recessão, a redução do número de beneficiários e a instabilidade no financiamento podem impactar negativamente a receita das instituições hospitalares, afetando sua sustentabilidade financeira.
- B. elevado nível de inflação médica:** A inflação médica elevada representa uma ameaça significativa para as operadoras de planos de saúde e para o setor hospitalar como um todo. O descompasso entre os custos crescentes dos serviços e os reajustes limitados impacta a rentabilidade das seguradoras e pode levar a um aumento nos índices de sinistralidade, tornando o setor mais vulnerável a pressões financeiras. Essa situação pode resultar em ajustes ainda mais rigorosos nos serviços oferecidos e em uma redução na capacidade de investimento em tecnologias e infraestrutura essenciais.

5.6.5 Conclusão da Análise de SWOT

A análise SWOT da Rede D'Or São Luiz revela que, apesar de sua sólida posição como líder de mercado, uma extensa rede de médicos e credenciações de qualidade, a empresa enfrenta desafios significativos, como a dependência de aquisições para crescimento e a regulamentação restritiva sobre repasses de preços. As oportunidades advindas do envelhecimento da população e do espaço para consolidação do setor oferecem potencial de expansão, mas as ameaças relacionadas às condições macroeconômicas e à inflação médica elevada podem impactar sua sustentabilidade financeira. Portanto, a Rede D'Or deve adotar uma estratégia adaptativa para capitalizar suas forças e oportunidades, enquanto mitiga os riscos associados a suas fraquezas e ameaças.

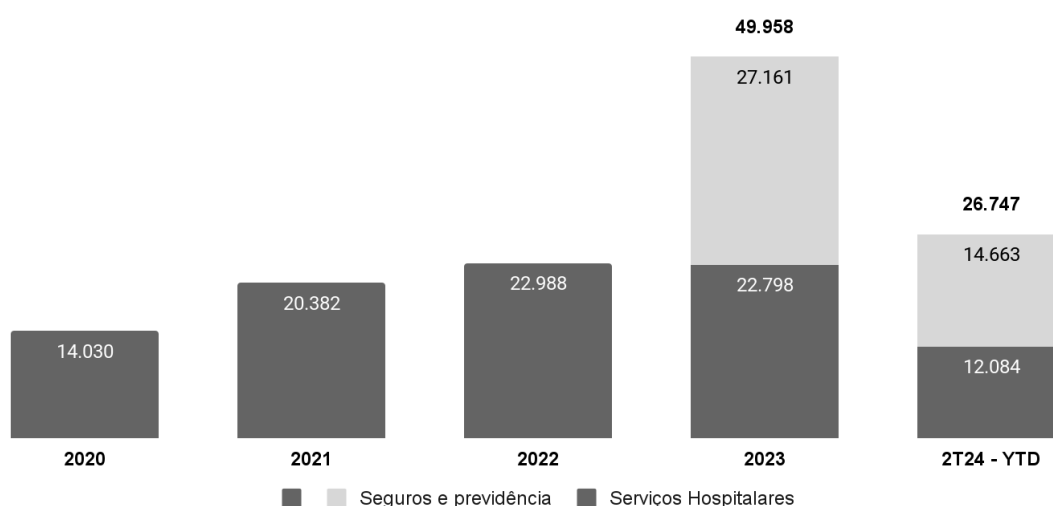
6 ANÁLISE FINANCEIRA DA REDE D'OR

A análise financeira é uma ferramenta essencial para a avaliação do desempenho de uma companhia. Neste capítulo, serão apresentados os resultados financeiros da Rede D'Or, com um enfoque na investigação de dados históricos que incluem receitas, custos e despesas, níveis de endividamento e rentabilidade, entre outros aspectos relevantes. Essa abordagem permitirá uma compreensão aprofundada da saúde financeira da empresa e sua capacidade de gerar valor ao longo do tempo.

6.1 ANÁLISE DA RECEITA

Em razão da incorporação da Sul América S.A. ter sido concluída em 23 de dezembro de 2022, as Demonstrações Financeiras da Rede D'Or São Luiz S.A. até dezembro de 2022 não contemplam os saldos da demonstração de resultados da SulAmérica, sendo que passou a reportar o resultado consolidado entre as duas empresas a partir de março de 2023.

Gráfico 15 - Receita Líquida por segmento de atuação (em R\$ bilhões)



Fonte: RI Rede D'Or (2T24), elaborado pelo autor

Conforme podemos ver no Gráfico 15 acima, a aquisição da Sulamérica gerou um efeito expressivo na receita líquida do grupo Rede D'Or como um todo,

elevando a receita líquida anual para R\$49.958 milhões em 2023, versus R\$25.769 milhões em 2022 quando possuía apenas as operações de serviços hospitalares.

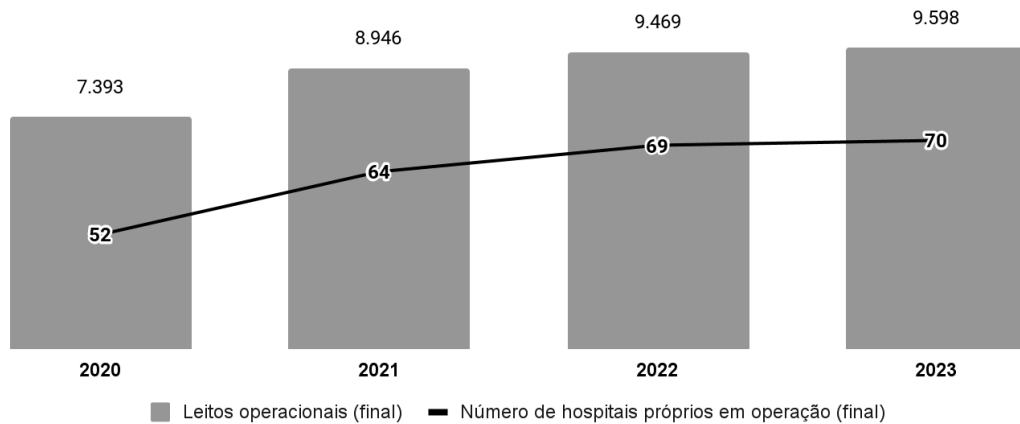
Outro fator importante sobre a demonstração de resultados consolidada é o fator de eliminação de resultados entre companhias. Dessa forma, apesar de vermos uma leve redução na receita de serviços hospitalares entre 2022 e 2023, isso não significa que a vertical gerou menos resultados, em vez disso, quando analisamos a vertical de serviços hospitalares de maneira não consolidada, vemos que esta gerou uma receita líquida de R\$25.336 em 2023. O número é maior que o apresentado no gráfico pois considera receitas geradas entre empresas do grupo, que devem ser eliminadas para estarem de acordo com as práticas contábeis estipuladas pelo CPC (Comitê de Pronunciamentos Contábeis) e IFRS (International Financial Reporting Standards) para evitar duplicidade e apresentar uma visão precisa do demonstrativo financeiro do grupo. O objetivo dessa eliminação é evitar a superestimação das receitas e despesas nas demonstrações consolidadas, refletindo de forma mais precisa a realidade econômica do grupo como um todo.

6.1.1 Serviços Hospitalares

Podemos ver que a receita líquida gerada exclusivamente pelos serviços hospitalares cresceu 80,2% entre 2020 e 2023, a um crescimento anual composto de 21,7%. Além disso, o resultado do primeiro semestre de 2024 aponta ainda para um crescimento da ordem de 10% neste ano.

Este aumento é consequência direta da expansão do número de hospitais e de leitos operacionais da empresa. Entre 2020 e 2023 houve a inauguração de 18 novos hospitais e 2.205 novos leitos, um aumento de 29,8%, visto no Gráfico 16.a.

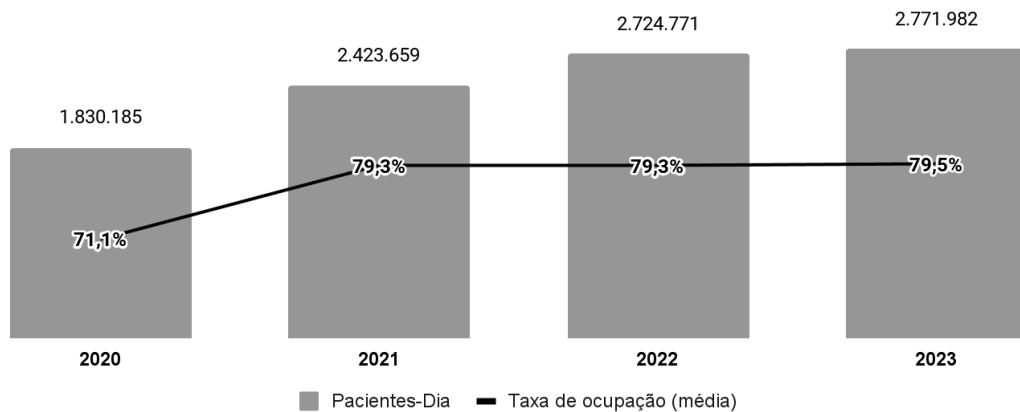
Gráfico 16.a - Número de hospitais próprios em operação e leitos operacionais ao fim de cada período



Fonte: RI Rede D'Or (2T24), elaborado pelo autor

Houve ainda um ganho expressivo de eficiência no período, com um aumento da taxa média de ocupação das unidades de internação de 71,1% para 79,5% em 2023, conforme demonstrado no Gráfico 16.b.

Gráfico 16.b - Número de pacientes atendidos e taxa média de ocupação de leitos



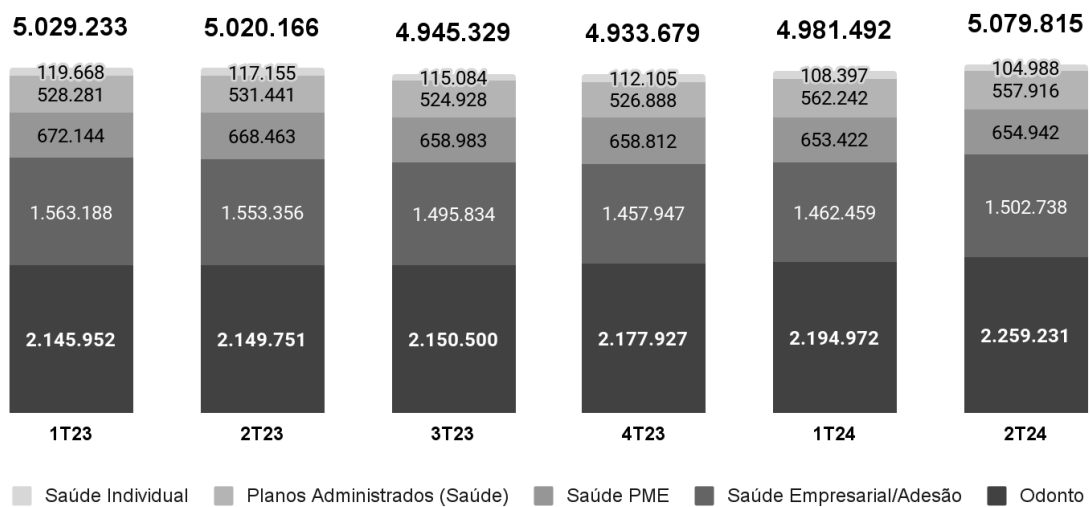
Fonte: RI Rede D'Or (2T24), elaborado pelo autor

A eficácia da estratégia de crescimento da companhia fica ainda mais evidente quando analisamos os dados operacionais de volume de atendimentos da empresa, com mais de 2,7 milhões de pacientes atendidos em 2023, um aumento de mais de 50% em relação a 2020.

6.1.2 Seguros e Previdência

Analisando a vertical de seguros de maneira independente, temos um horizonte histórico reduzido dado o efeito de incorporação dos negócios ao fim de 2022. Apesar disso, podemos ver um crescimento de 1,1% no número total de segurados nos últimos 24 meses.

Gráfico 17 - Números de beneficiários dos serviços de seguros



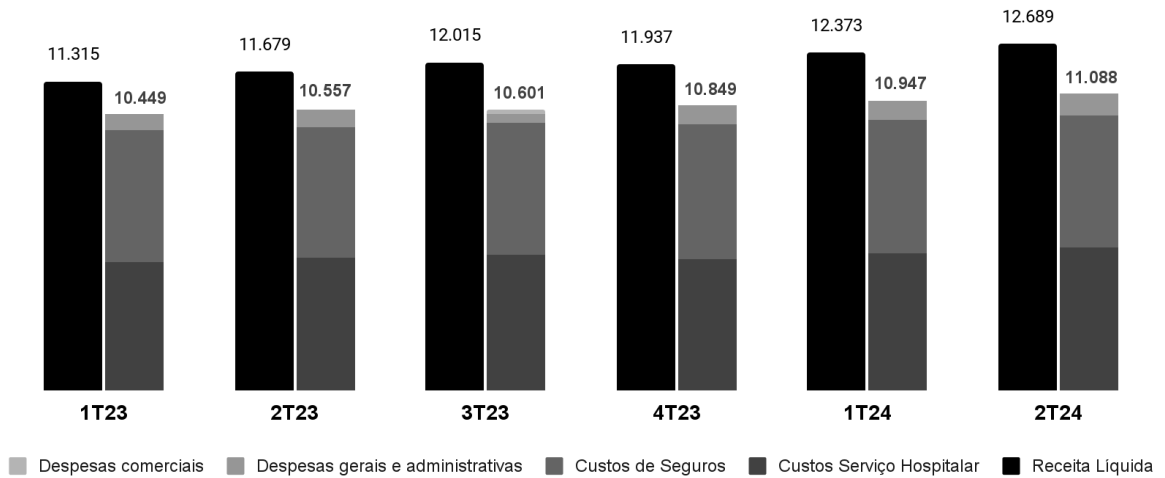
Fonte: RI Rede D'Or (2T24), elaborado pelo autor

Conforme visualizado no Gráfico 17, a operação de seguros possui uma representatividade significativa de beneficiários nos planos odontológicos (44,4%), seguido pela modalidade de saúde em planos empresariais por adesão (29,6%) e outras categorias de saúde, totalizando 2,8 milhões de beneficiários nos planos de saúde ao fim de 2023.

6.2 ANÁLISE DE CUSTOS E DESPESAS

Sobre a estrutura geral de custos da empresa, notamos que a maior parcela de custos do grupo são relacionados a custos diretos de serviços hospitalares prestados e sinistros de seguros, conforme apresentado no Gráfico 18 abaixo.

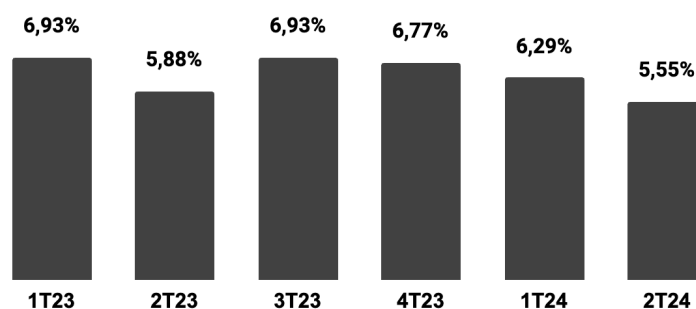
Gráfico 18 - Estrutura de custos totais da companhia



Fonte: RI Rede D'Or (2T24), elaborado pelo autor

Quando excluimos os custos diretos com sinistros e serviços prestados, que serão detalhados nas seções a seguir, e observamos a representatividade dos custos indiretos demonstrada pelo Gráfico 19, podemos notar uma maior eficiência na estrutura, com um ganho de 0,5 ponto percentual na média entre os dois primeiros trimestres de 2024 em comparação com o mesmo período de 2023.

Gráfico 19 - Custos indiretos sobre a Receita Líquida (ex-CPV Serviços Hospitalares e Sinistros).



Fonte: RI Rede D'Or (2T24), elaborado pelo autor

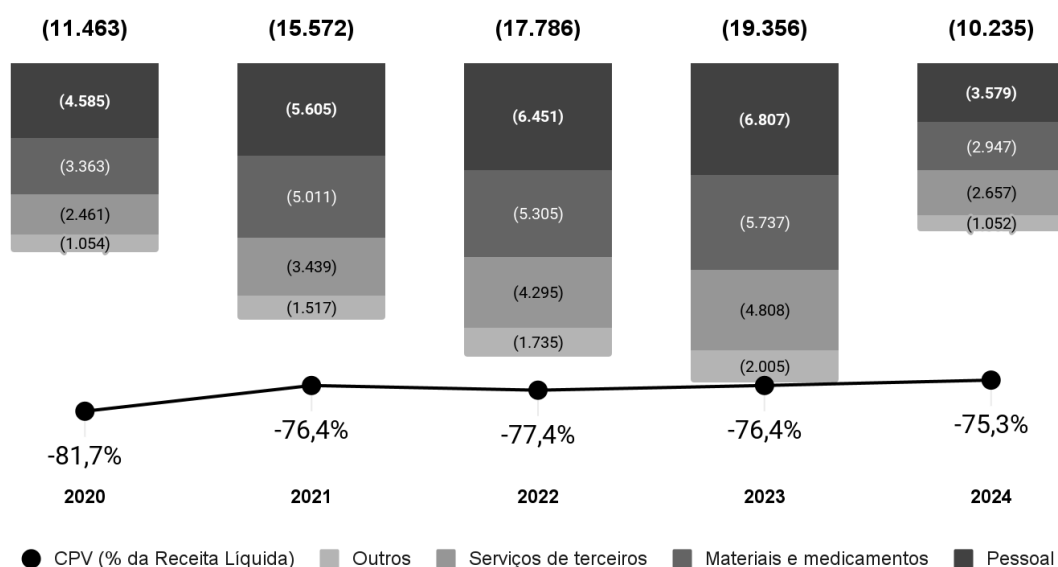
Estes custos são representados em sua maioria por despesas gerais, administrativas e comerciais e a redução vista nas divulgações de resultados dos últimos 6 trimestres pode ser interpretada como resultado da maturação das sinergias geradas pela fusão entre a Rede D'Or e a Sul América em 2022, dado que parte da estrutura administrativa independente que cada empresa possuía antes da

fusão pode ser combinada e enxugada para o funcionamento dos negócios de maneira combinada.

6.2.1 Serviços hospitalares

O crescimento da empresa e das receitas geradas também é naturalmente refletido no aumento absoluto dos custos, dado a expansão operacional que a empresa teve no período.

