

VALUATION: AVALIAÇÃO DE UMA EMPRESA DO SETOR DE SAÚDE SUPLEMENTAR NO BRASIL PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

MANUELLE SOARES RODRIGUES - manuellesr@gmail.com
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ - UFC

MAXWEEL VERAS RODRIGUES - maxweelveras@gmail.com
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ - UFC

Área: 3 - GESTÃO ECONÔMICA
Sub-Área: 3.4 - GESTÃO DE INVESTIMENTOS

Resumo: O PRESENTE TRABALHO FOI ELABORADO COM O OBJETIVO DE DEMONSTRAR A APLICAÇÃO DE UM MÉTODO DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS, COMO FERRAMENTA DE GESTÃO DE VALOR, QUE AUXILIA INVESTIDORES NA TOMADA DE DECISÕES DE NEGÓCIOS, SEJA PARA APRIMORAR A ADMINISTRAÇÃO DOS NEGÓCIOS OU PARA OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES, POR EXEMPLO. PARA ISSO, FOI ADOTADA A METODOLOGIA DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO, A MAIS ADOTADA MUNDIALMENTE PARA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS, SENDO ESTRUTURADA EM CINCO ETAPAS FUNDAMENTAIS, DESDE O ESTUDO DA EMPRESA E DO SETOR DE ATUAÇÃO, ANÁLISE DE DESEMPENHO HISTÓRICO DA COMPANHIA, ESTIMATIVA DA TAXA DE DESCONTO PELO MÉTODO DO CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL, CÁLCULO DO VALOR NA PERPETUIDADE E, POR FIM, A OBTENÇÃO DO VALOR JUSTO TOTAL DA EMPRESA. COM ISSO, FOI POSSÍVEL DETERMINAR O VALOR JUSTO DO GRUPO FLEURY, EMPRESA DO SETOR DE SAÚDE SUPLEMENTAR, QUE FORNECE SERVIÇOS DE MEDICINA DIAGNÓSTICA E QUE ESTÁ LISTADA NO SEGMENTO NOVO MERCADO DA BM&F BOVESPA. OS RESULTADOS ALCANÇADOS DEMONSTRARAM QUE A OBTENÇÃO DE VALOR TOTAL DA EMPRESA FOI BASTANTE PRÓXIMA AO VALOR DE MERCADO UTILIZADO COMO BASE PARA ESTE TRABALHO, VALIDANDO AS PREMISSAS DEFINIDAS NA APLICAÇÃO DO MÉTODO PROPOSTO.

Palavras-chaves: AVALIAÇÃO DE EMPRESAS; CUSTO DE CAPITAL; DECISÕES DE INVESTIMENTOS; FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.

VALUATION: EVALUATION OF A COMPANY OF THE SUPPLEMENTARY HEALTH INDUSTRY IN BRAZIL BY THE METHOD OF DISCOUNTED CASH FLOW

Abstract: *THE PRESENT WORK WAS ELABORATED TO DEMONSTRATE THE APPLICATION OF A BUSINESS VALUATION METHOD AS A VALUE MANAGEMENT TOOL THAT HELPS INVESTORS IN BUSINESS DECISION MAKING TO IMPROVE BUSINESS MANAGEMENT OR MERGERS AND ACQUISITIONS, FOR EXAMPLLE. FOR THIS REASON, THE DISCOUNTED CASH FLOW METHODOLOGY WAS ADOPTED, THE MOST WIDELY USED METHOD FOR EVALUATING COMPANIES. IT IS STRUCTURED IN FIVE FUNDAMENTAL STAGES, FROM THE STUDY OF THE COMPANY AND THE INDUSTRY, ANALYSIS OF HISTORICAL PERFORMANCE OF THE COMPANY, RATE ESTIMATION DISCOUNT BY THE METHOD OF WEIGHTED AVERAGE CAPITAL COST, CALCULATION OF PERPETUITY VALUE, AND, FINALLY, OBTAINING THE TOTAL FAIR VALUE OF THE COMPANY. AS A RESULT, IT WAS POSSIBLE TO DETERMINE THE FAIR VALUE OF THE FLEURY GROUP, A COMPANY IN THE SUPPLEMENTARY HEALTH SECTOR, WHICH OFFERS DIAGNOSTIC MEDICINE SERVICES AND IS LISTED IN THE NOVO MERCADO SEGMENT OF BM & FBOVESPA. THE OBTAINED RESULTS SHOWS THAT THE TOTAL VALUE OF THE COMPANY WAS VERY CLOSE TO THE MARKET VALUE USED AS THE BASIS FOR THE WORK, VALIDATING AS PREMISES DEFINED IN THE APPLICATION OF THE PROPOSED METHOD.*

