

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**Valuation: Kora Saúde**

Murilo Gomes Donin de Souza

Matrícula: 1811034

Orientador: Marcelo Nuno Carneiro Souza

Rio de Janeiro, Julho de 2022

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**Valuation: Kora Saúde**

Murilo Gomes Donin de Souza

Matrícula: 1811034

Orientador: Marcelo Nuno Carneiro Souza

Rio de Janeiro, Julho de 2022

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

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

## **Agradecimentos**

Primeiramente, gostaria de agradecer aos meus pais por terem me proporcionado a oportunidade de estudar em uma instituição de excelência e me apoiado ao longo dessa trajetória.

Agradeço à PUC-Rio e aos professores do Departamento de Economia por todo o conhecimento adquirido nesses anos, em especial ao Marcelo Nuno pelas orientações para construir esse trabalho.

Aos amigos que fiz durante o curso e que foram absolutamente fundamentais para tornar esse processo ainda mais engrandecedor.

## Sumário

<b>1. Introdução.....</b>	<b>7</b>
<b>1. A Companhia .....</b>	<b>8</b>
<b>1.2 Sobre a Companhia .....</b>	<b>8</b>
<b>1.3 Gestão e Governança .....</b>	<b>10</b>
<b>1.4 Modelo de Negócios .....</b>	<b>11</b>
<b>2. Análise Setorial.....</b>	<b>15</b>
<b>2.1 Tendências Demográficas.....</b>	<b>15</b>
<b>2.2 Aspectos Econômicos .....</b>	<b>18</b>
<b>2.3 Indústria Hospitalar no Brasil.....</b>	<b>23</b>
<b>3. Metodologia.....</b>	<b>27</b>
<b>3.1 Fluxo de Caixa Descontado .....</b>	<b>27</b>
<b>3.2 WACC.....</b>	<b>27</b>
<b>3.3 CAPM .....</b>	<b>28</b>
<b>3.4 Fluxo de Caixa Livre para a Firma.....</b>	<b>29</b>
<b>4. Valuation .....</b>	<b>30</b>
<b>4.1 Receita.....</b>	<b>30</b>
<b>4.2 Receita – Projeção.....</b>	<b>32</b>
<b>4.3 Custos e Despesas.....</b>	<b>33</b>
<b>4.4 Custos e Despesas – Projeção.....</b>	<b>34</b>
<b>4.5 EBITDA .....</b>	<b>36</b>
<b>4.6 CAPEX – Projeção.....</b>	<b>37</b>
<b>4.7 Capital de Giro.....</b>	<b>37</b>
<b>4.8 WACC.....</b>	<b>38</b>
<b>4.9 Fluxo de Caixa Descontado .....</b>	<b>40</b>
<b>5. Conclusão .....</b>	<b>41</b>
<b>6. Referências Bibliográficas .....</b>	<b>42</b>

## Figuras

Figura 1: Principais Acontecimentos da Companhia. Fonte: Formulário de Referência 2021. ....	9
Figura 2: Organograma. Fonte: Formulário de Referência 2021 .....	9
Figura 3: Quadro de Diretores. Fonte: RI da Companhia .....	10
Figura 4: Conselho de Administração. Fonte: RI da Companhia.....	11
Figura 5: Receita Líquida por Segmento. Fonte:Planilha de Fundamentos. ....	11
Figura 6: Hospitais do Grupo. Fonte: Apresentação de Resultados 2021, Formulário de Referência 2021 .....	12
Figura 7: Estimativa de Market Share. Fonte: CNES.....	13
Figura 8: População Estimada e Público-alvo. Fonte: CNES, DEPEC.....	13
Figura 9: Comparativo de Ticket Médio por Leito. Fonte: DFs das Companhias. ....	14
Figura 10: Margem Bruta Operadoras Hospitalares. Fonte: DFs das Companhias.....	14
Figura 11: Evolução Grupos Etários 2022-2042. Fonte: IBGE.....	15
Figura 12: Percentual de Adultos que Referiram Diagnóstico. Fonte: VIGITEL, 2021	16
Figura 13: Distribuição Internações 29+ dias e Total. Fonte: ANS, 2019 .....	16
Figura 14: Relação entre Idade dos Beneficiários e Despesa Assistencial. Fonte: (Reis,2021) .....	17
Figura 15: Gasto per Capita Médio com Saúde 2017-2020 (USD) e % de Idosos na População. Fonte: OECD, 2021 .....	17
Figura 16: Representatividade dos Tipos de Contratação. Fonte: ANS .....	19
Figura 17: Beneficiários de Coletivo por Adesão, Total e Taxa de Desocupação. Fonte: ANS e IBGE .....	19
Figura 18: Evolução da Taxa de Cobertura. Fonte: ANS.....	20
Figura 19: Despesa Assistencial (R\$ 000). Fonte: ANS .....	20
Figura 20: VCMH, IPCA e Variação nas Despesas Assistenciais. Fonte: IESS, IBGE,ANS .....	22
Figura 21: Reajuste Salarial Mediano e VCMH. Fonte: Salariômetro - FIPE, IESS .....	23
Figura 22: Evolução dos Estabelecimentos Privados (Hospitais). Fonte: CNES.....	24
Figura 23: Evolução dos Leitos Totais Privados. Fonte: CNES .....	24
Figura 24: Total de Internação e Distribuição por 1.000 Beneficiários. Fonte: ANS .....	25
Figura 25: Número de Eventos por Especialidade Seleccionada. Fonte: ANS.....	25

Figura 26: Evolução dos Leitos Kora Saúde. Fonte: Planilha de Fundamentos e Prospecto do IPO .....	30
Figura 27: Variação no Ticket Médio por Paciente - Dia e Receita Hospitalar. Fonte: Release de Resultados das Companhias. ....	31
Figura 28: Receita Líquida por Segmento (R\$ 000). Fonte: Planilha de Fundamentos 2021 .....	31
Figura 29: Construção da Receita Projetada. Fonte: Release de Resultados e Premissas Próprias.....	33
Figura 30: Custos Históricos e Projetados. Fonte: Planilha de Fundamentos e Premissas Próprias.....	35
Figura 31: Despesas Históricas e Projetadas. Fonte: Planilha de Fundamentos e Premissas Próprias.....	35
Figura 32: DRE Histórico e Projetado. Fonte: Planilha de Fundamentos e Premissas Próprias.....	36
Figura 33: Projeção da Necessidade de Capital de Giro. Fonte: Planilha de Fundamentos e Premissas Próprias. ....	38
Figura 34: WACC Kora Saúde.....	39
Figura 35: Fluxo de Caixa Descontado e Valuation.....	40

## **1. Introdução**

Este trabalho tem como objetivo realizar, com base nas premissas a serem desenvolvidas, uma análise do valor da Kora Saúde, companhia que tem como sua principal atividade a gestão de ativos hospitalares privados, principalmente em regiões onde há menor competição de grupos de maior porte e buscando obter uma fatia de mercado expressiva nessas áreas de atuação. Fundada em 2001 como Hospital Meridional na cidade de Cariacica-ES, vem passando por um processo de expansão agressivo nos últimos anos, principalmente através da aquisição de hospitais já existentes. Em 2018 a companhia recebeu investimento de um fundo de private equity estrangeiro com operação no Brasil, a partir daí houve uma aceleração do crescimento que tornou viável a Oferta Pública Inicial, IPO, em 2021, após o mesmo movimento ter sido realizado por outros competidores desse mercado como Rede D'Or e Mater Dei.

O setor hospitalar brasileiro tem uma expectativa de crescimento com base em dois principais fatores, o envelhecimento da população e o aumento das despesas assistenciais dos planos de saúde. A expectativa de que o país saia dos atuais 15% de pessoas com 60 anos ou mais para 24,2% (IBGE, 2022) é um fator positivo para o setor a longo prazo. Como será discutido esse processo de transição demográfica exercerá uma pressão por aumento de gastos com saúde por parte dos indivíduos e convênios, fator positivo para o segmento em que a Kora atua. Porém, o principal risco para a realização desse cenário é a possibilidade de estagnação no número total de beneficiários o que limitaria a expansão dos gastos com saúde.

Visando uma análise do valor justo da companhia com base em seu contexto setorial e operacional, foi construído a partir de premissas próprias um modelo para a estimação dos fluxos de caixa gerados pelos segmentos da empresa. Posteriormente será utilizado o método do fluxo de caixa descontado para estimação do valor da companhia (Damodaran,2012).



# 1. A Companhia

## 1.2 Sobre a Companhia

A história da Kora saúde começa em 2001 com a fundação do Hospital Meridional Cariacica (Meridional S.A) em Cariacica no Espírito Santo, o primeiro ativo do que se tornaria a rede Meridional. Em 2008 a companhia realizou sua primeira aquisição, o Hospital São Luiz S.A e incorporou a rede o Hospital Meridional Praia da Costa, ambos em Vila Velha- ES. Em 2010 foi constituída a Vitória Participações S.A, controladora da Meridional S.A cujo sócios eram Antônio Alves Benjamin Neto, Bruno Moulin Machado, Ivalin Lima e Frederico Christo Torezani. No ano de 2011 o Hospital São Francisco em Cariacica – ES foi adicionado no portfólio, já em 2016 concluiu um projeto greenfield em São Matheus – ES, o Meridional São Matheus. Em 2018 a companhia alienou 75% de seu capital para a Guaratiba Participações S.A, empresa ligada a gestora de private equity H.I.G Capital, por R\$ 113.450 mil, desde então a companhia acelerou o seu ritmo de crescimento principalmente através de aquisições. Nesse mesmo ano fez a aquisição de outro hospital na região metropolitana do Espírito Santo o Hospital Metropolitano em Serra-ES. Em 2019 foi dado início ao processo de diversificação territorial da empresa com o Hospital São Mateus em Cuiabá – MT e a consolidação da presença da rede no ES com o Hospital e Maternidade Santa Úrsula em Vitória, além disso nesse ano a Vitória Participações S.A passa a se chamar Kora Saúde Participações S.A. No ano de 2020 o fundo Fuji Brasil Partners I C – Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia Investimento no Exterior (FIP Fuji), gerido pela H.I.G Capital incorporou a Guaratiba Participações passando a controlar diretamente a Kora Saúde S.A. Nesse mesmo ano fez a aquisição de outro hospital na região metropolitana do Espírito Santo o Hospital Metropolitano em Serra-ES. No ano de 2020 a empresa ampliou sua diversificação regional ao incluir dois hospitais no Tocantins, o Hospital Palmas Medical e Hospital Santa Thereza, ambos em Palmas. 2021 foi um ano marcante para a companhia devido a Oferta Restrita de Ações que listou a companhia no Novo Mercado da B3, precificada em R\$ 7,2 por ação permitiu que a Kora aumentasse o seu capital social em R\$106.933 mil e sua reserva de capital em R\$ 662.987 mil. Além disso, a Kora Saúde acelerou o processo de crescimento da rede através de 5 M&As. No Centro Oeste foram incorporados ao grupo o Hospital Anchieta no Distrito Federal e o Instituto Neurológico de Goiânia. Iniciando sua expansão na região nordeste foram comprados três ativos em Fortaleza-CE , o Hospital Gastroclínica, Hospital São Mateus, Grupo OTO, a Kora se posiciona como

um player importante na região. Em 2022 a companhia ganhou market share no Distrito Federal ao adicionar o Hospital São Francisco em Ceilândia, Distrito Federal.

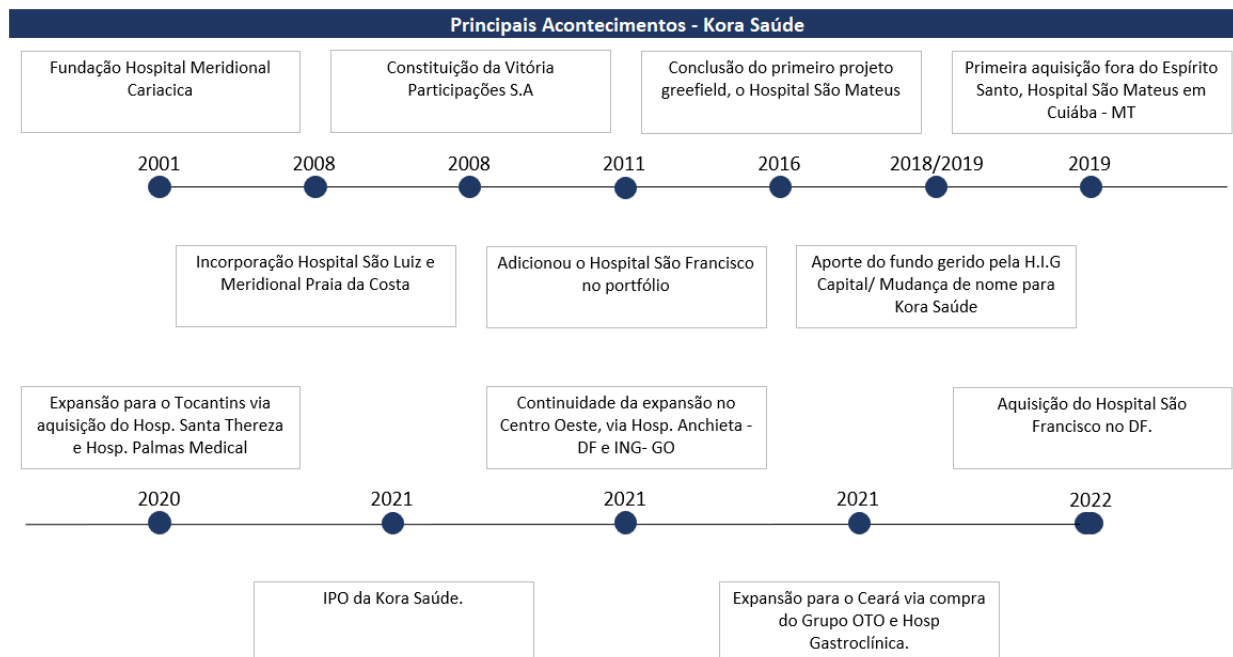


Figura 1: Principais Acontecimentos da Companhia. Fonte: Formulário de Referência 2021.