Gráfico 20 - Principais custos relacionados à serviços hospitalares



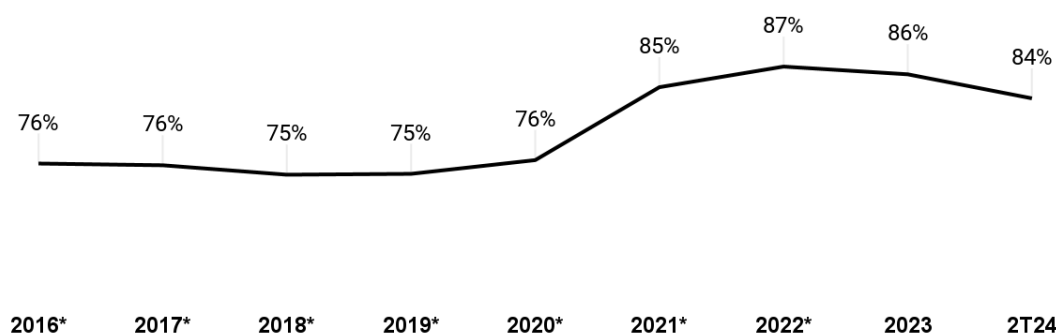
Fonte: RI Rede D'Or (2T24), elaborado pelo autor

Apesar do aumento absoluto dos custos, no Gráfico 20 acima podemos notar uma melhora constante da eficiência das operações hospitalares, com uma melhora do percentual de representatividade dos custos de serviços prestados em relação à receita líquida, que saíram de 81,7% em 2020 para 76,4% em 2023, apontando ainda para uma leve melhora em 2024 com uma razão de 75,3% no primeiro semestre do ano. Além disso, é possível notar também uma mudança na dinâmica de proporção dos custos com serviços de terceiros em relação aos gastos com pessoal (40% e 21% respectivamente em 2020, ante 35% e 26% respectivamente em 2024). Este fator indica uma maior preferência do setor e tendência da companhia de contratar médicos como prestadores de serviços terceirizados, em vez de agregá-los diretamente na folha salarial.

6.2.2 Seguros e Previdência

Conforme apresentado pela Fórmula 25, uma das principais métricas de custos a ser analisada em uma companhia seguradora é o nível de sinistralidade incorrido no período.

Gráfico 21 - Sinistralidade Sul América



Fonte: RI Rede D'Or (2T24) e RI SulAmérica (2022), elaborado pelo autor

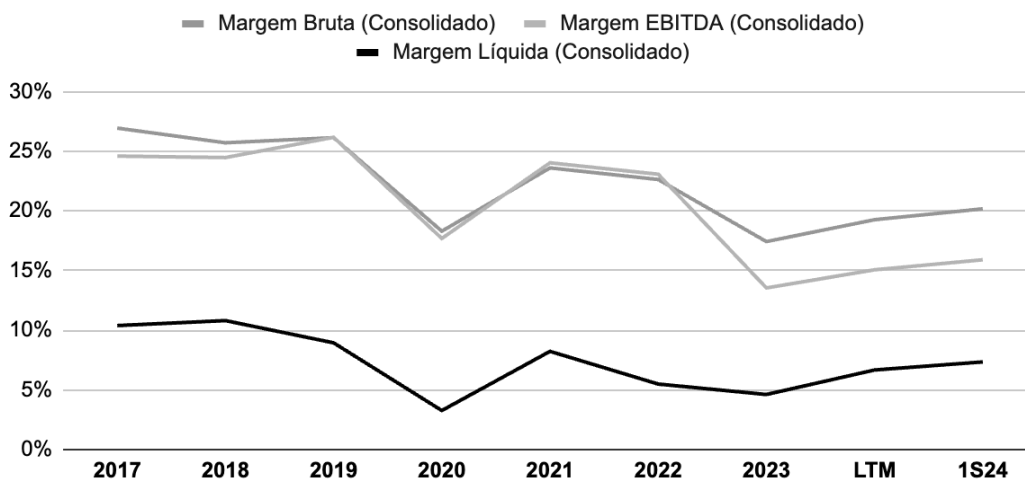
Analisando o indicador de sinistralidade das operações de seguros do grupo podemos notar que os resultados da operação ainda são fortemente impactados pelos efeitos de uma maior sinistralidade geral do setor, desencadeado no período pós pandemia por um forte crescimento no número de tratamentos eletivos, assim como de uma alta inflação de custos médicos. Após atingir um pico de 87% em 2022, a companhia segue com a aplicação de reajustes nos valores dos contratos, buscando pelo equilíbrio econômico após um período de elevada frequência e severidade de sinistros. Com a normalização dos índices de sinistralidade vistos de forma conjuntural no setor, somado à captação de resultados da fusão entre a Sul América e a Rede D`Or e aos reajustes de preços dos contratos, a expectativa é de que aconteça uma convergência dos índices de sinistralidade para níveis próximos aos vistos antes de 2020.

6.3 ANÁLISE DE LUCRATIVIDADE

Na análise de margens podemos ver que apesar da forte contração na margem bruta e EBITDA, notada principalmente após 2022 no Gráfico 22, este fator

é apenas uma consequência contábil da combinação dos resultados da Rede D'Or com a Sul América.

Gráfico 22 -Análise de margens resultado consolidado Rede D'Or

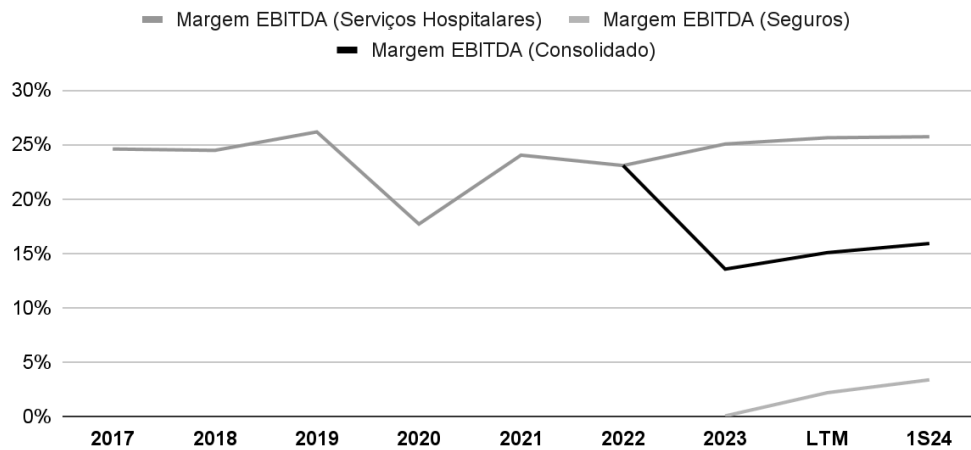


Fonte: RI Rede D'Or (2T24), elaborado pelo autor

Esta dinâmica fica clara ao analisarmos o Gráfico 23, que compara a margem EBITDA da vertical de serviços hospitalares, com a vertical de seguros e a margem do resultado consolidado.

Devido ao modelo de negócio das seguradoras em geral, essas empresas tendem a ter um reconhecimento de receitas muito grande com a contratação de prêmios de seguro em comparação com os resultados que conseguem gerar após o desconto de sinistros e custos administrativos, operando historicamente com margens menores que empresas prestadoras de serviços. Dessa forma, a margem média que calculamos a partir da divulgação dos resultados consolidados entre as duas verticais de negócio penaliza as margens da vertical de serviços hospitalares, que apresentou um desempenho histórico consistentemente próximo dos 25%, demonstrando inclusive que já conseguiu recuperar a contração vista no período de pandemia.

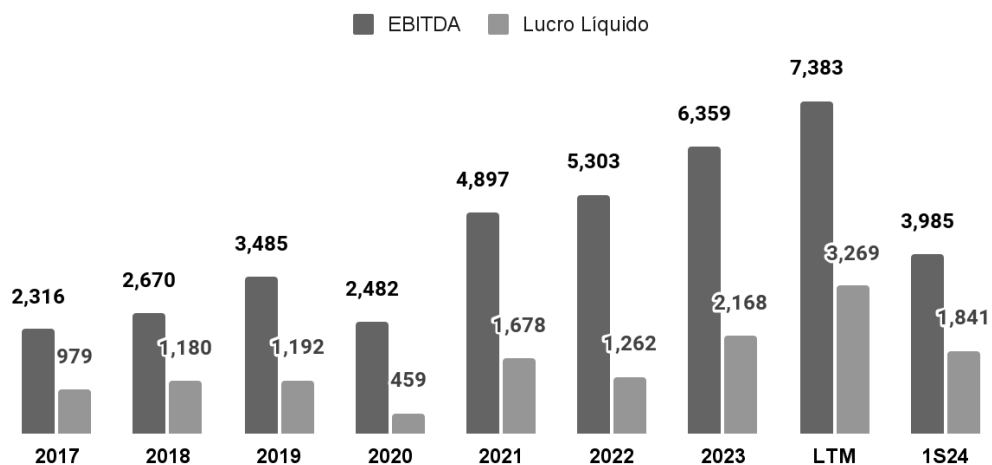
Gráfico 23 - Margem EBITDA Rede D'Or



Fonte: RI Rede D'Or (2T24), elaborado pelo autor

A Rede D'Or São Luiz apresenta um histórico consistente de lucratividade, reportando resultados líquidos positivos ao longo de todo o período analisado. Conforme ilustra o Gráfico 24, entre 2017 e 2023, o lucro operacional da empresa cresceu mais de 174%, assim como um crescimento superior a 121% do lucro líquido.

Gráfico 24 - Lucro Líquido consolidado Rede D'Or - Resultados combinados a partir de 2023



Fonte: RI Rede D'Or (2T24), elaborado pelo autor

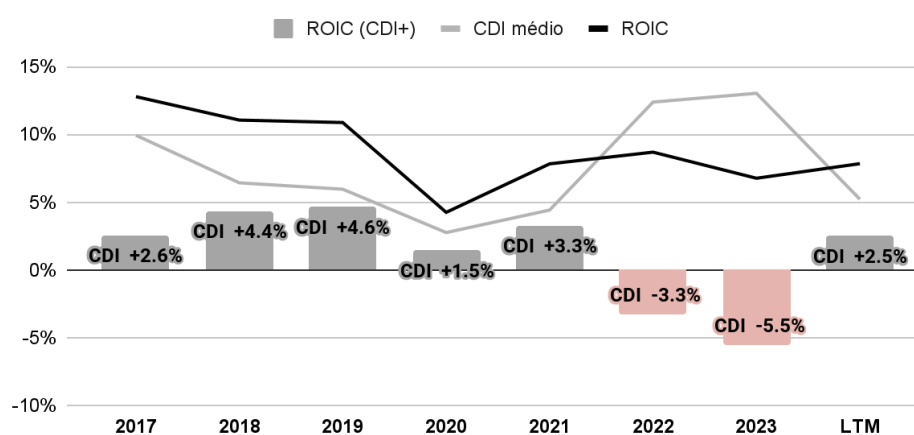
Nos últimos 12 meses, a empresa reportou um lucro operacional de R\$7,3 bilhões, com um lucro líquido de R\$3,2 bilhões, dos quais R\$1,8 bilhão foram registrados apenas no primeiro semestre de 2024.

6.4 ANÁLISE DA RENTABILIDADE

A Rede D'Or demonstra uma sólida capacidade de geração de resultados, com mais de R\$10 bilhões de lucro acumulado entre 2017 e o primeiro semestre de 2024. No entanto, para uma análise mais completa, é essencial avaliar também a rentabilidade da empresa, que mede a eficiência do capital investido no negócio.

Uma métrica amplamente utilizada para essa análise é o ROIC (Return on Invested Capital), que relaciona o lucro operacional líquido com o total de capital próprio e de terceiros investido na empresa. Esse indicador, conforme detalhado na Equação 24 do Capítulo 2.5.5.

Gráfico 25 - Comparação do ROIC vs CDI acumulado no período



Fonte: ANBIMA, RI Rede D'Or (2T24), elaborado pelo autor

Conforme demonstrado no Gráfico 25 acima, durante o período analisado, o ROIC da Rede D'Or manteve-se consistentemente positivo, variando entre 7,5% e 12,5% nos últimos seis anos. Essa estabilidade é notável, especialmente considerando o perfil intensivo em capital da empresa, que investe pesadamente na construção e operação de sua rede de hospitais, além das atividades de seguros. Como instituição regulada pela SUSEP (Superintendência de Seguros Privados) e pela ANS (Agência Nacional de Seguros), a Rede D'Or precisa manter reservas técnicas, capital mínimo e provisões contábeis, assegurando solidez financeira mesmo em situações de aumento inesperado de sinistros

No fim do primeiro semestre de 2024, a empresa registrou R\$61,9 bilhões em ativos imobilizados, intangíveis e títulos e valores mobiliários, que representam mais

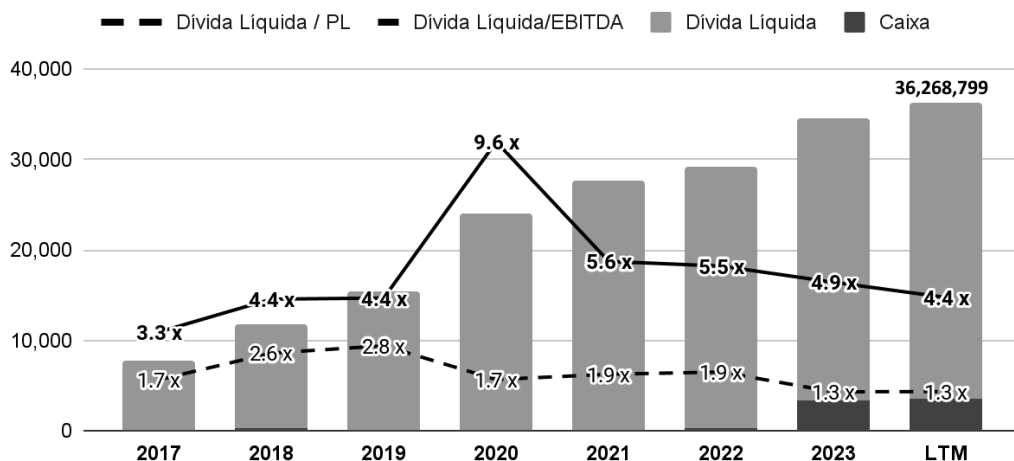
de 60% dos ativos totais. Estes itens exigem uma contrapartida no passivo e no patrimônio líquido, refletindo o significativo uso de capital próprio e de terceiros para sustentar as operações.

Apesar da alta necessidade de capital, podemos ver ainda no Gráfico 25, que a empresa consegue gerar um spread de retorno positivo em relação ao CDI, que costuma ser o principal benchmark de captação de dívidas da companhia, que historicamente tem se financiado à mercado a um custo entre CDI+ 1,50% e CDI+ 2,00%. O indicador é principalmente penalizado entre 2022 e 2023, onde vimos a taxa livre de juros chegando a 13,65% como resposta à um movimento inflacionário global.

6.5 ANÁLISE DO ENDIVIDAMENTO E LIQUIDEZ

A Rede D'Or reportou ao fim do primeiro semestre de 2024 uma dívida bruta de R\$36,2 bilhões, e podemos notar em conjunto com o Gráfico 26 um crescimento crescente do valor absoluto da dívida ao longo dos anos. Apesar disso, é importante destacar que a empresa demonstrou uma boa capacidade de converter a contratação da dívida em crescimento, com um aumento proporcionalmente maior do EBITDA ao longo do período, fazendo com que a relação da dívida líquida sobre o EBITDA se mantesse controlada ao longo dos últimos anos, com ainda um leve recuo desde 2021.

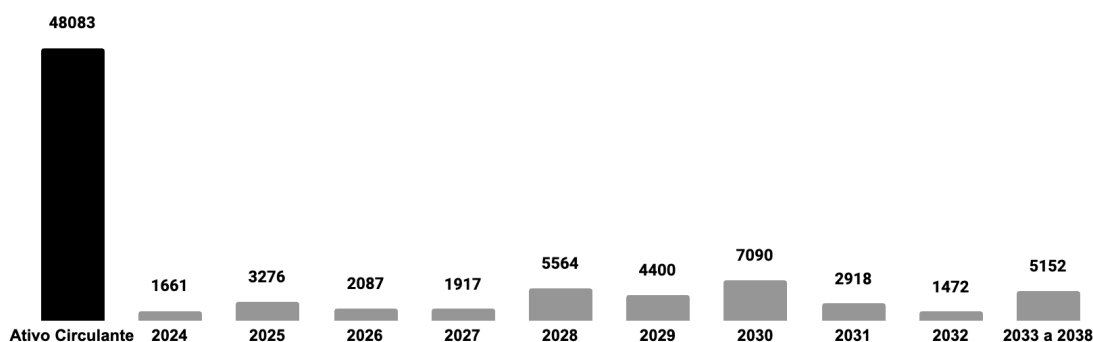
Gráfico 26 - Dívida Líquida Rede D'Or



Fonte: RI Rede D'Or (2T24), elaborado pelo autor

Vale destacar ainda, que apesar de um endividamento líquido historicamente na casa de 4 a 5 vezes o EBITDA, a empresa possui um volume relevante de títulos e valores mobiliários de curto prazo, compondo tanto a estratégia de alocação de capital da companhia, como exigências contábeis de liquidez por conta das operações de seguros. Até o fim de 2022, quando o balanço patrimonial ainda não havia incorporado as operações da Sul América, a empresa reportou R\$13,1 bilhões em títulos e valores mobiliários de curto prazo, com um aumento desta rubrica para pouco mais de R\$30 bilhões ao fim de junho de 2024, sendo o acréscimo justificado em sua maioria como reservas de liquidez constituídas para a operação de seguros da SulAmérica. Analisando o Gráfico 26, podemos notar ainda que a dívida líquida possui ainda uma relação bem mais moderada quando comparada ao patrimônio líquido da companhia, de aproximadamente 1,3 vezes nos demonstrativos mais recentes.