Keyword: *BUSINESS VALUATION; COST OF CAPITAL; DECISIONS OF INVESTMENTS; DISCOUNTED CASH FLOW.*

1. Introdução

Em todas as fases do ciclo de vida de uma organização, faz-se necessária a utilização de métodos que permitam ao investidor tomar as melhores decisões de investimentos a partir da avaliação das ofertas disponíveis no mercado. De acordo com Miyazaki (2009, p. 11), “a gestão do valor passou a ser um conceito fundamental para a administração financeira, sendo utilizada como instrumento de gestão, remuneração de administradores e também as negociações para fusões e aquisições”.

Valuation é um termo em inglês que significa “avaliação de empresas” e, através desse processo, é possível estimar o valor de uma empresa, determinando seu preço justo e o retorno de um investimento. Dentre os métodos para *Valuation*, citam-se os métodos de valor contábil, valor de mercado, valor de liquidação, avaliação relativa ou por múltiplos, avaliação por opções reais e o método do fluxo de caixa descontado. É com base nessas avaliações que os analistas de investimentos podem, por exemplo, comparar o valor obtido com a cotação atual das ações listadas na bolsa de valores e realizar recomendações de compra ou venda, auxiliando, desta forma, a tomada de decisões do investidor.

Este trabalho surgiu da necessidade de compreender a aplicação prática de métodos de *Valuation*. Para isso, optou-se pelo método considerado mais completo na análise de valor de uma empresa, o método do fluxo de caixa descontado, e aplicou-se a metodologia em uma empresa brasileira, do setor de saúde suplementar, de capital aberto, com ações negociadas na BM&F Bovespa, e que teve sua primeira oferta pública de ações (IPO) em 2009, no Brasil.

Este estudo tem como objetivo determinar o valor justo de uma empresa, no Brasil, através da aplicação do método do fluxo de caixa descontado em uma companhia de capital aberto, listada pelo segmento Novo Mercado da BM&F Bovespa. Para o alcance deste objeto, o trabalho foi estruturado de modo a descrever as metodologias de *Valuation* existentes; identificando seus principais atributos; estudar as principais características da empresa e de seu setor de atuação; definir as variáveis de suporte à estimativa do valor justo da empresa e, por fim, aplicar a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado na empresa escolhida.

2. Referencial teórico

2.1 Metodologias de avaliação de empresas

Existem diversas metodologias para avaliação de valor de investimentos, as quais produzem o valor em função dos pressupostos e metodologias adotados na avaliação e, por mais criteriosos que sejam estes, o valor é tido como uma estimativa, ou seja, não é um valor inquestionável da empresa avaliada.

Para a Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (2015, p. 5), os métodos de avaliação são definidos a partir “da indústria e característica da empresa avaliada e, claro, da preferência do avaliador. O método poderá variar, por exemplo, se é uma startup ou uma empresa madura e com representatividade de mercado no setor onde atua”. Os métodos mais conhecidos e utilizados no mercado, segundo Assaf Neto (2014) são a Avaliação por Múltiplos e o método do Fluxo de Caixa Descontado.

2.1.1 Avaliação por múltiplos

O modelo de avaliação por múltiplos, também chamado de avaliação relativa, permite a estimativa do valor de uma empresa através de parâmetros definidos a partir de empresas comparáveis ou, em outras palavras, “avalia-se um ativo com base em como ativos semelhantes são precificados no mercado” (DAMODARAN, 2012, p. 55) . Neste método, são definidos múltiplos, de índices ou indicadores, e estes são aplicados aos mesmos parâmetros na empresa avaliada. De acordo com Assaf Neto (2014, p. 205), empresas comparáveis são as que possuem o mesmo setor de atividade e porte, e que estão submetidas às mesmas condições de riscos e retornos. Devido a isso, a solução é utilizar empresas negociadas na bolsa de valores, ou seja, de capital aberto.

2.1.2 Fluxo de Caixa Descontado

Para avaliar empresas, conforme afirma Damodaran (2007), o método mais consagrado é pelo fluxo de caixa descontado (Discounted Cash Flow - DCF), pelo qual o valor de um ativo é definido a partir do valor presente das estimativas dos fluxos de caixa futuros, descontados a uma taxa que reflita o risco desses fluxos.