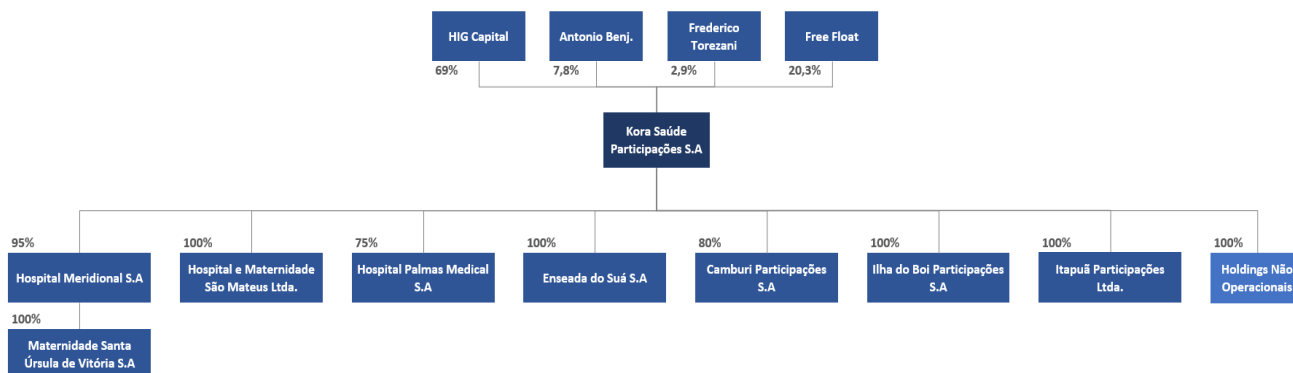


Figura 2: Organograma. Fonte: Formulário de Referência 2021

### 1.3 Gestão e Governança

Conforme descrito no Estatuto Social, a Kora Saúde é administrada pelo Conselho de Administração e pela Diretoria. No mesmo documento figura que esta deve ter no mínimo, 1 Diretor Presidente, 1 Diretor de Relações com Investidores e 1 Diretor Financeiro, sendo somente os dois primeiros de preenchimento obrigatório, e no máximo 12 Diretores, as funções adicionais seriam determinadas pelo mesmo órgão. A escolha destes indivíduos é feita através da eleição pelo Conselho de Administração que estabelece mandatos com prazos de 2 anos. Como função da diretoria, destaco: gerenciar e administrar diariamente as empresas com base no direcionamento estabelecido no Conselho de Administração incluindo aspectos financeiros, preparar os planos de negócios e orçamentos anuais e decidir sobre assuntos que não sejam competência do Conselho de Administração ou Assembleia Geral.

Nome	Cargo	Histórico
Antônio Alves Benjamin Neto	Diretor Presidente	Formado em medicina pela EMESCAM e com residência em cirurgia vascular pela UFRJ. Foi fundador do Hospital Meridional Cariacica em 2001.
Flavio Figueiredo Deluiggi	Diretor Financeiro e Relações com Investidores	Formado em Economia pela PUC-Rio. Possui experiência no mercado financeiro e como membro do conselho da Kora Saúde, Nadir Figueiredo e Selfit Academias.
Elias Leal Lima	Diretor de M&A	Formado em Engenharia pelo ITA. Possui experiência no mercado financeiro com passagens pelo Pátria e H.I.G Capital.
Lorena Morelato	Diretora de Gente e Gestão	Formada em Psicologia. Experiência na área de gente e gestão.
Marcio Augusto Pitta Machado	Diretor de Operações	Formado em Contabilidade pela UCAN-RJ e MBA pela Coppead. Experiência no setor de saúde, mercado financeiro e gestão financeira.
Michel Castro Santana	Diretor Comercial	Formado em Administração. Possui longa atuação no setor de saúde com passagens por empresas do segmento de oncologia, medicina diagnóstica e hospitalar.

Figura 3: Quadro de Diretores. Fonte: RI da Companhia

O Conselho de Administração da companhia deve ser composto por 6 a 9 membros com mandatos para 2 anos, e como regra para aderência aos padrões do Novo Mercado da B3, no mínimo 2 conselheiros ou 20% do total devem ser independentes. Além disso o Diretor Presidente e Presidente do Conselho não devem ser exercidos pela mesma pessoa. Dentre as diversas funções do Conselho, destaco: Eleger os Diretores, fiscalizar a administração, propor destinações na Assembleia Geral para o resultado do exercício, investimentos em CAPEX maior que R\$ 30.000 mil.

Nome	Cargo	Histórico
Rodrigo Brandão Feitosa	Presidente do Conselho	Formado em Administração na FGV-SP e em Direito na USP com MBA pelo INSEAD. É sócio e diretor do H.I.G Brasil e membro do conselho de outras 3 empresas do portfólio da gestora.
Frederico Christo Torezani	Conselheiro Independente	Ex-sócio da Hemodinâmica Meridional Ltda. Entre 2002 e 2019 além de ser sócio-diretor em uma empresa no segmento de medicina vascular.
Nelson Luiz S. Teich	Conselheiro Independente	Formado em Medicina com especialização em Oncologia, MBA em Saúde pela Coppead, Mestrado em Saúde na Universidade de York. É Ex- Ministro da Saúde e atualmente trabalha como consultor para empresas no segmento.
Felipe Franco da Silveira	Membro do Conselho	Diretor do H.I.G Brasil com passagem anteriormente em consultoria estratégica, banco de investimento e empresas como Ab. InBev.
Fábio Isay Saad	Membro do Conselho	Formado em Administração na FGV-SP e Direito na USP com MBA em Wharton. É Diretor do H.I.G Brasil com carreira no mercado de Private Equity na América Latina.
Eduardo da Veiga, CFA	Membro do Conselho	Formado em Engenharia pela PUC-Rio com mestrado na École Centrale de Paris. É Principal no H.I.G Brasil e tem mais de 10 anos de trajetória no mercado de Private Equity.
Antônio Alves Benjamin Neto	Membro do Conselho	Formado em medicina pela EMESCAM e com residência em cirurgia vascular pela UFRJ. Foi fundador do Hospital Meridional Cariacica em 2001, atual Diretor-Presidente da Kora Saúde.

Figura 4: Conselho de Administração. Fonte: RI da Companhia

## 1.4 Modelo de Negócios

A Kora Saúde S.A detém participação societária em empresas que operam hospitais gerais e especializados, dentre o leque de serviços ofertados pelas controladas do grupo estão: atendimento hospitalar, pronto-socorro, clínica médica, serviços de hemodinâmica, medicina diagnóstica e tratamentos oncológicos e serviços adjacentes ligados a prática médica e rotina hospitalar. A companhia agrupa esses serviços em dois grandes segmentos, Serviços Hospitalares e Oncológicos, em 2021, os serviços ligados a atividade oncológica representaram aproximadamente 5% da receita líquida da companhia.

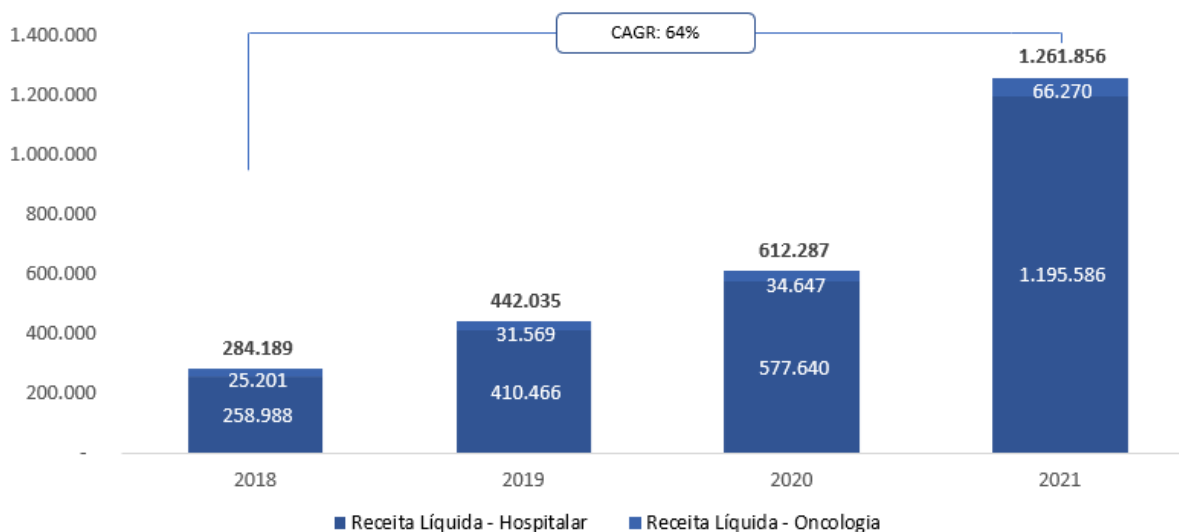


Figura 5: Receita Líquida por Segmento. Fonte: Planilha de Fundamentos.

A estratégia do grupo consiste em buscar o posicionamento em regiões ainda pouco exploradas pelos grandes players do mercado de saúde, Rede D’Or, Hapvida, DASA, e extrair um market share expressivo nessas cidades. No Sudeste a companhia possui presença apenas no Espírito Santo, onde iniciou suas operações, no Nordeste possui presença apenas no Ceará, mais precisamente em Fortaleza, a região com melhor abrangência da rede pertencente a Kora Saúde é a Centro Oeste, seus ativos cobrem Goiás, Mato Grosso e Distrito Federal e no Norte somente o Tocantins. Atualmente a companhia atua em cidades com população total estimada de no mínimo de 300 mil habitantes, e com exceção do Espírito Santo ela se posiciona nas capitais.

Hospital	Controlada	% Indireta Kora Saúde	Leitos	Localização
Hospital Meridional Cariacica	Hospital Meridional S.A	95%	185	Cariacica - ES
Hospital São Luiz	Hospital Meridional S.A	94%	41	Vila Velha - ES
Hospital Meridional Serra	Hospital Meridional S.A	98%	123	Serra - ES
Hospital Meridional Praia da Costa	Hospital Meridional S.A	95%	80	Vila Velha - ES
Hospital São Francisco	Hospital Meridional S.A	99%	47	Cariacica - ES
Hospital Meridional São Mateus	Hospital Meridional S.A	97%	120	Vila Velha - ES
Hospital Maternidade Santa Úrsula	Hospital Meridional S.A	100%	78	Vitória - ES
Hospital Maternidade São Mateus	Hospital Maternidade São Mateus S.A	100%	129	Cuiabá - MT
Hospital Santa Thereza	Hospital Palmas Medical S.A	100%	57	Palmas - TO
Hospital Palmas Medical	Hospital Palmas Medical S.A	75%	81	Palmas - To
Hospital Anchieta	Enseada do Suá Participações S.A	100%	190	Distrito Federal
Hospital Gastroclínica	Camburi Participações S.A	100%	105	Distrito Federal
Instituto de Neurologia de Goiânia	Ilha do Boi Participações S.A	99%	105	Goiânia - GO
Hospital São Mateus	Camburi Participações S.A	100%	150	Fortaleza - CE
Grupo OTO	Camburi Participações S.A	80%	194	Fortaleza - CE
Hospital São Francisco	Itapuã Participações S.A	100%	179	Distrito Federal

Figura 6: Hospitais do Grupo. Fonte: Apresentação de Resultados 2021, Formulário de Referência 2021

Com base nas informações da Figura 7, é possível estimar o que seria o tamanho do público-alvo em uma visão por leitos privados em cada estado. A sua construção utilizou como premissa que apenas indivíduos das classes sociais A, B e C teriam condições financeiras para acessar planos privados de saúde, para fins de estimação de uma proxy do que seria a demanda por leitos nessas regiões foi considerada apenas os leitos de hospitais gerais privados (com e sem fins lucrativos).

Todos os estados que a companhia se posicionou nos últimos anos possuíam maior público-alvo leitos do que o Espírito Santo, sendo que o Mato Grosso, Tocantins e Goiás possuem um número de habitantes para cada leito privado mais de 40% maior. Visando uma comparação com os grandes centros foram incluídos as outras capitais do Sudeste e com exceção de Minas Gerais a relação Habitante/Leito é maior do que propriamente no Espírito Santo.

Estado	População Estimada 2021	% Classes Sociais A,B,C	Hab. Classes Sociais A,B,C	Leitos Hospitalares Privados	Habitantes por Leito
Espírito Santo	4.108.508	60%	2.465.105	5.806	425
Mato Grosso	3.567.234	70%	2.497.064	4.085	611
Tocantins	1.607.363	50%	803.682	1.144	703
Distrito Federal	3.094.325	78%	2.413.574	4.657	518
Goiás	7.206.589	73%	5.260.810	8.348	630
Ceará	9.240.580	46%	4.250.667	8.163	521
Rio de Janeiro	17.463.349	67%	11.700.444	18.547	631
São Paulo	46.649.132	74%	34.520.358	64.457	536
Minas Gerais	21.411.923	67%	14.345.988	34.493	416

Figura 7: População Estimada e Público-alvo. Fonte: CNES, DEPEC

Outro ponto importante na estratégia do grupo, como descrito em seus informativos, é fazer aquisições que lhe permita deter uma representatividade significativa no total de leitos privados de cada região de atuação. Visando afirmar se essa estratégia é demonstrada na prática foi realizada uma consulta a base de dados do CNES para estimativa de market share da companhia. É possível verificar representatividade frente aos leitos totais maior que 10% em três regiões de atuação, em Palmas, na Região Metropolitana de Vitória (inclui Cariacica, Fundão, Guarapari, Serra, Viana, Vila Velha e Vitória) e em Cuiabá, Figura 8.

Estado	Região de Atuação	Market Share - Estado	Market Share - Região de Atuação
Ceará	Fortaleza	4%	9%
Espírito Santo	Região Metropolitana de Vitória	12%	28%
Distrito Federal	Distrito Federal	8%	8%
Goiás	Goiânia	1%	2%
Mato Grosso	Cuiabá	3%	15%
Tocantins	Palmas	22%	33%

Figura 8: Estimativa de Market Share. Fonte: CNES

Para fins de entendimento da estratégia de precificação dos serviços hospitalares do grupo é útil analisar comparativamente o seu ticket médio por leito, isto é receita líquida por leito. A visão estratégica do grupo é posicionar-se em um segmento de ticket médio por leito menor que pares como Rede D'Or e Materdei que focam em atender beneficiários de planos premium, mas estar acima da precificação por leito de players verticalizados, como é visto na Figura 9.

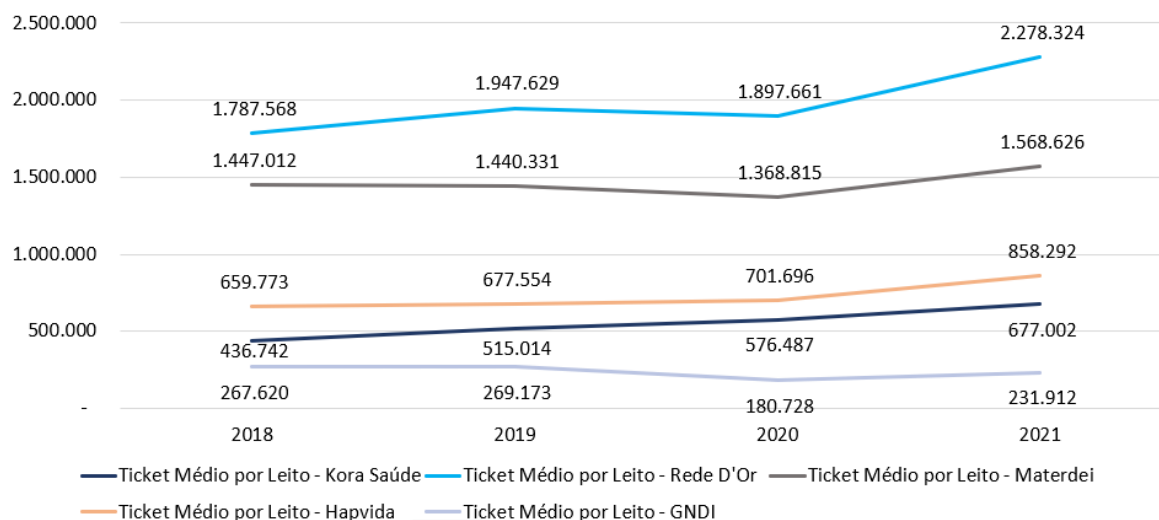


Figura 7: Comparativo de Ticket Médio por Leito. Fonte: DFs das Companhias.

