

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro
Departamento de Economia



Monografia de Final de Curso

Caso Hipotético da Compra da Fleury por um Fundo de Private Equity

Pedro Abeid Guimarães
Número da matrícula: 1113003

Orientadora: Maria Elena Alves

Novembro 2015

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro
Departamento de Economia



Monografia de Final de Curso

Caso Hipotético da Compra da Fleury por um Fundo de Private Equity

Pedro Abeid Guimarães

Número da matrícula: 1113003

Orientadora: Maria Elena Alves

Novembro 2015

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

Pedro Abeid Guimarães

“Não existe almoço grátis”

- Milton Friedman

Sumário

1. Introdução.....	7
2. Motivação.....	8
3. Método.....	9
4. Fonte de Dados.....	10
5. Capítulo 1 – <i>Private Equity</i> : um panorama geral.....	11
1.1. Introdução à <i>Private Equity</i>	11
1.2. Pagamento para a Aquisição do Ativo.....	12
1.3. Origem do Capital para a Aquisição.....	13
1.4. Panorama geral de <i>Private Equity</i> no Brasil.....	13
6. Capítulo 2 – Cenário Econômico Atual.....	19
7. Capítulo 3 – Descrição Geral do Setor do Grupo Fleury.....	21
3.1 Principais <i>drivers</i> de crescimento.....	21
3.2 Cenário competitivo.....	24
8. Capítulo 4 – Análise Aprofundada do Grupo Fleury.....	25
4.1 O Grupo Fleury.....	25
4.2 História.....	26
4.3 Estrutura acionária e governança.....	26
4.4 Modelo de Negócios.....	27
4.5 Análise dos principais indicadores financeiros.....	28
4.6 Análise dos principais indicadores operacionais.....	29
4.7 Mercado acionário.....	30
4.8 Indicadores sócio ambientais.....	30
9. Capítulo 5 – Decisão de Investimento e Sensibilidade do Retorno.....	31
5.1 Forças de Porter.....	31
5.2 Análise SWOT.....	33
5.3 Estratégias e Considerações da Aquisição.....	34
5.4 Retorno.. ..	36
10. Conclusão.. ..	46
11. Referências Bibliográficas.....	47

Lista de Figuras

- Figura 1 – Percentual do Total do Capital Comprometido
- Figura 2 – Capital Comprometido
- Figura 3 – Foco de Interesses dos Gestores por Setores Específicos
- Figura 4 – Origem do Capital Comprometido
- Figura 5 – Percentual do Capital Comprometido por Tipo de Investidor
- Figura 6 – Investimentos Realizados
- Figura 7 – Desinvestimentos Realizados
- Figura 8 – Investimentos / PIB
- Figura 9 - Quantidade reportada de empresas investidas por setor em 2013
- Figura 10 – Percentual do Valor dos Desinvestimentos por Tipo de Saída
- Figura 11 – Crescimento Real do PIB (%)
- Figura 12 – IPCA, Média Anual (%)
- Figura 13 – Desemprego Médio Anual (%)
- Figura 14 – SELIC no Fim do Ano (%)
- Figura 15 – Taxa de Câmbio ao Final do Ano
- Figura 16 – Taxa de Desocupação (%)
- Figura 17 – Rendimento Mensal Médio Real Habitual da População Ocupada (R\$)
- Figura 18 – Divisão da População Brasileira por Classe Social
- Figura 19 – Distribuição Percentual da População Residente
- Figura 20 – Distribuição da Despesas por Tipo
- Figura 21 – Beneficiários de Planos de Assistência à Saúde no Brasil
- Figura 22 – Estrutura Societário do Grupo Fleury
- Figura 23 – Tabela das Marcas Do Grupo Fleury
- Figura 24 – Mapa da Representação do Grupo Fleury pelo Brasil
- Figura 25 – Tabela dos Indicadores Financeiros do Grupo Fleury
- Figura 26 – Tabela dos Indicadores Operacionais do Grupo Fleury
- Figura 27 – Tabela dos Indicadores do Mercado Acionário do Grupo Fleury
- Figura 28 – Tabela dos Indicadores do Sócio Ambientais do Grupo Fleury
- Figura 29 – Exemplo de um Balanço Patrimonial
- Figura 30 – Estrutura da Proposta de Compra do Grupo Fleury
- Figura 31 – Múltiplos EV / EBITDA da Proposta de Compra
- Figura 32 – Estrutura do Desinvestimento

Figura 33 – Fluxo de Caixa par ao Fundo de Private Equity

Figura 34 – Tabela de Sensibilidade da TIR

Figura 35 – Tabela de Sensibilidade do *Cash on Cash*

Figura 36 – Demonstrativo do Exercício da Modelagem Financeira do Grupo Fleury

Figura 37 – Balanço Patrimonial da Modelagem Financeira do Grupo Fleury

Figura 38 – Balanço Patrimonial da Modelagem Financeira do Grupo Fleury

Introdução

O Grupo Fleury, com seus 87 anos de história desde sua fundação em 1926, é uma das maiores e mais conceituadas empresas de medicina diagnóstica e saúde no Brasil.

Diferentemente de outros mercados pelo mundo, no Brasil, quando se trata de medicina diagnóstica, é o paciente que normalmente escolhe o prestador de serviços de saúde, em geral ouvindo recomendações do seu médico.

Sendo assim, a alta qualidade dos serviços e as boas relações com a comunidade médica, pacientes e operadores de planos de saúde mostram-se vital para os negócios. Ao longo dos anos, a Companhia se diversificou e atualmente conta com múltiplas linhas de negócios mas a principal fonte de renda (por volta de 84% do faturamento da empresa) vem das 180 Unidades de Atendimento de medicina diagnóstica distribuídas pelo país.

O conceito de *Private Equity* consiste em investidores ou fundos que investem em empresas, objetivando alavancar seu desenvolvimento. Existem diferentes formas de fazer isto, seja implementando controles gerenciais melhores, reduzindo custos, contratando pessoas mais qualificadas, injetando capital para ajudar na expansão, entre outras maneiras, que serão abordadas na sequência.

O objetivo do presente trabalho é fazer um estudo do caso hipotético de como seria a abordagem analítica de um fundo de *Private Equity* visando comprar 100% do Grupo Fleury, para vender após 5 anos. Para tal, o mercado de *Private Equity*, o próprio Grupo Fleury, o seu setor e as análises para comprovação da tese de investimento serão esmiuçados para concluir se o investimento vale a pena ou não.

Motivação

Nos meses antes de prestar as provas de ingresso para a graduação, como o Vestibular e o ENEM, me encontrei em dúvida entre cursos de Administração e Ciências Econômicas no Brasil. Optei pelo Bacharelado em Ciências Econômicas da PUC-Rio e não me arrependi. Na decisão, pesaram alguns fatores. Por um lado, percebi a vantagem do embasamento acadêmico, teórico e matemático que o curso de Ciências Econômicas da PUC-Rio iria me proporcionar. Por outro, observei que o curso abriria portas para o mercado de trabalho. Entretanto, sempre suspeitei que a minha carreira profissional tendesse mais para setores empresariais e microeconômicos. Por vezes, senti falta de maior foco em finanças e contabilidade no curso de Ciências Econômicas da PUC-Rio, mas consegui compensar isto parcialmente com eletivas relacionadas ao tema. Em seguida, comecei a estagiar em uma empresa de Private Equity e, de fato, confirmei a minha suspeita sobre minha área de interesse profissional. O tema da monografia é, portanto, um conjunto de todos estes fatores. Acredito que irá complementar meu curso de Economia e também ajudar na minha vida profissional.

Já a decisão pelo Grupo Fleury se dá por duas principais razões. Primeiramente, gosto muito do setor de saúde e tenho fortes convicções de que este mercado se mostrará muito atrativo nos próximos anos, dado o envelhecimento e aumento do poder aquisitivo da população brasileira e a sub-penetração do setor. Em segundo lugar, por razões que serão mais aprofundadas no decorrer do trabalho, acho o modelo de negócios desta empresa muito interessante e acredito que ela tem muito espaço para crescer no Brasil.

Método

O método abordado para o estudo das empresas em destaque será dividido em seções que juntas formarão o arcabouço para analisar a oportunidade do investimento em questão. Abaixo estão os diferentes capítulos na ordem em que serão abordados ao longo do estudo:

1. Private Equity: um panorama geral

Essa seção irá introduzir algumas definições do setor e descreverá o mercado de Private Equity no Brasil, mostrando sua evolução ao longo dos anos e seu status atual.

2. Cenário Econômico Atual

Foco no cenário econômico brasileiro, incluindo análise do PIB brasileiro, taxas de juros, inflação, entre outras variáveis e perspectivas futuras.

3. Descrição Geral do Setor do Grupo Fleury

Esta parte consiste em estudar o setor em que o Grupo Fleury se insere, desde questões macroeconômicas, como o crescimento do mercado, a questões mais microeconômicas, como o cenário competitivo.

4. Análise Aprofundada do Grupo Fleury

Este item irá entrar nos detalhes do Grupo Fleury, tais como modelo de negócios e análise financeira.

5. Decisão de Investimento e Sensibilidade do Retorno

Com as seções anteriores formando toda a base necessária, esta divisão será dedicada a de fato concluir se o investimento dará retorno com análises sobre a tese de investimento e sensibilidades de retorno em diferentes cenários.

Fonte de Dados

As fontes de dados serão um tanto quanto abrangentes e devem variar conforme as seções.

Incluirá o site¹ de Relações com Investidores da própria empresa, com *releases*, apresentações, dados, *webcasts* e relatórios, por exemplo, podem ajudar, *Calls* com o RI da empresa para esclarecer detalhes, artigos atuais de jornais e revistas, livros especializados e bases de dados, como do IBGE, IPEA, BCE² e do World Bank.

As fontes foram separadas pelas seções onde cada uma deverá ser empregada com maior frequência mas isso não limita seu uso para aquela seção somente. Todas as fontes de dados apresentadas podem ser usadas em qualquer momento, caso útil ou necessário.

¹ <http://ri.fleury.com.br/fleury/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28>. Acesso em 26 set. 2015.

²

<<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSerie>>. Acesso em 22 nov. 2015.

Capítulo 1 – *Private Equity*: um panorama geral

1.1. Introdução à *Private Equity*

A expressão *Private Equity* na verdade é um estrangeirismo que se fosse traduzido diretamente do inglês seria “Ativo Privado”, o que faz muito sentido. *Private Equity* apresenta-se como uma modalidade de investimento onde investidores investem na compra da participação societária de uma empresa, seja ela uma empresa privada de fato ou fechando o capital de uma listada na bolsa de valores. Por isso a expressão “Ativo Privado”.

A partir de agora, para simplificar o entendimento, sempre que a empresa de *Private Equity* for ser discutida, ela será referida como “o Fundo de *Private Equity*” ou “Fundo”.

Diferentemente de outros tipos de investimento, o conceito de *Private Equity* também tem um prazo de investimento mais longo, em geral, algo em torno de 5 anos, o que permite o Fundo consiga implementar mudanças no ativo comprado. Mudanças estas que normalmente visam desenvolver a companhia.

“Desenvolver” no caso é um termo bem abrangente. Muitas vezes pode ser o que é mais popularmente conhecido como um “*Growth Play*” que seria ajudar a empresa a potencializar e acelerar o seu crescimento, seja orgânico ou via *M&A*³. Outras, pode ser auxiliar a companhia a se organizar, implementando maiores controles gerenciais e ajudando na redução de custos e despesas. Uma terceira forma, seria ajudando no lado financeiro, especialmente se levar em conta que muitos dos membros dos Fundos têm um forte *background* e conhecimentos de finanças, intervindo no levantamento e acompanhamento de dívidas, por exemplo. Os Fundos também podem ajudar na contratação de executivos altamente capacitados.