Segundo Assaf Neto (2014, p. 182), o Fluxo de Caixa Descontado é o método “que apresenta maior rigor técnico e conceitual, sendo por isso o mais indicado e adotado na avaliação de empresas”. O autor afirma que o fluxo de caixa disponível é a medida de caixa utilizada. Para

cada tipo de fluxo, é utilizada uma taxa de desconto diferente. A taxa de desconto deve refletir o custo de oportunidade do investidor e tornar a empresa alvo atrativa do ponto de vista do retorno e do risco. Para Damodaran (2007), o risco irá variar em função dessa taxa, de forma que, quanto maior for, mais elevado será o risco do investimento, e vice-versa.

Segundo Damodaran (2007, p. 41), a abordagem mais utilizada para a taxa de desconto é a do WACC, que “envolve estimar os custos dos componentes da estrutura de capital que estão fora do patrimônio líquido, incluindo dívida e ações preferenciais em adição ao custo do patrimônio líquido, e tirar a média ponderada dos custos”.

Em geral, a avaliação dos ativos operacionais de uma empresa inicia pelo valor presente dos fluxos de caixa livres esperados. E, caso a empresa avaliada alcance um período de estabilidade em n períodos, pode crescer a uma taxa g_n na perpetuidade. Neste caso, segundo Assaf Neto (2014) e Damodaran (2007), o valor da empresa será dado pelo valor explícito (no período n) somado ao valor residual, que caracteriza o período de perpetuidade da companhia.

2.2 Estrutura de capital e alavancagem financeira

Conforme afirmam Serra e Wickert (2014), a definição de uma estrutura de capital está focada em avaliar se existe uma combinação de capital de credores e acionistas que resulte no menor custo de capital (WACC) e em um maior *firm value*. Dado que o custo de credores (capital de terceiros) é menor que o capital de acionistas (capital próprio), em uma situação hipotética, a melhor estrutura de capital seria aquela com 100% de financiamento das suas dívidas. Entretanto, como explica Assaf Neto (2014, p. 100), “maior endividamento eleva o risco financeiro e, em contrapartida, a remuneração exigida pelos investidores”.

Para Damodaran (2007), o valor da empresa é dado em função da sua alavancagem financeira, ou seja, pela combinação de dívidas e patrimônio líquido. E a teoria da estrutura de capital, segundo Assaf Neto (2014), busca compreender até que ponto é vantajoso alavancar uma empresa (aumentando seu risco financeiro) sob a possibilidade de os custos incorridos nesse processo serem anulados pelos ganhos obtidos com as fontes de financiamento das dívidas.

3. Metodologia

3.1 Metodologia da pesquisa

Esse trabalho, quanto à sua natureza, de forma abrangente, caracteriza-se como uma pesquisa aplicada pois, segundo Gil (2008, p. 27), tem “como característica fundamental o interesse na aplicação, utilização, e consequências práticas do conhecimento”. Quanto aos objetivos, de acordo com Gil (2002, p. 41), essa pesquisa é definids predominantemente como uma exploratória, pois estas pesquisas “têm como objetivo principal o aprimoramento de ideias ou a descoberta de intuições”. Este tipo de pesquisa normalmente adota formas de pesquisa bibliográfica e análise de exemplos que auxiliem a compreensão do assunto, através de estudos de caso.

3.2 Ambiente da pesquisa

Este trabalho foi realizado no Grupo Fleury, uma empresa de capital aberto com ações negociadas na BM&F Bovespa, que foi escolhida devido à disponibilidade de grande volume de informações contábeis, financeiras e do próprio negócio. Os dados da empresa foram levantados a partir do seu próprio site <http://www.fleury.com.br/ri>, que concentra todas as informações necessárias ao relacionamento com investidores, e também das informações publicadas no site da BM&F Bovespa.

3.3 Método proposto

O método proposto foi dividido em cinco etapas, a fim de alcançar os objetivos deste trabalho:

- Caracterizar o setor, a empresa e suas principais atividades;
- Analisar o desempenho histórico e realizar projeções financeiras;
- Estimar a taxa de desconto;
- Calcular o valor da perpetuidade;
- Obter o valor da empresa.

4. Apresentação e discussão dos resultados

4.1 Caracterizar o setor, a empresa e suas principais atividades

A saúde suplementar “refere-se à atividade que envolve a operação de planos privados de assistência à saúde sob regulação do Poder Público” (BRASIL, 2009, p. 70). No Brasil, o setor é

representado tanto por órgãos do governo, como o Ministério da Saúde, a Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) e a Agência Nacional de Vigilância Sanitária (ANVISA), como por seguradoras, operadoras de planos de saúde privadas e demais prestadores de serviço de assistência à saúde.