Porém essa precificação reduzida frente a esses players não é refletida totalmente na margem bruta de sua operação hospitalar que comparativamente com outras operadoras fica acima da Rede D'or porém abaixo da praticada pela Mater Dei.

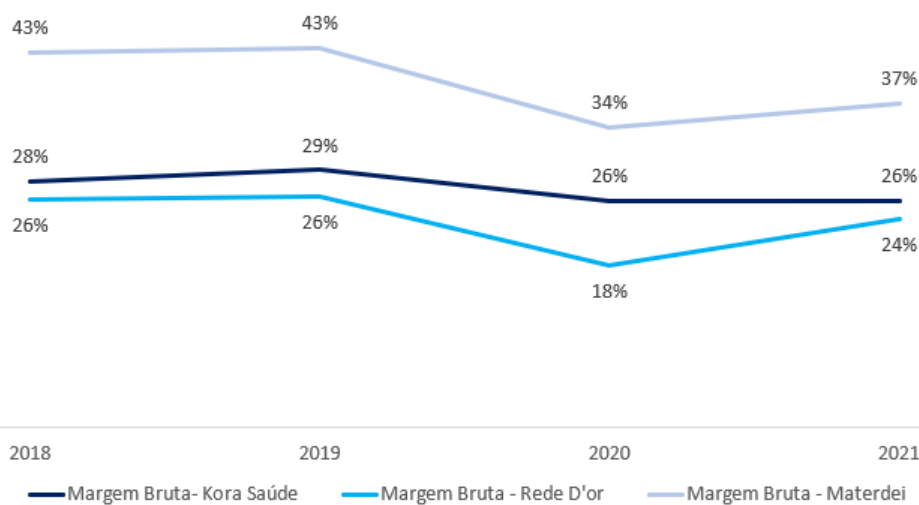


Figura 8: Margem Bruta Operadoras Hospitalares. Fonte: DFs das Companhias

## 2. Análise Setorial

### 2.1 Tendências Demográficas

Um dos principais drivers de crescimento para o setor de saúde nos próximos anos será o envelhecimento da população brasileira. Em 2022, conforme estimado pelo IBGE existem mais de 32 milhões de pessoas com 60 anos ou mais, o que corresponde a 15% da população total. Em 2042 será alcançada a marca de 57 milhões de idosos, ou 24,5% da população total.

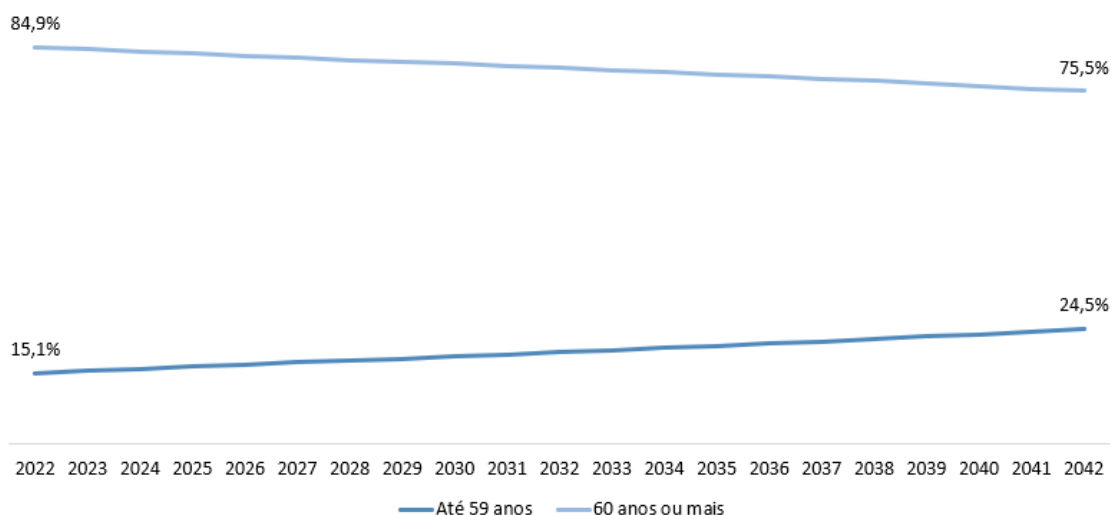


Figura 9: Evolução Grupos Etários 2022-2042. Fonte: IBGE

Essa nova dinâmica demográfica do país exercerá uma pressão para o aumento nas despesas assistenciais já que idosos tendem a ter mais problemas de saúde e necessitam de cuidados médicos mais intensos. Idosos são mais frequentemente acometidos por doenças crônicas, na Figura 12 são mostrados dados da Vigilância de Fatores de Risco e Proteção para Doenças Crônicas por Inquérito Telefônico, VIGITEL, de 2021, uma pesquisa que busca realizar um monitoramento da frequência e distribuição de algumas condições, dentre elas a diabetes e hipertensão, por via telefônica nos estados brasileiros (VIGITEL Brasil 2021).



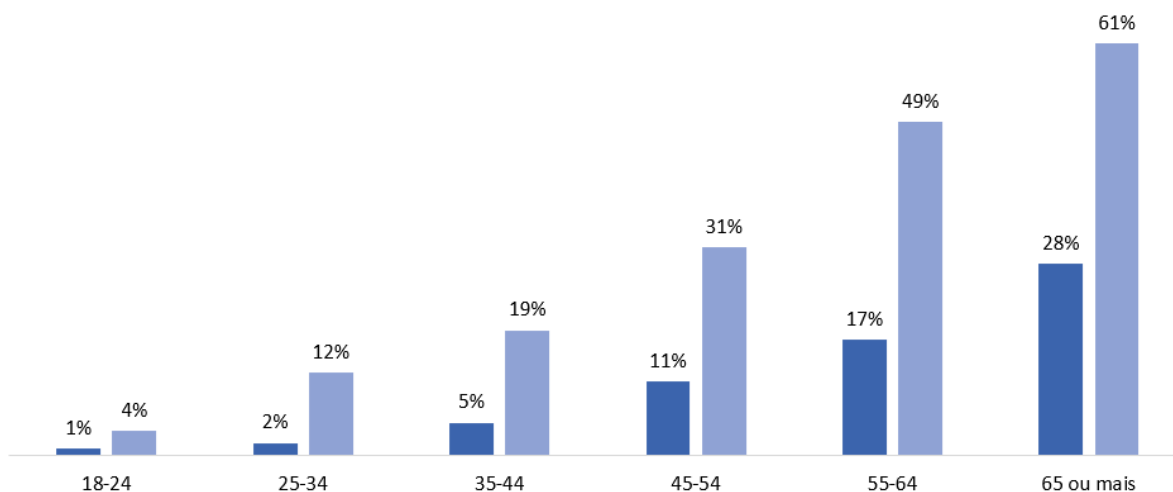


Figura 10: Percentual de Adultos que Referiram Diagnóstico. Fonte: VIGITEL, 2021

Segundo dados da ANS, a faixa etária de 60 anos ou mais representou 34% do total de internações realizadas no ano de 2019, já nas internações de maior duração, com 29 dias ou mais, esse percentual é ainda maior, 47%.

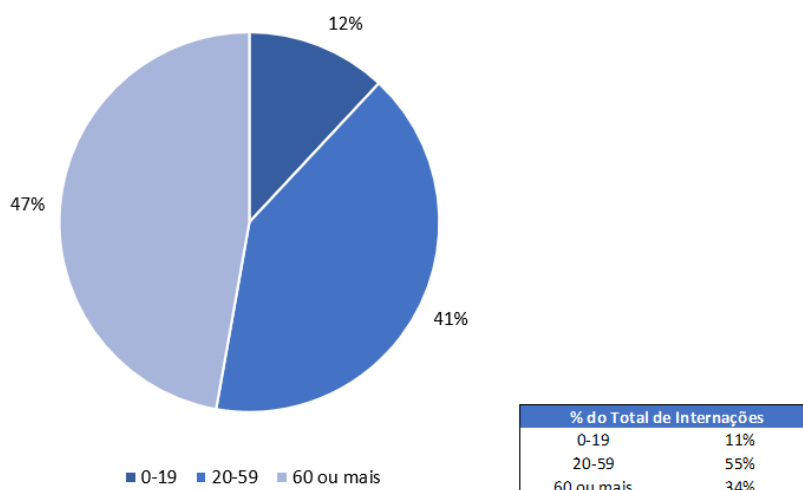


Figura 11: Distribuição Internações 29+ dias e Total. Fonte: ANS, 2019

Atualmente o cenário de dispêndios com despesas assistências já evidência uma concentração de gastos nesse segmento de idade dado a representatividade desses no total de beneficiários, conforme a Figura 14. Logo, o crescimento desse grupo populacional nos próximos anos exercerá uma pressão para o maior gasto com saúde, tanto público quanto privado, conseqüentemente aumentando o tamanho de mercado para os prestadores de serviços desse setor.

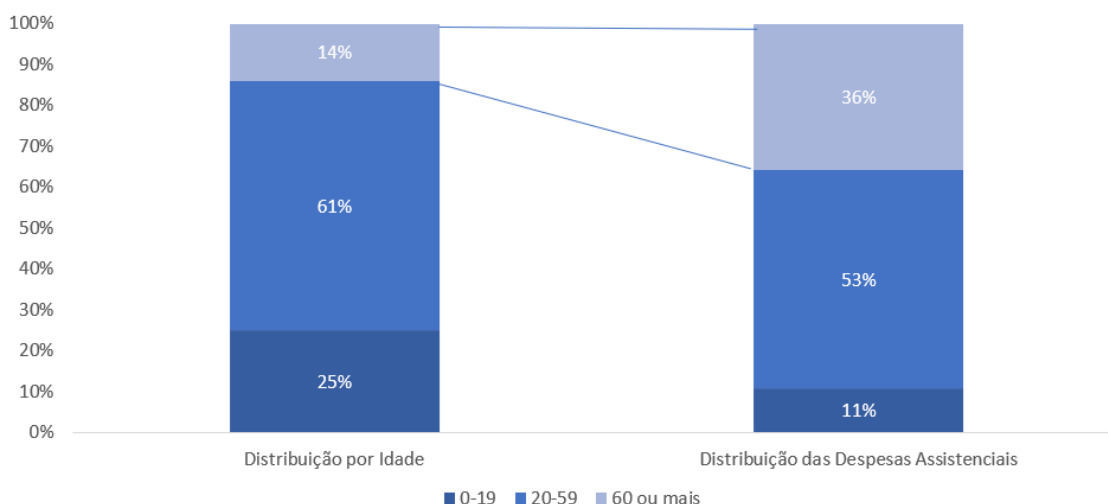


Figura 12: Relação entre Idade dos Beneficiários e Despesa Assistencial. Fonte: (Reis,2021)

Essa pressão pode ser observada ao ser analisada a relação entre o percentual de idosos na população (percentual de pessoas com 65 anos ou mais) e a relação de gastos com saúde per capita (no indicador fornecido pela OCDE são considerados todos os gastos referentes a bens e serviços de saúde exceto investimentos). Países como Finlândia, Itália, Japão que possuem mais de 20% de sua população na faixa de 65 anos ou mais gastam mais per capita do que países como o Brasil, México e Colômbia com percentuais menores que 10%, Figura 15.

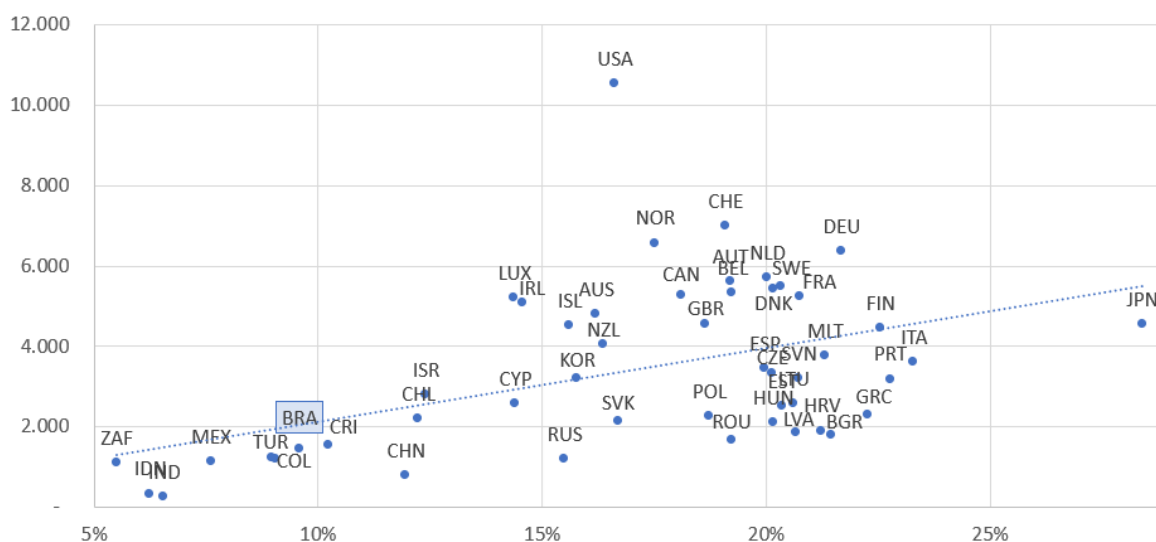


Figura 13: Gasto per Capita Médio com Saúde 2017-2020 (USD) e % de Idosos na População. Fonte: OECD, 2021

## 2.2 Aspectos Econômicos

A dinâmica dos beneficiários de planos de saúde no Brasil está intimamente relacionada a variáveis econômicas, principalmente o nível de emprego, sendo um driver e ao mesmo tempo um dos maiores riscos para o crescimento do mercado hospitalar privado no país. A Resolução Normativa Nº 319, de 1 de Junho de 2015 da ANS, determina os tipos de contratação que as operadoras de planos de assistência médica devem seguir, são eles: Plano Individual ou Familiar, Plano Coletivo por Adesão, Plano Coletivo Empresarial. Dentre as características de cada plano podemos destacar as seguintes: o Plano Individual pode ser contratado por qualquer indivíduo e deve obedecer os reajustes anuais alinhados ao índice publicado pela ANS, já o plano Coletivo por Adesão é disponível apenas para indivíduos que estão ligados a alguma instituição profissional, classista ou setorial os reajustes são negociados entre as partes podendo incidir o incremento referente a idade do beneficiário, no plano Coletivo Empresarial apenas indivíduos ligados a uma pessoa jurídica por algum tipo de relação empregatícia podem ingressar nessa forma de contratação, nela vale o mesmo racional de reajuste que os planos Coletivos por Adesão. As contratações do tipo empresarial representam aproximadamente 69% do total (2022), dada a necessidade de existir uma relação de emprego formal entre o beneficiário e a pessoa jurídica que irá oferecer o benefício, o crescimento do número de pessoas neste tipo de contratação está correlacionada com a evolução do nível de emprego da economia brasileira, isto é, inversamente correlacionado a taxa de desocupação. No período entre 2015 e 2020 vemos um aumento da taxa de desocupação em conjunto com uma queda na taxa de cobertura (Figura 18), isto é o percentual da população coberta por planos de assistência médica. Além disso, é importante notar que o número total de beneficiários tem crescido muito lentamente com o passar dos anos, em Março de 2012 eram 46,38 milhões de beneficiários já em Março de 2022 são 49,19 milhões um crescimento de apenas 6% dentro desses 10 anos, sendo um fato de risco importante para o desenvolvimento das companhias operadoras de hospitais.