³ M&A, termo em inglês para fusões e aquisições

1.2. Pagamento para a Aquisição do Ativo

A aquisição da empresa de fato tem, normalmente, quatro tipos de pagamentos que podem ser feitos. A oferta para aquisição pode ser somente um dos tipos de pagamento ou uma mistura dos quatro. Seguem as opções abaixo:

1. *Cash-In*: dinheiro que será injetado diretamente na companhia no momento da aquisição. Em um primeiro instante, no caixa da companhia e em seguida para ser usado para diferentes propósitos. Geralmente, quando o envolvimento do Fundo de *Private Equity* é para um *Growth Play*, *Cash-In* mostra-se mais comum pois o capital será vital para a expansão da companhia. Ou, pelo menos, a fatia do pagamento em *Cash-In* torna-se mais relevante.
2. *Cash-Out*: dinheiro que será dado diretamente para os sócios da companhia no momento da aquisição. Este tipo é mais comum quando uma parcela majoritária da companhia está sendo comprada ou quando o sócio está querendo se afastar dos negócios.
3. *Seller's Note*: pagamento é feito somente no final do período de investimento, ou seja, no desinvestimento do Fundo. O valor a ser pago, no entanto, é corrigido (seja a IPCA ou remunerado a CDI ao longo dos anos). Normalmente, emprega-se o uso desta modalidade para se precaver de contingências que podem surgir após o investimento na empresa. Um *Seller's Note* pode ser muito atrativo para o fundo quando a empresa em questão apresenta pouca transparência contábil e controles internos deficientes, que podem não ser descobertos durante a *Due Dilligence*⁴.
4. *Earn-Out*: pagamento (seja para a companhia ou diretamente para o sócio), anos após o momento da aquisição, atrelado ao cumprimento de alguma métrica previamente estipulada. Por exemplo, só será pago se a companhia atingir a abertura de pelo menos um número pré-estabelecido de lojas ou atingir um certo valor de EBITDA até uma determinada data.

⁴ *Due Diligence* é o processo de estudar no detalhe a empresa a ser comprada antes de de fato investir na mesma. Será explicado na sequência do trabalho.

1.3. Origem do Capital para a Aquisição

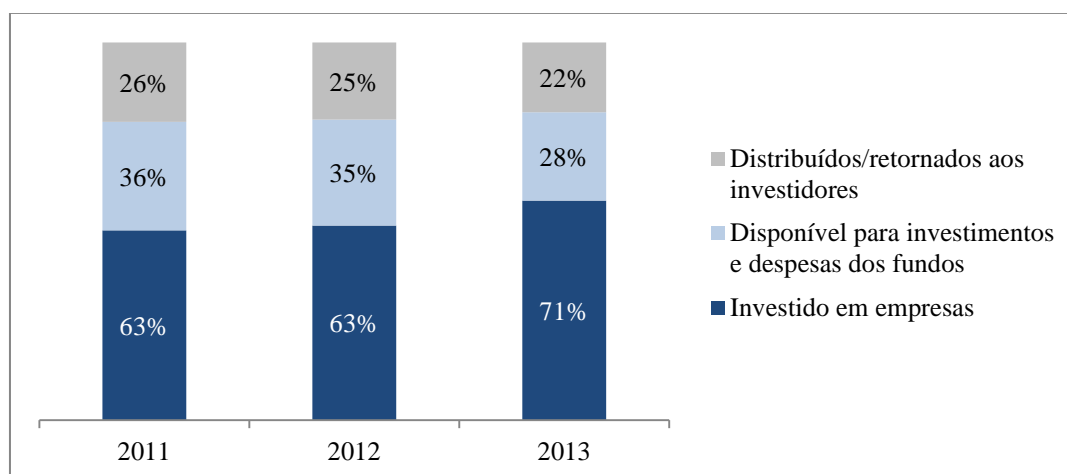
A origem deste capital usado para a aquisição pode vir de duas fontes:

1. *Investidor*: o próprio investidor, no caso, o Fundo de *Private Equity*,
2. *Empresa/Dívida*: da própria empresa que será comprada, via dívida. O Fundo ajuda a empresa/oportunidade a levantar uma dívida que será usada para os pagamentos da aquisição. A própria empresa irá amortizando a dívida ao longo do tempo.

Assim como nas fontes de capital para aquisição, a origem pode ser tanto uma mistura dos dois quanto unicamente um tipo.

1.4. Panorama geral de *Private Equity* no Brasil⁵

Em 2013, a indústria de *Private Equity* no Brasil contava com algo em torno de R\$ 100 bilhões, o que representa um forte CAGR⁶ de 26% de 2011 a 2013. Deste valor, 71% estava investido nas empresas.

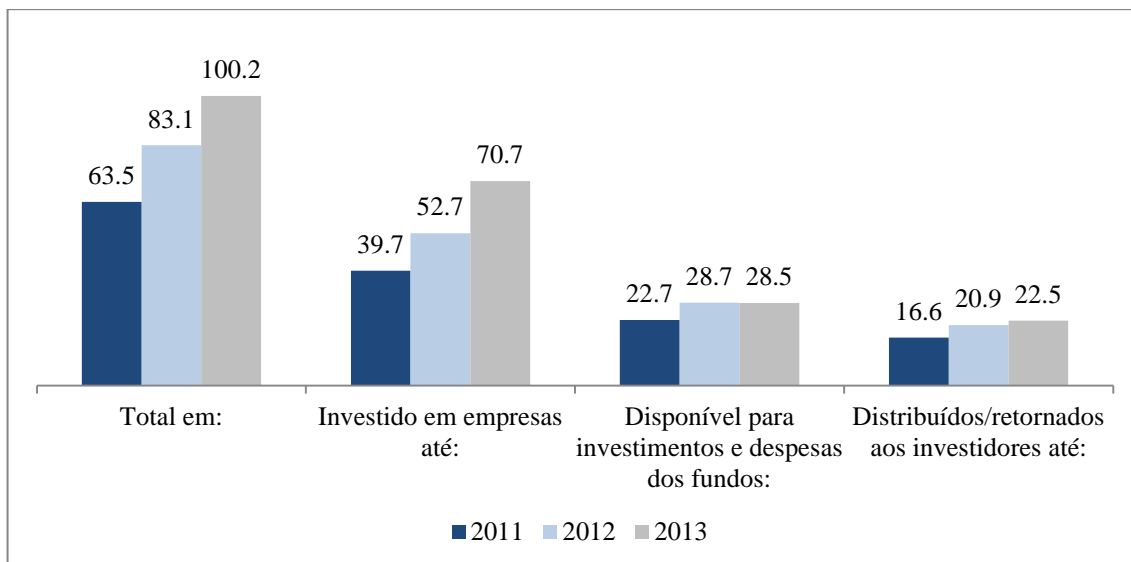


Fonte: KPMG / ABVCAP

Figura 1 – Percentual do Total do Capital Comprometido

⁵ ABVCAP (Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital) / KPMG

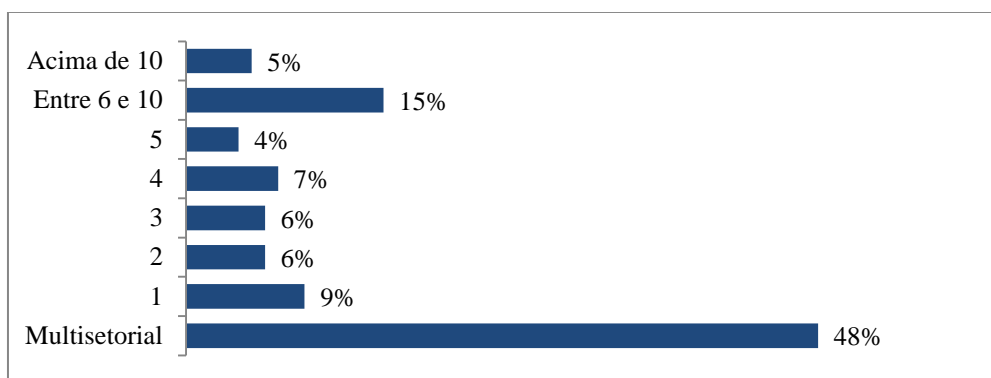
⁶ CAGR, do inglês “Compound annual growth rate” e traduzida para “Taxa de crescimento anual composta”, é uma medida muito útil de medir crescimento em múltiplos períodos de tempo. Representa a taxa média de crescimento anual para o período especificado.



Fonte: KPMG / ABVCAP

Figura 2 – Capital Comprometido

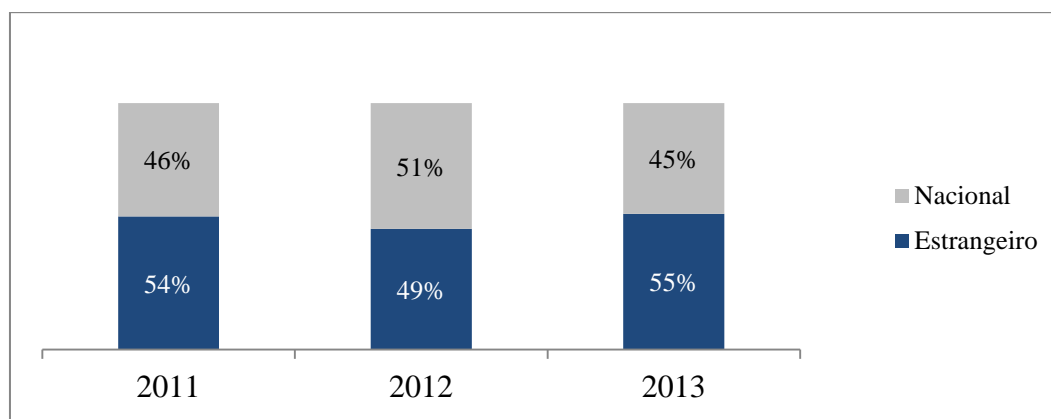
Fundos de *Private Equity* podem ser mais focados em poucos setores ou fazer uma abordagem mais diversificada, estudando múltiplos setores simultaneamente. No Brasil, 48% dos Fundo apresentam uma abordagem multi-setorial.



Fonte: KPMG / ABVCAP

Figura 3 – Foco de Interesses dos Gestores por Setores Específicos

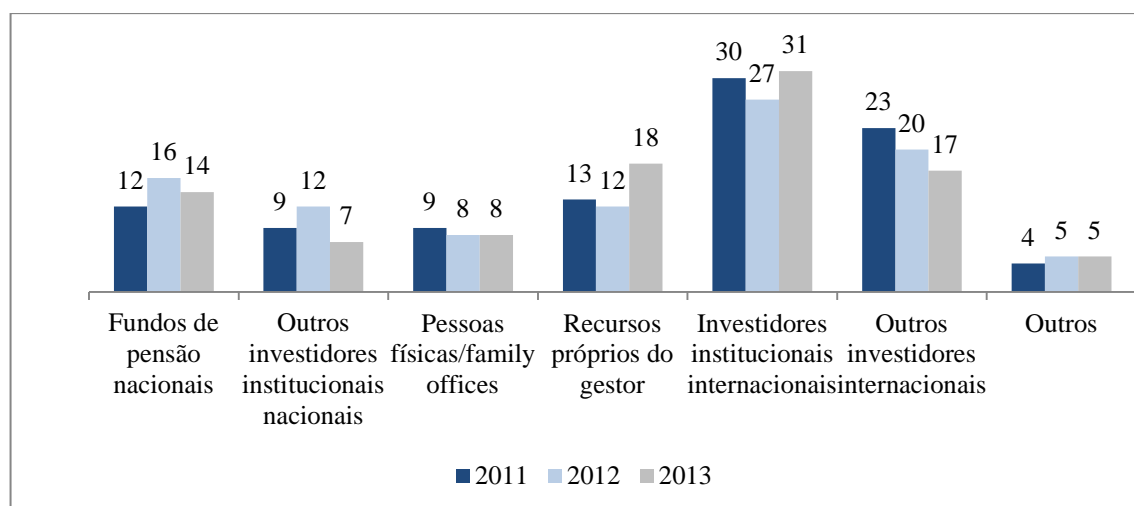
A origem do capital investido tem se mostrado equilibrado, com 45% sendo de origem nacional e 55% de origem estrangeira.