Em 2017, o IBOPE realizou, a serviço do IESS (Instituto de Estudos de Saúde Suplementar), uma pesquisa com o objetivo de verificar o grau de satisfação e posse de planos de saúde junto à população brasileira. Os resultados da pesquisa demonstraram que cerca de 88% dos beneficiários utilizaram pelo um dos serviços hospitalares, como consultas médicas, exames diagnósticos, internações hospitalares ou parto. Segundo o IESS (2017), o número de beneficiários de planos médico-hospitalares chega a 47,6 milhões, o que representa uma taxa de cobertura de 24,5% da população. Estes resultados reforçam o potencial a ser explorado neste mercado.

O Grupo Fleury possui cerca de 91 anos de atuação e é uma das mais respeitadas empresas de medicina e saúde no Brasil. O portfólio da companhia abrange serviços completos de medicina diagnóstica. O Grupo foi fundado em 1926 e em 2009, o grupo fez sua abertura de capital na BM&F Bovespa, no segmento de Novo Mercado, segmento de listagem com os mais altos padrões de Governança Corporativa, possuindo um total 314.791.538 ações negociadas na bolsa de valores.

As ações do Grupo Fleury vêm apresentando um crescimento consistente em 2017 e iniciaram o ano cotadas em torno de R\$ 17. Em 27 de outubro de 2017, as ações encerraram o pregão cotadas a R\$ 28,89, valor 4,46% menor que o de abertura da bolsa de valores no mesmo dia, a R\$ 30,24. Neste ano, o maior valor alcançado foi de R\$ 31,70, em 31 de agosto. De acordo com estas informações, o valor de mercado do grupo estimado é de, aproximadamente, R\$ 9.094 bilhões.

O grupo Fleury explora três pilares na cadeia de valor: a crescente oferta de serviços aos clientes existentes; a expansão de unidades de atendimento e contratos B2B; e a estratégia seletiva de aquisições e novos negócios. O Grupo possui 7 grandes marcas, presente em seis estados brasileiros (SP, RJ, RS, PR, BA e PE) e no Distrito Federal: Fleury; Clínica Felipe Mattoso; Weinmann; a+ Medicina Diagnóstica; Labs a+; Diagnoson a+; Papaiz.

4.2 Analisar o desempenho histórico e realizar projeções financeiras

As principais informações utilizadas para este estudo prático foram provenientes do Balanço Patrimonial, da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), da Demonstração do Fluxo de Caixa do grupo, além de indicadores projetados pelo Banco Itaú BBA.

De acordo com as projeções de longo prazo informadas em novembro de 2017 pelo Banco Itaú BBA em sua página da internet, o crescimento do PIB, no Brasil, de 2017 a 2022, é de 2,4% em média e foi utilizado para a taxa de crescimento estável da companhia nas etapas seguintes. Outro indicador que contribuiu na metodologia foi a projeção da taxa Selic, como taxa de juros nominal livre de risco. O período de análise considerado neste trabalho se dá a partir de 2009, quando a companhia realizou a Oferta Pública Inicial de ações (IPO, Initial Public Offering).

A receita de vendas do Fleury provém, essencialmente, de duas grandes unidades de negócios. A primeira delas abrange as Unidades de Atendimento que concentram as marcas Fleury, Felipe Mattoso, Weinmann e a+. A segunda inclui negócios B2B, em que o grupo realiza parcerias com hospitais com assessoria médica, exames diagnósticos, controle rigoroso de infecções hospitalares, aumento de giro nos leitos e aumento no volume de exames, além de soluções de medicina diagnóstica, com o Lab to Lab, que terceiriza os exames de análises clínicas de alta e média complexidade.

De acordo com os dados históricos fornecidos pela companhia no site de Relações com Investidores, o Fleury encerrou o ano de 2016 com 141 unidades de atendimento e registrou crescimento CAGR de 14,06% na receita líquida/UA (2009-16'). No Fleury Investor Day 2016, a companhia apresentou seu plano de expansão para os próximos cinco anos. A figura 1 apresenta o resumo deste plano.

Unidades de Atendimento			
Marca Fleury	Marca a+ SP	Marcas RJ	Marcas Sul
18 a 22 unidades	21 a 28 unidades	21 a 25 unidades	13 a 15 unidades
Total de 73 a 90 unidades			
B2B:			
Crescimento alinhado com o das UAs via evolução de operações existentes e adição de novos contratos, mantendo a representatividade na receita do grupo.			

Figura 1 – Expansão Grupo Fleury para os próximos 5 anos (2017-2021). Fonte: Fleury Investor Day (2016).