Gráfico 27 - Perfil de vencimento da dívida



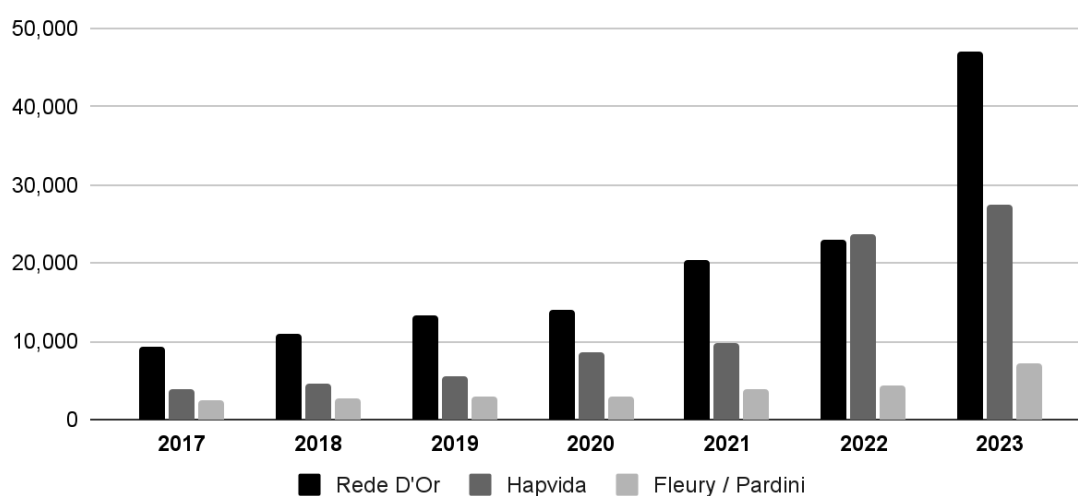
Fonte: RI Rede D'Or (2T24), elaborado pelo autor

Somado aos fatores anteriores do endividamento, podemos notar pelo Gráfico 27, um perfil de vencimento da dívida com uma pressão reduzida no curto prazo e compatíveis com o ativo circulante da empresa, que era composto em sua maioria por R\$3,6 bilhões de caixa e equivalentes caixa, R\$10,6 milhões em contas a receber e outros R\$30,0 bilhões em títulos e valores mobiliários como apresentado anteriormente, desta forma tornando a liquidez corrente da empresa de 2,9 vezes.

6.6 COMPARAÇÃO COM PARES DO SETOR

Apesar de a Hapvida e o Grupo Fleury possuírem um portfólio de produtos e modelos de negócio razoavelmente distintos do que a Rede D'Or, ao comparar algumas métricas financeiras da Rede D'Or com seus pares de mercado podemos visualizar mais claramente o porte operacional e um referencial sobre o desempenho do modelo de negócio em relação à outros concorrentes.

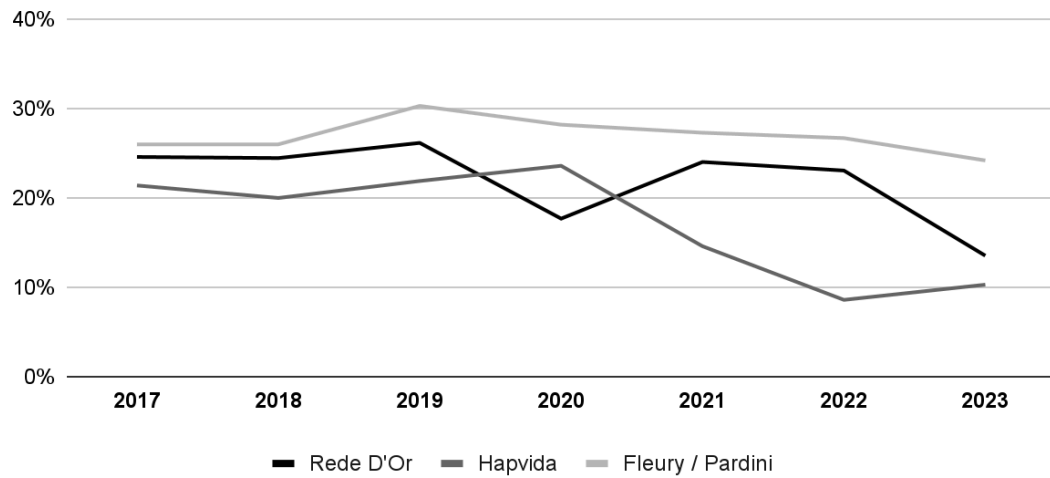
Gráfico 28 - Receita Líquida versus pares de mercado



Fonte: RI Rede D'Or (2T24) RI Hapvida, RI Fleury, elaborado pelo autor

O Gráfico 28 acima apresenta a comparação da receita líquida da Rede D'Or versus dois outros pares de mercado, nele é possível visualizar que a companhia não apenas possui um histórico de alta representatividade no setor, crescendo significativamente mais que alguns de seus concorrentes nos últimos anos.

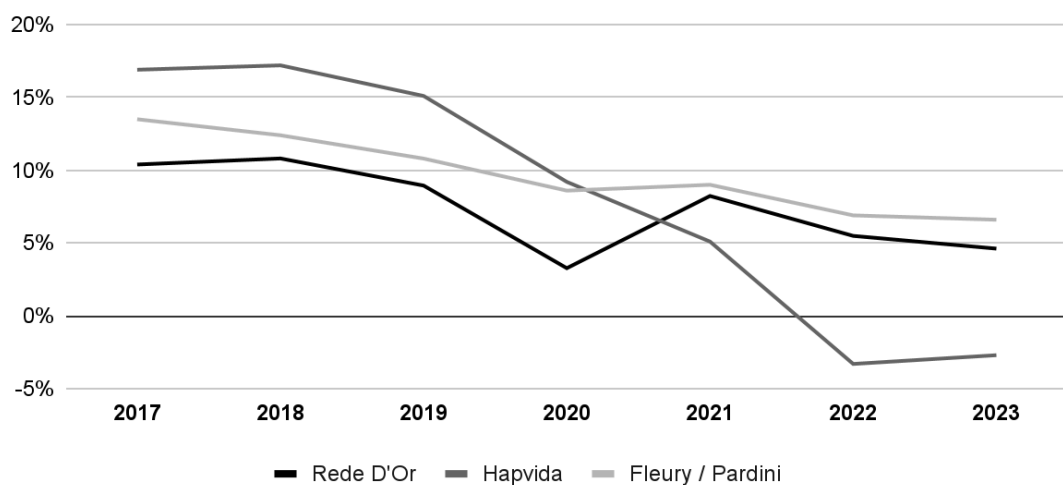
Gráfico 29 - Margem EBITDA versus pares de mercado



Fonte: RI Rede D'Or (2T24) RI Hapvida, RI Fleury, elaborado pelo autor

No Gráfico 29 acima podemos ver também que o desempenho de margem EBITDA é competitivo em relação aos seus pares e condizentes com o mercado. Apesar de as margens do Grupo Fleury serem ligeiramente maiores do que a Rede D'Or, isso se deve principalmente às diferenças de modelo de negócio, sendo o Grupo Fleury mais focado em serviços de medicina diagnóstica, o que tende a gerar um custo menor com materiais e medicamentos, e conseqüentemente margens maiores.

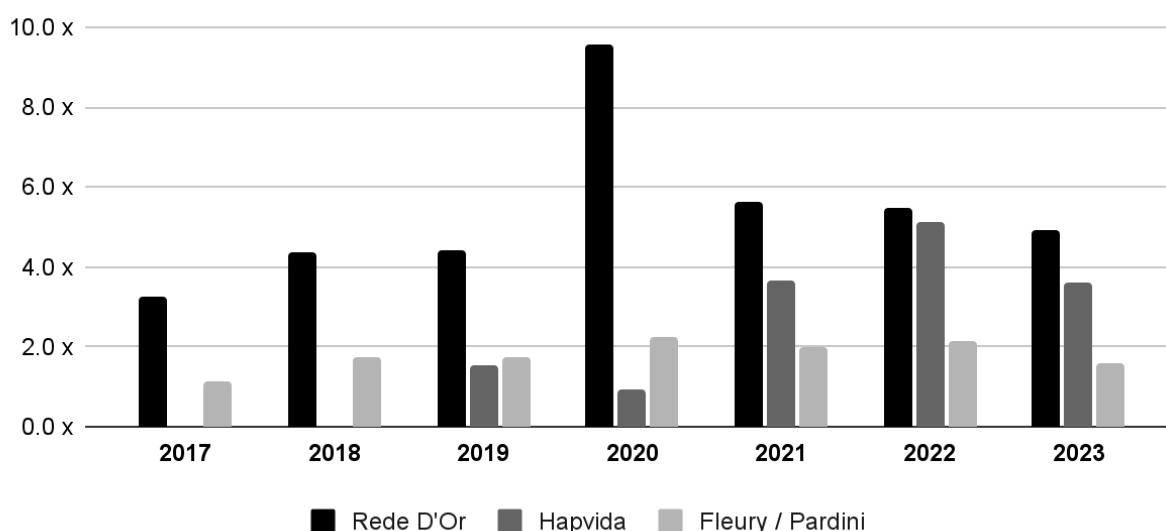
Gráfico 30 - Margem Líquida versus pares de mercado



Fonte: RI Rede D'Or (2T24) RI Hapvida, RI Fleury, elaborado pelo autor

No quesito de margem líquida, apresentado pelo Gráfico 30, também vemos que a empresa tem um desempenho condizente com o mercado, com um desempenho mais constante e recentemente superior à Hapvida, que se aproxima um pouco mais do porte e modelo de negócio da Rede D'Or.

Gráfico 31 - Dívida Líquida/EBITDA versus pares de mercado



Fonte: RI Rede D'Or (2T24) RI Hapvida, RI Fleury, elaborado pelo autor

Analisando o endividamento das companhias apresentado no Gráfico 31, vemos que a Rede D'Or se encontra ligeiramente mais alavancada que seus pares, associado principalmente à uma maior contratação de crescimento ao longo dos últimos anos.

6.7 CONCLUSÃO DA ANÁLISE FINANCEIRA

A análise financeira da Rede D'Or evidencia um desempenho robusto e consistente, caracterizado pelo crescimento contínuo das receitas, ampliação de suas operações e uma estratégia sólida de rentabilidade e controle de custos. A expansão da receita da empresa, impulsionada pela incorporação da SulAmérica e pelo aumento no número de hospitais e leitos operacionais, reflete uma estratégia eficaz de crescimento e diversificação, essencial para a consolidação da Rede D'Or no setor de saúde privado.

No que tange à rentabilidade, o cálculo do ROIC (Return on Invested Capital) revela uma performance que supera o custo de capital médio da empresa, o que se

torna especialmente relevante, dado o caráter capital intensivo do modelo de negócios da empresa, o qual demanda significativos aportes em ativos imobilizados e reservas de capital como provisões regulatórias para a manutenção de suas operações hospitalares e de seguros.

Em termos de estrutura de capital, apesar de a Rede D'Or manter um nível de endividamento levemente elevado, o volume é totalmente compatível com a capacidade de geração de caixa da empresa e de suas reservas de capital de curto prazo, com índices de alavancagem que se encontram em consonância com o crescimento de seu EBITDA, assegurando uma posição financeira resiliente. A análise comparativa com concorrentes do setor, como Hapvida e Grupo Fleury, permite observar que a Rede D'Or se sobressai em métricas de receita e crescimento operacional, demonstrando uma posição de liderança consolidada.

Em síntese, a Rede D'Or exibe uma saúde financeira robusta e bem administrada, com uma estrutura de capital e rentabilidade sustentáveis que reforçam sua capacidade de enfrentar desafios econômicos e setoriais, enquanto continua a expandir sua presença no mercado de saúde brasileiro. Essa solidez financeira contribui diretamente para a viabilidade de sua estratégia de longo prazo e para a criação de valor sustentável no setor de saúde privado.

7 VALUATION

Este capítulo apresenta a análise do valor econômico da Rede D'Or por meio do método de fluxo de caixa descontado (*valuation*), complementada por simulações de diferentes cenários. Serão elaboradas projeções detalhadas das principais linhas financeiras da empresa, como receitas, custos, despesas e capital de giro, abrangendo o período de aproximadamente 10 anos, de Julho de 2024 a Dezembro 2034. Com base nessas projeções, será estimado o fluxo de caixa da empresa nos próximos 10 anos e calculado e o crescimento em perpetuidade. Os fluxos futuros serão trazidos a valor presente utilizando o custo de capital, e em seguida somados com o valor na perpetuidade calculado para a empresa. O resultado deste cálculo permitirá a determinação do valor econômico do equity da companhia.

7.1 PREMISSAS MACROECONÔMICAS

Os principais parâmetros macroeconômicos utilizados na modelagem financeira futura da Rede D'Or foram: Crescimento anual do PIB, IPCA e projeção do CDI. Para o PIB e o IPCA foram utilizadas as projeções do Boletim Focus (2024), publicado em outubro de 2024, contemplando as expectativas das taxas de 2024 a 2027. Para os anos posteriores da projeção foi estimada uma continuidade dos dados de 2027. Para a projeção do CDI, foram utilizadas as Taxas Referenciais BM&F, refletindo a estrutura a termo da curva de juros em cada data de referência

Valores históricos do PIB Brasileiro e do IPCA foram obtidos do IBGE (2024), enquanto para o CDI foi utilizada a série histórica do índice, publicada pela B3 (Brasil, Bolsa, Balcão).

Também foram levantados dados macroeconômicos da economia americana como o PCE (*Personal Consumption Expenditures*), como uma das principais métricas inflacionárias utilizadas nos EUA. Estes dados foram retirados do relatório SEP (*Summary of Economic Projections*), publicado em Setembro de 2024 pelo banco central americano.

Tabela 6 - Dados Macroeconômicos utilizados

Dados Históricos	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CDI	9.94%	6.43%	5.96%	2.76%	4.42%	12.39%	13.04%
IPCA	2.95%	3.75%	4.31%	4.52%	10.06%	5.78%	4.62%

Projeções Futuras	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P
CDI	11.32%	13.08%	13.27%	13.30%	13.29%	13.25%	13.20%
IPCA	4.55%	4.00%	3.60%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
PIB Brasil	3.08%	1.93%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
PCE	2.30%	2.10%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%

Fonte: IBGE, B3, FOCUS, SEP, Elaborado pelo autor

Os parâmetros macroeconômicos mencionados e apresentados na Tabela 6, foram utilizados tanto de maneira direta, servindo de premissa para algumas projeções, como de maneira indireta, servindo como um teste de sanidade em relação às premissas de crescimento e evolução de despesas.

7.2 PROJEÇÃO DA RECEITA

A projeção da receita da empresa é um dos componentes mais importantes no processo de valuation, pois diversos elementos, como custos, despesas e alguns itens do balanço patrimonial, estão diretamente ligados ao seu comportamento. Assim, para realizar essa projeção, a receita foi segmentada em categorias, sendo: Receitas com Serviços Hospitalares e Receitas com Prêmios de Seguros.

7.2.1 Projeção das Receitas com Serviços Hospitalares

A receita gerada por serviços hospitalares foi calculada de maneira segmentada, estimando inicialmente na expansão operacional da empresa, medida neste caso pelo número de leitos totais e posteriormente correlacionado com uma expectativa de aumento na receita gerada por leito.

Conforme apresentado, diversos indicadores e parâmetros demográficos apontam para uma demanda crescente por serviços hospitalares como consequência das tendências de envelhecimento da população. Ao mesmo tempo, o setor hospitalar brasileiro já aponta, mesmo com a demanda atual, uma disponibilidade de leitos inferior às recomendações da OMS, mostrando dessa forma uma demanda por aumento da capacidade instalada do sistema.

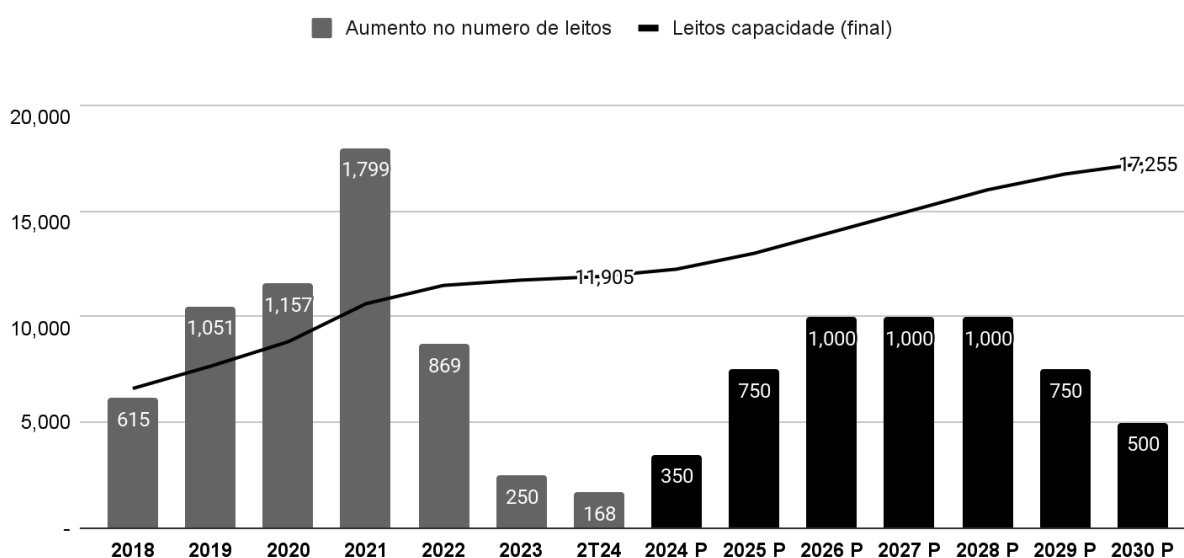
Apesar dos fatores de perspectiva de expansão do mercado endereçável, a disponibilidade de leitos no Brasil também é fortemente influenciada por fatores econômicos locais, fazendo por exemplo, com que mesmo com perspectivas de crescimento da demanda, de 2014 a 2024 o número de leitos hospitalares tenha se mantido estável, inclusive com uma redução marginal de 0,3% no número absoluto de leitos no período, conforme visto na análise setorial abordada anteriormente.

Além da complexidade de um modelo quantitativo para projeções setoriais, vale ressaltar que o modelo financeiro desenvolvido para o cálculo do valor econômico da Rede D'Or consiste em uma projeção financeira de geração de resultados por um horizonte limitado de 10 anos. Período em que o efeito de uma mudança demográfica sobre a rede de saúde privada deve ser menos relevante do que fatores econômicos de curto prazo. Levam-se em consideração ainda as limitações operacionais resultantes da expansão da capacidade física de atendimento da Rede D'Or, uma vez que esta expansão envolve uma alocação

significativa de capital, assim como tempo para desenvolvimento e execução de projetos imobiliários ou de processos de aquisição e incorporação de operações hospitalares menores.

Dessa forma, como premissa de projeção da expansão operacional da Rede D'Or em um horizonte de 10 anos, levou-se fortemente em consideração as expectativas da própria companhia sobre entrega de leitos, assim como o histórico de crescimento apresentado nos últimos 6 anos, conforme apresentado no Gráfico 32.