Fonte: KPMG / ABVCAP

Figura 4 – Origem do Capital Comprometido

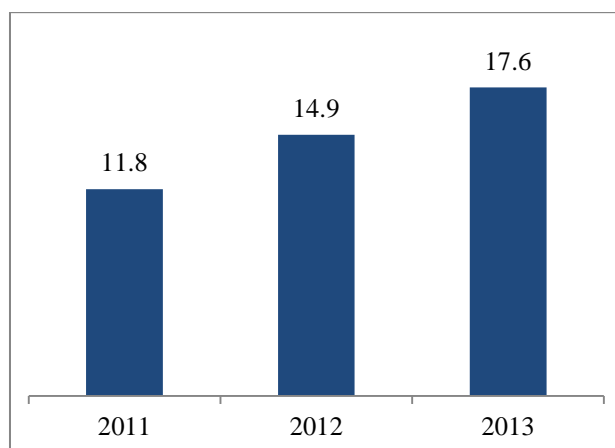
Já por tipo de investidor (ou seja os clientes de Fundos de *Private Equity*) observamos uma certa estabilidade. Dados de 2013 mostram que os investidores institucionais estrangeiros lideraram com 31% do capital comprometido.



Fonte: KPMG / ABVCAP

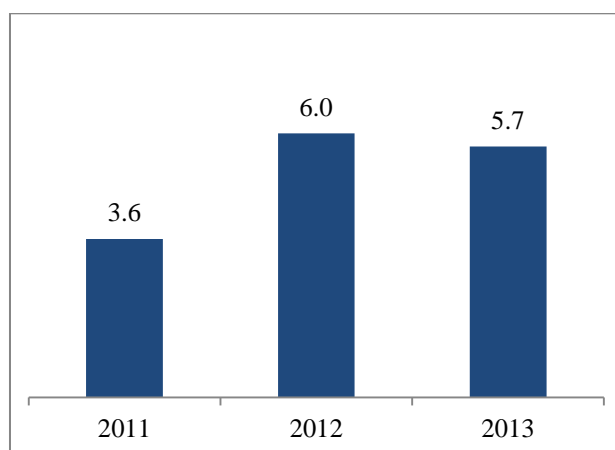
Figura 5 – Percentual do Capital Comprometido por Tipo de Investidor

Os próximos 3 gráficos reforçam a tese de que a indústria se encontrava em franca expansão até 2013, época que o relatório foi gerado. Além dos investimentos realizados superarem os desinvestimentos realizados ano após ano, a comparação com outros países, mostra que o percentual dos Investimentos de *Private Equity*/PIB no Brasil vem aumentando ao longo do tempo, enquanto nos EUA e Reino Unido, mostram certa volatilidade.



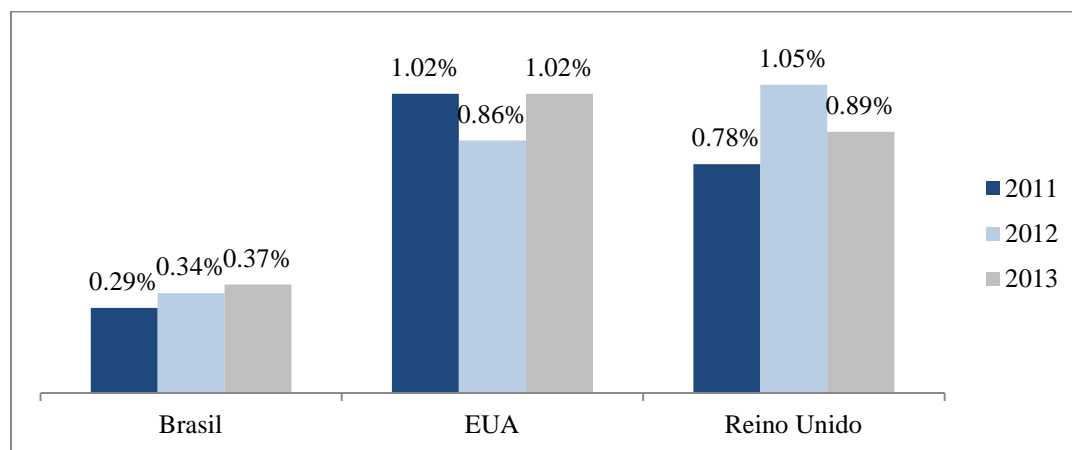
Fonte: KPMG / ABVCAP

Figura 6 – Investimentos Realizados



Fonte: KPMG / ABVCAP

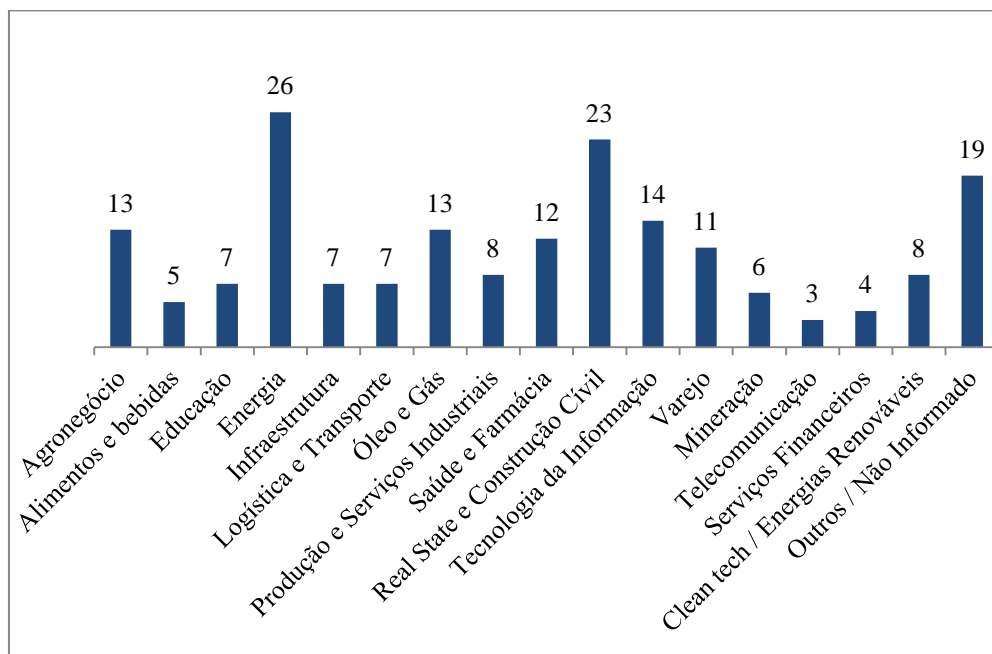
Figura 7 – Desinvestimentos Realizados



Fonte: KPMG / ABVCAP

Figura 8 – Investimentos / PIB

A quantidade de empresas investidas por setor em 2013 indica uma considerável diversificação nas investidas de *Private Equity* no Brasil. Ainda assim, energia, Construção Civil se destacam como os setores de maior atratividade para os Fundos.

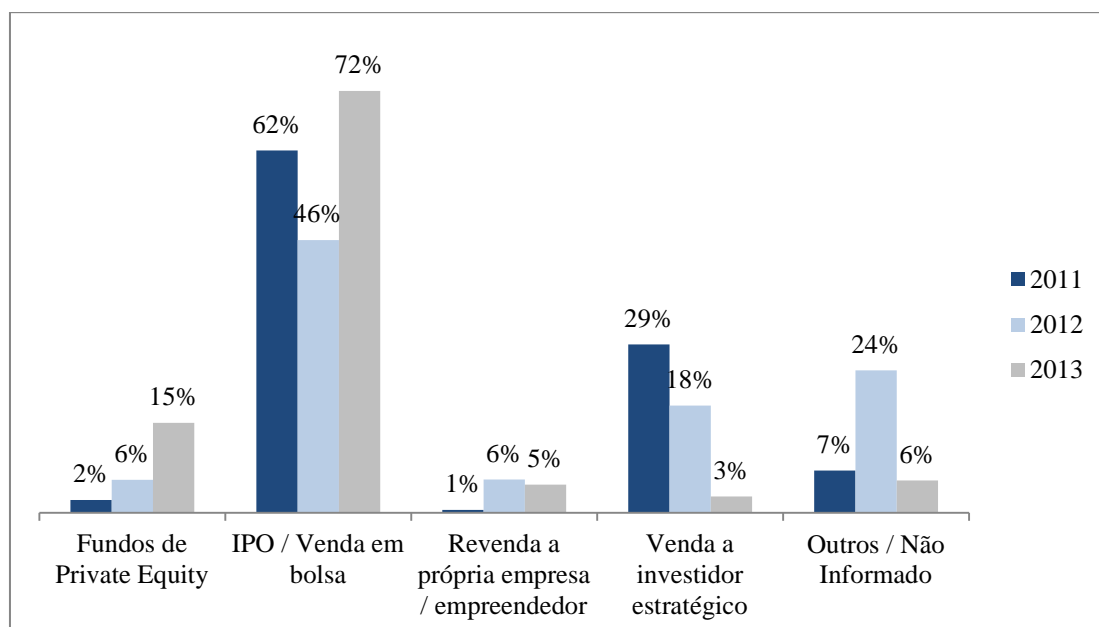


Fonte: KPMG / ABVCAP

Figura 9 - Quantidade reportada de empresas investidas por setor em 2013

O desinvestimento conta com algumas possibilidades mas os IPOs⁷ e Venda em Bolsa apresentaram-se como a opção mais comum, com 72% dos casos em 2013.

⁷ *Initial Public Offering*, traduzido para Oferta Pública de Inicial



Fonte: KPMG / ABVCAP

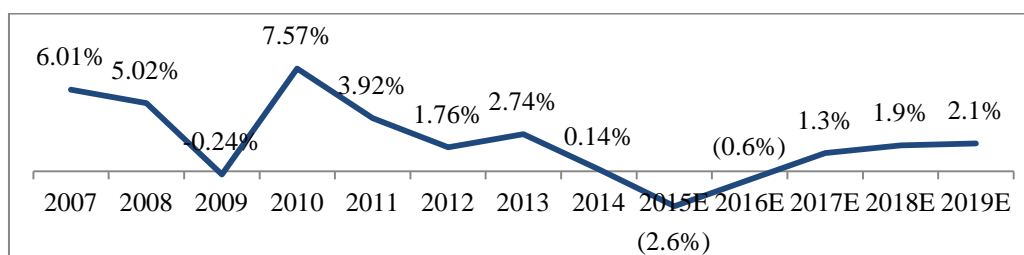
Figura 10 – Percentual do Valor dos Desinvestimentos por Tipo de Saída

Capítulo 2 – Cenário Econômico Atual

Por mais que o cenário macroeconômico esteja fora do controle dos Fundos, é vital contextualizá-lo, pelo menos brevemente. Dependendo do panorama geral e perspectivas futuras, pode ajudar a fortalecer a tese de investimento ou possivelmente convencer os Fundos de que talvez agora não seja a melhor hora para fazer a investida.

O Brasil atualmente se encontra em uma perigosa situação de instabilidade econômica e política, onde uma afeta a outra em um ciclo vicioso. As ameaças por parte do lado econômica vem de inflação alta, câmbio altamente volátil e das contas do governo pressionadas por gastos excessivos, além de um desemprego crescente e um crescimento do PIB que, por ora, encontra-se negativo. O *de-rating*⁸ recente da agência Standard's & Poor reforça isto. Do lado político, o possível impeachment da Presidenta Dilma Rousseff intensifica a incerteza sobre os próximos passos e direcionamento que o governo irá tomar.

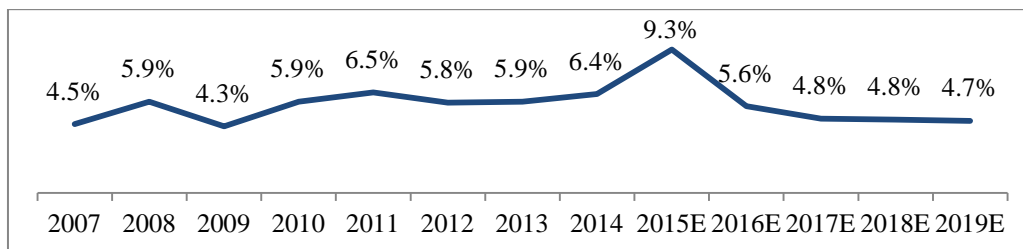
Abaixo, estão apresentadas algumas das principais métricas para fazer a análise. Observa-se uma perspectiva ruim no curto prazo e melhora somente em 2017. Claro que estas são somente projeções e muito pode mudar, mas no momento, no mínimo, cautela se mostra necessário.