As unidades de atendimento e o negócio B2B mantém a proporção de composição na receita líquida e, portanto, esses percentuais também foram replicados para se chegar à projeção do ano 2017. Admitiu-se que o crescimento de, aproximadamente, 15% na receita líquida de 2017 será mantido nos próximos cinco anos devido a este plano e que o negócio de B2B mantém

a representatividade de 16,5% na receita do grupo, pode-se projetar o faturamento líquido das Unidades de Atendimento e do B2B. Em 2016, a receita líquida/UA foi de R\$ 13.659 milhões/UA e, na projeção, estimou-se R\$ 15.201/UA milhões ao final de 2021.

No Fleury, para linha de custo de serviços prestados, adotou-se como premissa o percentual de crescimento médio do custo total em relação ao ano anterior. Foram considerados os últimos 4 anos na análise e admitiu-se um desvio padrão de até 1,5% para utilização das médias anuais. Desta forma, chegou-se a um percentual médio de crescimento anual de custos de 11,3%. Para compor o custo projetado, analisou-se a representatividade das linhas de Pessoas e Médicos (Média: 49,3%); Materiais e Terceirizações (Média: 13,7%); Serviços Gerais, Aluguéis e Serviços Públicos (Média: 20,6%); Gastos Gerais (Média: 9,5%); e Depreciação e Amortização (Média: 6,9%), em relação ao custo total. As médias foram aplicadas sobre cada linha da projeção do FCFF. Estes procedimentos foram adotados devido ao comportamento das linhas de custos se manterem, em sua grande maioria, constantes.

Nos últimos cinco anos, as despesas operacionais do Fleury mantiveram o percentual representativo de 13% sobre a receita líquida. Dada a constância da participação de cada um desses gastos em relação à receita líquida, adotou-se como premissa para as projeções de fluxo de caixa a média histórica das despesas. O período histórico considerado para projetar SG&A e demais despesas foi de 2012 a 2016, pois apresentou desvio padrão menor que 1,0%. As projeções de imposto de renda e contribuição social foram realizadas de acordo com a realidade da empresa, a partir da análise das demonstrações financeiras auditadas pela KPMG. Desta forma, foi aplicada a alíquota aproximada de 34%, composta de 25% de Imposto de Renda e 9% referentes à Contribuição Social.

A composição do CAPEX da companhia abrange principalmente a aquisição de imobilizado e intangível com foco em projetos de expansão e estratégicos. A figura 2 apresenta as estimativas de investimento para os próximos 5 anos, na qual foi considerado para projeção o percentual médio de 8% CAPEX/Receita Líquida, devido à constância desse indicador nos últimos quatro anos.

ANO	Valor Investido	Histórico
2017	R\$ 198 milhões	Expansão e melhoria das unidades de atendimento (45%), renovação de equipamentos e aquisição de novos (30%), infraestrutura (15%) e tecnologia da informação (10%).
2018	R\$ 213 milhões	
2019	R\$ 229 milhões	
2020	R\$ 247 milhões	
2021	R\$ 266 milhões	

Figura 2 – Projeção de CAPEX (2017-21). Fonte: elaborado pela autora.

Para estimar a necessidade de capital de giro, utilizou-se o ativo circulante do período líquidos de caixa e equivalentes de caixa, e investimentos em títulos negociáveis, além do passivo circulante deduzido da dívida de curto prazo, expressa na linha de empréstimos e financiamentos de curto prazo. Não foi possível deduzir as parcelas de longo prazo do período corrente, devido à falta de informação que permitisse tal detalhamento. Com isso, foi possível obter o capital circulante líquido e a sua representatividade sobre a receita líquida. Obteve-se o percentual de crescimento da receita líquida ano a ano que, aliado à representatividade do CCL/RL, chegou-se à necessidade de capital de giro de cada período. Para as projeções de 2017-2021, adotou-se o percentual de CCL/RL do ano mais recente (2016), de 12,7%, e o crescimento das receitas estimado para 2017, de 15%.

De posse das informações fornecidas anteriormente, o fluxo de caixa livre da empresa é apresentado na figura 3.