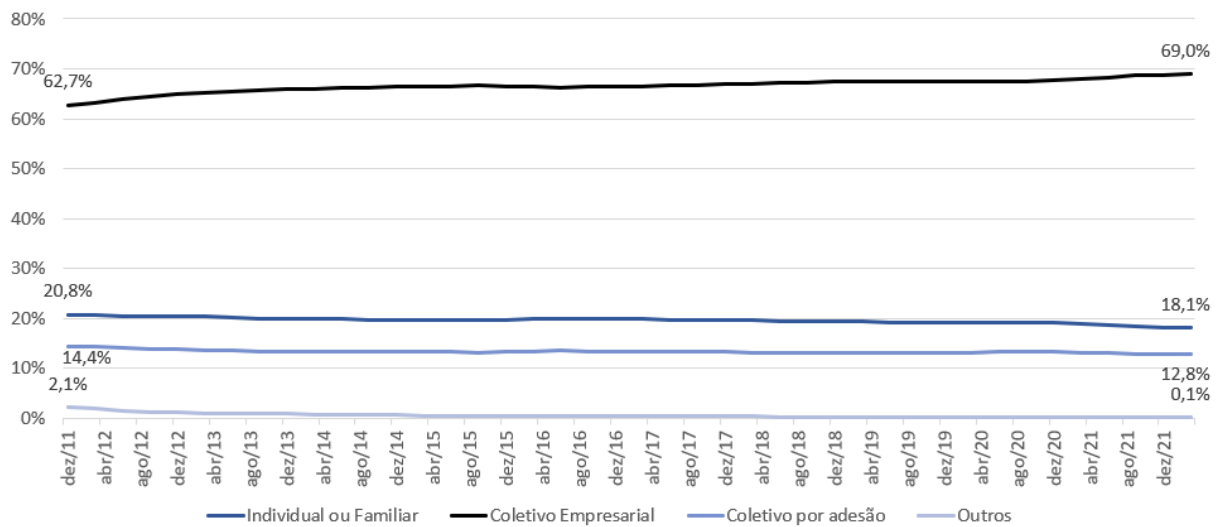


Figura 14: Representatividade dos Tipos de Contratação. Fonte: ANS

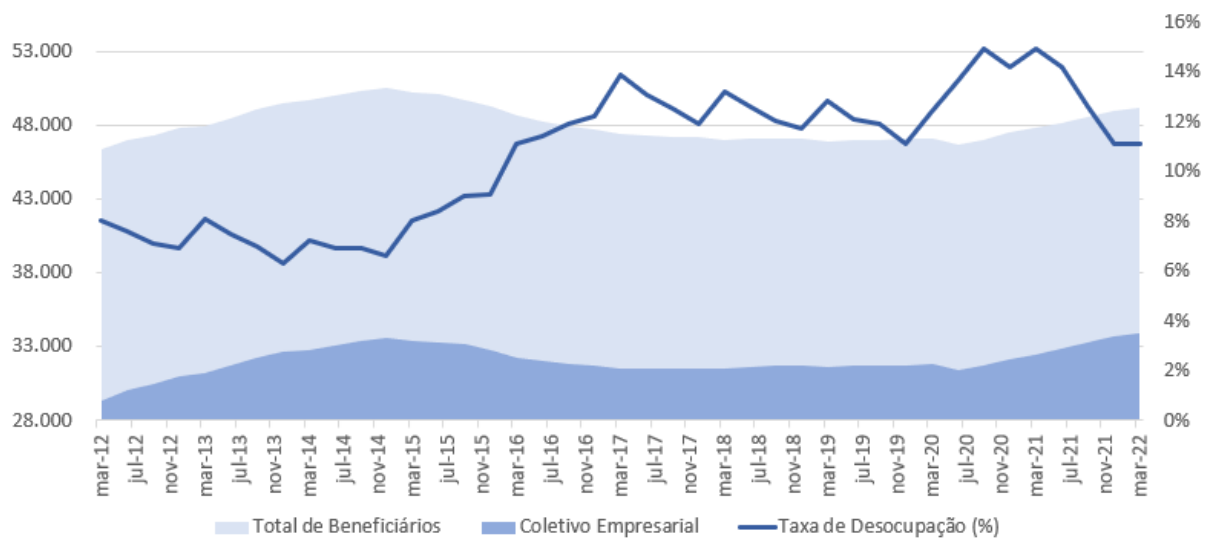


Figura 15: Beneficiários de Coletivo por Adesão, Total e Taxa de Desocupação. Fonte: ANS e IBGE

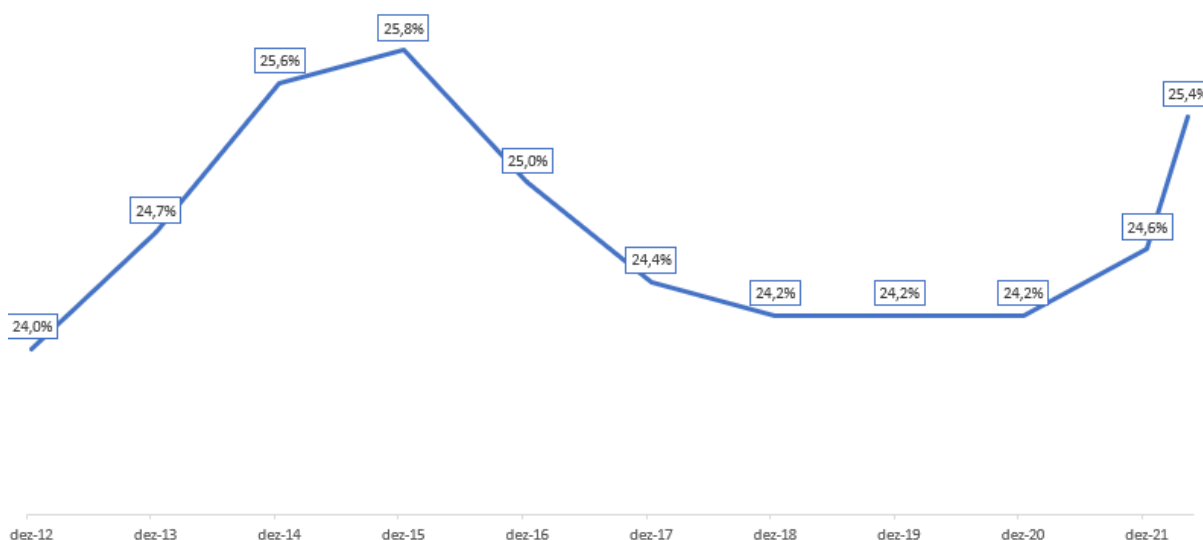


Figura 16: Evolução da Taxa de Cobertura. Fonte: ANS

Um ponto que tem compensado o baixo crescimento no volume de planos contratados nos últimos anos é o crescimento das despesas assistenciais, gastos relacionados diretamente a serviços de saúde por parte dos convênios, logo representam aproximadamente o tamanho do mercado que os prestadores desse segmento podem capturar. Em 2012 esses desembolsos somavam R\$ 78,9 bilhões de reais, em 2021 somam R\$ 206,1 bilhões, um aumento de mais de 150% nesses 9 anos.

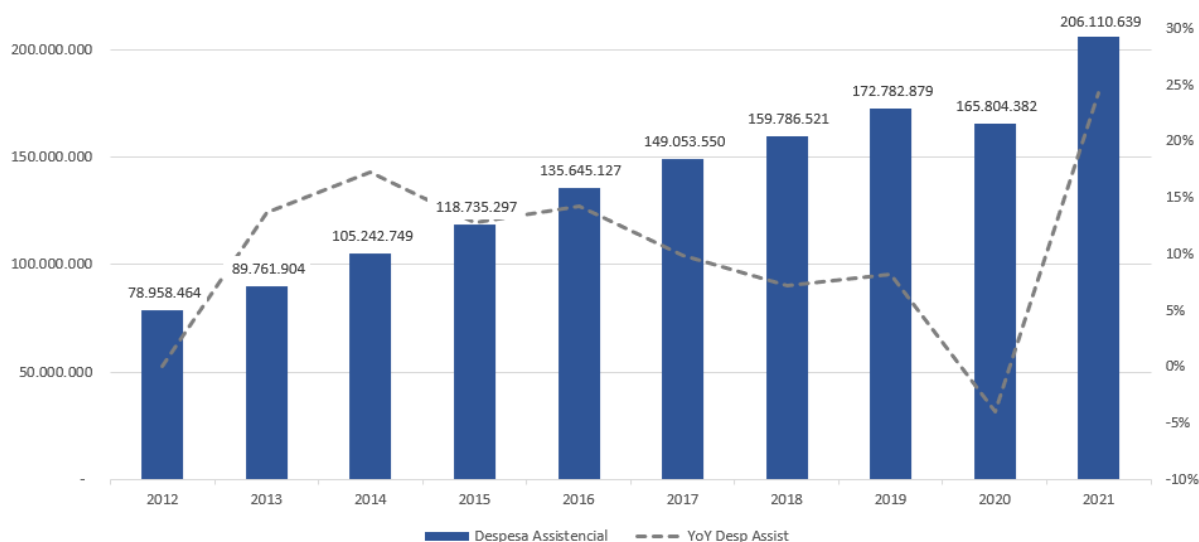


Figura 17: Despesa Assistencial (R\$ 000). Fonte: ANS

Esse expressivo aumento ocorre graças a chamada “inflação médica”, no Brasil medida pelo indicador VCMH, Variação dos Custos Médico Hospitalares, do IESS. Este indicador consiste em uma avaliação da evolução das despesas assistenciais de um grupo de beneficiários de planos, uma amostra de aproximadamente 10% do total, em um período de 12 meses. A diferença para uma métrica de inflação convencional é que o VCMH não envolve uma cesta de bens/serviços definidos previamente e considera impactos da frequência de utilização sobre os preços. Na Figura 20, temos a relação deste indicador com IPCA e com a variação ano a ano das despesas assistenciais destacadas anteriormente, historicamente o VCMH teve variações maiores que o IPCA, o mesmo vale frente variação das despesas ano a ano, mas com variações relativamente correlacionadas, o que por definição deveria acontecer já que o VCMH busca capturar justamente essa dinâmica. Uma série de fatores explicam essa crescente nos gastos médicos por parte dos convênios dentre eles podemos destacar: adoção de novas tecnologias, judicialização, o modelo de remuneração predominante no país e fraudes. A adoção de novas tecnologias, em formato de novos procedimentos, exames, cirurgias, aumenta o leque de serviços ofertados pelas operadoras o que consequentemente gera um incremento nos custos para elas, além disso, frequentemente a incorporação desses procedimentos na pauta de serviços oferecidos acontece por via judicial, levando a quebra de contratos o que causa incerteza para a gestão dos convênios e consequentemente é precificada em forma de um reajuste futuro para os conveniados. O método de remuneração predominante para os profissionais e estabelecimentos do setor de saúde no Brasil é o chamado fee-for-service que basicamente consiste em realizar pagamentos de acordo com o procedimento executado, medicamentos necessários, diárias, ou seja, a remuneração depende da quantidade, este modelo gera um modelo com incentivos distorcidos que também aumenta a probabilidade de fraudes. (Reis, 2018).

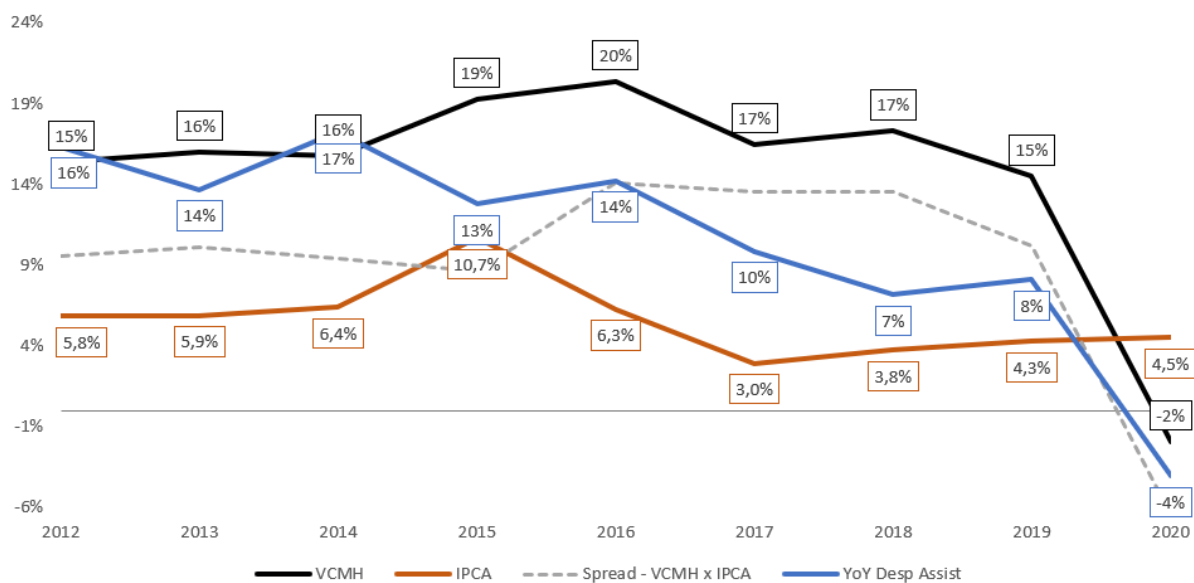


Figura 18: VCMH, IPCA e Variação nas Despesas Assistenciais. Fonte: IESS, IBGE, ANS

Outro ponto de importância na análise do futuro do mercado brasileiro de saúde é como o consumidor irá se comportar frente aos reajustes dos planos. Se considerarmos que a totalidade dos aumentos de custos assistenciais das operadoras serão repassados aos beneficiários temos um cenário de aumentos constantes acima de 10% ao ano, para fins de comparação o reajuste salarial mediano das negociações coletivas mapeadas pela FIPE, no Boletim Salariômetro, não alcança valores superiores ao VCMH desde 2015. Ainda que o salário dos indivíduos seja maior que o ticket médio de um convênio o ganho de participação deste no total da renda mensal poderá, em algum momento, tornar inviável para boa parte da população brasileira a contratação do serviço. Portanto, ainda que o aumento dos custos dos convênios seja um fator positivo para empresas que ofertam atividades ligadas a saúde pode, também, é um risco para o crescimento no número de beneficiários, o que limitaria a expansão desses custos.