Gráfico 32 - Projeção da evolução do número de leitos Rede



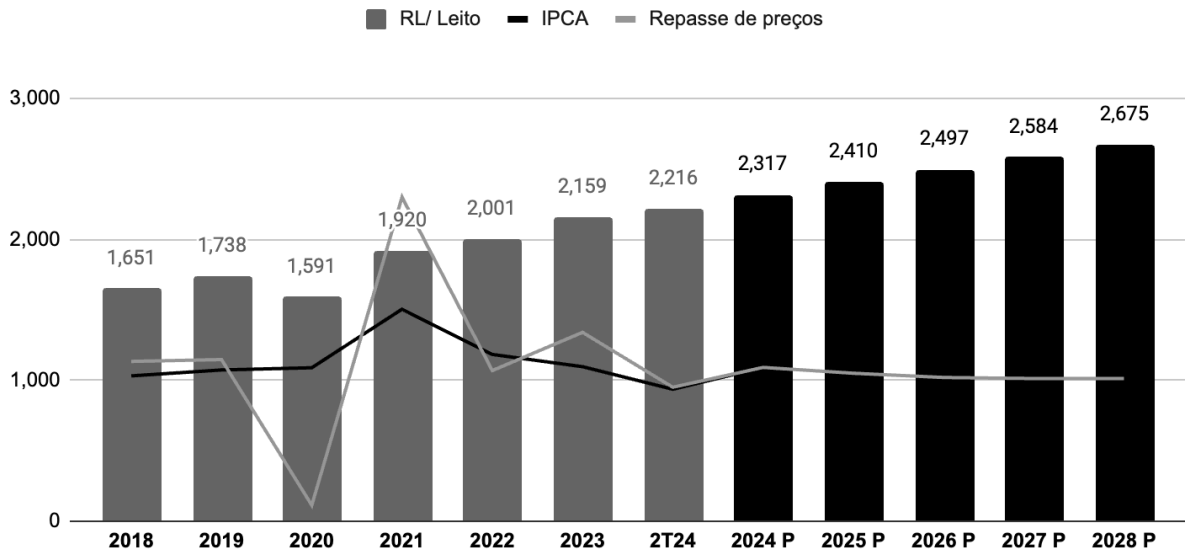
Fonte: Elaborado pelo autor

Segundo o formulário de referência da Rede D'Or (2024), a empresa esperava entregar 5.384 leitos entre 2024 e 2028, o que na época de publicação foi recebido pelo mercado como uma leve contração do plano de expansão anterior. Considerando a quantidade de leitos entregues entre 2018 e 2023, juntamente com a projeção da empresa de inaugurar aproximadamente 1000 leitos por ano nos próximos 5 anos, foi considerado um ritmo de expansão intermediário, com uma progressão na quantidade de leitos inaugurados entre 2018 e 2024, assim como uma redução no ritmo de crescimento após 2028.

Por esta variável apresentar uma relevância significativa no modelo, posteriormente será apresentada uma análise de sensibilidade sobre esta variável.

A partir da expansão da capacidade operacional, foi analisada a evolução da receita líquida gerada por leito, conforme demonstra o Gráfico 33.

Gráfico 33 - Projeção da evolução do número de leitos Rede D'Or

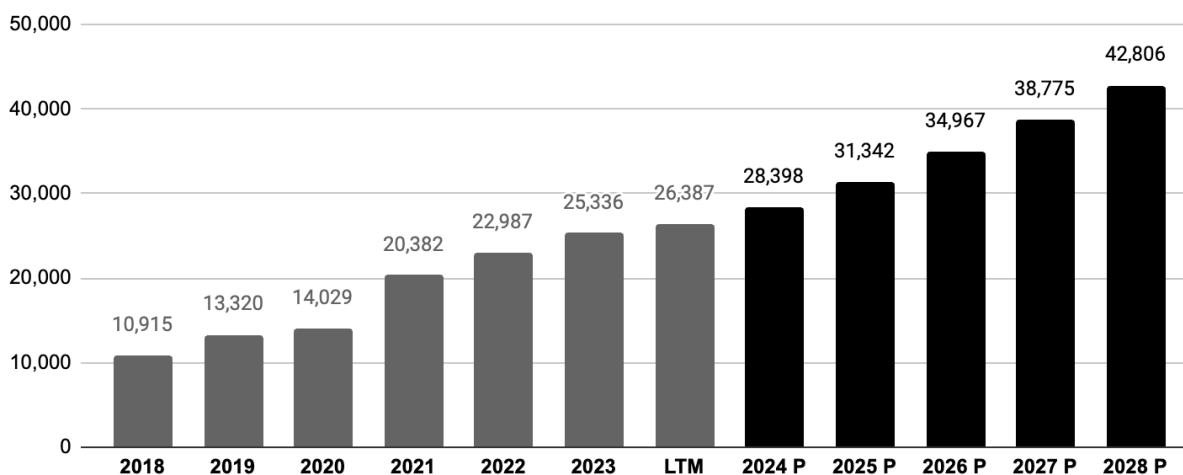


Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme discutido anteriormente, o setor de saúde no Brasil é extremamente regulado, especialmente no que tange o repasse de preços ao consumidor. Dessa forma, apesar de a inflação de serviços médicos poder ser medida de forma mais direta por algumas métricas específicas, como o VCMH (Variação do Consumo Médico Hospitalar), podemos notar no Gráfico 33 que o repasse de custos da Rede D'Or se assemelha mais à inflação do período medido pelo IPCA do que pelas métricas específicas do setor.

A partir desta análise, foi realizada a projeção de que a receita líquida gerada por leito cresceria juntamente com o IPCA nos próximos anos, estimado de acordo com o Boletim Focus (2024).

Gráfico 34 - Projeção da Receita Líquida com Serviços Hospitalares Rede D'Or



Fonte: Elaborado pelo autor

A partir das projeções da capacidade total de leitos, e da receita líquida gerada por leito, foi projetada a receita líquida esperada com a prestação de serviços hospitalares, apresentada no Gráfico 34 acima.

7.2.2 Projeção das Receitas com Serviços Hospitalares

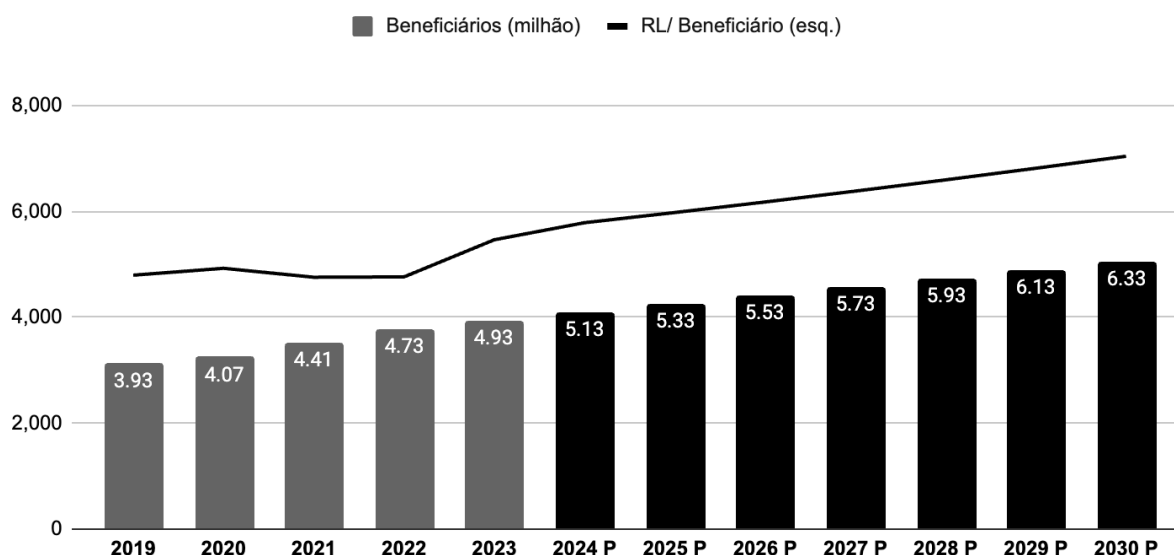
A projeção das receitas com a vertical de seguros também seguiu um racional similar, com a análise do crescimento operacional esperado, somado com o reajuste de preços em linha com os dados históricos e perspectiva de inflação do período.

Conforme explorado na análise estratégica do setor de seguros, pode-se notar que quase 70% dos seguros de saúde são contratados por meio de planos empresariais, havendo uma forte correlação com dados macroeconômicos e da geração de empregos. Ainda, partindo de uma análise histórica do crescimento do número de beneficiários atendidos pela Sul América em relação com o número de beneficiários total do país, pode-se notar um *market share* relativamente estável entre 9% e 10%.

A partir de uma premissa de crescimento do mercado de seguros correlacionado com a projeção do PIB, conforme apresentada nos últimos anos, e considerando a expansão histórica do *market share* e do número de beneficiários da Sul América, assumiu-se uma premissa de expansão de aproximadamente 200.000 beneficiários por ano, em linha com o crescimento operacional de 2019 a 2023 com

as operações da SulAmérica, assim como uma evolução no ticket médio anual dos beneficiários, representadas no Gráfico 35 a seguir.

Gráfico 35 - Projeção da expansão das operações de seguros Rede D'Or



Fonte: Elaborado pelo autor

A projeção resultou em crescimento anual composto da receita líquida de 6,54%, inferior ao CAGR de 9,37% realizado entre 2019 e 2023, refletindo um momento mais desafiador no cenário macroeconômico, com ajustes recentes de redução na expectativa do PIB para os próximos anos, assim como refletindo um momento de consolidação operacional da Sul América, que entregou um crescimento marginalmente superior aos seus pares nos últimos anos.

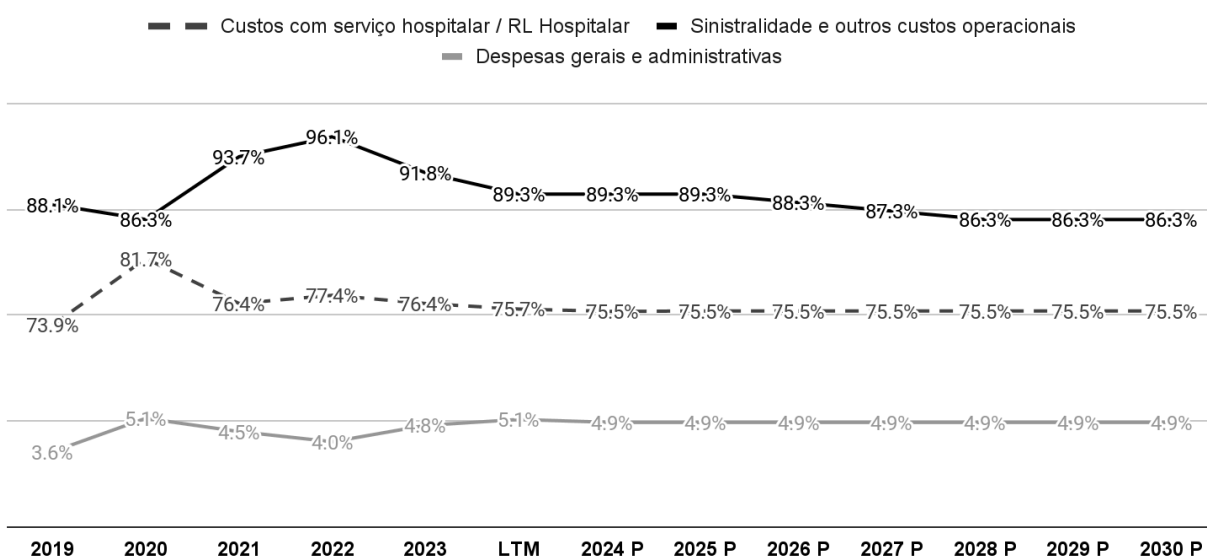
7.3 PROJEÇÃO DOS CUSTOS E DESPESAS

A projeção de custos e despesas seguiu uma metodologia de projeção individual de cada linha de despesa em relação à receita líquida, como dos custos com pessoal, materiais e medicamentos, serviços de terceiros, utilidades e serviços, aluguéis, viagens e hospedagens, entre outros.

Foi adotada uma abordagem de projeção em relação à média histórica. Para alguns tipos de despesas, como as administrativas, foi considerada uma média com ponderação dos valores divulgados entre 2023 e o segundo trimestre de 2024, período em que a empresa passou a reportar o resultado de forma consolidada após

a aquisição da Sul América. Tal ponderação foi assumida, considerando a captura de sinergias da aquisição, que em diversos parâmetros de custos é possível identificar um ganho em relação à média histórica, em especial as despesas administrativas, dado que após a aquisição, parte da estrutura administrativa do grupo pode ser consolidada, onde a evolução do grupo de custos e despesas pode ser identificada no Gráfico 36 abaixo.

Gráfico 36 - Projeção da expansão das operações de seguros Rede D'Or



Fonte: Elaborado pelo autor

Assim como disposto pelo Gráfico 36, também foi considerada uma projeção individualizada da linha de custos diretos com seguros, representada pela sinistralidade no período.

Conforme abordado pelo Gráfico 21 da análise financeira da SulAmérica, o setor de seguros viu uma dinâmica de aumento expressivo dos índices de sinistralidade, especialmente no período pós pandemia, devido à variações atípicas no volume de sinistros e na alta inflação de produtos e serviços médicos, em decorrência de um choque de demanda visto no período conforme abordada na análise do setor.

Apesar disso, podemos notar o nível de sinistralidade reduzindo já em 2023, seguido de uma nova redução consecutiva quando analisamos os dados financeiros dos últimos quatro semestres desde a divulgação de resultados do primeiro semestre de 2024. Em paralelo à esta melhora conjuntural, a combinação dos negócios entre a Rede D'Or e a SulAmérica também deve capturar sinergias na

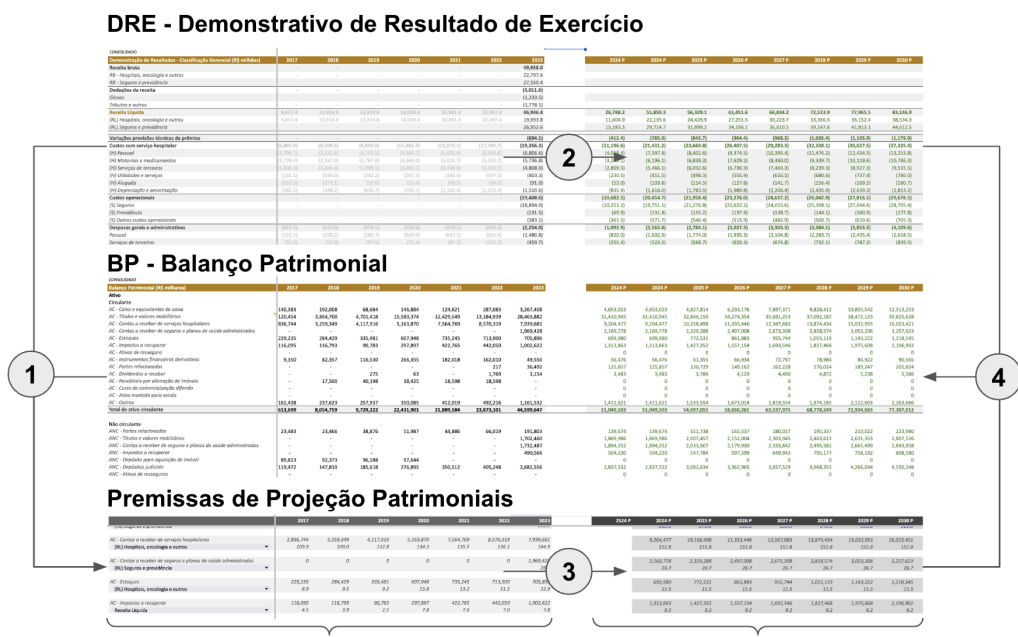
representatividade deste custo, dado que o alinhamento estratégico entre os dois negócios permite uma maior flexibilidade no repasse de custos médicos aos sinistros solicitados à SulAmérica. Dessa forma, foi considerada uma evolução gradual dos níveis de sinistralidade, ainda que de maneira conservadora, mantendo as expectativas de longo prazo em patamares condizentes com as médias históricas antes do período atípico de pandemia.

Assim como as premissas de expansão operacional, o índice de sinistralidade também possui um grande efeito sobre o resultado final do modelo, dessa forma foi realizada uma análise de sensibilidade deste parâmetro, que será apresentada mais à frente.

7.4 PREMISSAS DE PROJEÇÃO PATRIMONIAL

A projeção do balanço patrimonial em um processo de valuation é uma tarefa complexa e fortemente sujeita a imprecisões, devido a diversos fatores como a volatilidade econômica, variações nas políticas internas de gestão patrimonial da empresa e efeitos contábeis particulares. Apesar disso, a projeção do balanço é essencial, pois é o que possibilita a projeção da geração efetiva de caixa para a empresa e para os acionistas, quando conciliada com o DRE.

Quadro 9 - Fluxograma de construção da projeção patrimonial do modelo financeiro construído



Dados Históricos

Projeções

Fonte: Elaborado pelo autor

Devido à ampla disponibilidade de dados históricos financeiros e à estabilidade na estrutura de capital da empresa, a projeção de grande parte dos ativos e passivos foi realizada por meio de uma abordagem estatística, com fluxograma da metodologia aplicada demonstrado no Quadro 9. Essa metodologia permitiu correlacionar a evolução das rubricas de ativos e passivos com elementos relacionados da Demonstração de Resultados do Exercício (DRE), facilitando uma projeção mais fundamentada.

7.5 CUSTO DE CAPITAL

O Custo de Capital representa um aspecto crucial na avaliação do valor de uma empresa, pois reflete os riscos enfrentados por credores e acionistas, principais interessados no investimento e em seu retorno. Nesta seção, serão apresentadas as premissas adotadas para o cálculo do WACC, conforme abordado no capítulo de fundamentação teórica.

7.5.1 Custo do Capital Próprio

O custo de capital próprio representa o retorno mínimo que os acionistas esperam obter em relação ao capital que investiram na empresa. Esse parâmetro é comumente calculado por meio do Capital Asset Pricing Model (CAPM), por oferecer uma metodologia clara do custo de capital próprio do investidor, sem a subjetividade do apetite de risco de cada indivíduo. O CAPM é descrito pela equação Equação 6, re-apresentada a seguir:

$$ER_i = R_f + \beta_i \cdot (ER_m - R_f) \quad (6)$$

Onde:

ER_i = Retorno Esperado do Investimento (*Expected Return of Investment*)

R_f = Taxa Livre de Risco (*Risk-free rate*)

β_i = Beta do Ativo

ER_m = Retorno Esperado do Mercado (*Expected Return of Market*)

A taxa livre de risco é frequentemente estimada utilizando a média das taxas de juros históricas de títulos públicos, que servem como referência por seu baixo risco de inadimplência. No entanto, no contexto de economias emergentes como a brasileira, essa abordagem enfrenta desafios. Isso ocorre porque os títulos públicos emitidos pelo governo incluem um prêmio de risco que reflete a instabilidade e volatilidade macroeconômica do país. Essa realidade implica que os títulos soberanos brasileiros não são considerados totalmente livres de risco pelos mercados financeiros, uma vez que as flutuações nas taxas de juros adicionam incertezas que impactam essa definição.