FCFF (milhares de reais)	2017	2018	2019	2020	2021
RECEITA LÍQUIDA	2,401,269	2,761,459.55	3,175,678.49	3,652,030.26	4,199,834.80
Unidades de Atendimento	2,006,246	2,308,940	2,655,281	3,053,574	3,511,610
B2B	395,023	452,519	520,397	598,457	688,225
Operações Hospitalares	358,617	409,183	470,560	541,144	622,316
Lab. de Referência e Pesquisa Clínica	29,640	37,822	43,495	50,019	57,522
Medicina Preventiva (MP)	6,766	5,515	6,342	7,293	8,387
(-) CUSTOS DOS SERVIÇOS PRESTADOS	(1,624,460)	(1,807,552.80)	(2,011,281.56)	(2,237,972.52)	(2,490,213.76)
Pessoal e Médicos	(830,678)	(891,030)	(991,458)	(1,103,205)	(1,227,547)
Materiais e Terceirizações	(452,539)	(247,318)	(275,193)	(306,210)	(340,723)
Serviços Gerais, Aluguéis e Serviços Públicos	(236,955)	(373,121)	(415,176)	(461,970)	(514,038)
Gastos Gerais	(8,883)	(172,078)	(191,473)	(213,053)	(237,067)
Depreciação e Amortização	(95,406)	(124,006)	(137,982)	(153,534)	(170,839)
(=) LUCRO BRUTO	776,809	953,907	1,164,397	1,414,058	1,709,621
<i>Margem Bruta</i>	<i>32.33%</i>	<i>34.54%</i>	<i>36.67%</i>	<i>38.72%</i>	<i>40.71%</i>
(-) Despesas Operacionais	(268,442)	(291,994)	(317,988)	(346,683)	(378,365)
SG&A	(214,205)	(237,020)	(262,265)	(290,200)	(321,109)
Depreciação e Amortização	(42,618)	(43,323)	(44,041)	(44,770)	(45,511)
(-/+) Outras receitas (despesas) operacionais, líquidas	(7,034)	(7,064)	(7,094)	(7,124)	(7,155)
(-) Reversão de (provisão para) riscos tributários, trabalhistas e cíveis	(5,693)	(5,694)	(5,694)	(5,695)	(5,696)
(-) Equivalência patrimonial	1,108	1,107	1,106	1,106	1,105
(=) EBIT (Earning Before Interest and Taxes)	508,367	661,913	846,409	1,067,375	1,331,256
<i>Margem EBIT</i>	<i>21.17%</i>	<i>23.97%</i>	<i>26.65%</i>	<i>29.23%</i>	<i>31.70%</i>
(+) Depreciação e Amortização	138,024	167,329	182,023	198,304	216,350
(=) EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)	646,391	829,242	1,028,432	1,265,679	1,547,606
<i>Margem EBITDA</i>	<i>26.92%</i>	<i>30.03%</i>	<i>32.38%</i>	<i>34.66%</i>	<i>36.85%</i>
(-) Imposto de renda (aliquota * EBIT)	(172,845)	(225,050)	(287,779)	(362,908)	(452,627)
(=) NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)	335,522	436,863	558,630	704,468	878,629
(+) Depreciação e Amortização	138,024	167,329	182,023	198,304	216,350
(=) Fluxo de Caixa Operacional	473,546	604,192	740,653	902,771	1,094,979
(-) CAPEX	198,007	213,100	229,343	246,825	265,639
(-) Necessidade de capital de giro	44,233	52,412	60,274	69,315	79,712
(+/-) Variação da necessidade de capital de giro	(16,079)	(8,179)	(7,862)	(9,041)	(10,397)
(=) Free Cash Flow to Firm (FCFF)	231,306	338,680	451,036	586,632	749,628

Figura 3 – FCFF Projetado (2017-2021). Fonte: elaborado pela autora.

4.3 Estimar a taxa de desconto

A taxa de desconto adotada neste trabalho foi obtida através da metodologia do Custo Médio Ponderado de Capital. Foi utilizada a Selic projetada pelo Banco Itaú de 7,00%, de 2017 a 2021, como a taxa livre de risco, informada na etapa 2. Com a finalidade de obter-se o coeficiente beta, foi calculado inicialmente o beta desalavancado, onde utilizou-se o histórico das cotações do Índice Bovespa (BVSP, mercado) e do Grupo Fleury (FLRY3) a partir de 2010, já que a companhia abriu capital em 2009, cujo valor resultou em 0.5209. Com isso, pode-se obter o coeficiente beta de 0.7072. Por fim, o prêmio pelo risco utilizado foi extraído da página da internet do autor Aswath Damodaran e corresponde, para o Brasil, a 4,27%.

Já para o custo de capital de terceiros, utilizou-se o valor de 3,47% para o spread de inadimplência, extraído da página de Aswath Damodaran, na internet, que utiliza os dados da agência de rating Moody, especializada na análise de crédito de países emissores de dívida. A agência atribuiu ao Brasil classificação de risco Ba2, com perspectiva negativa e teve sua última alteração divulgada em maio de 2017.

O risco país de 2,38% foi obtido com base na metodologia de cálculo do banco JP Morgan, fornecidos pelo BRASIL (2017), em 27 de outubro de 2017, mesma data base da cotação de ações do grupo Fleury, com 238 pontos. Desta forma, o custo de capital de terceiros foi de 10,86%.