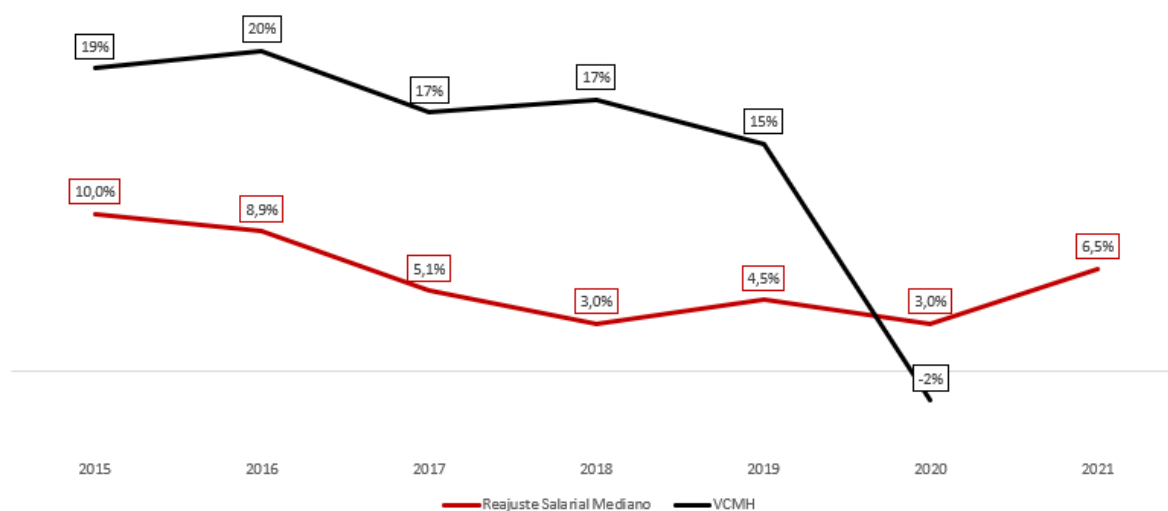


Figura 19: Reajuste Salarial Mediano e VCMH. Fonte: Salariômetro - FIPE, IESS

### 2.3 Indústria Hospitalar no Brasil

A indústria hospitalar no Brasil passou nos últimos anos por um cenário de redução de estabelecimentos e leitos, principalmente de hospitais até 50 leitos, (CNSaúde, 2020). A falta de escala destes hospitais torna inviável realizar negociações ótimas com planos de saúde, não só do ponto de vista de geração de receita, mas de capital de giro, como será analisado posteriormente, usualmente hospitais possuem prazos de recebimento longos e de pagamentos relativamente curtos o que aumenta a necessidade de capital de giro desses negócios. Além disso, hospitais de pequeno porte podem enfrentar dificuldades na aquisição de materiais médicos (medicamentos, próteses etc.) a preços competitivos aumentando seus custos se comparados ao de uma rede de grande porte. Esses fatores somados podem explicar as dificuldades financeiras que causaram o fechamento de estabelecimentos e a redução nos leitos no país entre 2011-2019, conforme a Figura 22.



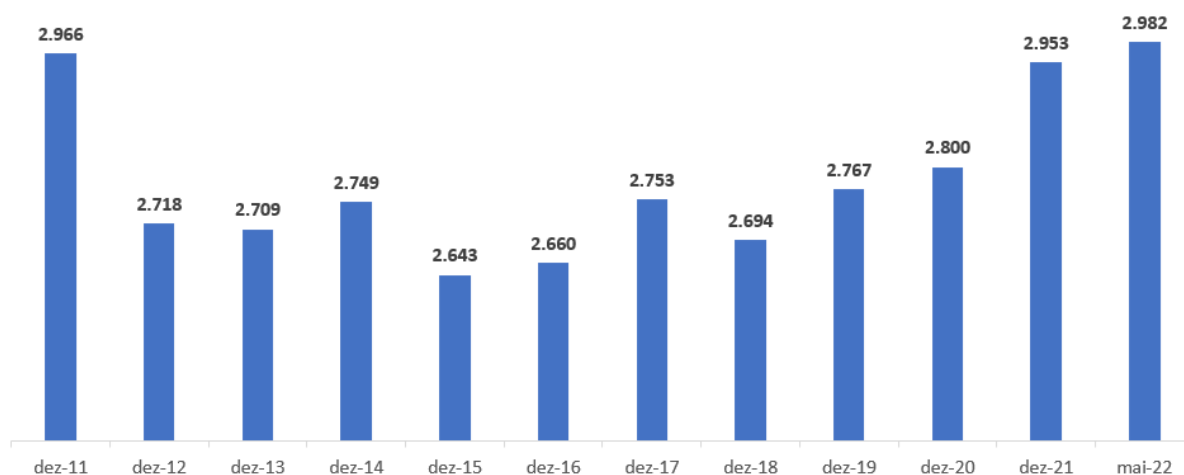


Figura 20: Evolução dos Estabelecimentos Privados (Hospitais). Fonte: CNES

A evolução dos leitos também passou por uma realidade similar, com redução nos últimos anos, mas um rápido aumento em 2020 frente a 2019 por conta da pandemia de COVID-19 e a necessidade de operacionalizar mais leitos.

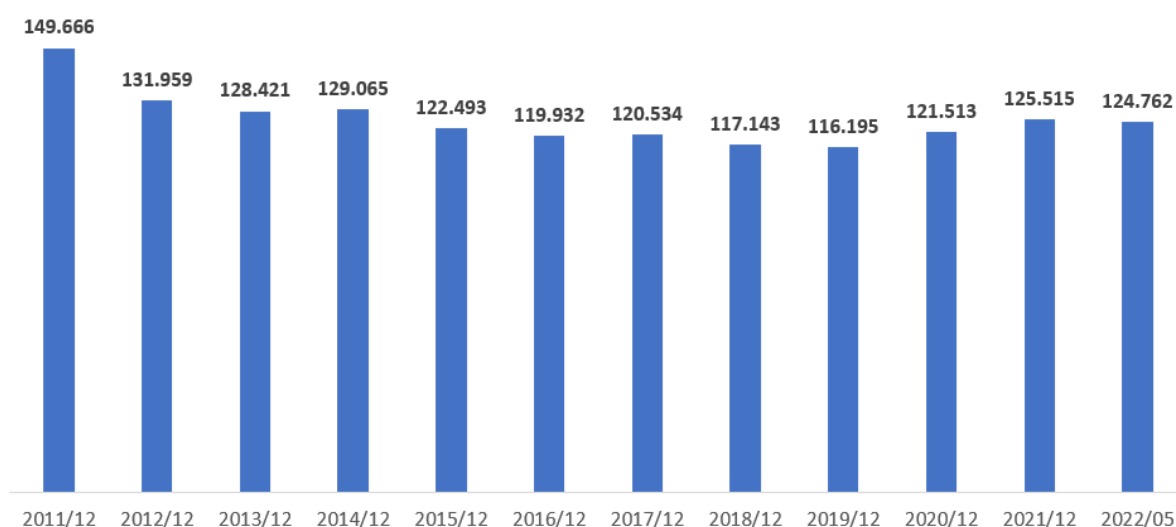


Figura 21: Evolução dos Leitos Totais Privados. Fonte: CNES

Embora tenha ocorrido um crescimento no número de leitos isso não necessariamente se reflete em uma melhor performance do segmento como um todo, procedimentos realizados durante a pandemia estão mais ligados a internações de baixo valor agregado (como uma diária de internação clínica para fins observação por exemplo) para os hospitais, houve também uma queda nas internações por procedimentos cirúrgicos, saíram de 43% para 40% em 2020 por diversos fatores como o adiamento de intervenções eletivas, esse ganho foi em grande refletido nas internações clínicas, Figura 24. O número

de eventos relacionados a atividades médicas mais complexas, Cardiologia, Cirurgia Geral e Neurocirurgia também reduziu, como visto na Figura 25.

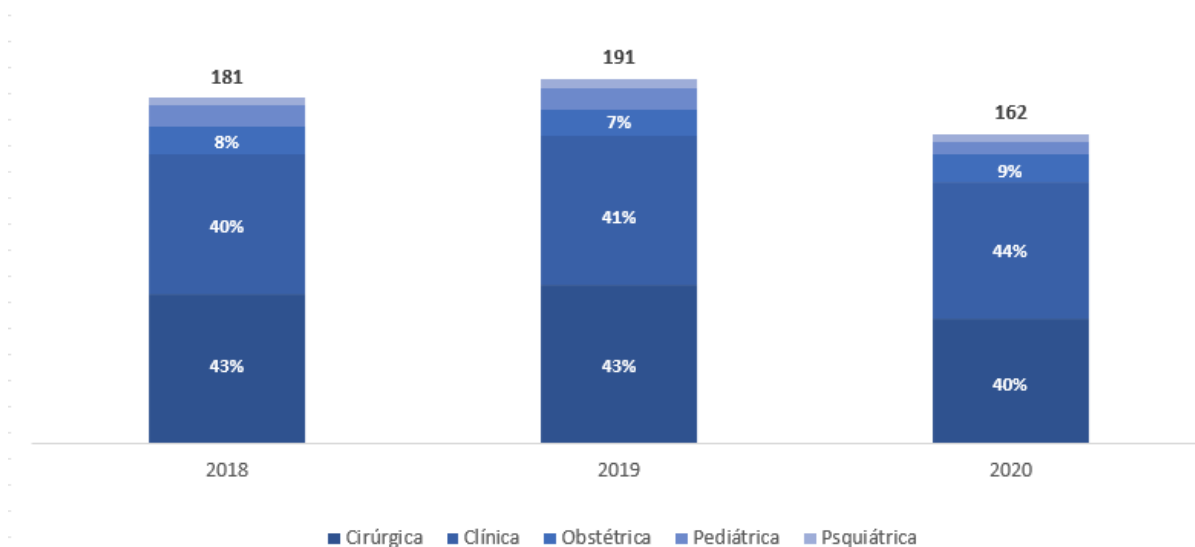


Figura 22: Total de Internação e Distribuição por 1.000 Beneficiários. Fonte: ANS

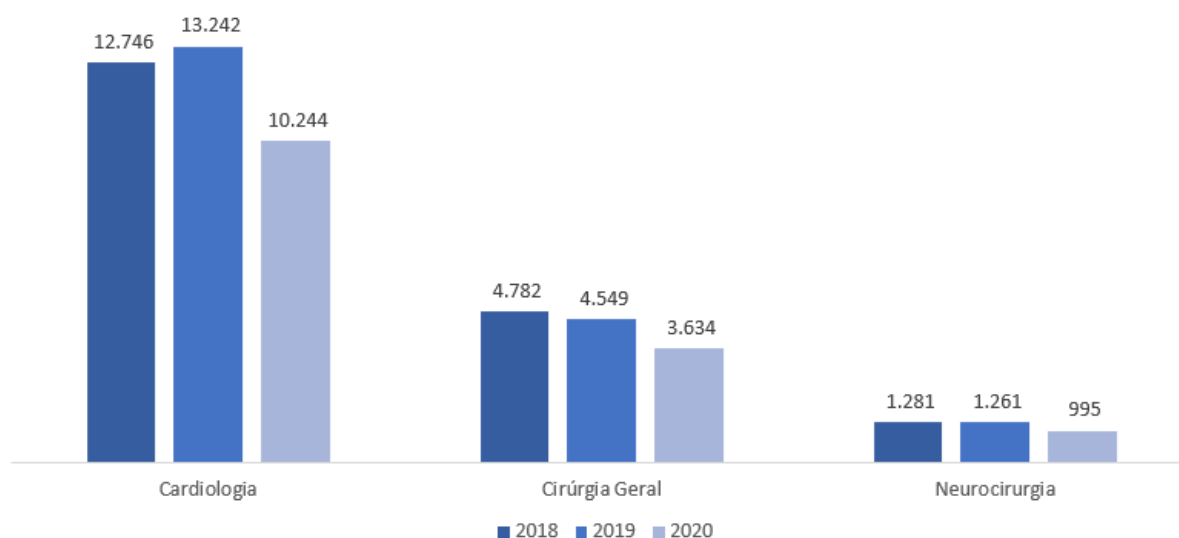


Figura 23: Número de Eventos por Especialidade Selecionada. Fonte: ANS

Como mencionado, a falta de escala e ineficiências existente em alguns dos negócios desse setor tornam, muitas vezes, o retorno desses ativos insuficiente, mas pode configurar uma grande oportunidade para aquisições, por isso vemos um movimento de consolidação intenso protagonizado por players como Rede D'Or, Kora Saúde, Materdei, GNDI/Hapvida, DASA e outros. As sinergias geradas para uma rede de maior escala ao incorporar um hospital de menor porte são um grande estímulo para os frequentes M&As, ao introduzir novas tabelas com convênios, realizar compras de forma conjunta com o grupo e redução da infraestrutura administrativa gera-se um incremento no resultado de

forma acelerada. De acordo com a apresentação do Investor Day de 2021, a Kora Saúde estima que consegue gerar sinergias através da redução de 15% em Material Médico (Medicamentos, Materiais, Insumos Oncologia e OPME (Próteses)), 15% nos contratos de fornecimento de gases, energia elétrica, serviços e manutenção de equipamento e 10% na redução de dispêndios com pessoal.

### 3. Metodologia

#### 3.1 Fluxo de Caixa Descontado

A metodologia escolhida para avaliação do valor da Kora Saúde nesse trabalho é o método do Fluxo de Caixa Descontado, esse método se baseia no conceito de que o valor de um ativo é o valor presente esperado do fluxo de caixa futuro gerado por ele, Damodaran (2012). Trata-se de um método com aplicações muito diversas, da precificação de títulos de renda fixa a decisões de CAPEX de uma companhia, sua origem é traçada a partir de desenvolvimento de conhecimentos que datam da noção de juros compostos, estimado entre 1800-1600 AC, com contribuição de diversos autores ao longo dos séculos a respeito de seu uso nas decisões de investimento, Parker (1968).

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} FC / (1 + i)^t$$

*FC = Fluxo de Caixa*

*i = Taxa de Desconto*

*n = Duração do Ativo*

#### 3.2 WACC

O WACC, “Weighted Average Cost of Capital”, é uma ponderação entre os custos relativos às fontes de financiamento de uma companhia, o custo do capital próprio (Equity) e o de terceiros (Debt, dívida), os pesos são atribuídos conforme a representatividade de cada um no balanço da companhia. Esta é a taxa de desconto mais comumente usada para refletir o Valor de uma firma.

$$WACC = Ke * \frac{E}{E + D} + Kd * \frac{D}{E + D} * (1 - t)$$

*Ke = Retorno demandado / custo do equity*

*Kd = Retorno demandado / custo da dívida*

$t =$  Taxa marginal de imposto de renda

$E =$  Valor do equity

$D =$  Valor da Dívida

Nessa medida é levado em consideração a existência da dedutibilidade nas despesas financeiras referente ao endividamento, ou seja, o custo da dívida passa a ser líquido do benefício fiscal gerado pela alavancagem da firma.  $K_d$  pode ser calculado através da análise do custo de captação de dívida para a companhia. Para estimação do  $K_e$  uma das formas mais convencionais é através do modelo CAPM que será discutido a seguir.