Fonte: Banco Central do Brasil

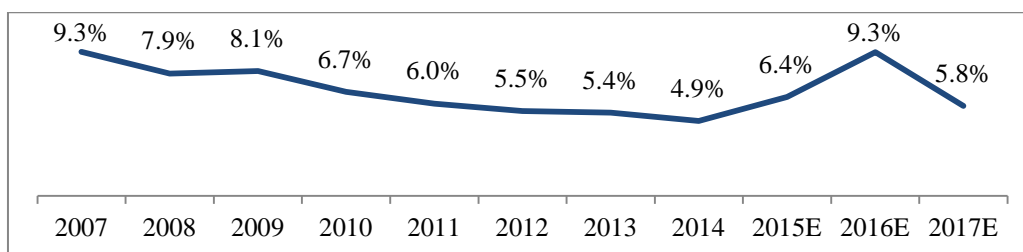
Figura 11 – Crescimento Real do PIB (%)

⁸ Atualmente, existem algumas Agências de Classificação de Riscos que avaliam empresas e países como um todo, atribuindo notas e classificações segundo seu grau de risco. As mais famosas e reconhecidas atualmente são Standard & Poor's, Fitch e Moody's. São uma série de notas que basicamente determinam se o país tem um grau de investimento (sendo assim um investimento mais seguro) ou um grau de especulação (menos seguro). Recentemente no dia 11 de Setembro de 2015, uma destas agências, a Standard & Poor's baixou a nota do Brasil para um grau especulativo (ato reconhecido como *de-rating*). As implicações disto são uma menor confiança do investidor (especialmente o estrangeiro) de continuar investindo no Brasil. Contudo, o verdadeiro efeito de tal medida só será visto com o tempo.



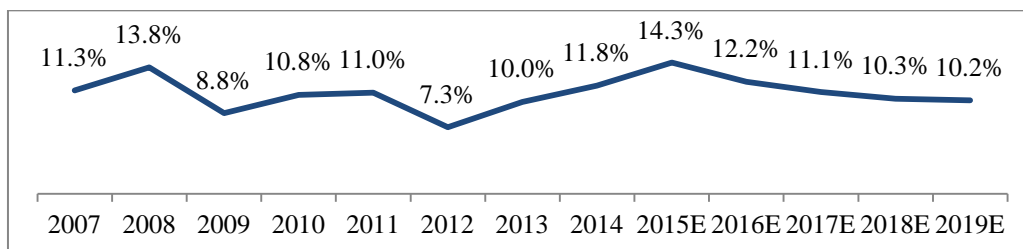
Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 12 – IPCA, Média Anual (%)



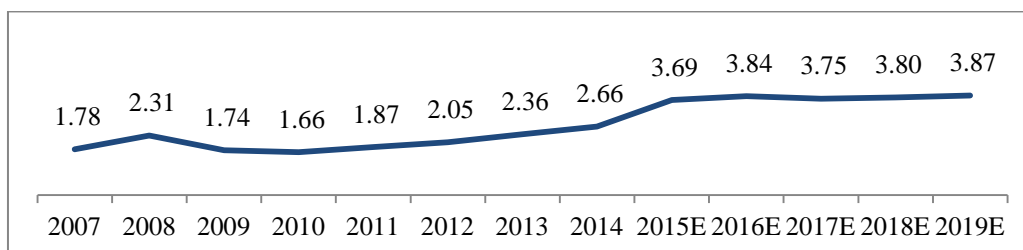
Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 13 – Desemprego Médio Anual (%)



Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 14 – SELIC no Fim do Ano (%)



Fonte: Banco Central do Brasil

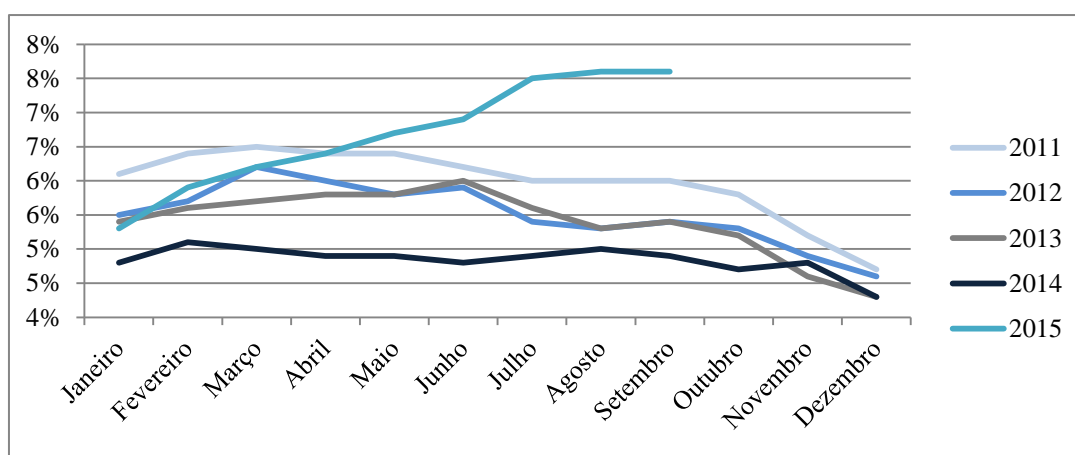
Figura 15 – Taxa de Câmbio ao Final do Ano

Capítulo 3 – Descrição Geral do Setor do Grupo Fleury

3.1 Principais *drivers*⁹ de crescimento

O setor de saúde como um todo tem se mostrado muito atraente para investidores por algumas razões. São elas:

1. *Queda do desemprego*



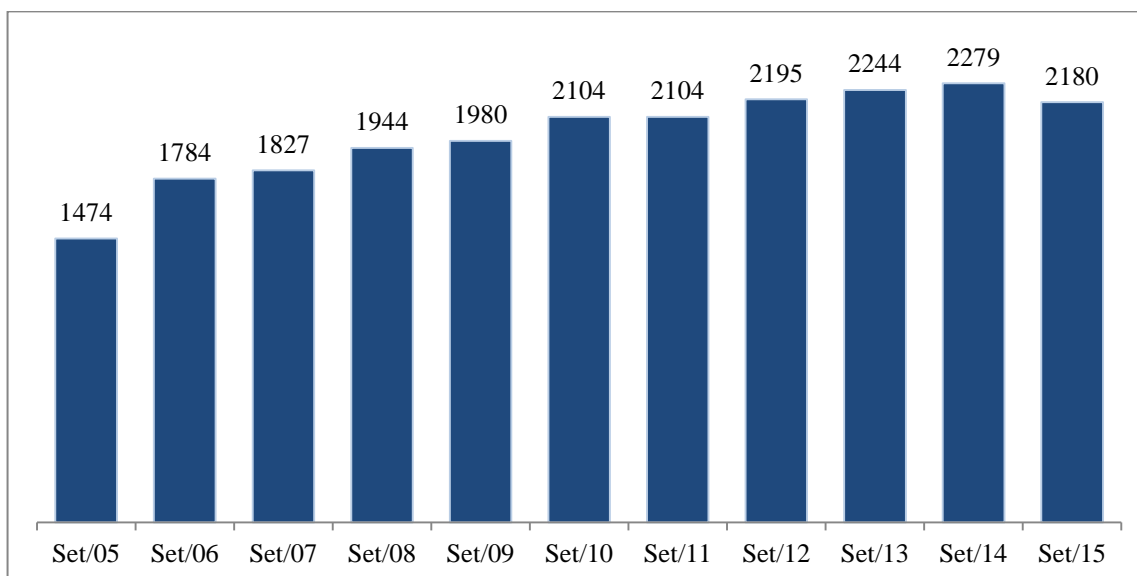
Fonte: IBGE

Figura 16 – Taxa de Desocupação (%)

Os últimos anos mostraram um Brasil com taxas de desocupação decrescentes. Repara-se na figura acima que 2014 apresentou as menores taxas de desocupação do período apresentado. Uma maior parcela da população empregado se traduziu em mais pessoas com poder aquisitivo para gastos, inclusive em saúde. Além disso, muitos empregadores oferecem planos de saúde como parte do pacote de benefícios. A recente alta do desemprego em 2015, no entanto, deve ser um ponto de atenção.

⁹ *Driver*, palavra inglesa usada frequentemente por profissionais de investimento, para indicar os principais fatores que devem puxar o crescimento de uma determinada empresa ou setor.

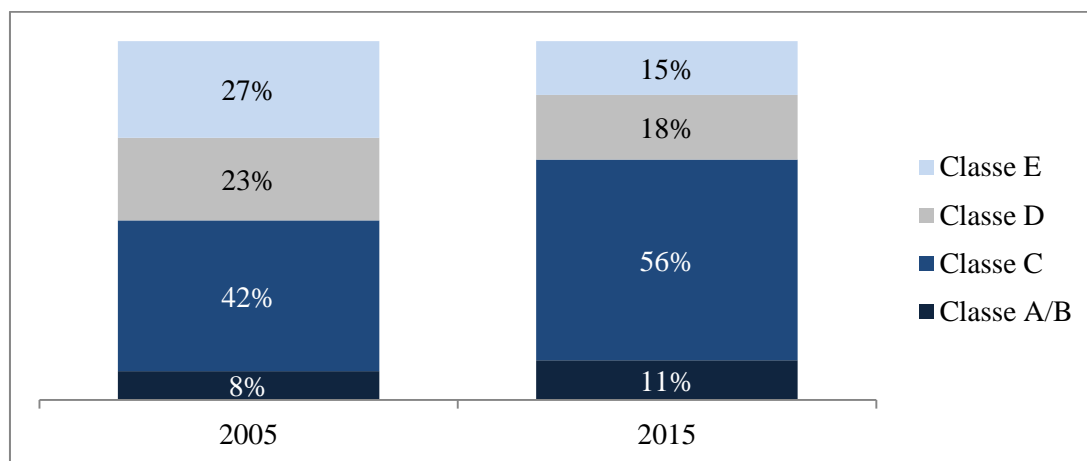
2. Aumento da renda da população



Fonte: IBGE

Figura 17 – Rendimento Mensal Médio Real Habitual da População Ocupada (R\$)

O aumento do rendimento mensal média real habitual da população ocupada também apresentou aumento significativo. De setembro de 2005 a setembro de 2015, observa-se um CAGR de 4,0% no rendimento mensal. Inclusive, o aumento foi tão impressionante que nunca antes na história o país apresentou tanta mobilidade social. Repare, na figura abaixo, como a variação de 2005 a 2015 apresentou melhora em todas as classes:

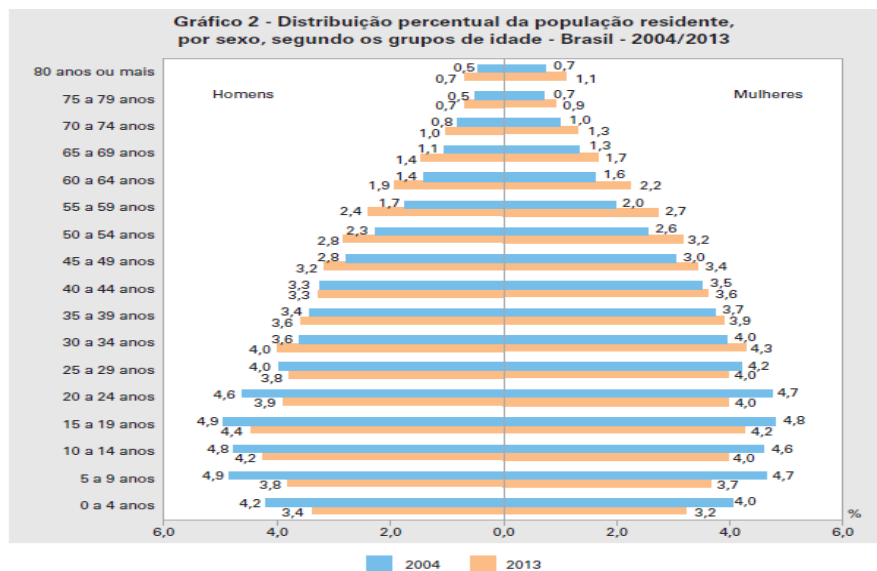


Fonte: IBGE

Figura 18 – Divisão da População Brasileira por Classe Social

3. Envelhecimento da população

Outro *driver* muito importante é o envelhecimento da população. A pirâmide etária da população brasileira mostra que, claramente, a população como um todo, tem envelhecido. E pessoas mais velhas, em geral, demandam mais serviços de saúde.