Para obter o custo médio ponderado de capital, também foram consultados o passivo oneroso, utilizados também para composição do coeficiente beta. Com isso, obteve-se o WACC de 10,32%, resumido na figura 4.

Taxa de Desconto (WACC - Weighted Average Capital Cost)		
Custo de capital próprio	onde:	$ke = Rf + \beta * (Rm - Rf)$
ke	Custo de capital próprio	10.02%
Rf	Taxa livre de risco	7.00%
β	Grau de risco do ativo	0.7072
$(Rm - Rf)$	Prêmio pelo risco	4.27%
Custo de capital de terceiros	onde:	$ki = Rf + Spread + Risco País - Benefício Fiscal$
ki	Custo de capital de terceiros	10.86%
Rf	Taxa livre de risco	7.00%
Spread	Spread de inadimplência	3.47%
Risco país	Risco país	2.38%
$(1 - IR)$	Benefício fiscal	0.66
Custo Médio Ponderado de Capital	onde:	$WACC = [ke * (PL/P+PL)] + [ki * (P/P+PL)]$
WACC	Custo Médio Ponderado de Capital	10.32%
ke	Custo de capital próprio	10.02%
P	Passivo oneroso - base 2016	832,021
PL	Patrimônio Líquido - base 2016	1,535,725
ki	Custo de capital de terceiros	10.86%

Figura 4 – Cálculo da taxa de desconto. Fonte: elaborado pela autora.

4.4 Calcular o valor da perpetuidade

O valor residual obtido para a companhia foi de R\$ 7,503 bilhões, em que se admitiu o crescimento médio do FCFF no ano 6 (2022) de 30%, a taxa de desconto como os 10,82% do WACC e uma taxa de crescimento estável de 2,4%, dada em função da média projetada pelo Banco Itaú BBA (2017) do crescimento do PIB no Brasil (Etapa 2). Os resultados são apresentados resumidamente na figura 5.

Valor da Perpetuidade		
Perpetuidade	onde:	Valor terminal _n = [FCFF _{n+1} /(WACC - g _n)] / (1 + WACC) ⁿ
Valor terminal _n	Valor terminal	7,503,865.09
FCFF _{n+1}	Free Cash Flow to Firm (milhares de reais)	974,517
WACC	Weighted Average Capital Cost	10.32%
g _n	Taxa de Crescimento	2.4%

Figura 5 - Cálculo do valor residual na perpetuidade. Fonte: elaborado pela autora.

4.5 Obter o valor total da empresa

Para o cálculo do valor total da empresa, inicialmente descontou-se os fluxos de caixas do período explícito, de 2017 a 2021, utilizando a taxa de desconto obtida na etapa 3, de 10,32%, os quais são apresentados na figura 6.

	2017	2018	2019	2020	2021
Valor explícito anual	209,677.56	278,303.37	335,973.30	396,117.23	458,847.45
FCFF	231,306.30	338,679.96	451,036.11	586,632.07	749,628.19
WACC	10.32%	10.32%	10.32%	10.32%	10.32%
t	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00

Figura 6 – Valor explícito na projeção (2017-21). Fonte: elaborado pela autora.

Em seguida, a partir do valor residual, calculado na etapa 4, pode-se obter o valor total do Grupo Fleury, de R\$ 9,182 bilhões. Na data base de 27 de outubro de 2017, considerada para este trabalho, a cotação das ações do Fleury registrou R\$ 28,89, resultando em um valor estimado de mercado de R\$ 9,094 bilhões. Comparando-se aos resultados obtidos na projeção, tem-se que o valor total da empresa foi superestimado em 0,97% do valor na data base, com preço por ação estimado em R\$ 29,17, mas ainda assim, consistente com as informações de mercado utilizadas. Este valor total da empresa é utilizado para que os investidores saibam qual será, eventualmente, o potencial do investimento a ser realizado no negócio. O Fleury possui 59,4% das ações negociadas na bolsa de valores, podendo ser negociadas via corretoras, por exemplo, pelo preço da ação cotado em determinado momento e também pode receber investimentos como o do fundo

de private equity (Advent), mencionado na etapa 1, que chegou a obter cerca de 14% de ações da companhia. A partir deste valor do negócio, pode-se inferir o capital que pode ser atraído como investimento.