Dessa forma, foi considerado o título americano com vencimento de 10 anos como parâmetro referencial para a taxa livre de risco, por estar atrelado às expectativas de risco de uma economia consolidada e uma moeda soberana. Os dados foram obtidos a partir do índice de mercado US10Y:TRADEWEB, que em 01 de Novembro de 2024 apontava que os títulos americanos com vencimento em Agosto de 2034 negociavam a uma taxa (R_f) de 4,386% ao ano. Vale destacar que esse é um patamar elevado para a taxa, que em outubro de 2023 ultrapassou os 5,0% pela primeira vez em 16 anos, influenciado por um contexto macroeconômico incerto e desafiador, conforme demonstrado pelo Gráfico 37.

Gráfico 37 - 10Y Treasury - Histórico de negociação



Fonte: Elaborado pelo autor

No caso do retorno esperado do mercado (ER_m), que é o ganho esperado acima da taxa livre de risco, foi utilizado o índice de *Equity Risk Premium (ERP)* para ativos brasileiros de renda variável, obtidas do site da universidade NYU Stern (Damodaran, 2024) definido em 9,0% de acordo com a publicação mais recente de Janeiro de 2024, conforme Tabela 7 abaixo, que apresenta dados do prêmio de risco para ativos brasileiros e de outras economias emergentes.

Tabela 7 - Equity Risk Premium

Country	Equity Risk Premium	Country Risk Premium	Corporate Tax Rate	Moody's rating	Sovereign CDS Spread
Argentina	22.15%	17.55%	35.00%	Ca	46.19%
Chile	5.84%	1.24%	27.00%	A2	1.15%
Brazil	9.00%	4.40%	34.00%	Ba2	2.39%
Mexico	7.38%	2.78%	30.00%	Baa2	1.68%
United States	4.60%	0.00%	25.00%	Aaa	0.58%

Fonte: NYU Stern, Damodaran (2024)

Para o Beta (β_i) também foi utilizado como referência os dados publicados no site da universidade NYU Stern que faz o cálculo do Beta por setor econômico de operação das empresas. O setor que mais se enquadra com as operações da Rede D'Or é o de hospitais e instalações hospitalares (*Hospitals/Healthcare Facilities*), que analisa os dados de mercado de 32 empresas americanas do setor, calculando um Beta Desalavancado de 0,55, conforme Tabela 8 abaixo.

Tabela 8 - Beta by Sector

Industry Name	Number of firms	Beta	D/E Ratio	Unlevered beta
Hospitals/Healthcare Facilities	32	0.88	79.74%	0.55
Grand Total	6481	1.00	46.42%	0.74
Total Market (without financials)	5214	-	22.60%	0.94

Fonte: NYU Stern, Damodaran (2024)

Com as informações obtidas, o custo de capital próprio da Rede D'Or foi de 9,33%, calculado de acordo com a Equação 6, porém em dólares dado os parâmetros dolarizados utilizados, sendo necessária a conversão da taxa para uma equivalente em reais, calculado por meio da Equação 25.

$$Re = \left((1 + CAPM(usd)) \times \frac{(1+Inflação(brl))}{(1+Inflação(usd))} \right) - 1 \quad (25)$$

Onde:

Re = Custo de capital próprio em reais;

$CAPM(usd)$ = Custo de capital próprio calculado por meio da Equação 6 e dos *inputs* apresentados anteriormente nesta seção (R_f ; β_i ; ER_m);

$Inflação(brl)$ = Inflação brasileira; e

$Inflação(usd)$ = Expectativa de inflação americana de acordo com o Summary of Economic Projections publicado em 18 de Setembro de 2024 pelo FOMC (*Federal Open Market Committee*).

Como índice de inflação brasileira foi considerada a inflação implícita na curva de juros brasileira no vértice de 10 anos, consultado em ETTJ ANBIMA em 01 de novembro de 2024 como 5,71%, e para a inflação americana a expectativa de inflação de acordo com o Summary of Economic Projections publicado em 18 de Setembro de 2024 pelo FOMC (*Federal Open Market Committee*), em 2,0% para o longo prazo.

Tabela 9 - Custo de Capital Próprio Rede D'Or

Parâmetro	Valor	Fonte
Risk Free (US)	4.386%	US10Y:TRADEWEB
Equity Risk Premium BR	9.00%	NYU Stern - Country Default Spreads and Risk Premiums
Hospitals/Healthcare Facilities Unleveredged Beta (β_i)	0.55x	NYU Stern - Betas by Sector (US)
CAPM (USD)	9.336%	Calculado
Inflação Americana	2.00%	SEP 18/Set/24 - Longo Prazo
Inflação Brasileira	5.71%	ETTJ Anbima - 10 anos
Custo de Capital Próprio Rede D'Or (R_e)	13.32%	Calculado

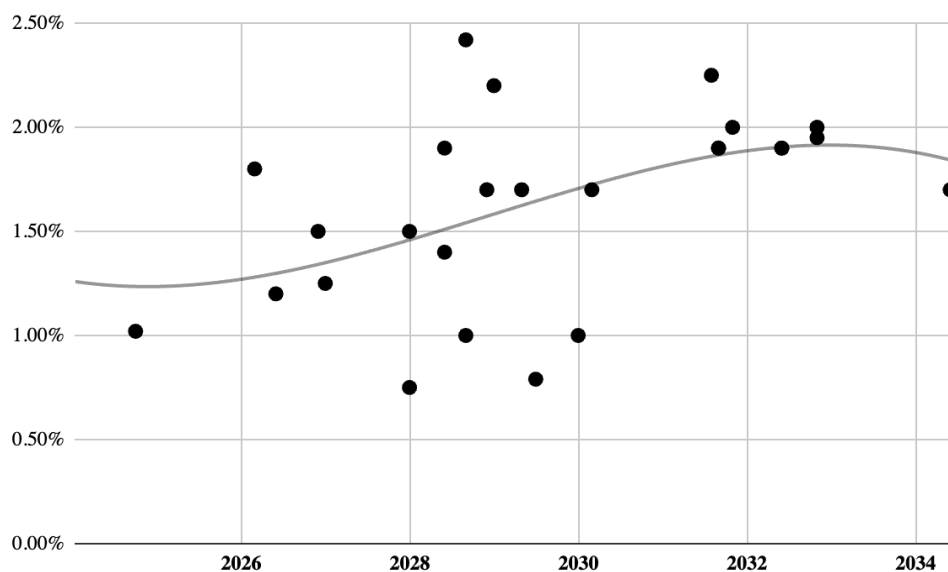
Fonte: Elaborado pelo autor

Dessa forma, o custo de capital próprio da Rede D'Or (R_e) foi calculado como 13,32%, todos os parâmetros utilizados para o cálculo podem ser vistos na Tabela 9 acima.

7.5.2 Custo do Capital de Terceiros

O custo de capital de terceiros refere-se aos recursos obtidos externamente pelas empresas para financiar suas operações, como empréstimos e financiamentos. Conforme apresentado na nota explicativa 13 das demonstrações financeiras de Rede D'Or São Luiz do segundo trimestre de 2024, a empresa possuía R\$33,5 bilhões em dívidas de empréstimos e financiamentos, que constituem em sua maioria dívidas em moeda brasileira, indexadas ao CDI acrescido de um spread.

Gráfico 38 - Custo médio de dívidas CDI+ Rede D'Or



Fonte: RI Rede D'Or (2T24), elaborado pelo autor

Para definir o custo de capital de terceiros da empresa, foi considerado o seu custo de captação médio à mercado, com os spreads das dívidas CDI+ da empresa plotadas no Gráfico 38, em função do prazo de vencimento de cada dívida. Podemos ver a partir do gráfico que nas dívidas de longo prazo, a empresa costuma pagar um prêmio de risco de 200 bps em relação ao CDI.

$$Kd = ((1 + CDI(10Y)) \times (1 + Spread)) - 1 \quad (26)$$

Onde:

Kd = Custo médio de dívida

CDI(10Y) = Custo médio de negociação do DI no vértice de 10 anos

Spread = Prêmio de risco de crédito pago pela Rede D'Or

Dessa forma, considerando o vértice de 10 anos do DI em 13,0% e um spread de risco de 200 bps, considerou-se a um custo nominal de dívida de 15,26%, calculado de acordo com a Equação 26.

Pode-se notar aqui uma peculiaridade em relação ao custo de dívida da Rede D'Or, que é maior que o Custo de Capital Próprio calculado anteriormente para a companhia. Isso se dá principalmente às condições atuais de mercado, com uma projeção da curva DI em patamares elevados, aumentando diretamente o custo da dívida da empresa, e que acaba não sendo refletida de maneira direta no custo de capital próprio calculado anteriormente, que parte de uma taxa livre de risco associada ao dólar. Em condições normais de mercado a abertura da curva de juros no Brasil deveria ser traduzida em um aumento do *Equity Risk Premium BR*, porém acaba não sendo refletido no cálculo pois o prêmio mais recente disponível e utilizado no cálculo foi publicado em Janeiro de 2024 pela NYU Stern (DAMODARAN, 2024), havendo certa defasagem em relação ao movimento posterior das curvas de juros até a data de cálculo. Vale também ressaltar que o setor econômico da companhia possui uma volatilidade baixa em relação ao mercado, resultando em um *Beta* de 0,55x, o que diminui o prêmio de risco calculado para o custo de capital próprio da Rede D'Or.

$$Rd = Kd \times (1 - 34\%) \quad (27)$$

Onde:

Rd = Custo do capital de terceiros

Kd = Custo médio de dívida

Para o cálculo do custo de capital de terceiros da Rede D'Or foi considerado ainda um ajuste ao custo médio de dívida, buscando eliminar o efeito do benefício fiscal de captação, que considera o desconto da taxa média de IR e CSLL pago pelas empresas brasileiras. Dessa forma, o custo de capital da Rede D'Or foi calculado como 10,07%.

7.5.3 Cálculo do WACC

O custo médio ponderado de capital da Rede D'Or foi definido como o WACC, calculado a partir da Equação 9 rerepresentado a seguir.

$$WACC = \left(\frac{E}{V} \cdot Re\right) + \left(\frac{D}{V} \cdot Rd\right) \quad (9)$$

Onde:

E = Valor do Patrimônio Líquido da empresa

V = Valor do ativo total da Empresa (E+D)

Re = Custo do Capital Próprio

D = Valor da Dívida

Rd = Custo da Dívida (taxa de juros da dívida)

Tabela 10 - Custo Médio Ponderado de Capital Rede D'Or

WACC (Custo médio ponderado de capital)	
Re	13.32%
% de capital próprio na estrutura de capital (E/(D+E))	25.2%
Rd	9.70%
% de capital de terceiros na estrutura de capital (D/(D+E))	74.8%
WACC	10.61%

Fonte: elaborado pelo autor

Dessa forma, considerando o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros calculado anteriormente, e ponderado pela representatividade de cada tipo de capital na estrutura de capital da Rede D'Or, o WACC calculado foi de 10,61%, conforme demonstrado na Tabela 10.

7.6 VALOR DA FIRMA E DO EQUITY

A partir das premissas apresentadas anteriormente, foram projetados os Fluxos de Caixa Livre para a Firma (FCFF) para os próximos 10 anos, trazidos a valor presente pelo WACC calculado e acrescido do valor na perpetuidade, calculado considerando uma taxa de crescimento esperado na perpetuidade de 6,5%, em linha com uma expectativa de crescimento da inflação e custos de serviços médicos, associada com um crescimento operacional marginal de longo prazo, conforme apresentado no modelo nos períodos que antecedem a perpetuidade. Dessa forma resultando nos valores apresentados na Tabela 11.

Tabela 11 - Valor de Firma da Rede D'Or

Valuation	2S24 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P	2031 P	2032 P	2033 P	2034 P
Prazo (anos)	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	9.5	10.5
FCFF	796	2,290	2,673	3,419	4,217	5,129	6,101	6,754	7,451	8,192	8,981
FCFF (Vp. - WACC)	755	1,960	2,063	2,380	2,647	2,903	3,114	3,109	3,092	3,066	3,031

Valor Presente do FCFF Projetado (2024-2034)	Valor na Perpetuidade	Valor de Firma
28,210 (28,6%)	70,948 (71,4%)	99,067

Fonte: elaborado pelo autor

Conforme apresentado na Tabela 11, o valor de firma calculado da Rede D'Or foi de R\$99,0 bilhões, com pouco mais de 71% deste sendo representado pelo valor na perpetuidade esperado para a empresa.

Tabela 12 - Valor do Equity Rede D'Or

Valor de Firma	99,067,389
Dívida Líquida	(32,634,013)

Valor do Equity	66,433,376
Número de ações	2,289,292,590
Valor por Ação	R\$28.92
Valor de Mercado (01/11/24)	R\$28.77
Deságio	-0.86%

Fonte: elaborado pelo autor

A partir do valor de firma de R\$ 99,0 bilhões calculado, subtraindo a dívida líquida atual da empresa foi identificado um valor do equity de R\$ 66,4 bilhões, o que representa um deságio de 0,86% em relação ao valor de mercado da empresa em 01 de novembro de 2024 conforme apresentado na Tabela 12.

Considerando o upside potencial de pouco menos de 1% em relação ao valor do equity calculado, e o valor de mercado na data de referência, pode-se dizer que do ponto de vista fundamentalista as ações da empresa não apresentam uma margem de segurança suficiente para justificar o investimento. Apesar de o modelo financeiro tratar de forma detalhada as projeções dos resultados financeiros esperados, a modelagem se baseia em uma tentativa de previsão do futuro financeiro da empresa, por um processo de inferências de premissas com base em dados históricos e uma análise subjetiva de expectativas futuras sobre a empresa e o mercado, onde naturalmente deve ser considerada uma margem de tolerância contra efeitos imprevisíveis de mercado.

A margem de segurança deve ser considerada uma reserva contra possíveis erros de avaliação e uma salvaguarda contra o inesperado." (GRAHAM; DODD, 2009, p. 206).

A margem de segurança a ser aplicada sobre o modelo também é uma premissa a ser assumida pelo próprio investidor, usualmente próxima dos 20% em relação ao valor do equity calculado. Para este caso, podemos definir que o valor econômico estimado para a Rede D'Or São Luiz S.A. pelo método do fluxo de caixa descontado é de um valor entre R\$28,92 e R\$23,12 por ação, considerando as 2.289.292.590 ações em circulação em novembro de 2024.

A proximidade do valor de mercado e do valor calculado é uma indicação de que de maneira geral o mercado precifica de maneira eficiente o valor da empresa,

utilizando premissas de projeção de receitas e despesas similares às apresentadas neste estudo.

7.7 SIMULAÇÃO E CENÁRIOS

Com o objetivo de verificar o efeito da variação de alguns parâmetros chave nas premissas de projeção sobre o valor do equity calculado para a empresa, será feita a seguir uma análise de sensibilidade sobre alguns fatores.

7.7.1 Análise de Sensibilidade WACC e Perpetuidade

As duas variáveis únicas com o maior efeito sobre o cálculo do valor do equity da empresa são o WACC, utilizado para trazer o FCFF projetado a valor presente, e a taxa de crescimento na perpetuidade esperada para os fluxos de caixa futuros da empresa.

Tabela 13 - Análise de Sensibilidade - WACC x Crescimento na perpetuidade

		Valor do Equity				
		Crescimento na Perpetuidade				
		5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	7.50%
WACC	11.50%	44,612,931	49,165,032	54,627,553	61,303,968	69,649,487
	11.00%	51,556,466	57,181,094	64,055,639	72,648,820	83,697,197
	10.89%	53,267,658	59,177,262	66,433,376	75,555,374	87,369,155
	10.50%	59,826,299	66,905,789	75,755,151	87,132,902	102,303,238
	10.00%	69,858,524	78,972,918	90,691,425	106,316,101	128,190,648

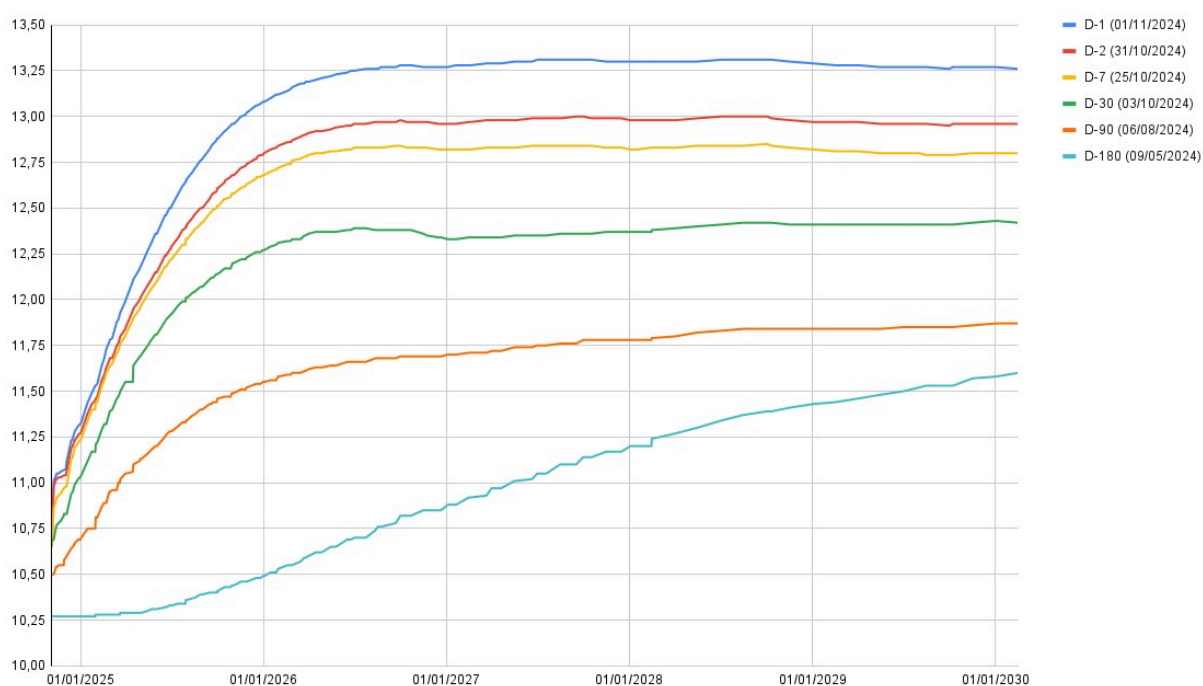
		Deságio de Mercado				
		Crescimento na Perpetuidade				
		5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	7.50%
WACC	11.50%	47.63%	33.96%	20.57%	7.44%	-5.44%
	11.00%	27.75%	15.18%	2.82%	-9.34%	-21.31%
	10.89%	23.65%	11.30%	-0.86%	-12.83%	-24.62%
	10.50%	10.09%	-1.56%	-13.06%	-24.41%	-35.62%
	10.00%	-5.72%	-16.60%	-27.38%	-38.05%	-48.62%

Fonte: elaborado pelo autor

Considerando uma variação de aproximadamente 100 bps para cima e para baixo, em intervalos de 50 bps, tanto no WACC como na taxa de crescimento na perpetuidade geram um grande efeito sobre o valor de mercado esperado da empresa, conforme demonstrado na Tabela 13.