### 3.3 CAPM

O CAPM é o método que será utilizado para calcular a variável  $K_e$  do custo ponderado médio do capital (WACC) da companhia. Conforme analisado por Varian (1993), o modelo CAPM tem origem no trabalho de Tobin em 1958 que mostrou ser possível replicar qualquer portfolio eficiente de ativos sem risco e arriscados através da combinação de 2 portfólios, 1 de ativos com risco e outro de ativos sem risco, coube a William Sharpe determinar como seria dada a composição de ativos para esses portfólios, em seu estudo de 1964 ele demonstra que:

$$R_a = R_o + \beta * (R_m - R_o)$$

$R_a =$  Retorno do Ativo

$R_o =$  Retorno do ativo livre de risco

$$\beta = \frac{Cov(R_a, R_m)}{Var(R_m)}$$

$R_m =$  Retorno do mercado

### 3.4 Fluxo de Caixa Livre para a Firma

A medida de caixa utilizada para estimar o valor da firma é fluxo de caixa livre para a firma, Free Cash Flow to Firm, ele calcula o montante de caixa gerado para ambos os financiadores dela, os investidores que aportaram capital próprio (equity) e os credores que concederam instrumentos de dívida.

$$FCFF = EBIT(1 - t) + Depreciação \& Amortização - CAPEX \\ - Investimento em Capital de Giro$$

*EBIT = Lucro antes do resultado financeiro e do imposto de renda*

*t = Taxa marginal de imposto de renda*

*CAPEX = Investimentos em bens de capital*

## 4. Valuation

### 4.1 Receita

Nos últimos anos a Kora Saúde passou por um aumento significativo nos leitos vindos em grande parte das aquisições mencionadas no capítulo introdutório, saindo de 314 leitos em 2014 para 1.766 em 2021, ano do IPO.

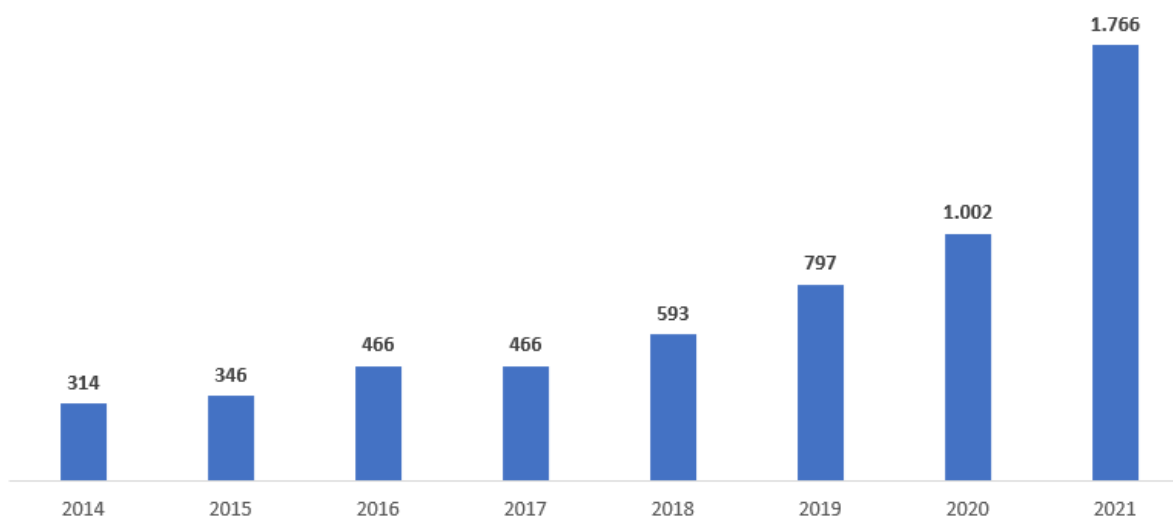


Figura 24: Evolução dos Leitos Kora Saúde. Fonte: Planilha de Fundamentos e Prospecto do IPO

As adições de leitos representam a mais importante variável na construção da receita bruta de companhias do setor hospitalar em conjunto com o número de pacientes-dia e o ticket médio (por paciente-dia). A variação desta última não representa toda a variação na receita, isso vale para a Kora Saúde e para outras empresas do setor, como Rede D'Or e DASA (empresas que divulgam o quantitativo de pacientes-dia), por exemplo no caso da companhia avaliada nesse trabalho o ticket médio variou 41% em 2021 enquanto a receita 107%, na Figura 27 é replicada para outros anos e as demais companhias mencionadas e o resultado se repete. Logo, o restante da variação é proveniente de mudanças no total de pacientes-dia, que é relacionada com o número de leitos, as outras empresas do setor trabalham em uma faixa de 200 a 280 pacientes-dia por leito anualmente. A Kora Saúde possuía uma relação que oscilava, de 2018 a 2020, em torno de 205 paciente-dias / leito, com uma quebra em 2021 para 170 pacientes-dia / leito.

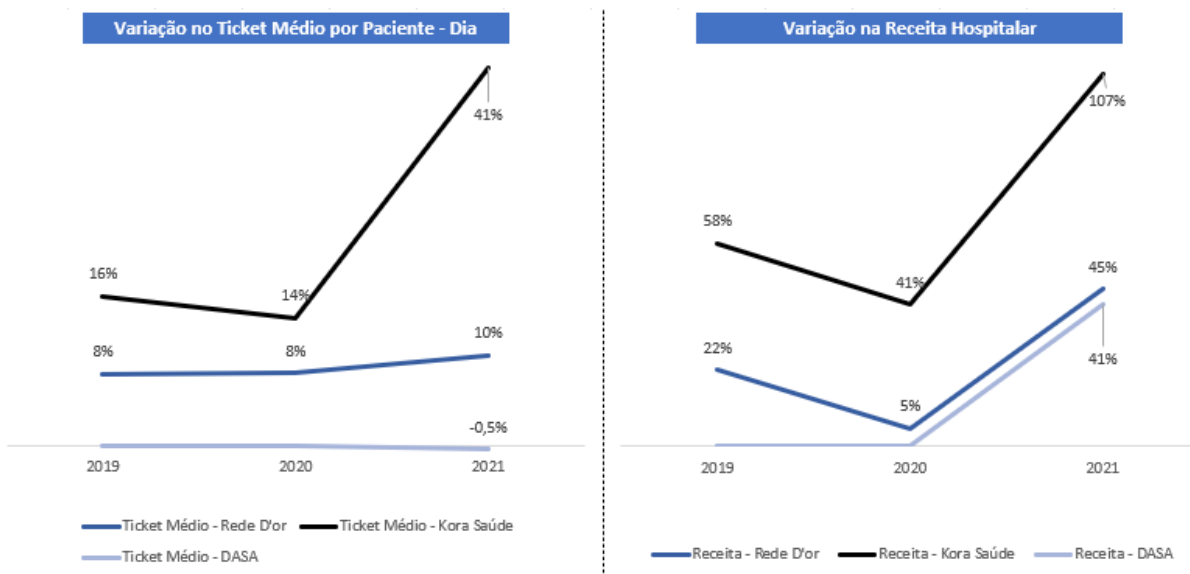


Figura 25: Variação no Ticket Médio por Paciente - Dia e Receita Hospitalar. Fonte: Release de Resultados das Companhias.

A partir dessa análise é possível entender os fatores que explicam o crescimento presenciado pela companhia em sua receita vinda da área hospitalar, de 2018 a 2021, saindo de R\$ 284 milhões para R\$ 1.261 milhões um crescimento de 4,4x, no segmento oncológico foi de 2,6x mas ainda representando apenas 5% aproximadamente em 2021, o que torna-o pouco relevante para a análise de dados históricos.

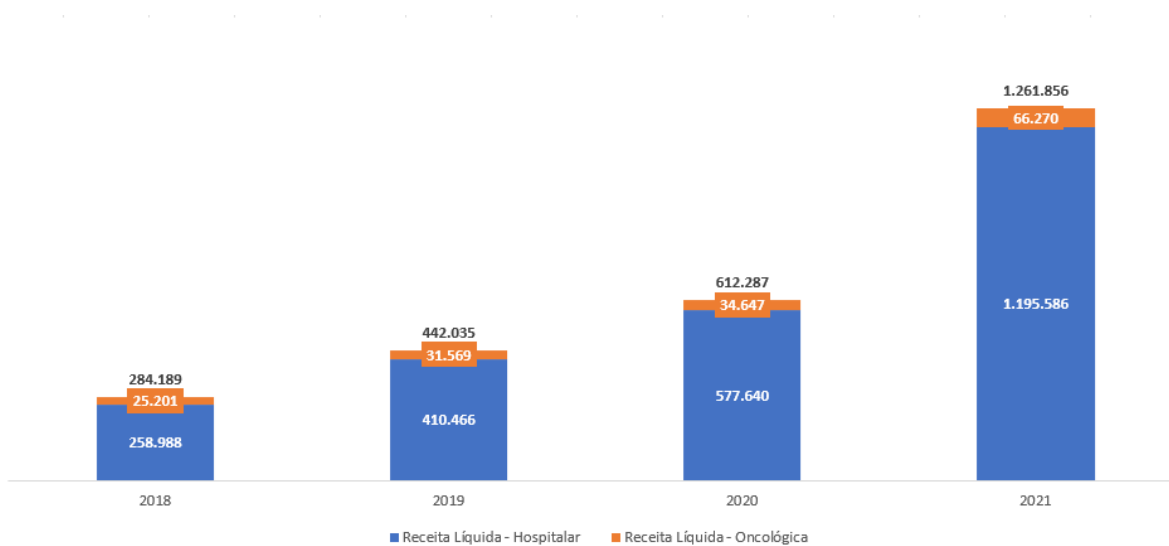


Figura 26: Receita Líquida por Segmento (R\$ 000). Fonte: Planilha de Fundamentos 2021



## 4.2 Receita – Projeção

Conforme mencionado na seção anterior a variável mais importante para o entendimento da receita da Kora Saúde tem sido o número de leitos, por essa razão essa é a premissa mais importante para o desenvolvimento do modelo de cálculo do valor da companhia, mesmo existindo uma grande imprevisibilidade nessas aquisições. Para fins deste valuation está sendo considerado a aquisição de 179 leitos em 2022 (aquisição do Hospital São Francisco em Janeiro DE 2021), 200 leitos em 2023, 150 leitos em 2024 e 150 leitos em 2025, em linha com o histórico da companhia anterior ao IPO, a grande hipótese envolvida aqui é que o cenário aquecido para M&As no setor de saúde dos últimos anos vem promovendo uma alta concorrência pelos “melhores” leitos, os mais rentáveis, nesse contexto haverá um esgotamento destes no médio prazo que direcionará as companhias a ativos de baixa rentabilidade que não justificarão o investimento necessário e conseqüentemente reduzirão suas aquisições futuras. Para fins de estimação do incremento de receita por leito adicionado foi utilizado o valor de R\$ 716 mil por leito, aproximadamente o resultado dessa métrica para a companhia em 2021, além disso foi incorporado um pequeno ganho de sinergia de 10% sobre este incremento com base em ganhos mais imediatos referentes a negociações com planos e melhor estrutura de captação de médicos e pacientes. Para a estimação do total de pacientes-dia foi utilizado a média dos anos 2018 a 2020 da Kora Saúde, 205 pacientes-dia/leito, esta média é inferior ao de players como Rede D’Or: 266 pacientes-dia/leito médio de 2018 a 2021 e DASA: 263 pacientes-dia/leitos, como não é claro se a companhia conseguirá no futuro atingir esses níveis, foi mantido a média histórica pré redução de 2021. Para a construção da receita líquida foi utilizado o ticket médio reajustado pelo IPCA projetado pelo Bradesco (DEPEC) e considerando 3% após 2025, multiplicado pela média do total de leitos mensurado no final do ano entre dois períodos subsequentes. Para a receita líquida vinda do segmento oncológico foi feito o mesmo reajuste no ticket médio e no volume de infusões foi considerado um crescimento de 20% em 2022 e 2023, 10% em 2024 e 2025 e 5% em diante, essa taxa de crescimento mantém a proporção da oncologia próxima aos 5% dos dados históricos. Como a Kora Saúde não fornece a abertura da receita bruta por segmento, ela foi estimada adicionando um percentual de 1% referente a glosas e 6% para as deduções, essas razões foram baseadas em métricas históricas da companhia.

Com base nessas proposições deriva-se uma receita bruta de R\$ 3.223.505 em 2028, último ano projetado nesse trabalho, uma taxa de crescimento de médio composta (CAGR) de 13,2%. Receita esta vinda de um total de 2.635 leitos, 540.175 pacientes – dia e R\$ 5,23 mil de ticket médio por paciente-dia para o segmento hospitalar, o oncológico alcançaria 12.469 infusões a um ticket médio de R\$ 14 mil, Figura 29.

	Hist. 2018	Hist. 2019	Hist. 2020	Hist. 2021	Proj. 2022	Proj. 2023	Proj. 2024	Proj. 2025	Proj. 2026	Proj. 2027	Proj. 2028
Internações Pacientes - Dia (000)	121.247	165.445	204.604	300.782	419.328	458.175	494.050	524.800	540.175	540.175	540.175
cres. %	27%	36%	24%	47%	39%	9%	8%	6%	3%	0%	0%
Pacientes/Leito	204	208	204	170	205	205	205	205	205	205	205
<b>Volume Hospitalar</b>	<b>121.247</b>	<b>165.445</b>	<b>204.604</b>	<b>300.782</b>	<b>419.328</b>	<b>458.175</b>	<b>494.050</b>	<b>524.800</b>	<b>540.175</b>	<b>540.175</b>	<b>540.175</b>
cres. %	27%	36%	24%	47%	39%	9%	8%	6%	3%	0%	0%
Número de Infusões	0	0	4.113	6.182	7.418	8.902	9.792	10.772	11.310	11.876	12.469
cres. %				50%	20%	20%	10%	10%	5%	5%	5%
<b>Volume Oncologia</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4.113</b>	<b>6.182</b>	<b>7.418</b>	<b>8.902</b>	<b>9.792</b>	<b>10.772</b>	<b>11.310</b>	<b>11.876</b>	<b>12.469</b>
cres. %				50%	20%	20%	10%	10%	5%	5%	5%
<b>Ticket Médio Hospitalar</b>	<b>2,34</b>	<b>2,67</b>	<b>2,82</b>	<b>3,97</b>	<b>4,33</b>	<b>4,51</b>	<b>4,65</b>	<b>4,79</b>	<b>4,93</b>	<b>5,08</b>	<b>5,23</b>
cres. %		14%	6%	41%	9%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
<b>Ticket Médio Oncologia</b>			<b>8,4</b>	<b>10,7</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
cres. %				27%	9%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
<b>Faturamento Hospitalar</b>	<b>284.189</b>	<b>442.035</b>	<b>577.640</b>	<b>1.195.586</b>	<b>1.817.474</b>	<b>2.080.085</b>	<b>2.310.329</b>	<b>2.522.822</b>	<b>2.673.989</b>	<b>2.743.146</b>	<b>2.825.440</b>
cres. %		56%	31%	107%	52%	14%	11%	9%	6%	3%	3%
<b>Sinergias</b>					<b>10%</b>	<b>12.816</b>	<b>14.320</b>	<b>10.740</b>	<b>10.740</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Faturamento Oncologia</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>34.647</b>	<b>66.270</b>	<b>86.713</b>	<b>108.322</b>	<b>122.729</b>	<b>139.052</b>	<b>150.384</b>	<b>162.641</b>	<b>175.896</b>
cres. %				91%	31%	25%	13%	13%	8%	8%	8%
<b>Estimativa de Receita Bruta</b>											
Receita Líquida	284.189	442.035	612.287	1.261.856	1.904.187	2.188.407	2.433.058	2.661.874	2.824.373	2.905.787	3.001.336
Glosas	1226	2276	2417	13001	19.042	21.884	24.331	26.619	28.244	29.058	30.013
% de Glosa	0%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Deduções	17.495	25.998	37.148	80.788	121.912	140.109	155.772	170.422	180.825	186.038	192.155
% de Deduções	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
<b>Receita Bruta</b>	<b>302.910</b>	<b>470.309</b>	<b>651.852</b>	<b>1.355.645</b>	<b>2.045.141</b>	<b>2.350.400</b>	<b>2.613.161</b>	<b>2.858.914</b>	<b>3.033.442</b>	<b>3.120.882</b>	<b>3.223.505</b>
cres. %		55%	39%	108%	51%	15%	11%	9%	6%	3%	3%
Número de Leitos - BoP	593	797	1.002	1.766	1956	2.135	2.335	2.485	2.635	2.635	2.635
Adições de Leitos					179	200	150	150	0	0	0
Número de Leitos - EoP	593	797	1.002	1.766	2.135	2.335	2.485	2.635	2.635	2.635	2.635
% cres.	27%	34%	26%	76%	11%	9%	9%	6%	6%	0%	0%

Figura 27: Construção da Receita Projetada. Fonte: Release de Resultados e Premissas Próprias.