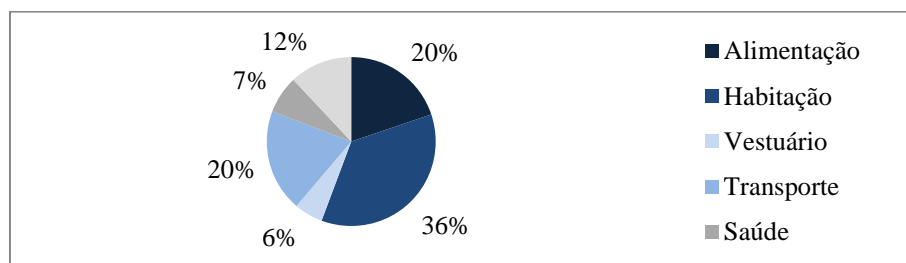


Fonte: IBGE

Figura 19 – Distribuição Percentual da População Residente

4. Preferências do consumidor

Observa-se também que saúde é o quarto maior tipo de despesa do brasileiro. Após itens básicos para a sobrevivência humana, como alimentação, habitação e transporte, está a saúde. Ou seja, tem o gasto com saúde como uma de suas prioridades.

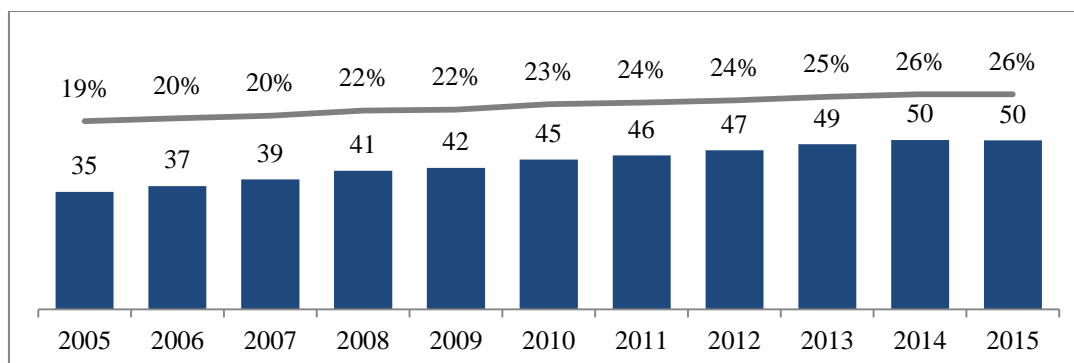


Fonte: IBGE

Figura 20 – Distribuição da Despesas por Tipo

5. Penetração dos planos de saúde

A penetração dos planos de saúde no Brasil tem apresentado um aumento forte. Em 2005, 35 milhões de pessoas no Brasil eram beneficiários de planos de assistência à saúde e isto representava 19% da população. Já em 2015, são mais de 50 milhões de pessoas, o que agora representa uma penetração de 26%.



Fonte: ANS (Agência Nacional de Saúde Suplementar)

Figura 21 – Beneficiários de Planos de Assistência à Saúde no Brasil

3.2 Cenário competitivo

O mercado de medicina diagnóstica no Brasil ainda é muito fragmentado, com poucos *players* dominantes. Existem ainda muita clínicas regionais e pequenas. A verdade é que fora a DASA e o Grupo Fleury, existem poucos (se é que existem) *players* com capacidade de tentar expandir e consolidar o mercado. E mesmo a DASA (que hoje conta com mais de 400 unidades e detém por volta de 15% do *market share*) está focada em um segmento diferente pois estão voltados para serviços intermediários e básicos, a preços mais acessíveis enquanto a Fleury está concentrada no segmento *premium*.

Outros nomes de menor expressão do setor *premium* são o Hermes Pardini, com 70 unidades (em Minas Gerais, Rio de Janeiro e São Paulo)¹⁰ e o Albert Einstein, com 6 unidades, todas em São Paulo¹¹. Com foco no setor intermediário, existem dois nomes que se destacam: a Aliar (com mais de 30 unidades)¹² e a Salomão Zoppi (com 9 unidades, todas em São Paulo)¹³.

¹⁰ < <http://www3.hermespardini.com.br/pagina/118/unidades.aspx>> Acesso em: 20 nov. 2015

¹¹ < <http://www.einstein.br/exames/unidades/Paginas/unidades.aspx>> Acesso em 20 nov. 2015

¹² < <http://alliar.com/a-alliar/>> Acesso em 20 nov. 2015

¹³ < <http://web.szd.com.br/site/SalomaoZoppi-Diagnosticos>> Acesso em 20 nov. 2015

Capítulo 4 – Análise Aprofundada do Grupo Fleury

4.1 O Grupo Fleury¹⁴

Com seus 87 anos de história, o Grupo Fleury é uma das mais respeitadas organizações de saúdes no Brasil. O Grupo é mais conhecido por oferecer serviços de medicina diagnóstica e testes clínicos pelo Brasil. Para tal, contam com um portfólio de aproximadamente 3.500 testes em 37 diferentes áreas diagnósticas. O Grupo oferece não só exames de análises clínicas e de anatomia patológica, de diferentes graus de complexidade, mas também realiza exames de uma série de especialidades médias como otorrinolaringologia, pneumologia, urologia, aconselhamento genético, endocrinologia e hematologia.

A companhia atualmente possui múltiplas linhas de negócio. São elas:

1. *Unidade de atendimento*: conta com cerca de 180 unidades distribuídas nos Estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul, Pernambuco, Bahia e Paraná, além do Distrito Federal. A atual oferta inclui serviços para os segmentos A, B e C dos planos privados de saúde.
2. *Operações diagnósticas em Hospitais*: inclui a realização de diagnósticos em hospitais de alto nível, fruto de parcerias com o grupo.
3. *Laboratório de referência*: oferta de exames para laboratórios, hospitais e clínicas pelo Brasil
4. *Medicina preventiva (check-up)*: avaliação de saúde dos clientes seguindo critérios como hábitos de vida, histórico pessoal, antecedentes familiares, faixa etária, entre outros.
5. *Diagnóstico dental*: o Grupo Fleury adquiriu 51% do Grupo Papaiz no ano de 2012 e com isso ampliou ainda mais seu escopo. O Grupo Papaiz é especializado em radiologia odontológica e possui 8 unidades operacionais em São Paulo. Acrescenta-se, que oferecem serviços de tomografia, radiografia bucal, documentação ortodôntica e modelos de arcada dentária.

¹⁴ < http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28853 > Acesso em: 10 nov. 2015

4.2 História ¹⁵

A história do Grupo Fleury começou em 1926 ano de sua fundação. Contudo começou a se diferenciar nacionalmente em 1982, quando já contava com um sistema informatizada para atendimento ao cliente. Em 1983, a companhia começou a ofertar os primeiros exames de Centro Diagnóstico. Onze anos depois, em 1994, implantaram o sistema de código de barras para identificação segura de exames. Em 1998, tornou-se a primeira empresa em todo o planeta a disponibilizar os resultados de exames na internet. Já no novo século, em 2004, a Fleury inovou novamente com resultados de exames que também apresentavam dados históricos. Um ano depois, em 2005, introduziu os check-ups diversificados. Em 2010, começou a oferecer Centros Médicos Integrados, onde o cliente começou a poder fazer múltiplos exames no mesmo local. Em 2011, o Grupo lançou a marca A+ Medicina Diagnóstica, comentada em mais detalhes abaixo.

4.3 Estrutura acionária e governança ¹⁶

Dado que o Grupo Fleury conta com múltiplos acionistas, isto pode ser um entrave nas negociações. Abaixo, segue figura com a estrutura societária do Grupo:



Fonte: Grupo Fleury





Figura 22 – Estrutura Societário do Grupo Fleury

¹⁵ < http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28853> Acesso em: 20 out. 2015

¹⁶ < http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28853> Acesso em: 20 out. 2015

4.4 Modelo de Negócios ¹⁷

O Grupo conta com marcas reconhecidas pelo Brasil. São elas:

Marca	Descrição	Mercado alvo	Localização
	Líder no segmento <i>premium</i>	Premium	SP / DF
	Marca <i>premium</i> no RJ, com foco em serviços de imagem	Premium	RJ
	Marca nacional lançada em 2011, com foco no mercado intermediário	Intermediário	RS / PR / SP / RJ / BA / PB
	Marca <i>premium</i> no Rio Grande do Sul	Premium	RS

Fonte : Grupo Fleury

Figura 23 – Tabela das Marcas Do Grupo Fleury

A princípio, a Fleury era focado apenas no segmento *premium*, ou seja, nas classes com maior poder aquisitivo. Contudo, em 2011, com o lançamento da A+ Medicina Diagnóstica, a Fleury entrou no segmento intermediário, diversificando seu portfólio e permitindo uma expansão mais acelerada para outras regiões do Brasil. Como o gráfico abaixo mostra, a companhia atualmente atua em 7 estados do território nacional, incluindo Rio de Janeiro, São Paulo, Distrito Federal, Pernambuco, Bahia, Rio Grande do Sul e Paraná.

¹⁷ <http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28853> Acesso em: 20 out. 2015



Fonte : Grupo Fleury

Figura 24 – Mapa da Representação do Grupo Fleury pelo Brasil

4.5 Análise dos principais indicadores financeiros ¹⁸

Os demonstrativos financeiros mais detalhados serão exibidos na próxima seção, em conjunto com as projeções do modelo financeiro. Contudo, os principais indicadores financeiros são apresentados e estudados a seguir.

		2010	2011	2012	2013	2014	CAGR
Receita Bruta	R\$ mm	935	1,226	1,688	1,856	1,879	19%
Receita Líquida	R\$ mm	872	1,126	1,501	1,657	1,679	18%
YoY Receita Líquida	%		29%	33%	10%	1%	
EBITDA	R\$ mm	202	200	315	278	308	11%
Margem Líquida	%	23%	18%	21%	17%	18%	
Resultado líquido	R\$ mm	130	101	107	61	86	-10%
Margem Líquida	%	15%	9%	7%	4%	5%	
Investimentos	R\$ mm	60	182	163	148	118	18%
Receita bruta por m ² das unidades de atendimento	R\$ mil	15	14	14	16	16	2%

Fonte: Grupo Fleury

Figura 25 – Tabela dos Indicadores Financeiros do Grupo Fleury

¹⁸ <http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28853> Acesso em: 20 out. 2015

Com um CAGR de 19%, a receita bruta mostrou crescimento sólido ao longo dos anos e mesmo com a o início da crise econômica que o país atualmente vive, em 2014 o Grupo mostrou sua resiliência ao apresentar leve crescimento de 1% de 2013 para 2014. Já o EBITDA se mostra consideravelmente elevado, fechando 2014 em 18%. Os investimentos foram um tanto quanto agressivos nos últimos anos e incluem não só compra de ativos e fusões e aquisições, mas também investimentos em ativos fixos. Isso faz parte da forte expansão e crescimento que a companhia tem se dedicado a fazer nos últimos anos. Inclusive, o capítulo 5 propõe uma injeção de capital na Fleury pelo fundo de Private Equity visando auxiliar neste projeto. Já a receita bruta por m² das unidades de atendimento apresenta pouca variação, reafirmando a solidez da empresa na sua principal linha de negócio.