5. Conclusão

Este estudo teve seus esforços concentrados para determinar o valor justo de uma empresa listada na bolsa de valores BM&F Bovespa, no Brasil, a partir da aplicação do método do Fluxo de Caixa Descontado, reconhecido mundialmente e principal método adotado no processo de avaliação de empresas. Este objetivo foi cumprido após todas as etapas serem executadas de acordo com o método proposto.

Inicialmente, realizou-se estudo sobre as metodologias de Valuation existentes, com seus principais atributos e conceitos fundamentais que nortearam a aplicação da técnica de avaliação de empresas, discorrendo acerca do valor de uma empresa e dos principais métodos conhecidos atualmente para este tipo de avaliação, os métodos de avaliação por múltiplos e do fluxo de caixa descontado. Em seguida, optou-se por aprofundar no estudo das principais características da empresa e seu setor de atuação. A empresa, identificada como Grupo Fleury, possui ações negociadas na bolsa de valores e valor de mercado estimado de R\$ 9 bilhões, atuando com a venda de serviços de medicina diagnóstica de média e alta complexidade, consultas médicas e exames laboratoriais. Também foi necessário definir todas as variáveis de suporte à estimativa do valor final da empresa.

Primeiramente, foram analisados os comportamentos históricos da companhia, a partir das demonstrações financeiras disponíveis e, com isso, pode-se identificar um plano de expansão divulgado pelo grupo em dezembro de 2016, embasando a taxa de crescimento das receitas definida em 15% a.a. Além disso, as linhas de custos e despesas operacionais apresentaram constância na relação custos-despesas/receitas e foram balizadoras das estimativas no fluxo de caixa livre da empresa. Ao fim da etapa 2, pode-se obter a projeção do fluxo de caixa para o período de 2017 a 2021. Na etapa 3, foi calculada a taxa de desconto, uma das variáveis de maior influência no resultado final deste trabalho. Esta taxa foi definida a partir do cálculo do custo médio ponderado de capital, resultando em WACC de 10,32%. Na etapa seguinte, calculou-se o valor na perpetuidade da companhia, admitindo-se uma taxa de crescimento estável dada pelo banco Itaú de 2,4% (PIB Brasil).

Por fim, com o fim de aplicar a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado na empresa escolhida, foi alcançado na etapa 5, quando, a partir da taxa de desconto, das projeções de fluxo de caixa livre e do valor na perpetuidade, pode-se obter o valor total da empresa de R\$ 9,182 bilhões, com cotação por ação estimada em R\$ 29,17, resultado 0,97% maior que o valor de mercado utilizado como base neste trabalho.

Desta forma, este trabalho foi concluído, obtendo-se resultados satisfatórios com a aplicação do método proposto e com as premissas adotadas. Pode-se concluir que o método pode ser utilizado de forma consistente, desde que as projeções sejam cuidadosamente fundamentadas, pois a menor variação no cálculo da taxa de desconto ou dos fluxos de caixa livres, podem gerar variações bruscas na avaliação da empresa.

Referências

- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL. *Quanto vale o meu negócio?* Rio de Janeiro, 2015.
- ASSAF NETO, A. *Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas*. São Paulo: Atlas, 2014.
- BM&F Bovespa. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em 29/10/2017.
- BRASIL. Ministério da Saúde. Agência Nacional de Saúde Suplementar. *Glossário temático: saúde suplementar*. Brasília: Editora do Ministério da Saúde, 2009.
- BRASIL. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. *Risco-Brasil*. Disponível em <<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>>. Acesso em 17/11/17.
- DAMODARAN, A. *Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações*. Rio de Janeiro: LTC, 2012.
- DAMODARAN, A. *Avaliação de empresas*. 2ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- DAMODARAN, A. *Country default spreads and risk premiums*. Disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html>. Acesso em 16/11/17.
- GIL, A.C. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- GIL, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- GRUPO FLEURY. *Relação com investidores*. Disponível em <www.ri.fleury.com.br>. Acesso em 26/08/2017.
- INSTITUTO DE ESTUDOS DE SAÚDE SUPLEMENTAR. *Saúde suplementar em números*. 15ª ed. Março, 2017.
- LONGARETTI, E. *Valuation: modelagem financeira para evidenciação do valor justo de uma empresa*. UNESC: Criciúma, 2013.
- MIYAZAKI, E.T. *Valuation aplicado ao setor bancário: definição de um modelo de avaliação de bancos*. UnB: Brasília, 2009.
- SERRA, R.G.; WICKERT, M. *Valuation: guia fundamental*. São Paulo: Atlas: 2014.
- TESOURO NACIONAL. *Classificação de risco da República Soberana do Brasil*. Disponível em <<http://www.tesouro.gov.br/en/classificacao-de-risco>>. Acesso em 17/11/17.