### 4.3 Custos e Despesas

O custo de serviço prestado pela companhia é composto pelas seguintes linhas: pessoal, materiais e medicamentos, serviços de terceiros, utilidades e serviços, aluguéis, arrendamentos e despesas sem contrapartida de caixa como depreciação e amortização. Nos últimos exercícios os custos representam na média 77% da receita líquida, o que significa uma margem bruta de aproximadamente 23%, o componente mais significativo dos custos da Kora em 2021 foi a linha de serviços de terceiros, 22% da receita líquida, que de acordo com a companhia foi impactada pelas aquisições realizadas e de forma que

não será recorrente essa magnitude. Nos outros anos a estrutura de custos parece mais alinhada com o que se espera de uma empresa do setor hospitalar, com custos mais relevantes em pessoal e materiais e medicamentos. As despesas gerais e administrativas, ou SG&A, somam 11% da receita líquida em 2021, após uma redução de 9 pontos percentuais ao longo dos três últimos exercícios, indicando a capacidade da companhia alavancar seu crescimento gerando sinergias também na parte administrativa. Destaco que a despesa referente ao plano de stock options da companhia foi ajustado para o resultado não operacional visando não distorcer o EBITDA.

#### **4.4 Custos e Despesas – Projeção**

Para a projeção do custo de serviço prestado e SG&A foi, em grande parte, realizada através de percentuais da receita líquida compatíveis com a média histórica incluindo apenas um ganho de eficiência em alguns itens. A conta referente a pessoal no custo da companhia foi mantida em 20% durante toda a projeção, um ganho modesto de 1 ponto percentual de eficiência em relação a 2021. Materiais e medicamentos foram mantidos em 20% durante os dois primeiros anos projetados e em 18% para os demais anos a fim de proporcionar algum ganho de sinergia frente a inclusão de novos leitos, a mesma premissa foi utilizada para serviços de terceiros. Utilidades e serviços foi usada a média histórica de 7%, aluguéis também foram estimados com o mesmo racional, chegando a 1% da receita líquida projetada. A depreciação foi calculada com base no imobilizado de cada período, incluindo os novos leitos, para isso foi estimado uma razão entre imobilizado e o valor total pago de 75% o saldo restante foi alocado na conta de ágios do balanço da companhia. Valores referentes a custos com arrendamentos estão ligados a inflação projetada e não a um percentual da receita, no modelo de valuation desenvolvido não foi considerado a inclusão de novos arrendamentos, ou seja, considera-se que os imóveis que abrigam os novos leitos foram adquiridos. Nesse cenário os custos em 2028 são reduzidos a 69% da receita líquida, um ganho de 8 p.p na margem bruta da companhia se comparada a 2021.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Receita Líquida	284.189	442.035	612.287	1.261.856	1.904.187	2.188.407	2.433.058	2.661.874	2.824.373	2.905.787	3.001.336
<b>COS</b>	205.044	331.042	478.155	972.247	1.393.643	1.601.653	1.688.055	1.843.103	1.955.986	2.012.128	2.077.433
% da Receita Líquida	72%	75%	78%	77%	73%	73%	69%	69%	69%	69%	69%
Check	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Pessoal	68.804	105.886	146.616	266.771	380.837	437.681	486.612	532.375	564.875	581.157	600.267
% da Receita Líquida	24%	24%	24%	21%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Materiais e medicamentos	54.405	88.317	134.961	248.133	374.442	430.331	437.950	479.137	508.387	523.042	540.241
% da Receita Líquida	19%	20%	22%	20%	20%	20%	18%	18%	18%	18%	18%
Serviços de terceiros	52.722	77.148	109.270	280.213	380.837	437.681	437.950	479.137	508.387	523.042	540.241
% da Receita Líquida	19%	17%	18%	22%	20%	20%	18%	18%	18%	18%	18%
Utilidades e serviços	21.046	24.775	42.135	87.783	132.468	152.240	169.260	185.177	196.482	202.146	208.793
% da Receita Líquida	7%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Aluguéis	2.054	4.477	3.018	9.602	14.490	16.653	18.514	20.255	21.492	22.111	22.838
% da Receita Líquida	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Depreciação	5.847	12.400	18.715	44.631	71.434	85.997	95.180	102.905	110.791	113.697	116.699
% da Receita Líquida	2%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Juros Arrendamento	0	17.684	22.592	33.092	36.084	37.563	38.690	39.851	41.046	42.278	43.546
% da Receita Líquida	0%	4%	4%	3%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
Amortização	166	355	848	2.022	3.051	3.507	3.899	4.265	4.526	4.656	4.809
% da Receita Líquida	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Figura 28: Custos Históricos e Projetados. Fonte: Planilha de Fundamentos e Premissas Próprias.

As despesas gerais e administrativas seguiram o percentual de 2021 por já serem baixas o suficiente para tornar qualquer ganho por meio de sinergia ou alguma outra fonte de eficiência muito limitados no valuation final.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Receita Líquida	284.189	442.035	612.287	1.261.856	1.904.187	2.188.407	2.433.058	2.661.874	2.824.373	2.905.787	3.001.336
<b>SG&amp;A</b>	57.005	82.735	77.495	135.290	166.500	191.352	212.744	232.752	246.961	254.079	262.434
% da Receita Líquida	20%	19%	13%	11%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Check	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE							
<b>Despesas Gerais e Administrativas</b>	37.485	61.197	71.552	87.728	128.038	147.149	163.599	178.984	189.911	195.385	201.810
% da Receita Líquida	13%	14%	12%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Pessoal	21.141	35.631	37.679	53.355	76.167	87.536	97.322	106.475	112.975	116.231	120.053
% da Receita Líquida	7%	8%	6%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Serviço de Terceiros	16.293	25.427	33.130	32.656	49.279	56.635	62.966	68.888	73.093	75.200	77.673
% da Receita Líquida	6%	6%	5%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Viagens e Hospedagens	51	139	743	1.717	2.591	2.978	3.311	3.622	3.843	3.954	4.084
% da Receita Líquida	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Outras Despesas</b>	19.520	21.538	5.943	47.562	38.463	44.204	49.145	53.767	57.050	58.694	60.624
% da Receita Líquida	7%	5%	1%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Outras Despesas	4.507	5.896	2.612	5.697	8.597	9.880	10.985	12.018	12.751	13.119	13.550
% da Receita Líquida	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Amortização	469	3.437	8.426	26.616	0	0	0	0	0	0	0
% da Receita Líquida	0%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Outras Despesas (Receitas)	14.544	12.205	-5.095	15.249	29.866	34.324	38.161	41.750	44.298	45.575	47.074
% da Receita Líquida	7%	4%	-1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

Figura 29: Despesas Históricas e Projetadas. Fonte: Planilha de Fundamentos e Premissas Próprias

## 4.5 EBITDA

Com base nas projeções de receita, custos e despesas é possível checar ao EBITDA, Earnings Before Interest Rates, Depreciation and Amortization (Lucro antes dos juros, depreciação e amortização). Para uma melhor estimativa do que é efetivamente o resultado operacional da companhia e dada a importância dos arrendamentos para a continuidade dos negócios a depreciação do direito de uso foi mantida no custo, além disso a despesa com plano de stock options foi alocada para o resultado não operacional já que se trata de um evento não recorrente. A partir desses ajustes o EBITDA (ajustado) de 2021 é de R\$ 212.243 mil, uma margem EBITDA de 17% e como projeção temos essa margem crescendo até os 26% em 2028 quando o valor nominal do EBITDA será de R\$778.167.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Receita Bruta</b>	<b>302.910</b>	<b>470.309</b>	<b>651.852</b>	<b>1.355.645</b>	<b>2.045.141</b>	<b>2.350.400</b>	<b>2.613.161</b>	<b>2.858.914</b>	<b>3.033.442</b>	<b>3.120.882</b>	<b>3.223.505</b>
% crescimento		55%	39%	108%	51%	15%	11%	9%	6%	3%	3%
<b>Impostos e Deduções</b>	<b>-18.721</b>	<b>-28.274</b>	<b>-39.565</b>	<b>-93.789</b>	<b>-140.954</b>	<b>-161.993</b>	<b>-180.103</b>	<b>-197.040</b>	<b>-209.069</b>	<b>-215.095</b>	<b>-222.168</b>
Deduções	-17.495	-25.998	-37.148	-80.788	-121.912	-140.109	-155.772	-170.422	-180.825	-186.038	-192.155
Glosas	-1.226	-2.276	-2.417	-13.001	-19.042	-21.884	-24.331	-26.619	-28.244	-29.058	-30.013
<b>Receita Líquida</b>	<b>284.189</b>	<b>442.035</b>	<b>612.287</b>	<b>1.261.856</b>	<b>1.904.187</b>	<b>2.188.407</b>	<b>2.433.058</b>	<b>2.661.874</b>	<b>2.824.373</b>	<b>2.905.787</b>	<b>3.001.336</b>
% crescimento		56%	39%	106%	51%	15%	11%	9%	6%	3%	3%
<b>Custos Serviços Prestados</b>	<b>-205.044</b>	<b>-331.042</b>	<b>-478.155</b>	<b>-972.247</b>	<b>-1.393.643</b>	<b>-1.601.653</b>	<b>-1.688.055</b>	<b>-1.843.103</b>	<b>-1.955.986</b>	<b>-2.012.128</b>	<b>-2.077.433</b>
% Receita Líquida	-72%	-75%	-78%	-77%	-73%	-73%	-69%	-69%	-69%	-69%	-69%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>79.145</b>	<b>110.993</b>	<b>134.132</b>	<b>289.609</b>	<b>510.544</b>	<b>586.754</b>	<b>745.003</b>	<b>818.771</b>	<b>868.387</b>	<b>893.658</b>	<b>923.903</b>
% Mg. Bruta	28%	25%	22%	23%	27%	27%	31%	31%	31%	31%	31%
<b>Despesas Gerais e Administrativas</b>	<b>-57.005</b>	<b>-82.735</b>	<b>-77.495</b>	<b>-135.290</b>	<b>-166.500</b>	<b>-191.352</b>	<b>-212.744</b>	<b>-232.752</b>	<b>-246.961</b>	<b>-254.079</b>	<b>-262.434</b>
% Receita Líquida	-20%	-19%	-13%	-11%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%
<b>Lucro Operacional</b>	<b>22.140</b>	<b>28.258</b>	<b>56.637</b>	<b>154.319</b>	<b>344.044</b>	<b>395.401</b>	<b>532.259</b>	<b>586.019</b>	<b>621.426</b>	<b>639.579</b>	<b>661.469</b>
% Mg. Operacional	8%	6%	9%	12%	18%	18%	22%	22%	22%	22%	22%
Depreciação e Amortização	6.316	10.743	19.565	57.924	71.434	85.997	95.180	102.905	110.791	113.697	116.699
<b>EBITDA</b>	<b>28.456</b>	<b>39.001</b>	<b>76.202</b>	<b>212.243</b>	<b>415.478</b>	<b>481.398</b>	<b>627.439</b>	<b>688.924</b>	<b>732.218</b>	<b>753.276</b>	<b>778.167</b>
% Mg. EBITDA	10%	9%	12%	17%	22%	22%	26%	26%	26%	26%	26%
<b>Resultado Financeiro</b>	<b>-13.144</b>	<b>-20.227</b>	<b>-24.220</b>	<b>-96.887</b>	<b>-218.032</b>	<b>-163.099</b>	<b>-94.585</b>	<b>-86.651</b>	<b>-75.748</b>	<b>-52.380</b>	<b>-5.194</b>
<b>Resultado Não Operacional</b>	<b>-2</b>	<b>17</b>	<b>-95</b>	<b>-54.598</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>EBT</b>	<b>8.994</b>	<b>8.048</b>	<b>32.322</b>	<b>2.834</b>	<b>126.012</b>	<b>232.303</b>	<b>437.673</b>	<b>499.369</b>	<b>545.678</b>	<b>587.199</b>	<b>656.275</b>
<b>IRPJ/CSLL</b>	<b>-6.953</b>	<b>-10.375</b>	<b>-14.782</b>	<b>-57.789</b>	<b>-42.844</b>	<b>-78.983</b>	<b>-148.809</b>	<b>-169.785</b>	<b>-185.531</b>	<b>-199.648</b>	<b>-223.134</b>
% Aliquota sobre EBT					34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>2.041</b>	<b>-2.327</b>	<b>17.540</b>	<b>-54.955</b>	<b>83.168</b>	<b>153.320</b>	<b>288.864</b>	<b>329.583</b>	<b>360.148</b>	<b>387.551</b>	<b>433.142</b>
% Mg. Líquida	1%	-1%	3%	-4%	4%	7%	12%	12%	13%	13%	14%

Figura 30: DRE Histórico e Projetado. Fonte: Planilha de Fundamentos e Premissas Próprias.