4.6 Análise dos principais indicadores operacionais ¹⁹

		2010	2011	2012	2013	2014	CAGR
Número de unidades de atendimento	#	141	197	186	159	153	2%
Unidades de hospitais	#	0	0	0	0	19	n.a.
Número de atendimentos nas Unidades de Atendimento	mil	2,984	3,512	5,832	5,477	4,684	12%
Número de exames e procedimentos	mil	31,684	38,863	53,435	56,433	53,875	14%
Área unidades de atendimento	m ²	54	100	99	98	104	18%

Fonte: Grupo Fleury

Figura 26 – Tabela dos Indicadores Operacionais do Grupo Fleury

O número de unidades de atendimento apresentou forte redução de 2011 a 2014 devido a duas razões. Primeiramente, a companhia fez um esforço de reorganizar a casa e fechar unidades não-lucrativas. Além disso, a Fleury desvinculou-se da parceria da Unimed e nisso fechou algumas unidade de atendimento. A injeção de capital proposta será para retomar a abertura de novas unidades Brasil afora. A área das unidades de atendimento mostra pouca variação de 2011 a 2014, sempre por volta de 100 m², reafirmando o amadurecimento do principal segmento do grupo.

¹⁹ <http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28853> Acesso em: 20 out. 2015

4.7 Mercado acionário ²⁰

O valor de mercado do Grupo Fleury é de cerca de R\$ 2,5 bilhões, o menor desde 2010. A ideia geral é que isto se dá por duas razões. Primeiramente, os resultados abaixo do esperado da marca A+ Medicina Diagnóstica. Em segundo lugar, os cenário econômico e político do país como um todo certamente teve seu efeito perverso na bolsa da valores como um todo, incluindo na Fleury. Sendo assim, este é possivelmente um dos melhores períodos para o Fundo de Private Equity tentar comprar o Grupo.

		2010	2011	2012	2013	2014	CAGR
Número de ações	mil	131,299	135,449	156,270	156,293	156,293	4%
Número de acionistas	#	1,155	1,042	895	1,215	1,192	1%
Cotação da ação(31/dez)	R\$	26.65	21.40	23.05	18.40	16.28	-12%
Valor de mercado	R\$ mm	3.5	2.9	3.6	2.9	2.5	-8%

Fonte: Grupo Fleury

Figura 27 – Tabela dos Indicadores do Mercado Acionário do Grupo Fleury

4.8 Indicadores sócio ambientais ²¹

		2010	2011	2012	2013	2014	CAGR
Número de empregados	#	4,600	8,230	9,647	8,822	8,774	18%
Número de profissionais médicos	#	632	1,315	1,611	1,711	1,743	29%

Fonte: Grupo Fleury

Figura 28 – Tabela dos Indicadores do Sócio Ambientais do Grupo Fleury

A expansão veio acompanhada de um aumento no número de empregados. Atualmente, o grupo conta com algo em torno de 9.000 empregados. Já o número de profissionais médicos mostra constante crescimento, fechando 2014 com 1.743 profissionais médicos.

²⁰ <http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28853> Acesso em: 20 out. 2015

²¹ <http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28853> Acesso em: 20 out. 2015

Capítulo 5 – Decisão de Investimento e Sensibilidade do Retorno

5.1 Forças de Porter²²

Desenvolvida pelo Professor da Universidade de Harvard, Michael Eugene Porter, a análise de *5 forças de Porter* apresenta-se como uma estrutura de análise sobre o cenário competitivo de uma indústria para avaliar a atratividade da mesma. Por atratividade, tem-se em mente, a rentabilidade geral dos participantes desta indústria. Uma indústria atrativa abre a possibilidade para grandes retornos enquanto uma menos atrativa não. Basicamente o modelo aborda 5 forças ou ângulos principais que devem ser estudados para concluir a atratividade do mercado em questão, são eles:

1. *Ameaça de novos entrantes*: em teoria, mercados que geram retornos altos, atraem novas firmas. Novos entrantes, no entanto, tendem a reduzir a lucratividade geral do setor, dado o aumento da competição. Barreiras de entrada como patentes, know-how específico, diferenciação do produto, fidelidade dos clientes à marca, acesso à distribuição e alta demanda de capital para operar na indústria, são alguns exemplos que reduzem a ameaça de novos entrantes.
2. *Rivalidade entre os concorrentes*: para muitas indústrias, este é o maior determinante da competitividade em uma indústria. Inovações, esforços de publicidade e estratégias elaboradas podem ajudar na competição com os *peers*.
3. *Ameaça de produtos substitutos*: substitutos são produtos similares que poderiam começar a serem usados pelos clientes ao invés do que está sendo usado atualmente. Por exemplo, água poderia ser um substituto para Coca-Cola e smartphones substitutos para telefones celulares comuns. Aqui, a decisão de substituição fica muito por parte do cliente mas qualidade do produto, hábitos e *switching costs*²³ são alguns itens que reduzem a ameaça de substitutos.
4. *Poder de negociação com fornecedores*: foca nos fornecedores, incluindo os de matérias primas, trabalhadores e serviços. Fatores que afetam esta Força de

²² Porter, 1999

²³ Switching Costs, traduzido para Custos de Trocar, se refere ao custo e trabalho de trocar de produto. Por exemplo, uma companhia que pretende trocar um determinado software que está sendo usado para suas operações terá de enfrentar custos como capital, alocação de funcionários para a troca e riscos da implementação do novo software se quiser ir adiante com a substituição.

Porter incluem a quantidade de fornecedores disponível, custos para a mudança de fornecedores e a importância dos produtos dos fornecedores.

5. *Poder de negociação dos clientes*: se refere ao poder dos clientes de colocarem a firma sob pressão. Normalmente, se o cliente tem várias opções similares, por preços semelhantes e de fácil acesso, o poder de negociação dos clientes é alto.

Segue abaixo as 5 forças de Porter para o Grupo Fleury, especificamente:

1. *Ameaça de novos entrantes*: apresenta força **baixa** para a Fleury. Dado que este é um mercado fragmentado, existem poucos players com tamanho e saúde financeira para abrir novas clínicas agressivamente. Inclusive, se tem alguém capaz de tal, seria o Grupo Fleury e a DASA.
2. *Rivalidade entre os concorrentes*: apresenta força **média** para a Fleury. O mercado de é um tanto quanto fragmentado, com clínicas menores tendo forte presença e reconhecimento em determinadas regiões.
3. *Ameaça de produtos substitutos*: apresenta força **baixa** para a Fleury. A verdade é que não existem muitos substitutos. O único verdadeiro substituto seriam as clínicas dos próprios hospitais. Além de já ser uma ameaça relativamente fraca, o Grupo já oferece serviços diagnósticos em hospitais.
4. *Poder de negociação com fornecedores*: apresenta força **alta** para a Fleury. Este é o ponto fraco do negócio como um todo. A Fleury tem pouco poder de barganha com seus 2 maiores fornecedores. Primeiramente, a oferta de fornecedores de equipamentos de diagnósticos por imagem é escassa e a companhia depende fortemente de importados e de grandes companhias, como a General Electric. Além disso, há forte dependência no médico. Não só há poucos médicos no Brasil mas eles tem forte poder de barganha pois boa parte dos pacientes fazem uso dos serviços da Fleury por indicações dos médicos.
5. *Poder de negociação dos clientes*: apresenta força **média** para a Fleury. Dado que o Grupo é um dos maiores do mercado e apresenta serviços de altíssima qualidade, este item é menos expressivo do que poderia ser. Ainda assim, como todos do setor, sofre pois seu maior cliente são planos de saúde, que representam cerca de 70% do faturamento do Grupo.

5.2 Análise SWOT²⁴

A análise SWOT aborda as Forças, Fraquezas, Oportunidades e Ameaças de um projeto ou negócio. Envolve fatores de origens internas e externas que nos ajudam a analisar a viabilidade de um negócio, setor ou tese de investimentos. Segue abaixo uma breve descrição de cada fator:

1. *Forças*: características que darão vantagem ao negócio, perante os outros;
2. *Fraquezas*: características que colocaram o negócio em desvantagem perante os outros;
3. *Oportunidades*: elementos que o negócio poderia explorar para benefício próprio;
4. *Ameaça*: elementos que podem causar problemas ou desvantagens para o negócio;

Segue abaixo a análise SWOT para o Grupo Fleury, especificamente:

1. *Forças*:
 - a. Reconhecimento e credibilidade da marca do Grupo Fleury;
 - b. Dado a fragmentação do mercado, O Grupo apresenta-se como um potencial grande consolidador do mercado;
 - c. Dada a sub-penetração do mercado, o projeto de expansão com abertura de novas clínicas pelo Brasil;
 - d. Dado seu tamanho e peso da marca, a Fleury consegue barganhar preços bem acima da média com seus fornecedores e clientes (Planos de Saúde);
 - e. Gastos com saúde são mais inelásticos e, portanto, o setor deve sofrer menos com a crise do que outros segmentos da economia;
2. *Fraquezas*:
 - a. Independente do quão capacitada for a equipe, planos de expansão (como o da abertura agressiva de novas clínicas pelo Brasil) são sempre desafiadores e podem não corresponder como esperado;

²⁴ Sigla dos termos em inglês Strengths (Forças), Weaknesses (Fraquezas), Opportunities (Oportunidades) e Threats (Ameaças), ferramenta utilizada pelas empresas na formulação de suas estratégias,

- b. Por mais que a Fleury consiga ter um poder de barganha acima da média com seus fornecedores e clientes, estes ainda são dois pontos fracos do Grupo;
3. Oportunidades:
- a. Fragmentação e baixa penetração do setor de medicina diagnóstica;
 - b. Sub-penetração de planos de saúde fora das grandes capitais;
 - c. Alto potencial de crescimento do segmento de saúde no Brasil;
4. Ameaças:
- a. Crise política e econômica do Brasil;
 - b. Falha no plano de expansão de novas clínicas e no projeto de consolidador do mercado brasileiro;
 - c. Variações cambiais, dado que boa parte dos fornecedores são estrangeiros.

5.3 Estratégias e Considerações da Aquisição

A compra do Grupo Fleury pelo Fundo de Private Equity tem uma série de considerações, são elas:

1. *Benefícios imediatos da aquisição:*

Dada a estrutura acionária e governança atual da Companhia, percebe-se que o grupo é pouco ágil nos processos de tomadas de decisão e execução. É sabido que o atual grupo controlador está buscando uma saída da operação e portanto seria natural suspeitar que o foco delas não está 100% na companhia atualmente. Dado este cenário, por ter somente um grupo controlador, ainda mais sendo um Fundo, espera-se mais agilidade e velocidade nos processos de tomada de decisão. Além disso, como o objetivo é fechar o capital da empresa e tirá-la da bolsa de valores brasileira, a empresa terá menos restrições regulatórias específicas de companhias listadas, que são custosas e tomam tempo.

2. *Capacidade de expansão no setor premium*

A Fleury destaca-se no setor *premium* como uma das líderes de mercado. Por mais que valores exatos não estejam disponíveis para o público, espera-se que a companhia consiga cobrar preços maiores, resultando em melhores margens e maior geração de caixa, suficiente para mais do que compensar os

custos elevados para oferecer serviços de alta qualidade. O lançamento em 2011 da A+ Medicina Diagnóstica teve o intuito de diversificação e atingir setores abaixo do *premium*. Um dos desafios do Fundo é identificar se é possível, ou seja, se há espaço, para fazer a expansão no setor *premium* (dada sua clara atratividade) somente ou se para introduzir o agressivo plano de crescimento a marca terá de buscar outros setores.

3. *Marca A+*

A marca A+ Medicina Diagnóstica teve como objetivo além da diversificação, a rápida aceleração geográfica pelo Brasil. O que deu certo. Contudo, dada a maior atratividade de setores mais *premiums*, um reposicionamento da marca para tal setor deve ser no mínimo estudada para confirmar a viabilidade ou não da ideia.

A compra do Grupo Fleury pelo Fundo de Private também apresenta riscos, são eles:

1. *Risco das negociações*

As negociações até a compra de fato da companhia são sempre complicadas. Por mais que a tese de investimentos e modelo de negócios sejam atrativos, há sempre um preço pelo qual o Fundo está disposto a pagar. As análises de sensibilidade apresentadas mais para frente analisam isto.

2. *Risco de execução*

Dada a sub-penetração e fragmentação do setor, o Fundo irá injetar capital na empresa na estratégia de abrir novas clínicas pelo Brasil, no esforço de expansão e consolidação do setor. Contudo, este tipo de operação é mais fácil na teoria que na prática. Riscos de execução se apresentaram.