Vale destacar que por o WACC ser calculado a partir de taxas de mercado este sofre um efeito muito forte da curva de juros futuras do mercado brasileiro, que em 2024 especialmente tem sofrido com uma grande volatilidade.

Gráfico 39 - Abertura da curva de juros em 2024



Fonte: BM&FBOVESPA em 01/11/24, elaborado pelo autor

Conforme podemos ver no Gráfico 39, nos últimos 180 dias antes de 01 de Novembro de 2024, a taxa de juros futura com vértice em 5 anos sofreu uma abertura de 175 bps, fruto de diversas incertezas sobre a economia brasileira e das políticas fiscais. Essa volatilidade é justamente um dos principais fatores que influencia não apenas o modelo financeiro deste estudo de caso como também diretamente os preços de mercado das empresas no mercado de capitais.

7.7.2 Premissas de aumento do número de leitos e

Aplicando a análise de sensibilidade com base na variação de premissas operacionais, identificamos que as variáveis de maior sensibilidade no modelo financeiro construído são a expansão anual média no número de leitos hospitalares e a sinistralidade média da operação de seguros, chegando nos resultados da Tabela 11.

Tabela 14 - Análise de Sensibilidade - Expansão de Leitos x Sinistralidade média

		Valor do Equity				
		Crescimento anual médio do número de leitos				
		350	500	750	1,000	1,250
Sinistralidade Média (%)	89.0%	59,639,692	54,814,033	46,771,267	38,728,502	30,685,736
	87.5%	68,952,623	64,126,963	56,084,198	48,041,432	39,998,666
	86.0%	78,265,553	73,439,894	65,397,128	57,354,362	49,311,597
	84.5%	87,578,484	82,752,824	74,710,059	66,667,293	58,624,527
	83.0%	96,891,414	92,065,755	84,022,989	75,980,223	67,937,458

		Deságio de Mercado				
		Crescimento anual médio do número de leitos				
		350	500	750	1,000	1,250
Sinistralidade Média (%)	89.0%	10.43%	20.16%	40.82%	70.06%	114.64%
	87.5%	-4.48%	2.71%	17.44%	37.10%	64.66%
	86.0%	-15.85%	-10.32%	0.71%	14.84%	33.56%
	84.5%	-24.80%	-20.41%	-11.84%	-1.21%	12.35%
	83.0%	-32.02%	-28.46%	-21.61%	-13.32%	-3.05%

Fonte: elaborado pelo autor

Conforme representado na Tabela 14, podemos notar um efeito negativo dos parâmetro de expansão operacional da rede de leitos hospitalares sobre o valor de negócio, apesar de a análise considerar apenas o efeito de sensibilidade da premissa sobre o valor presente dos fluxos de caixa projetados para os próximos 10 anos, sem ajuste na premissa de crescimento na perpetuidade, mantida em 6,5%, esta relação negativa se dá pelo efeito negativo da expansão operacional sobre o fluxo de caixa projetado, uma vez que uma maior expansão no número de leitos resulta em uma necessidade de CAPEX maior, reduzindo o fluxo de caixa livre

gerado pelas operações, apesar de ser compensado por uma geração de caixa maior na perpetuidade.

Quanto ao efeito da variação da premissa da sinistralidade média do período sobre o valor do equity da Rede D'Or, podemos notar que a capacidade da empresa de repassar custos aos seus clientes com o aumento dos prêmios de seguros, associada com a manutenção de um patamar menor de sinistralidades, deve afetar diretamente o valor de mercado da companhia nos próximos anos.

7.8 ANÁLISE POR MÚLTIPLOS

Para validar os resultados obtidos com o modelo de fluxo de caixa descontado (DCF), foi realizada uma análise do valor de mercado da Rede D'Or utilizando a metodologia de avaliação por múltiplos. Esse método consiste em comparar os principais indicadores financeiros da empresa com os de outras empresas semelhantes no setor, permitindo uma estimativa relativa de preço.

Além de corroborar os resultados do fluxo de caixa descontado, essa análise contribui para uma visão mais completa e contextualizada do valor da empresa, considerando tanto fatores internos quanto a dinâmica competitiva do setor.

A Tabela 15 abaixo apresenta o preço de mercado da Rede D'or e seus principais pares no mercado brasileiro, sob uma análise do valor de firma (EV) destas empresas sobre o EBITDA gerado nos últimos 12 meses.

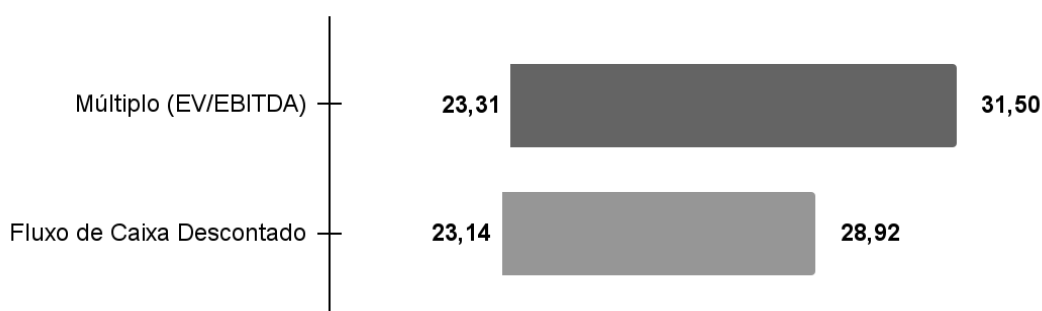
Tabela 15 - Análise de múltiplos RDOR3 versus pares de mercado

Papel	EV/EBITDA
RDOR3	8,5 x
HAPV3	11,7 x
DASA3	4,3 x
FLRY3	5,4 x
ONCO3	6,1 x
MATD3	4,5 x
QUAL3	1,9 x
ODPV3	8,7 x
AALR3	14,6 x
Média	7,2 x

Fonte: Status Invest (2024), elaborado pelo autor

Analisando os múltiplos de negociação da Rede D'Or em relação às médias setoriais foi calculado o intervalo de valor por ação, representada no Gráfico 40 abaixo, em comparação com o intervalo de valor calculado pelo método do fluxo de caixa descontado.

Gráfico 40 - Comparação da avaliação de múltiplos e do fluxo de caixa descontado



Fonte: elaborado pelo autor

É possível notar que ambos os métodos fornecem um valor estimado similar para as ações da empresa, e condizente com as condições de mercado de outubro de 2024, quando as ações da empresa negociaram à uma média de R\$29,50 por ação, entre as bandas superiores dos métodos de avaliação utilizados.

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A avaliação de empresas pelo método do fluxo de caixa descontado (FCD) é uma ferramenta essencial para estimar o valor econômico de uma organização, permitindo uma análise fundamentada e objetiva sobre o valor intrínseco de uma empresa. A relevância do método para a engenharia de produção está principalmente em sua capacidade de embasar decisões estratégicas relacionadas à gestão de recursos e investimentos.

A fim de atingir o objetivo geral proposto para este trabalho de apresentar o valor justo da Rede D'Or São Luiz através do método do Fluxo de Caixa Descontado, foram definidos quatro objetivos específicos, que direcionaram o desenvolvimento do estudo de caso em questão.

Como conclusão ao primeiro objetivo, de analisar o setor de saúde e hospitalar no qual a Rede D'or São Luiz SA está inserida, destacou-se a relevância

do setor econômico para a economia brasileira, representando mais de 10% do PIB nacional, assim como a importância do setor privado hospitalar onde atua a Rede D'Or, que representa mais de 60% das despesas médicas da população brasileira. De um ponto de vista estratégico, foram evidenciadas as principais perspectivas sobre o setor, que em sua maioria são positivas. Como a tendência de inversão da pirâmide etária brasileira/global, com o envelhecimento da população, que devem levar a um aumento expressivo da demanda setorial. Assim como das oportunidades de consolidação do setor, que possui uma capacidade instalada insuficiente para os níveis de demanda atual ou expectativas futuras, além de ser caracterizada por uma alta pulverização e dependência de players de pequeno porte, com alto potencial de ganho de eficiência.

Ao segundo objetivo específico, de realizar a análise do perfil estratégico e posicionamento competitivo da companhia, abordando seu modelo de negócio, suas fontes de valor e vantagens competitivas, foi concluído que a empresa possui um posicionamento estratégico na indústria. Destaca-se neste quesito, a relevância da empresa no setor, sendo de forma individual a maior rede de leitos hospitalares do setor privado, com aproximadamente 5% da capacidade operacional do setor, em uma indústria altamente pulverizada, além de uma participação relevante no mercado de seguros, onde se consolidou por meio de uma fusão importante com a SulAmérica em 2022. Em paralelo a este fator, foi ressaltada ainda a capacidade técnica e qualidade operacional da empresa, que possui um histórico de inovações importantes além de um volume relevante de certificações internacionais sobre o padrão técnico dos serviços prestados. Foi destacado ainda como uma das suas principais vantagens competitivas em relação ao setor o poder de barganha com fornecedores. O que corrobora para o posicionamento estratégico da companhia sobre o movimento de consolidação do setor e sobre a sua estratégia de crescimento via aquisições de operações independentes menores.

Para alcançar o terceiro objetivo, de fazer projeções futuras dos resultados financeiros da companhia, baseando-se em premissas financeiras e econômicas, foi feita uma análise extensiva dos demonstrativos financeiros disponibilizados publicamente pela empresa. Foram analisadas as principais linhas de custos e receitas da empresa, geradas tanto pela vertical de serviços hospitalares, como pela vertical de seguros, que passou a integrar os demonstrativos financeiros consolidados da empresa após a aquisição da SulAmérica. Durante esta avaliação

foi feita ainda uma análise sobre o índice de endividamento e liquidez da companhia, que destacou uma posição financeira robusta da empresa para enfrentar os próximos anos. Com esta análise, somada ao estudo estratégico e setorial da empresa foi possível inferir premissas que levaram à projeção das receitas e geração de caixa livre esperado, que foi essencial para conclusão do quarto objetivo, possibilitando a apresentação do valor econômico da Rede D'or São Luiz a partir do método do Fluxo de Caixa Descontado, o qual foi comparado com os resultados obtidos por meio de métodos relativos como a Análise de Múltiplos.

Vale destacar ainda, que apesar de pouco quantificável na modelagem financeira e no cálculo do valor econômico da Rede D'Or, o processo de análise da empresa também levou em consideração fatores subjetivos da empresa, como a capacidade técnica do corpo executivo da Rede D'Or, por meio dos seus diretores e conselho de administração. Como consequência do histórico e referências do quadro executivo, foi assumida a premissa de que a empresa tem total domínio e conhecimento sobre o setor em que atua, e que possui capital humano suficiente para estabelecer e executar estratégias de negócio que corroborem para a manutenção da posição de liderança no setor e do crescimento do valor econômico da companhia no longo prazo.

Em conclusão, este trabalho cumpriu plenamente os objetivos estabelecidos, proporcionando uma visão fundamentada sobre a situação da empresa, a partir da análise criteriosa de informações relevantes e da aplicação dos métodos de avaliação discutidos, oferecendo uma perspectiva que pode servir como base para apoiar processos decisórios e estratégicos de investimento e gestão.

Como principais limitações encontradas ao longo do desenvolvimento do trabalho pode-se destacar o histórico reduzido de resultados consolidados entre as operações de serviços hospitalares da Rede D'Or e as operações de seguros adquiridas da SulAmérica em 2022. A consolidação dos demonstrativos financeiros das duas empresas a partir de 2023 criaram dinâmicas que alteram de maneira significativa a dinâmica de necessidade de capital de giro do grupo. Por haver pouco mais de um ano de demonstrativos completos considerando os modelos de negócio combinados, pode-se considerar uma incerteza maior sobre como as sinergias entre os negócios afetarão os resultados e a necessidade de capital de giro no longo prazo, criando uma maior arbitragem sobre as premissas de projeção, que afetam diretamente o cálculo do FCFF projetado para os próximos anos.

Como recomendações e sugestões futuros estudos, destaca-se a possibilidade de uma análise mais aprofundada no valuation e nas premissas de modelagem assumidas, sobre como os potenciais riscos específicos e setoriais apresentados no Capítulo 5, podem eventualmente impactar o modelo quantitativo de projeção. Confere-se ainda, a possibilidade de uma análise mais extensiva do modelo de negócio de prestação de serviços da empresa em relação a outros players do setor, não apenas nacionais, como internacionais, onde existem empresas com características e porte operacional mais próximos ao da Rede D'Or. Pode também ser relevante uma análise estratégica mais minuciosa sobre os aspectos qualitativos e quantitativos das sinergias envolvidas no processo de verticalização que o setor tem visto nos últimos anos, com uma série de fusões e aquisições entre prestadores de serviços hospitalares e seguradoras, como foi o caso da aquisição do Grupo NotreDame pela Hapvida, além da própria Rede D'Or com a SulAmérica.

9 REFERÊNCIAS

ANAHp (Associação Nacional de Hospitais Privados). Observatório ANAHp 2023. Disponível em: < <https://www.anahp.com.br/wp-content/uploads/2023/03/Observatorio-Anahp-2023>> Acesso em: 24 fev 2024.

ANBIMA. Estrutura a Termo da Taxa de Juros – CZ. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/informacoes/est-termo/CZ.asp>. Acesso em: 1 nov. 2024.

ANDREWS, K. R. *The concept of corporate strategy*. Homewood: Irwin, 1971.

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 7. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2014.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti; ARAÚJO, Adriana Maria Procópio de. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 43, n. 1, p. 72-83, jan./fev./mar. 2008.

ASSISTANTS. Saúde: SulAmérica é só o começo da verticalização da Rede D'or. Disponível em: <https://assistants.com.br/2022/02/24/saude-sulamerica-e-so-o-comeco-da-verticalizacao-da-rede-dor/>. Acesso em: 15 set. 2024.

B3. 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: 1 nov. 2024.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. *Administração Financeira: Teoria e Prática*. 14. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2017.

BRITISH LIBRARY. 2021. What is SWOT analysis? Disponível em: <<https://www.bl.uk/business-and-ip-centre/articles/what-is-swot-analysis>>. Acesso em: 1 jul 2024.

BTG PACTUAL. Relatório RDOR3. Disponível em: <https://content.btgpactual.com/wp-content/uploads/2021/01/RDOR3-210119.pdf>. Acesso em: 15 set. 2024.

BUFFET, Mary; CLARK, David. *Warren Buffett e a Análise De Balanços: Como identificar empresas com vantagem competitiva de longo prazo por meio de suas demonstrações financeiras*. 1a ed., Sextante, 160p., 2010.

CNBC. U.S. 10-Year Treasury Yield Quote. Disponível em: <https://www.cnbc.com/quotes/US10YTradeweb>. Acesso em: 1 nov. 2024.

CNSAUDE. Cenários 2022. Disponível em: <http://cnsaude.org.br/wp-content/uploads/2022/07/CNSAUDE-FBH-CENARIOS-2022.pdf>. Acesso em: 15 set. 2024.

DAMODARAN, A. Avaliação de Empresas. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN, Aswath. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset. 3ed. 1685p. Editora Wiley, 2012.

DAMODARAN 2024, NYU STERN, Aswath. Country Risk Premiums. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. Acesso em: 1 nov. 2024.

DAMODARAN 2024, NYU STERN, Aswath. Historical Equity Risk Premiums. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histimpl.html. Acesso em: 1 nov. 2024.

DAMODARAN 2024, NYU STERN, Aswath. Betas by Sector. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html. Acesso em: 1 nov. 2024.

EXAME. Gasto com saúde tem que aumentar para 4,7% do PIB para bancar SUS, aponta estudo. Disponível em: <https://exame.com/economia/gasto-com-saude-tem-que-aumentar-para-47-do-pib-para-bancar-sus-aponta-estudo/>. Acesso em: 24 fev 2024.

FEDERAL RESERVE. Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20240918.pdf>. Acesso em: 1 nov. 2024.

FLEURY S.A. Planilha de Dados Históricos 2T24. Disponível em: <https://ri.fleury.com.br/informacoes-financeiras-e-apresentacoes/central-de-resultados/> Acesso em 27. out. 2024.

FOLHA DE S.PAULO. Hospitais privados filantrópicos se unem com meta de compartilhar dados e fazer compras conjuntas. Folha de S.Paulo, 5 jun. 2024. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/equilibrioesaude/2024/06/hospitais-privados-filantropicos-se-unem-com-meta-de-compartilhar-dados-e-fazer-compras-conjuntas.shtml>. Acesso em: 15 set. 2024.

FUTURO DA SAÚDE. Verticalização na saúde. Disponível em: <https://futurodasaude.com.br/verticalizacao-na-saude/>. Acesso em: 15 set. 2024.

GIL, Antonio Carlos. Como elaborar projetos de pesquisa. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

GITMAN, Lawrence J. Principios da Adminitração Financeira. . [S.l: s.n.]. , 2004

GRAHAM, Benjamin; DODD, David. *Security Analysis*. 6. ed. New York: McGraw-Hill, 2009. 700 p.

HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A. Planilha de Fundamentos 2T24. Disponível em: <https://ri.hapvida.com.br/informacoes-financeiras/planilha-de-fundamentos/>. Acesso em 27. out. 2024.

IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). Despesas com saúde em 2019 representam 9,6% do PIB. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/33484-despesas-com-saude-em-2019-representam-9-6-do-pib>. Acesso em: 25 fev 2024.

IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). Conta -Satélite da Saúde. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9056-conta-satelite-de-saude.html?>. Acesso em: 20 de set de 2024.

IESS (Instituto de Estudos de Saúde Suplementar). Setor privado gasta quase 60% do total no país. Disponível em: <https://www.iess.org.br/publicacao/blog/setor-privado-gasta-quase-60-do-total-no-pais>. Acesso em: 24 fev 2024.