#### **4.6 CAPEX – Projeção**

A estimação do CAPEX no modelo está diretamente ligada a projeção de aumento da capacidade hospitalar da Kora Saúde. Na seção referente a receita projetada foi discutido o número de leitos ano a ano e a motivação para essas premissas. Para o cálculo do CAPEX são necessários alguns dados complementares, o valor pago a cada unidade de capacidade adicionada (leitos), o percentual desembolsado à vista na aquisição e o prazo de pagamento. Foi adotado um valor de R\$ 900 mil reais por leito, valor próximo ao pago por aquisições de hospitais de pequeno/médio porte em locais com menor competição e consequentemente menor ticket médio por leito, este valor será pago 50% à vista para aquisições pós 2022 já que para Hospital São Francisco foram desembolsados 75% imediatamente. Os prazos de pagamento das aquisições recentes da Kora Saúde têm sido de 5 anos e este foi o prazo utilizado no modelo.

#### **4.7 Capital de Giro**

Para a estimação da necessidade de capital de giro foram estabelecidas premissas referentes aos prazos médios das seguintes contas do balanço: contas a receber, estoque, outros ativos circulantes, contas a pagar e IR e CSLL a pagar, calculadas conforme o exemplo abaixo, (variando as contas de interesse).

$$\text{Prazo Médio de Recebimento} = (\text{Contas a Receber}) * 360 / (\text{Receita Líquida})$$

O prazo médio de recebimento estimado foi de 110 dias, aproximadamente a média histórica, é usual que em hospitais esse prazo seja alto devido a própria dinâmica de pagamentos dos planos de saúde. Para a conta de estoque também foi utilizada a média de 2018 a 2021, 15 dias. Os outros ativos circulantes obedecem ao prazo médio de 13 dias determinado no ano de 2021. No lado do passivo, o contas a pagar foi calculado com base no custo de serviços prestado chegando a um prazo médio de pagamento determinado em 2021 de 96 dias. IR e CSLL a pagar foram calculados com o denominador sendo o IR e CSLL a pagar provenientes do DRE, por se tratar de uma conta cujo prazo possui grande variação no caso da Kora Saúde foi estabelecido um prazo de 150 dias que será reduzido até 120 dias no final do fluxo. A Necessidade de Capital de Giro é a variação da diferença entre as contas do ativo e passivo circulante operacionais utilizadas, no modelo este valor é reduzido com o tempo refletindo a desaceleração do

crescimento da receita da companhia, porém gerando um maior resultado o que é refletido no IR e CSLL a pagar do passivo circulante.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Receita Líquida</b>	<b>284.189</b>	<b>442.035</b>	<b>612.287</b>	<b>1.261.856</b>	<b>1.904.187</b>	<b>2.188.407</b>	<b>2.433.058</b>	<b>2.661.874</b>	<b>2.824.373</b>	<b>2.905.787</b>	<b>3.001.336</b>
<b>CSP</b>	<b>205.044</b>	<b>331.042</b>	<b>478.155</b>	<b>972.247</b>	<b>1.393.643</b>	<b>1.601.653</b>	<b>1.688.055</b>	<b>1.843.103</b>	<b>1.955.986</b>	<b>2.012.128</b>	<b>2.077.433</b>
<b>IR e CSLL</b>	<b>6.953</b>	<b>10.375</b>	<b>14.782</b>	<b>57.789</b>	<b>42.844</b>	<b>78.983</b>	<b>148.809</b>	<b>169.785</b>	<b>185.531</b>	<b>199.648</b>	<b>223.134</b>
<b>Contas WK Ativo</b>	<b>89.584</b>	<b>143.317</b>	<b>219.195</b>	<b>604.634</b>	<b>729.938</b>	<b>838.889</b>	<b>932.672</b>	<b>1.020.385</b>	<b>1.082.676</b>	<b>1.113.885</b>	<b>1.150.512</b>
Contas a Receber	77.761	113.485	182.074	488.981	581.835	668.680	743.434	813.350	863.003	887.879	917.075
Dias de Receita	99	92	107	139,503	110	110	110	110	110	110	110
Estoque	8.027	13.396	29.443	68.600	79.341	91.184	101.377	110.911	117.682	121.074	125.056
Dias de Receita	10	11	17	20	15	15	15	15	15	15	15
Outros Ativos Circulantes	3.796	16.436	7.678	47.053	68.762	79.026	87.860	96.123	101.991	104.931	108.382
Dias de Receita	5	13	5	13	13	13	13	13	13	13	13
<b>Contas WK Passivo</b>	<b>59.659</b>	<b>91.118</b>	<b>121.453</b>	<b>300.529</b>	<b>388.013</b>	<b>458.320</b>	<b>506.230</b>	<b>555.569</b>	<b>586.521</b>	<b>606.531</b>	<b>626.159</b>
Contas a Pagar	59.168	83.473	107.559	258.236	370.162	425.411	448.360	489.542	519.524	534.436	551.782
Dias CSP	104	91	81	96	96	96	96	96	96	96	96
IR e CSLL a Pagar	491	7.645	13.894	42.293	17.852	32.910	57.870	66.028	66.997	72.095	74.378
	25	265	338	263	150	150	140	140	130	130	120
WK - Ativo - Passivo	29.925	52.199	97.742	304.105	341.925	380.569	426.442	464.816	496.155	507.354	524.353
Necessidade de Capital de Giro		22.274	45.543	206.363	37.820	38.644	45.873	38.373	31.339	11.199	16.999

Figura 31: Projeção da Necessidade de Capital de Giro. Fonte: Planilha de Fundamentos e Premissas Próprias.

#### 4.8 WACC

Para o cálculo da taxa de desconto a ser aplicada nos fluxos gerados pelo modelo será utilizado o WACC, conforme a descrição realizada no capítulo de metodologia. Para isso é necessário estimar o  $K_e$ , custo de equity (capital próprio) e o  $K_d$ , custo da dívida (capital de terceiros). Para o primeiro será utilizado o método CAPM, também descrito na seção de metodologia deste trabalho. O custo da dívida utilizado através do spread de CDI + 3,2 cobrado pela debênture emitida pela Enseada do Suá Participações S.A, no valor de R\$ 700.000 mil que representa aproximadamente 52% do total do endividamento da companhia em 31 de dezembro de 2021, R\$ 1.333.531.

#### WACC

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

#### CAPM

$$R_a = R_o + \beta * (R_m - R_o)$$

Os parâmetros  $\beta$  e o Equity Risk Premium ( $R_m - R_o$ ) foram fornecidos pela base de dados “Levered and Unlevered Beta by Industry” estruturada por Aswath Damodaran.

Por se tratar de uma companhia com IPO recente, realizado em 2021, a amostra para estimação do  $\beta$  seria pequena para refletir a verdadeira relação do ativo com as oscilações do mercado, nesse caso foi escolhido o  $\beta$  desalavancado do setor hospitalar (Hospitals/Healthcare Facilities) para países emergentes com valor de 0,79, este será alavancado conforme a estrutura de capital da companhia. Para a taxa livre de risco  $R_o$  será utilizado o yield dos bonds sem cupom dos EUA, visando excluir o risco de reinvestimento, (Damodaran, 2012) e para incluir o prêmio de risco referente a investimentos no Brasil será usado o spread do Credit Default Swap (CDS) de 5 anos do Brasil e CDS EUA 5 anos, (BCB, 2016), no valor de 267 pontos-base ou 2,67%. O Equity Risk Premium utilizado foi extraído da base de dados “Risk Premium for Other Markets” também estruturada pelo Aswath Damodaran com data base de janeiro de 2022 e valor para o Brasil de 7,4%. Com base nesses parâmetros o custo de capital médio ponderado da Kora Saúde é de 13,28%.

Custo de Capital	
Yield 5 anos título sem cupom EUA	3,38%
Spread CDS	2,67%
<b>Taxa Livre de Risco - Brasil</b>	<b>6,05%</b>
Beta Desalavancado	0,79
D/E	101%
Taxa Marginal de Impostos	34%
<b>Beta Alavancado</b>	<b>1,3</b>
Equity Risk Premium	7,40%
<b>Custo do Equity</b>	<b>15,78%</b>
CDI Projetado*	13,2%
Spread	3%
<b>Custo da Dívida (1-t)</b>	<b>10,8%</b>
<b>WACC</b>	<b>13,28%</b>

Figura 32: WACC Kora Saúde.



## 4.9 Fluxo de Caixa Descontado

Com base nas premissas descritas e uma taxa de crescimento na perpetuidade de 3% , em linha com a inflação medida pelo IPCA projetado pelo DEPEC, Bradesco, chegamos a projeção do fluxo de caixa da Kora Saúde. De acordo com o modelo desenvolvido a companhia terá fluxos de caixa livre para a firma positivos para todos os anos, exceto 2022, influenciado principalmente pela amortização de pagamentos referentes de aquisições já realizadas. Descontando esse fluxo com base no valor do WACC calculado é encontrado um valor de R\$ 2.818.206 mil pela companhia, ao ajustarmos para a dívida líquida da companhia em 2028 chegamos ao valor do Equity (Capital Próprio) de R\$ 3.118.652, dividindo pelo montante de ações da companhia chegamos a um valor de R\$ 4,07 reais por ação. Visando estressar as premissas em diferentes cenários de custo de capital, foi incluída uma análise de sensibilidade para diferentes WACCs, criando uma faixa de preço justa, que varia de R\$ 5,33 a R\$ 3,29.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.904.187</b>	<b>2.188.407</b>	<b>2.433.058</b>	<b>2.661.874</b>	<b>2.824.373</b>	<b>2.905.787</b>	<b>3.001.336</b>	
% Cresc	51%	15%	11%	9%	6%	3%	3%	
<b>EBIT</b>	<b>344.044</b>	<b>395.401</b>	<b>532.259</b>	<b>586.019</b>	<b>621.426</b>	<b>639.579</b>	<b>661.469</b>	
IRPJ/CSLL	-42.844	-78.983	-148.809	-169.785	-185.531	-199.648	-223.134	
Depreciação	71.434	85.997	95.180	102.905	110.791	113.697	116.699	
Invest. Capital de Giro	-37.820	-38.644	-45.873	-38.373	-31.339	-11.199	-16.999	
CAPEX	-19.042	-21.884	-24.331	-26.619	-28.244	-29.058	-30.013	
Amortização Aquisições Existentes	-215.334	-53.947	-45.508	-63.168	-117.760	-25.816	0	
Amortização Novas Aquisições	-247.500	-7.500	-85.500	-99.000	-45.000	-45.000	-45.000	
<b>Fluxo de Caixa Livre</b>	<b>-147.062</b>	<b>280.440</b>	<b>277.418</b>	<b>291.978</b>	<b>324.344</b>	<b>442.555</b>	<b>463.021</b>	<b>Perp. 476.912</b>

WACC	Fluxo	Perpetuidade	EV	Dívida Líquida	Valor do Equity	Valor da Ação
10,3%	1.448.126	2.338.664	3.786.790	-300.445	4.087.236	5,33
11,8%	1.380.685	1.856.711	3.237.396		3.537.841	4,61
13,3%	1.317.943	1.500.263	2.818.206		3.118.652	4,07
14,8%	1.259.494	1.229.420	2.488.914		2.789.359	3,64
16,3%	1.204.971	1.019.175	2.224.146		2.524.591	3,29

Figura 33: Fluxo de Caixa Descontado e Valuation.

## **5. Conclusão**

Primeiramente é necessário atentar que esse trabalho não constitui uma recomendação de compra ou venda de nenhum ativo. Com base no estudo desenvolvido considerando os drivers de crescimento e riscos potenciais do setor em que a companhia atua e somados a sua condição financeira atual foram criadas premissas voltadas a modelagem financeira durante o período 6 anos. No final do período a Kora Saúde projetada seria mais de 2 vezes maior em termos de receita frente a 2021. Todo esse crescimento retorna um preço estimado de R\$ 4,07. O preço da companhia em 01/07/2022 é de R\$ 3,47 refletindo uma desvalorização de aproximadamente 15% do cenário base estipulado, mas dentro da banda de preços determinada através da análise de sensibilidade do WACC. O valuation atual da companhia pode ser drasticamente alterado com base em novas aquisições (ou a não realização delas) além das consideradas aqui ou até mesmo uma possível fusão, logo o mercado pode precificar esses riscos e ajustar essas incertezas no preço.

## 6. Referências Bibliográficas

Damodaran, Aswath. 2012. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. Investment Valuation. Hoboken, N.J.: Wiley.

KORA SAÚDE RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Disponível em <  
<https://ri.korasaude.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>>

KORA DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS. Disponível em <  
<https://ri.korasaude.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>>

KORA SAÚDE FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA. Disponível em <  
<https://ri.korasaude.com.br/informacoes-financeiras/publicacoes-cvm//>>

KORA SAÚDE PROSPECTO IPO. Disponível em <  
<https://ri.korasaude.com.br/informacoes-financeiras/publicacoes-cvm//>>

PROJEÇÕES IBGE. Disponível em  
<<https://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao/index.html/>>

DEPEC, Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos, Bradesco. Disponível em  
<<https://www.economiaemdia.com.br/SiteEconomiaEmDia>>

ANS TABNET. Disponível em < [http://www.ans.gov.br/anstabnet/cgi-bin/dh?dados/tabnet\\_br.def](http://www.ans.gov.br/anstabnet/cgi-bin/dh?dados/tabnet_br.def)>

BRASIL. Ministério da Saúde. Gabinete do Ministro. VIGITEL BRASIL 2021. Brasília - DF, 2021.

REIS, Amanda. Impacto do envelhecimento sobre as despesas assistenciais da Saúde Suplementar (2020-2031). IESS, [s. l.], 1 maio 2021. Disponível em: <https://www.iess.org.br/publicacao/blog/impacto-do-envelhecimento-sobre-despesas-assistenciais>.

World Bank staff estimates based on age/sex distributions of United Nations Population Division's World Population Prospects: 2019 Revision.

ANS, PAINEL DINÂMICO Disponível em <https://www.gov.br/ans/pt-br/acesso-a-informacao/perfil-do-setor/dados-e-indicadores-do-setor>

REIS, Amanda. Tendências da Variação de Custos Médico – Hospitalares Comparativo Internacional. IEES, [s. l.], 1 abril 2018. Disponível em: <https://www.iess.org.br/biblioteca/tds-e-estudos/textos-para-discussao/td-69-tendencias-da-variacao-de-custos-medico>

FIPE. Salariômetro 2021. São- Paulo, 2021. Disponível em <<http://salariometro.fipe.org.br/sobre/boletim>>

CNES SUS. Disponível em <[http://tabnet.fiocruz.br/dhx.exe?observatorio/tb\\_cnes.def](http://tabnet.fiocruz.br/dhx.exe?observatorio/tb_cnes.def)>

Parker, R. H. (1968). Discounted Cash Flow in Historical Perspective. *Journal of Accounting Research*, 6(1), 58–71. <https://doi.org/10.2307/2490123>

Varian, Hal. 1993. "A Portfolio of Nobel Laureates: Markowitz, Miller and Sharpe." *Journal of Economic Perspectives*, 7 (1): 159-169.

Banco Central do Brasil, BCB. Risco País. 2016. Disponível em <[https://www.bcb.gov.br/content/cidadaniafinanceira/Documents/publicacoes/serie\\_pm\\_f/FAQ%2009-Risco%20Pa%C3%ADs.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/cidadaniafinanceira/Documents/publicacoes/serie_pm_f/FAQ%2009-Risco%20Pa%C3%ADs.pdf)>