3. *Risco da Marca*

Uma das estratégias do Fundo será tentar o reposicionamento da marca A+ no setor *premium* e tentar fazer a expansão também somente no setor *premium*, dada sua atratividade. Contudo, talvez esta parte da tese de investimentos não seja possível. A *Due Diligence* irá ajudar a ter mais clareza neste aspecto.

4. *Riscos macroeconômicos e regulatórios*

A verdade é que estes riscos estão fora do controle do Grupo. Ainda assim, não devem ser esquecidos. Existem os riscos macroeconômicos como a crise

econômica e os ricos regulatórios advindos da Agência Nacional de Saúde Suplementar, que tem o poder de mudar os regulamentos e leis do setor.

5. *Cenário competitivo*

Por mais que de fato a Fleury seja uma das líderes do segmento (ainda mais no segmento *premium*), a competição continua intensa tanto no setor *premium* (por exemplo, do Hospital Albert Einstein) quanto nos segmentos inferiores (DASA entre outros).

6. *Pagadores*

A Fleury apresenta alta concentração de clientes, onde mais de 40% das receitas vem dos 4 maiores. Além disso, o Grupo tem certa dependência de planos de saúde, pois cerca de 70% da receita vem dos planos. O poder de barganha na hora de negociar preços com os planos apresenta-se com uma parte fundamental do modelo de negócios, especialmente para a manutenção das margens operacionais.

7. *Estratégia de Saída*

O Fundo deve analisar não só a compra mas já pensar nas possíveis estratégias de saída. Ou seja, ter visão de longo prazo e já estudar as possibilidades de desinvestimentos. A verdade é que isto pode ser um problema, uma vez que existem poucas empresas com a capacidade de adquirir a Fleury. De forma pragmática, fora a DASA, não existem outros *players* do próprio setor com tanta musculatura financeira para tal. As opções seriam novamente abrir capital na bolsa, venda para estrangeiros ou para outro fundo de Private Equity. Além disso, uma fusão com ou aquisição pela DASA tem baixa probabilidade de ser aprovada Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE)

5.4 Retorno

(i) Definições

Antes de entrar no detalhe e resultados da modelagem financeira e projeções e retornos, segue uma breve definição dos principais termos, noções e demonstrativos financeiros:

Balanço Patrimonial (BP)

O Balanço Patrimonial é um dos 3 principais demonstrativos financeiros de uma empresa e mostra o patrimônio de uma empresa em um determinado momento do tempo. O documento é dividido em três partes: o Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido. A soma do Passivo e Patrimônio líquido deve ser equivalente ao Ativo:

$$\text{Ativo} = \text{Passivo} + \text{Patrimônio Líquido}$$

O Ativo contém os bens, direitos e demais aplicações de recursos da empresa. Já o Passivo contém todas as obrigações e dívidas da companhia. No Patrimônio Líquido, é apresentado o capital aplicado pelos proprietários na companhia. Ou seja, compreende os recursos próprios da organização. Como se pode notar pela equação acima, seu valor é a diferença entre o Ativo e o Passivo. A estrutura básica de um Balanço Patrimonial é apresentada abaixo:

Ativo	Passivo
Ativo Circulante	Passivo Circulante
Ativo Não Circulante	Passivo Não Circulante
Permanente	Patrimônio Líquido

Elaboração: o autor

Figura 29 – Exemplo de um Balanço Patrimonial

Demonstrativo do Resultado do Exercício (DRE)

O Demonstrativo do Resultado do Exercício descreve as operações realizadas pela Companhia durante um período de tempo determinado, usualmente de 12 meses. Apresenta-se de forma vertical, iniciando pela Receita Líquida e finalizando no Lucro Líquido do período. Abaixo segue a estrutura básica de um DRE:

Receita Líquida
 (-) Custo dos Produtos Vendidos

Lucro Bruto
 (-) Despesas Operacionais
 Lucro Antes do Resultado Financeiro
 (-) Despesas Financeiras
 (+) Receitas Financeiras
 Lucro antes dos Impostos
 Imposto de Renda e Contribuição Social
 Lucro Líquido do Exercício

Vale introduzir aqui o conceito de EBITDA também. Em inglês *Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, em português significa Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA). Como o próprio nome sugere, este é o resultado operacional de uma empresa, é muito importante para avaliar a capacidade de geração de caixa de uma empresa e é uma métrica muito utilizada para comparar diferentes empresas em diferentes ramos e países.

Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC)

A Demonstração dos Fluxos de Caixa apresenta as entradas e saídas de recursos financeiros de uma companhia, em um período de tempo determinado. O demonstrativo é dividido em três partes: o Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais, o Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento e o Fluxo de Caixa das Atividades de Financiamento. Segue abaixo a estrutura básica de um Fluxo de Caixa:

1. Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais

Lucro Líquido
 (+/-) Ajustes pelas despesas e receitas que não transitam pelo caixa (Depreciação, amortização, exaustão, provisão para devedores duvidosos, aumentos ou diminuições de itens avaliados pelo método de equivalência patrimonial, aumentos ou diminuições de variação cambial)
 (+/-) Acréscimos ou decréscimos nas contas a receber de clientes, devedores diversos, estoques e despesas pagas antecipadamente

(+/-) Acréscimo ou decréscimos nas contas a pagar a fornecedores, empregados, governo e credores

2. Fluxo de caixa das atividades de investimentos

(+/-) Acréscimos ou decréscimos de investimentos, imobilizado e intangível

(+) Recebimento de dividendos de coligadas / controladas

3. Fluxo de caixa das atividades de financiamentos

(+/-) Acréscimos ou diminuições de empréstimos

(+) Emissão de debêntures

(+) Aumento de Capital

(-) Pagamento de dividendos

1 + 2 + 3 = Aumento ou diminuição de disponibilidades

Avaliação do Preço de Compra

As duas formas mais estabelecidas de avaliar o valor atual de uma empresa, para se fazer a proposta, envolvem múltiplos. São os múltiplos *Price per Earnings* e o *EV/EBITDA*. O *Price per Earnings* (P/E) indica quanto que o investidor se propõe a pagar por uma unidade de lucro da companhia. Seu cálculo se dá dividindo o *Market Capitalization* (em português, Valor Patrimonial) de uma empresa pelo seu Lucro Líquido:

$$P / E = \text{Market Capitalization} / \text{Lucro Líquido}$$

O P/E tende a ser mais comum para avaliar empresas listadas. Já o EV / EBITDA tende a ser a principal métrica de avaliação para compra de participações, como é o caso do que os Fundo de Private Equity fazem. Este múltiplo se dá dividindo o EBITDA da empresa pelo EV (*Enterprise Value*) da mesma. O EV é calculado da seguinte maneira:

$$EV = \text{Market Capitalization} + \text{Dívida Líquida}$$

Avaliação do Retorno do Investimento

Existem diversas formas de analisar e avaliar o retorno de um determinado investimento. As duas formas usualmente usadas pro Fundos de Private Equity são a Taxa Interna de Retorno e *Cash on Cash*.

A Taxa Interna de Retorno (TIR) basicamente é a taxa de desconto necessária para descontar o fluxo de caixa de um projeto ou investimento ao longo dos anos para igualar o Valor Presente Líquido de um projeto a zero. Ou seja, qual a taxa de desconto que faria o projeto ter exatamente nenhum retorno, ter zero de retorno.

Já o *Cash on Cash* seria traduzido em português como Dinheiro sobre Dinheiro. Como o nome já sugere, é o valor que o Fundo recebe de volta (da venda no desinvestimento mais os dividendos ganhos ao longo do período) dividido pelo que o fundo de fato pagou com seus próprios recursos (sem incluir dívida).

(ii) A Proposta de Compra

A proposta feita apresenta-se abaixo:

Entrada (R\$ milhões)	
Capital do Fundo	1,890
<i>Cash-in</i>	1,150
<i>Cash-out</i>	740
Dívida	700
Participação comprada (%):	51%
Valor do equity:	5,078
(+) Dívida líquida existente	421
Enterprise Value implícito	5,499
(-) Cash-in	(1,150)
Enterprise Value	4,349

Elaboração: o autor

Figura 30 – Estrutura da Proposta de Compra do Grupo Fleury

No caso, o Fundo comprou 51%, ou seja, o controle, da empresa. Para tal, investiu R\$ 1,89 bilhões dos seus próprios recursos, onde R\$ 1,15 bilhão entrou de

Cash-In na empresa para financiar a abertura de novas clínicas e a expansão do grupo pelo Brasil e R\$ 740 milhões como *Cash-Out*, para os antigos sócios. Além disso, dado o endividamento relativamente baixo da empresa (R\$ 421 milhões de dívida líquida, o que representa 1,1x dívida líquida/EBITDA), a companhia é capaz de comportar uma quantia de dívida para financiar a compra. Sendo assim, mais R\$ 700 milhões serão pagos para o sócios como dívida, contraída pela própria Fleury. Isto representa 12,6x EV/ EBITDA 2015 projetado, 11,3x para o EBITDA projetado de 2016 e 9,3x para o EBITDA projetado de 2017 A tabela abaixo representa isto.

Ano	EBITDA (em R\$ milhões)	EV/EBITDA
2015E	344.3	12.6x
2016E	385.4	11.3x
2017E	467.2	9.3x

Elaboração: o autor

Figura 31 – Múltiplos EV / EBITDA da Proposta de Compra

Para decidir qual o múltiplo EV / EBITDA a pagar, os múltiplos das empresas do setor listadas na bolsa de valores foram analisadas. As únicas duas realmente comparáveis são a própria Fleury (que apresenta EV/EBITDA de 8,8x) e a DASA (que apresenta EV/ EBITDA de 12,6x)²⁵. Estes são múltiplos altos, de dois dígitos, comprovando novamente a alta atratividade do setor. Como o Fundo está comprando controle (mais de 50%) da empresa, espera-se que paga-se algo além do valor atual de mercado (o equivalente a 8,8x EV / EBITDA). Além disso, a tese é crescer Brasil afora. Sendo assim, a primeira hipótese é de que está sendo pago o mesmo múltiplo que a DASA atualmente apresenta na bolsa: 12,6x.

(iii) O Desinvestimento

A primeira etapa para estimar o valor da venda no desinvestimento é estimar quanto será o EBITDA em 2020 (5 anos após a entrada, período médio em que a maioria dos Fundo de Private Equity ficam com o investimento). Os demonstrativos financeiros, oriundos da modelagem financeira serão apresentados mais adiante, mas basicamente o crescimento do EBITDA vem de 3 hipóteses principais:

²⁵ < <http://www.spcapitaliq.com/> > Dados da ferramenta Capital IQ no dia 20 nov. 2015

1. Crescimento da receita líquida projetada de *CAGR* de 18,6% de 2015 a 2020 oriundo da abertura de novas clínicas 60 no total (15 em cada ano de 2017 a 2020).
2. Nenhuma expansão de margem (margem EBITDA foi mantida em 18,2% ao longo de todo o período projetado). A verdade é que muito possivelmente, com a entrada do Fundo de Private Equity, melhorias operacionais, otimização de custos e despesas, planos de metas entre outras coisas devem ser implementadas e a margem e a EBITDA deve melhorar. Contudo, neste quesito, as projeções foram conservadoras. O resultado disto é que possivelmente os retornos podem ser maiores do que estão sendo apresentados se houver uma expansão e margem EBITDA.

Saída (R\$ milhões)	
(=) EBITDA 2020E	807.4
(X) EV/EBITDA	12.6x
(=) EV	10,173
(-) Dívida líquida (caixa)	(29)
(=) Valor do Equity	10,201
(x) Participação do Fundo	51%
(=) capital para o Fundo	5,203

Elaboração: o autor

Figura 32 – Estrutura do Desinvestimento

A segunda parte é estimar o múltiplo EV/EBITDA de saída. Foi assumido que ele será o mesmo que o múltiplo de entrada, de 12,6x. Sendo assim, o valor total da venda do ativo em 2020 foi de R\$ 5,203 bilhões.