IESS. Dados: BMH. Disponível em: <https://iessdata.iess.org.br/dados/bmh>. Acesso em: 28 set. 2024.

INFOMONEY. Rede D'or movimenta R\$ 11,39 bilhões com IPO, o terceiro maior da história da Bolsa. InfoMoney, 15 dez. 2023. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/rede-dor-movimenta-r-1139-bilhoes-com-ipo-o-terceiro-maior-da-historia-da-bolsa/>. Acesso em: 15 set. 2024.

INFOMONEY. Rede D'or (RDOR3) adia planos de expansão, mas analistas seguem com visão positiva para ações. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/rede-dor-rdor3-adia-planos-de-expansao-mas-analistas-seguem-com-visao-positiva-para-acoes/>. Acesso em: 23 out. 2024.

INVESTING. U.S. 10-Year Bond Yield Historical Data. Disponível em: <https://br.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield-historical-data>. Acesso em: 1 nov. 2024.

INVESTNEWS. Perfil Jorge Moll Filho. Disponível em: <https://investnews.com.br/perfis/jorge-moll-filho/>. Acesso em: 15 set. 2024.

JOHNSON, G.; SCHOLLES, K. *Exploring corporate strategy*. London: Prentice Hall, 1999.

KINEA. Kinea Insights: As Invasões Bárbaras. Disponível em: <https://www.kinea.com.br/blog/kinea-insights-as-invasoes-barbaras/>. Acesso em: 28 set. 2024.

KOTLER, P.; ARMSTRONG, G. *Principles of marketing*. Upper Saddle River: Pearson, 2015.

LÚCIA, Edna. *Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação*. UFSC, 2005.

MAUBOUSSIN, Michael; RAPPAPORT, Alfred. *Expectations Investing: Reading Stock Prices for Better Returns.*, 272p., Columbia University Press, 2021.

MARION, José Carlos. *Análise das Demonstrações Contábeis*. 8. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2019.

NETO, Assaf; *Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas*. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2017.

O GLOBO. Gastos dos brasileiros com saúde crescem com peso maior de remédio e exames no orçamento. *O Globo*, 5 abr. 2024. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/noticia/2024/04/05/gastos-dos-brasileiros-com-saude-crescem-com-peso-maior-de-remedio-e-exames-no-orcamento.ghtml>. Acesso em: 15 set. 2024.

PAULO MAGNUS. O que esperar (e não) da verticalização da saúde. Disponível em: <https://www.linkedin.com/pulse/o-que-esperar-e-n%C3%A3o-da-verticaliza%C3%A7%C3%A3o-sa%C3%BAde-paulo-magnus/>. Acesso em: 15 set. 2024.

PIOVESAN, Armando; TEMPORINI, Edméa R. Pesquisa exploratória: procedimento metodológico para o estudo de fatores humanos no campo da saúde pública. *Revista de Saúde Pública*, São Paulo, v. 29, n. 6, p. 518-525, 1995.

PORTER, Michael E. *Estratégia competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda, 2004.

PÓVOA, Alexandre. *Valuation: como precificar ações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

PREVENT SENIOR. Histórico de Reajustes. Disponível em: <https://www.preventsenior.com.br/historico-de-reajustes>. Acesso em: 28 set. 2024.

REDE D'OR SÃO LUIZ S.A. Estatuto Social Consolidado, 2023. Disponível em: <https://ri.rededorsaoluiz.com.br/governanca-corporativa/estatuto-codigos-e-politicas/>. Acesso em 12 out. 2024.

REDE D'OR SÃO LUIZ S.A. Apresentação Institucional 2T24. Disponível em: <https://ri.rededorsaoluiz.com.br/documentos-publicados/apresentacoes/> Acesso em 12. out. 2024.

REDE D'OR SÃO LUIZ S.A. Formulário de Referência 2023, Versão 6. Disponível em: <https://ri.rededorsaoluiz.com.br/informacoes-financeiras/formulario-de-referencia/>. Acesso em 14. set. 2024.

REDE D'OR SÃO LUIZ S.A. Informações Financeiras Intermediárias. Disponível em: <https://ri.rededorsaoluiz.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/> Acesso em 28.set. 2024.

REDE D'OR SÃO LUIZ S.A. Planilha de Fundamentos 2T24. Disponível em: <https://ri.rededorsaoluiz.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/> Acesso em 28.set. 2024.

RESEARCHGATE. Sinistralidade em contratos de plano de saúde médico-hospitalar. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/342143543_Sinistralidade_em_contratos_de_plano_de_saude_medico_hospitalar. Acesso em: 15 set. 2024.

RUNRUN.IT. 2022 Matriz SWOT. Disponível em: <https://blog.runrun.it/matriz-swot/>. Acesso em: 13 nov. 2023.

SERRA, Ricardo Goulart; WICKERT, Michael. Valuation guia fundamental e modelagem em Excel. 1. Ed. Atlas, 336 p., 2019.

SILVA, César Augusto Tibúrcio. Contabilidade Geral. 3 ed. Florianópolis: UFSC, 2015.

STOWE, John D.; ROBINSON, Thomas R.; PINTO Jerald E.; MCLEAVEY, Dennis W. Equity Asset Valuation. 3 ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2006.

TCU (Tribunal de Contas da União). Fatos Fiscais - Despesas na função Saúde destinadas ao combate da Covid-19. Disponível em: <https://sites.tcu.gov.br/fatos-fiscais/saude.html#:~:text=Despesas%20na%20fun%C3%A7%C3%A3o%20Sa%C3%BAde,ao%20combate%20da%20covid%2D19>. Acesso em: 25 fev 2024.

TREASURYDIRECT. How Auctions Work. Disponível em: <https://www.treasurydirect.gov/auctions/how-auctions-work/>. Acesso em: 1 nov. 2024.

UOL. Gastos dos brasileiros com saúde crescem com peso maior de remédio e exames no orçamento. UOL, 5 abr. 2024. Disponível em: [https://noticias.uol.com.br/saude/ultimas-noticias/redacao/2024/04/05/ibge-gastos-de-spesas-saude.htm#:~:text=%C3%89%20com%20a%20sa%C3%BAde%20privada,milh%C3%B5es%20\(63%2C5%25\)..](https://noticias.uol.com.br/saude/ultimas-noticias/redacao/2024/04/05/ibge-gastos-de-spesas-saude.htm#:~:text=%C3%89%20com%20a%20sa%C3%BAde%20privada,milh%C3%B5es%20(63%2C5%25)..) Acesso em: 15 set. 2024.

VALOR ECONÔMICO. Hapvida trabalha fortemente para aumentar verticalização, segundo fundador. Valor Econômico, 14 jun. 2023. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2023/06/14/hapvida-trabalha-fortemente-para-aumentar-verticalizacao-segundo-fundador.ghtml>. Acesso em: 15 set. 2024.

VALOR ECONÔMICO. Taxa de Treasury de 10 anos bate 5% pela primeira vez desde 2007. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/10/23/taxa-de-treasury-de-10-anos-bate-5percent-pela-primeira-vez-desde-2007.ghtml>. Acesso em: 1 nov. 2024.

VCMH/IESS Variação de Custos Médico-Hospitalares Edição: março de 2024
Data-base: setembro de 2023

WHEELEN, Thomas L. e HUNGER, J. David. Gestão estratégica: princípios e práticas. Rio de Janeiro: Reichmann, 2002.

10 ANEXO - MODELAGEM FINANCEIRA

A. Indicadores Operacionais

Indicadores	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
Número de hospitais próprios em operação (fim)	38	45	52	64	69	70	12.255	13.005	14.005	15.005	16.005	16.755
Leitos capacidade (final)	6.611	7.662	8.819	10.618	11.487	11.737						
Leitos operacionais (final)	6.106	6.839	7.393	8.946	9.469	9.598						
Taxa de ocupação (média)	79,5%	77,2%	71,1%	79,3%	79,3%	79,5%						
Pacientes-Dia	1.652.997	1.872.664	1.830.185	2.423.659	2.724.771	2.771.982						
Ticket médio	7.450	8.004	8.620	9.409	9.458	10.256						
Oncologia - Infusões	150.814	180.937	186.162	214.236	233.494	237.522						
<i>Seguros e previdência</i>												
Indicadores	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
Beneficiários (total)	3.266.373	3.927.729	4.066.124	4.414.380	4.728.464	4.933.679	5.133.679	5.333.679	5.533.679	5.733.679	5.933.679	6.133.679
Saúde Empresarial/Adesão	-	-	-	-	-	1.457.947						
Saúde PME	-	-	-	-	-	658.812						
Odonto	-	-	-	-	-	2.177.927						
Saúde Individual	-	-	-	-	-	112.105						
Planos Administrados (Saúde)	-	-	-	-	-	526.888						
Sinistralidade (consolidada)	74,70%	74,80%	76,40%	84,90%	87,30%	86,40%						
RL/ Beneficiário		4.796,74	4.926,71	4.757,97	4.764,68	5.465,81	5.788,19	5.980,71	6.179,63	6.385,16	6.597,53	6.816,97
			2,71%	-3,43%	0,14%	14,72%	3,33%	3,33%	3,33%	3,33%	3,33%	3,33%

B. Indicadores Financeiros

Indicadores Financeiros	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
CDI (BM&FBOVESPA em 01/11/2024)	6,43%	5,96%	2,76%	4,42%	12,39%	13,04%	11,32%	13,08%	13,27%	13,30%	13,29%	13,25%
IPCA (FOCUS 25/10/2024)	3,75%	4,31%	4,52%	10,06%	5,78%	4,62%	4,55%	4,00%	3,60%	3,50%	3,50%	3,50%
Margem Bruta (Serviços Hospitalares)	25,70%	26,13%	18,30%	23,60%	22,63%	23,60%	3,18%	3,11%	3,11%	3,11%	3,11%	3,11%
Margem EBITDA (Serviços Hospitalares)	24,46%	26,16%	17,69%	24,03%	23,07%	25,05%	24,66%	24,61%	24,61%	24,61%	24,61%	24,61%
Margem Líquida (Serviços Hospitalares)	10,81%	8,95%	3,27%	8,23%	5,49%							
Margem Bruta (Seguros)						8,16%						
Margem EBITDA (Seguros)						0,0%						
Margem Bruta (Consolidado)	25,70%	26,13%	18,30%	23,60%	22,63%	17,43%	19,22%	19,00%	19,15%	19,32%	19,50%	19,40%
Margem EBITDA (Consolidado)	24,46%	26,16%	17,69%	24,03%	23,07%	13,55%	15,26%	15,11%	15,36%	15,61%	15,88%	15,80%
Margem Líquida (Consolidado)	10,81%	8,95%	3,27%	8,23%	5,49%	4,62%	6,64%	6,40%	5,99%	5,63%	5,31%	5,18%
Receita Líquida	10.915	13.320	14.029	20.382	22.987	46.946	51.850	56.329	61.452	66.834	72.514	77.965
EBITDA	2.670	3.485	2.482	4.897	5.303	6.359	7.912	8.509	9.437	10.436	11.512	12.321
Lucro Líquido	1.180	1.192	459	1.678	1.262	2.168	3.443	3.605	3.680	3.762	3.849	4.035
ROE	26,05%	21,89%	3,28%	11,43%	8,49%	8,93%	13,24%	13,37%	13,17%	13,00%	12,85%	13,00%
ROIC	11,06%	10,88%	4,25%	7,83%	8,69%	6,77%						
ROIC (CDI+)	CDI +4,4%	CDI +4,6%	CDI +1,5%	CDI +3,3%	CDI -3,3%	CDI -5,5%						
ROA	6,20%	4,48%	1,01%	3,20%	2,25%	2,29%						
Dívida Bruta	11.846.585	15.406.377	23.938.537	27.629.336	29.251.806	34.585.949	38.274.531	40.525.123	44.236.988	48.137.658	52.236.514	54.982.333
Dívida Bruta/EBITDA	4,4 x	4,4 x	9,6 x	5,6 x	5,5 x	5,4 x	4,2 x	4,2 x	4,0 x	3,9 x	3,7 x	3,6 x
Caixa	192.008	68.684	146.884	124.621	287.083	3.267.408						
Dívida Líquida	11.654.577	15.337.693	23.791.653	27.504.715	28.964.723	31.318.541	33.621.508	35.697.309	38.003.811	40.240.288	42.410.103	44.126.790
Dívida Líquida/EBITDA	4,4 x	4,4 x	9,6 x	5,6 x	5,5 x	4,9 x	4,2 x	4,2 x	4,0 x	3,9 x	3,7 x	3,6 x
Dívida Líquida / PL	2,6 x	2,8 x	1,7 x	1,9 x	1,9 x	1,3 x						
Dívidas de Curto prazo	0,05 x	0,04 x	0,03 x	0,06 x	0,13 x	0,08 x						
Liquidez Corrente	3,7 x	3,6 x	5,8 x	4,3 x	2,8 x	2,8 x						
CAPEX	2.742.270	3.788.562	4.080.872	7.014.516	3.529.678	11.475.330	4.544.718	4.490.130	5.031.039	5.303.700	5.603.283	5.533.187

C. Demonstrativo de Resultados

Demonstração de Resultados - Classificação	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
Receita Líquida	10.914,9	13.319,8	14.029,4	20.381,9	22.987,4	46.946,4	51.850,3	56.329,1	61.451,6	66.834,2	72.513,9	77.965,5
(RL) Hospitais, oncologia e outros	10.914,9	13.319,8	14.029,4	20.381,9	22.987,4	46.946,4	22.135,6	24.429,9	27.255,5	30.223,7	33.366,3	36.152,4
(RL) Seguros e previdência	-	-	-	-	-	-	29.714,7	31.899,2	34.196,1	36.610,5	39.147,6	41.813,1
Variáveis técnicas de prêmios	-	-	-	-	-	(694,1)	(785,9)	(843,7)	(904,4)	(968,3)	(1.035,4)	(1.105,9)
Custos com serviço hospitalar	(8.109,5)	(9.839,0)	(11.462,3)	(15.572,1)	(17.785,7)	(19.356,3)	(21.431,2)	(23.669,8)	(26.407,5)	(29.283,3)	(32.328,1)	(35.027,5)
(H) Pessal	(3.132,8)	(4.152,5)	(4.584,7)	(5.605,4)	(6.450,6)	(6.806,6)	(7.597,8)	(8.402,6)	(9.374,5)	(10.395,4)	(11.476,2)	(12.434,5)
(H) Materiais e medicamentos	(2.197,0)	(2.797,8)	(3.363,0)	(5.010,7)	(5.305,2)	(5.736,8)	(6.196,1)	(6.838,3)	(7.629,2)	(8.460,0)	(9.339,7)	(10.119,6)
(H) Serviços de terceiros	(1.866,4)	(1.999,1)	(2.460,7)	(3.438,8)	(4.294,5)	(4.808,0)	(5.466,1)	(6.032,6)	(6.730,3)	(7.463,3)	(8.239,3)	(8.927,3)
(H) Utilidades e serviços	(193,0)	(242,2)	(287,5)	(345,4)	(397,5)	(403,3)	(451,5)	(498,3)	(555,9)	(616,5)	(680,6)	(731,4)
(H) Aluguéis	(372,1)	(10,6)	(23,4)	(69,5)	(84,0)	(91,0)	(103,8)	(114,5)	(127,8)	(141,7)	(156,4)	(169,5)
(H) Depreciação e amortização	(348,2)	(636,7)	(743,1)	(1.102,3)	(1.253,9)	(1.510,6)	(1.616,0)	(1.783,5)	(1.989,8)	(2.206,4)	(2.435,9)	(2.639,3)
Custos operacionais	-	-	-	-	-	(19.408,6)	(20.454,7)	(21.958,4)	(23.276,0)	(24.637,2)	(26.042,9)	(27.816,1)
(S) Seguros	-	-	-	-	-	(18.894,0)	(19.751,1)	(21.276,8)	(22.622,2)	(24.015,6)	(25.398,1)	(27.044,6)
(S) Previdência	-	-	-	-	-	(383,1)	(131,8)	(135,2)	(137,9)	(138,7)	(144,1)	(160,9)
(S) Outros custos operacionais	-	-	-	-	-	-	(571,7)	(546,4)	(515,9)	(482,9)	(500,7)	(516,6)
Despesas gerais e administrativas	(412,0)	(474,1)	(720,8)	(919,1)	(938,4)	(2.254,0)	(2.562,8)	(2.784,1)	(3.037,3)	(3.303,3)	(3.584,1)	(3.853,5)
Pessal	(290,2)	(290,7)	(504,0)	(637,2)	(632,4)	(1.480,8)	(1.632,9)	(1.774,0)	(1.935,3)	(2.104,8)	(2.283,7)	(2.455,4)
Serviços de terceiros	(52,9)	(57,0)	(75,4)	(97,2)	(114,3)	(459,7)	(523,5)	(620,4)	(674,8)	(747,8)	(831,1)	(878,2)
Viagens e hospedagens	(25,6)	(36,0)	(37,3)	(36,6)	(62,5)	(70,4)	(78,0)	(84,7)	(92,4)	(100,5)	(109,1)	(117,3)
Depreciação e amortização	(45,1)	(72,0)	(101,4)	(126,3)	(150,3)	(358,0)	(384,1)	(417,2)	(455,2)	(495,1)	(537,1)	(577,5)
Provisões para contingências e outros	1,7	(18,4)	(2,7)	(21,7)	33,0	114,9	55,7	60,5	66,0	71,8	77,9	83,8
Despesas comerciais	(24,2)	(24,0)	(24,4)	(37,1)	(36,4)	(213,9)	(229,9)	(249,8)	(272,5)	(296,4)	(321,5)	(345,7)
Equivalência patrimonial	23,6	4,4	(6,1)	79,3	46,1	(5,7)	7,2	7,8	8,5	9,3	10,1	10,8
Outras receitas (despesas) operacionais	(115,7)	(211,3)	(178,6)	(264,6)	(386,2)	(523,3)	(481,2)	(522,8)	(570,4)	(620,3)	(673,0)	(723,6)
Lucro antes do Resultado Financeiro e IRCS	2.277,0	2.775,9	1.637,2	3.668,4	3.898,8	4.490,7	5.911,8	6.308,3	6.992,0	7.734,6	8.538,9	9.103,9
EBITDA	3.670,3	3.484,6	3.483,8	4.897,0	5.303,0	6.359,3	7.911,8	8.509,0	9.437,0	10.436,1	11.511,9	12.320,6
Margem EBITDA (%)	24,5%	26,2%	27,7%	24,0%	23,1%	13,5%	15,3%	15,1%	15,4%	15,6%	15,9%	15,8%
EBITDA Ajustado	-	-	-	-	-	7.354,4	-	-	-	-	-	-
Margem EBITDA Ajustado (%)	-	-	-	-	-	15,7%	-	-	-	-	-	-
Resultado Financeiro	(831,4)	(1.076,3)	(1.133,8)	(2.695,8)	(2.375,4)	(1.816,6)	(1.716,0)	(1.915,6)	(2.506,9)	(3.149,9)	(3.848,1)	(4.186,9)
Receitas financeiras	943,5	1.567,3	8.168,1	5.659,4	5.683,3	9.310,1	8.545,7	8.949,5	9.353,3	9.756,2	10.156,9	10.554,3
Despesas financeiras	(1.575,1)	(2.644,2)	(9.321,9)	(7.335,2)	(8.256,9)	(11.126,7)	(10.261,7)	(10.865,1)	(11.860,3)	(12.906,1)	(14.005,0)	(14.741,2)
Juros sobre financiamentos e debêntures	-	-	-	-	-	(3.620,3)	-	-	-	-	-	-
Lucro antes do Imposto de Renda	1.645,4	1.699,0	483,5	2.032,6	1.325,3	2.674,0	4.195,8	4.392,7	4.485,1	4.584,7	4.690,8	4.917,0
Imposto de Renda e Contribuição Social	(966,4)	(907,4)	(24,0)	(494,9)	(64,9)	(506,4)	(752,8)	(788,2)	(804,7)	(822,6)	(841,7)	(882,2)
Corrente	(405,0)	(581,1)	(157,0)	(408,1)	(356,4)	(715,8)	-	-	-	-	-	-
Diferido	79,3	75,7	333,0	139,9	393,5	209,4	-	-	-	-	-	-
Lucro Líquido	1.179,6	1.191,5	459,4	1.877,7	1.260,3	2.167,6	3.442,9	3.604,5	3.680,4	3.762,1	3.849,1	4.034,8

D. Balanço Patrimonial - Ativos

Balanço Patrimonial (R\$ milhares)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
Ativo												
Circulante												
AC - Caixa e equivalentes de caixa	192.008	68.684	146.884	124.621	287.083	3.267.408	4.653.023	4.827.814	6.233.176	7.897.371	9.826.412	10.855.542
AC - Títulos e valores mobiliários	3.864.700	4.701.418	15.580.374	12.429.549	13.184.939	28.463.882	31.410.945	32.846.150	34.274.354	35.691.253	37.092.187	38.472.123
AC - Contas a receber de serviços hospitalares	3.259.349	4.117.916	5.163.870	7.564.769	8.570.319	7.939.681	9.204.477	10.158.498	11.333.446	12.567.683	13.874.434	15.032.955
AC - Contas a receber de seguros e planos de saúde administrados	-	-	-	-	-	1.969.428	2.169.778	2.329.288	2.497.008	2.673.308	2.858.574	3.053.206
AC - Estoques	284.429	335.481	607.948	735.245	713.900	705.896	699.980	772.531	861.883	955.744	1.055.119	1.143.222
AC - Impostos a recuperar	116.793	90.783	297.897	422.765	442.050	1.002.622	1.313.863	1.427.352	1.557.154	1.693.546	1.837.468	1.975.608
AC - Ativos de resseguro	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
AC - Instrumentos financeiros derivativos	82.357	116.530	266.355	182.018	162.010	49.550	56.476	61.355	66.934	72.797	78.984	84.922
AC - Partes relacionadas	-	-	-	-	217	36.492	125.857	136.729	149.162	162.228	176.014	189.247
AC - Dividendos a receber	-	275	63	-	1.769	3.154	3.483	3.784	4.129	4.490	4.872	5.238
AC - Recebíveis por alienação de imóveis	17.500	40.198	18.425	18.598	18.598	-	0	0	0	0	0	0
AC - Custo de comercialização diferido	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
AC - Ativo mantido para venda	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
AC - Outros	237.623	257.937	350.085	412.019	492.216	1.161.532	1.411.621	1.533.554	1.673.014	1.819.554	1.974.185	2.122.603
Total do ativo circulante	8.054.759	9.729.222	22.431.901	21.889.584	23.873.101	44.599.647	51.049.503	54.097.055	58.650.261	63.537.975	68.778.249	72.934.665
Não circulante												
ANC - Partes relacionadas	23.466	38.876	51.987	44.886	66.019	191.803	139.674	151.738	165.537	180.037	195.337	210.022
ANC - Títulos e valores mobiliários	-	-	-	-	-	1.702.460	1.869.986	2.007.457	2.152.004	2.303.945	2.463.613	2.631.353
ANC - Contas a receber de seguros e planos de saúde administrados	-	-	-	-	-	1.732.487	1.894.252	2.033.507	2.179.930	2.333.842	2.495.582	2.665.499
ANC - Impostos a recuperar	-	-	-	-	-	490.566	504.230	547.784	597.599	649.943	705.177	758.192
ANC - Depósito para aquisição de imóvel	92.373	96.588	97.644	-	-	-	0	0	0	0	0	0
ANC - Depósitos judiciais	147.810	185.618	276.895	350.512	405.248	2.682.556	2.837.532	3.082.634	3.362.965	3.657.529	3.968.355	4.266.694
ANC - Ativos de resseguro	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
ANC - Imposto de renda e contribuição social diferidos	195.597	318.655	528.901	792.083	1.056.927	3.480.344	3.853.118	4.185.945	4.566.610	4.966.602	5.388.677	5.793.794
ANC - Instrumentos financeiros derivativos	478.602	694.512	2.743.616	3.967.943	2.610.704	1.917.874	2.461.466	2.674.084	2.917.262	3.172.787	3.442.419	3.701.218
ANC - Investimentos em subsidiárias, coligadas e controladas em conjunto	144.529	1.226.878	1.089.231	2.325.839	2.387.221	2.563.868	2.616.437	2.765.278	2.932.569	3.097.881	3.261.813	3.400.231
ANC - Imobilizado	4.994.831	6.439.385	7.368.945	9.097.050	10.366.947	12.909.403	14.671.651	15.938.968	17.388.439	18.911.503	20.518.653	22.061.232
ANC - Intangível	4.812.604	5.365.466	7.809.898	10.631.031	11.425.288	18.312.889	19.042.739	19.915.993	20.885.327	21.799.149	22.658.358	23.293.778
ANC - Direito de uso - arrendamentos	-	2.370.117	2.998.021	3.134.453	3.668.796	2.680.462	2.869.775	3.001.917	3.148.638	3.287.099	3.417.444	3.514.162
ANC - Outros	84.333	134.348	260.005	247.239	265.160	1.312.746	1.440.760	1.565.211	1.707.549	1.857.115	2.014.937	2.166.419
Total do ativo não circulante	10.974.145	16.870.443	23.225.143	30.591.036	32.252.310	49.977.457	54.201.620	57.870.516	62.004.428	66.217.432	70.530.365	74.462.595
Total do ativo	19.028.904	26.599.665	45.657.044	52.480.620	56.125.411	94.577.104	105.251.123	111.967.571	120.654.689	129.755.407	139.308.614	147.397.260

E. Balanço Patrimonial - Passivos

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
Passivo Circulante												
PC - Fornecedores	528.975	498.066	846.883	990.942	1.117.874	1.355.666	1.604.525	1.770.830	1.975.647	2.190.800	2.418.593	2.620.546
PC - Instrumentos financeiros derivativos	98.387	92.905	324.510	469.249	630.558	639.580	647.624	703.565	767.546	834.776	905.717	973.808
PC - Empréstimos, financiamentos e debêntures	607.704	584.960	662.956	1.554.588	3.824.873	2.918.435	3.276.211	2.086.833	1.917.080	5.564.416	4.399.978	7.085.657
PC - Salários, provisões e encargos sociais	436.641	510.293	671.164	794.061	1.051.838	1.101.223	1.232.211	1.359.926	1.517.218	1.682.446	1.857.382	2.012.474
PC - Obrigações fiscais	343.611	313.799	364.994	592.127	674.310	788.331	1.103.063	1.217.393	1.358.199	1.506.110	1.662.710	1.801.548
PC - Contas a pagar por aquisições	105.094	163.063	58.367	223.957	209.448	-	525.024	570.375	622.244	676.747	734.258	789.460
PC - Dividendos e juros sobre capital próprio a pagar	8.940	287.394	346.600	64.551	104.493	99.769	363.682	395.096	431.026	468.780	508.618	546.856
PC - Passivos de seguros	-	-	-	-	-	6.840.389	7.534.443	8.088.332	8.670.732	9.282.295	9.926.249	10.602.099
PC - Saúde administrada	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
PC - Ganha diferida na alienação de imóveis	3.920	3.920	3.920	3.920	3.920	-	0	0	0	0	0	0
PC - Arrendamentos	-	171.074	415.472	346.720	677.510	872.949	862.329	936.816	1.022.008	1.111.527	1.205.987	1.296.653
PC - Outros	47.967	67.367	166.184	108.913	177.895	1.357.756	1.172.712	1.274.009	1.389.866	1.511.605	1.640.065	1.763.364
Total do passivo circulante	2.181.239	2.692.841	3.861.050	5.149.028	8.662.719	15.974.098	18.321.823	18.403.175	19.671.565	24.830.130	25.259.558	29.496.464
Não circulante												
PNC - Instrumentos financeiros derivativos	-	-	87.968	786.166	909.881	571.342	826.374	897.754	979.395	1.065.181	1.155.703	1.242.588
PNC - Empréstimos, financiamentos e debêntures	11.238.881	14.821.417	23.275.581	26.074.748	25.426.933	31.667.514	34.998.320	38.438.291	42.319.908	42.573.242	47.836.536	47.892.675
PNC - Partes relacionadas	60	415	42.794	2.199	2.328	5.179	4.055	4.406	4.806	5.227	5.672	6.098
PNC - Obrigações fiscais	233.326	228.685	228.061	239.835	235.923	200.119	212.374	230.718	251.699	273.746	297.010	319.339
PNC - Contas a pagar por aquisições	258.288	299.993	456.247	382.370	520.932	-	309.472	330.204	366.778	398.904	432.804	465.342
PNC - Passivos de seguros	-	-	-	-	-	14.612.716	16.559.754	17.990.162	19.626.166	21.345.235	23.159.210	24.900.304
PNC - Saúde administrada	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
PNC - Imposto de renda e contribuição social diferidos	263.203	301.548	325.956	592.976	531.519	332.041	300.373	326.318	355.993	387.175	420.078	451.659
PNC - Provisão para demandas judiciais	189.795	227.509	319.863	344.688	338.653	3.020.798	3.542.369	3.848.354	4.198.318	4.566.052	4.954.087	5.326.532
PNC - Ganha diferida na alienação de imóveis	72.280	68.370	64.460	61.000	59.268	-	0	0	0	0	0	0
PNC - Arrendamentos	-	2.356.098	2.822.337	3.156.746	3.450.710	2.299.676	2.603.152	2.828.009	3.085.185	3.355.418	3.640.570	3.914.266
PNC - Outros	64.105	160.789	170.545	1.012.745	1.128.735	1.619.029	1.567.705	1.703.121	1.858.001	2.020.745	2.212.473	2.357.302
Total do passivo não circulante	12.319.938	18.464.824	27.793.812	32.653.053	32.594.882	54.328.458	60.923.947	66.603.337	73.046.251	75.990.925	84.094.143	86.876.105
Patrimônio Líquido												
PL - Capital social	867.776	867.776	6.686.596	7.575.516	7.575.516	15.711.360	15.711.360	15.711.360	15.711.360	15.711.360	15.711.360	15.711.360
PL - Gastos com emissão de ações	-	-	(213.648)	(253.031)	(253.031)	(253.031)	(253.031)	(253.031)	(253.031)	(253.031)	(253.031)	(253.031)
PL - Reservas de capital	2.343.782	2.345.109	4.570.222	4.475.504	4.467.485	4.913.909	4.988.354	4.988.354	4.988.354	4.988.354	4.988.354	4.988.354
PL - Ações em tesouraria	(473.193)	(474.462)	(153.194)	(139.282)	(130.739)	(519.148)	(813.836)	(813.836)	(813.836)	(813.836)	(813.836)	(813.836)
PL - Reservas de lucros	1.592.930	2.467.483	2.789.480	1.600.180	958.417	2.931.540	2.128.150	2.128.150	2.128.150	2.128.150	2.128.150	2.128.150
PL - Lucros acumulados	-	-	-	-	925.312	-	2.699.141	3.654.947	4.630.661	5.628.140	6.646.701	7.716.479
PL - Adiantamento para futuro aumento de capital	4.224	4.224	4.224	4.224	4.224	4.224	4.224	4.224	4.224	4.224	4.224	4.224
PL - Outros resultados abrangentes	-	-	(70.558)	320.267	81.356	190.024	183.151	183.151	183.151	183.151	183.151	183.151
Total do patrimônio líquido	4.335.519	5.210.130	13.613.122	13.583.278	13.628.540	22.978.609	24.647.513	25.603.219	26.579.033	27.576.512	28.597.073	29.666.851
Participação de não controladores	192.208	231.870	389.060	1.094.561	1.239.270	1.295.939	1.357.840	1.357.840	1.357.840	1.357.840	1.357.840	1.357.840
Total do patrimônio líquido, adiantamento para futuro aumento de capital e participação dos não controladores	4.527.727	5.442.000	14.002.182	14.677.939	14.867.810	24.274.548	26.005.353	26.961.059	27.936.873	28.934.352	29.954.913	31.024.691
Total do passivo e do patrimônio líquido	19.028.904	26.599.665	45.657.044	52.480.620	56.125.411	94.577.104	105.251.123	111.967.571	120.654.689	129.755.407	139.308.614	147.397.260

F. Demonstrativo de Fluxo de Caixa

Fluxos de caixa (R\$ milhares)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
Fluxo de caixa das atividades operacionais												
EBITDA	2.670.251	3.484.649	2.481.753	4.897.036	5.302.982	6.359.288	7.911.849	8.508.995	9.436.979	10.436.073	11.511.871	12.320.635
IR e CSLL	(465.766)	(507.439)	(24.034)	(354.881)	(62.947)	(506.437)	(752.836)	(788.165)	(804.749)	(822.615)	(841.651)	(882.241)
Depreciação e amortização	(393.269)	(708.797)	(844.527)	(1.228.670)	(1.404.142)	(1.868.626)	(2.000.051)	(2.200.719)	(2.444.942)	(2.701.501)	(2.972.992)	(3.216.769)
Varição nos ativos e passivos operacionais												
Contas a Receber	(422.605)	(858.567)	(1.045.954)	(2.400.899)	(1.005.550)	(3.071.277)	(1.626.912)	(1.252.785)	(1.489.091)	(1.564.450)	(1.653.755)	(1.523.071)
Estoque	(55.194)	(51.052)	(272.467)	(127.297)	21.345	8.004	5.917	(72.551)	(89.352)	(93.861)	(99.375)	(88.103)
Tributos a recuperar e Obrigações Fiscais	(15.948)	(93.156)	(342.381)	117.877	(267.315)	(3.595.816)	(402.359)	(331.251)	(368.820)	(387.589)	(408.463)	(403.524)
Ativos e Passivos de Seguros e Resseguros	-	-	-	-	-	21.453.150	2.641.047	1.984.297	2.218.404	2.331.262	2.457.299	2.416.944
Títulos e valores mobiliários	(744.246)	(836.718)	(10.878.956)	3.150.825	(755.390)	(16.981.403)	(3.114.590)	(1.572.675)	(1.572.751)	(1.568.840)	(1.560.602)	(1.547.676)
Depósitos Judiciais	(16.522)	(94)	1.077	(48.612)	(70.951)	414.837	366.595	60.883	69.634	73.169	77.209	74.107
Obrigações Trabalhistas	66.611	73.652	160.871	122.897	257.777	49.385	130.988	127.716	157.291	165.228	174.936	155.092
Fornecedores	53.429	(30.909)	348.817	144.059	126.932	237.792	248.860	166.305	204.817	215.152	227.793	201.954
Outros ativos e passivos operacionais	(91.939)	45.755	(109.232)	735.761	86.854	(46.747)	(614.471)	(9.671)	(11.061)	(11.623)	(12.265)	(11.772)
FCO	584.802	517.324	(10.525.033)	5.008.096	2.229.595	2.452.149	2.794.036	4.620.377	5.306.358	6.070.404	6.900.003	7.495.576
Varição nos ativos e passivos de investimento												
Instrumentos financeiros derivativos	(475.946)	(255.565)	(1.879.356)	(297.053)	1.852.271	285.771	(287.442)	(90.175)	(103.136)	(108.372)	(114.355)	(109.761)
Varições nos investimentos	170.320	(982.950)	189.417	(1.144.832)	60.902	(908.412)	781.598	(77.059)	(85.192)	(79.044)	(72.902)	(51.046)
Varição no imobilizado	(1.063.161)	(1.475.377)	(912.753)	(1.634.094)	(1.271.629)	(2.587.046)	(1.762.249)	(1.267.316)	(1.449.471)	(1.523.064)	(1.607.150)	(1.542.579)
Partes relacionadas	17	(15.410)	(13.111)	7.101	(21.350)	(162.059)	(37.236)	(22.936)	(26.233)	(27.565)	(29.087)	(27.918)
Varições no Intangível	(1.255.252)	(552.862)	(2.444.432)	(2.821.133)	(794.257)	(6.887.601)	(729.850)	(873.253)	(969.344)	(913.822)	(859.208)	(635.420)
FCI	(2.624.022)	(3.282.164)	(5.060.235)	(5.890.011)	(174.063)	(10.259.347)	(2.035.178)	(2.330.740)	(2.633.365)	(2.651.868)	(2.682.702)	(2.366.724)
Fluxo de Caixa das Atividades de Financiamento												
Empréstimos e Financiamentos	4.122.034	3.559.792	8.532.160	3.690.799	1.622.470	5.334.143	3.688.582	2.250.593	3.711.864	3.900.671	4.098.856	2.745.818
Direitos de Uso e Arrendamentos	-	157.055	82.733	129.225	90.411	32.739	103.543	167.201	195.648	221.291	249.268	267.643
Partes relacionadas	-	355	42.379	(40.595)	129	2.851	(1.124)	350	401	421	444	426
Resultado financeiro	(631.598)	(1.076.896)	(1.153.769)	(1.635.751)	(2.573.576)	(1.816.639)	(1.716.013)	(1.915.952)	(2.506.929)	(3.149.890)	(3.848.102)	(4.186.874)
Dividendos e juros sobre capital próprio a pagar	(266.556)	278.454	59.206	(282.049)	39.942	(4.724)	263.913	31.414	35.930	37.754</		