(iv) Retornos

Além do valor da saída, o Fundo, como sócio, também receberá possíveis dividendos ao longo dos anos. As projeções financeiras indicam para uma forte geração de caixa e portanto espaço para distribuição de dividendos. Foi assumido um *Payout Ratio*²⁶ de 50%. Sendo assim o retorno para o fundo apresenta-se da seguinte maneira:

²⁶ *Payout Ratio* é usado para analisar a distribuição de dividendos. É simplesmente o valor dos dividendos pagos dividido pelo lucro líquido. Os 50% assumidos significa que 50% do lucro líquido foi distribuído

(R\$ milhões)	dez-15	dez-16	dez-17	dez-18	dez-19	dez-20
(-) Cash In	(1,150.0)	-	-	-	-	-
(-) Cash Out	(740.0)	-	-	-	-	-
(+) Dividendos	-	42.6	58.2	74.8	94.4	117.6
(+) Cash-out @ 12.6x de Múltiplo de Saída	-	-	-	-	-	5,202.7
(=) Fluxo de Caixa para o Fundo	(1,890.0)	42.6	58.2	74.8	94.4	5,320.3

(=) TIR	25%
(=) CoC	3.0x

Elaboração: o autor

Figura 33 – Fluxo de Caixa para o Fundo de Private Equity

As projeções indicam bons retornos, com TIR de 25% e *Cash on Cash* de 3,0x. Abaixo, tabelas de sensibilidade apresentam os diferentes retornos do investimento caso a empresa cresça mais ou menos do que o projetado. Nos parâmetros dados, mínimo de retorno seria de TIR de 16% com *Cash on Cash* de 2,0x e o maior retorno seria de 32% de TIR com 3,9x da *Cash on Cash*.

TIR (%)		CAGR Receita Bruta 2015 - 2020				
		13.4%	16.1%	18.6%	19.7%	21.9%
EV/EBITDA da saída	10.6x	16%	19%	21%	22%	24%
	11.6x	18%	21%	23%	24%	26%
	12.6x	20%	23%	25%	26%	28%
	13.6x	22%	24%	27%	28%	30%
	14.6x	23%	26%	28%	30%	32%
2020 EBITDA milhões)	(R\$	647	727	807	847	928

Elaboração: o autor

Figura 34 – Tabela de Sensibilidade da TIR

Cash on Cash (x)		CAGR Receita Bruta 2015 - 2020				
		13.4%	16.1%	18.6%	19.7%	21.9%
EV/EBITDA da saída	10.6x	2.0x	2.2x	2.5x	2.6x	2.9x
	11.6x	2.1x	2.4x	2.7x	2.9x	3.1x
	12.6x	2.3x	2.6x	3.0x	3.1x	3.4x
	13.6x	2.5x	2.7x	3.2x	3.3x	3.6x
	14.6x	2.6x	2.9x	3.4x	3.5x	3.9x
2020 EBITDA milhões)	(R\$	647	727	807	847	928

como dividendos todos os anos. No caso, como foi comprado 51% de participação, o Fundo recebe 51% de todos os dividendos distribuídos.

Elaboração: o autor

Figura 35 – Tabela de Sensibilidade do *Cash on Cash*

(v) Demonstrativos Financeiros

Abaixo estão os demonstrativos financeiros com as projeções oriundos da modelagem financeira. Primeiro o Demonstrativo do Exercício, seguido do Balanço Patrimonial e em seguida o Fluxo de Caixa.

Vale destacar o crescimento de *CAGR* 18,6% no período, a manutenção da margem e a geração saudável de caixa da empresa, dado que a dívida é confortavelmente amortizada no período, os investimentos para expansão também e ainda tem espaço para a distribuição de dividendos.

Demonstrativo do Exercício	Unidade	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	CAGR 15 - 20E
Receita Bruta	RS '000	1,687,987	1,856,215	1,879,359	2,123,159	2,377,121	2,881,374	3,473,955	4,168,244	4,979,286	18.6%
<i>Crescimento</i>	%		10.0%	1.2%	13.0%	12.0%	21.2%	20.6%	20.0%	19.5%	
Unidades de atendimento	RS '000	1,414,862	1,563,845	1,584,068	1,789,561	2,003,620	2,463,199	3,005,532	3,643,422	4,391,283	19.7%
Operações em hospitais	RS '000	231,724	257,440	265,382	299,809	335,671	375,820	420,979	471,665	528,447	12.0%
Laboratório de referência	RS '000	30,853	27,427	26,686	30,147	33,753	37,791	42,332	47,428	53,138	12.0%
Medicina Preventiva	RS '000	10,548	7,504	3,223	3,641	4,077	4,564	5,113	5,728	6,418	
(-) Deduções da Receita	RS '000	(186,204)	(199,318)	(200,458)	(226,462)	(253,551)	(307,336)	(370,542)	(444,597)	(531,105)	
(-) Impostos	RS '000	(107,313)	(117,908)	(118,796)	(134,207)	(150,260)	(182,134)	(219,592)	(263,479)	(314,745)	
(-) Cancelamentos	RS '000	(78,891)	(81,410)	(81,662)	(92,256)	(103,291)	(125,202)	(150,950)	(181,119)	(216,360)	
Receita Líquida	RS '000	1,501,783	1,656,897	1,678,901	1,896,696	2,123,571	2,574,038	3,103,413	3,723,647	4,448,181	18.6%
<i>YoY growth %</i>	%		10.3%	1.3%	13.0%	12.0%	21.2%	20.6%	20.0%	19.5%	
(-) Custos		(1,027,787)	(1,202,123)	(1,190,034)	(1,344,411)	(1,505,223)	(1,824,522)	(2,199,752)	(2,639,385)	(3,152,947)	18.6%
(-) Pessoal e Serviços Médicos	RS '000	(546,968)	(631,527)	(618,394)	(698,615)	(782,180)	(948,102)	(1,143,088)	(1,371,541)	(1,638,410)	18.6%
(-) Materiais e Outsourcing	RS '000	(164,947)	(177,436)	(170,275)	(192,364)	(215,374)	(261,060)	(314,750)	(377,654)	(451,137)	18.6%
(-) Serviços Gerais, Aluguel e Serviços Públicos	RS '000	(200,656)	(256,573)	(276,128)	(311,949)	(349,263)	(423,351)	(510,417)	(612,426)	(731,590)	18.6%
(-) Despesas Gerais	RS '000	(115,216)	(136,587)	(125,237)	(141,483)	(158,407)	(192,009)	(231,498)	(277,764)	(331,810)	
Lucro Bruto	RS '000	473,996	454,774	488,867	552,285	618,347	749,515	903,660	1,084,262	1,295,234	18.6%
<i>Margem Bruta</i>	%	31.6%	27.4%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%	
(-) SG&A	RS '000	(160,977)	(190,063)	(184,138)	(208,025)	(232,908)	(282,315)	(340,375)	(408,401)	(487,866)	18.6%
(+/-) Outras Receitas / Despesas Operacionais	RS '000	1,756	13,559	3,596	-	-	-	-	-	-	
EBITDA	RS '000	314,775	278,270	308,325	344,260	385,439	467,201	563,285	675,861	807,367	18.6%
<i>Margem EBITDA</i>	%	21.0%	16.8%	18.4%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%	
(-) D&A	RS '000	(100,263)	(108,762)	(114,189)	(91,699)	(91,699)	(91,699)	(95,299)	(98,899)	(102,499)	
EBIT	RS '000	214,512	169,508	194,136	252,561	293,740	375,502	467,986	576,962	704,868	22.8%
<i>Margem EBIT</i>	%	14.3%	10.2%	11.6%	13.3%	13.8%	14.6%	15.1%	15.5%	15.8%	
(+) Resultado Financeiro	RS '000	(58,619)	(58,329)	(50,537)	(96,204)	(40,808)	(29,444)	(23,380)	(15,840)	(6,199)	
EBT	RS '000	155,893	111,179	143,599	156,357	252,932	346,058	444,606	561,122	698,669	34.9%
IR/CSLL	RS '000	(49,304)	(50,034)	(57,796)	(53,161)	(85,997)	(117,660)	(151,166)	(190,781)	(237,547)	
<i>% do EBT</i>	%	31.6%	45.0%	40.2%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	
Lucro Líquido	RS '000	106,589	61,145	85,803	103,196	166,935	228,398	293,440	370,340	461,122	34.9%
<i>Margem Líquida</i>	%	7.1%	3.7%	5.1%	5.4%	7.9%	8.9%	9.5%	9.9%	10.4%	

Elaboração / fonte: o autor / Grupo Fleury (de 2012 a 2014)

Figura 36 – Demonstrativo do Exercício da Modelagem Financeira do Grupo Fleury

Conclusão

Todo o estudo feito ao longo deste trabalho é a primeira fase no processo de investimento pelo Fundo de Private Equity.

Foi feita a análise preliminar de investimento onde foram abordados os temas macroeconômicos, microeconômicos, estudos de mercado, dos competidores, análise aprofundada (até onde possível nesta altura) do Grupo Fleury e modelagem financeira para conferir os números financeiros e averiguar se o investimento dará retorno.

Foi concluído que sim, a princípio o investimento é atraente e que dará retorno, dada as hipóteses de crescimento, margem, etc. Sendo assim, a tese de investimento foi comprovada e o Fundo fará uma proposta não vinculativa²⁷. Não vinculativa pois antes de comprar o ativo, será feita uma diligência mais severa. A diligência irá cobrir tanto aspectos operacionais (onde a empresa irá abrir todas as suas informações – e não só o que está público, como o que foi usado para esta análise preliminar – para o Fundo estudá-las), legal (contratando um escritório de advocacia para tal) e financeira (auditando a empresa para ter certeza de que os números apresentados, especialmente o EBITDA, estão corretos). Outro ponto é a proposta em si que será negociada com os sócios, pois eles podem na verdade estar procurando algo diferente do que o Fundo está propondo (tanto em termos de valor quanto de estrutura). Se tudo isto ocorrer e for aprovado, o Fundo irá de fato fazer o investimento.

De qualquer forma, o presente trabalho apresenta uma parte importante do processo de investir em um ativo. É a primeira fase, onde discute-se a tese, estuda-se o setor e a empresa, os riscos, os benefícios e o valor a ser pago para aprovar ou não a oferta.

Neste caso, dada toda a análise e aprovação da tese de investimento, o Fundo irá fazer uma oferta não vinculativa para compra de participação do Grupo Fleury.

²⁷ A Proposta Não-Vinculativa é uma proposta de compra que não obriga nenhuma das partes a de fato realizar a operação. Nem os sócios originais a aceitar a proposta, nem o Fundo de comprar o ativo.

Referências Bibliográficas

ALBERT EINSTEIN. Informações Institucionais. Disponível em <<http://www.einstein.br/exames/unidades/Paginas/unidades.aspx>>. Acesso em 22 nov. 2015.

ALLIAR. Informações Institucionais. Disponível em <<http://alliar.com/a-alliar/>>. Acesso em 22 nov. 2015.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL ; KPMG, “Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil 2011/2012/2013”. Disponível em <https://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Private-Equity/private-equity-br-2014.pdf> . Acesso em 22 nov. 2015

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Séries Temporais. Disponível em <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTe laLocalizarSeries>>. Acesso em 22 nov. 2015.

BREALEY, R; MYERS, S; ALLEN, F, “Principles of Corporate Finance”, 10. ed. Londres, Reino Unido: McGraw/Hill, 2010.

DAMODARAN, A, “Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”, 3. ed. New York, NY: John Wiley & Sons, 2012.

CAPITAL IQ < <http://www.spcapitaliq.com/> > Acesso em 20 nov. 2015.

DASA. Informações Institucionais e Setoriais. Disponível em < <http://www.dasa3.com.br/>>. Acesso em 22 nov. 2015.

FLEURY. Informações Institucionais e Setoriais. < http://ri.fleury.com.br/fleury/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28#>. Acesso em: 22 nov. 2015.

HERMES PARDINI. Informações Institucionais. Disponível em <<http://www3.hermespardini.com.br/pagina/118/idades.aspx>>. Acesso em 22 nov. 2015

KOLLER, T; GOEDHART, M; WESSELS, D; “Valuation: Measuring the Value of Companies”, 5th ed. Hoboken, EUA: John Wiley & Sons, 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA, “Pesquisa Mensal do Emprego Setembro 2015”, Disponível em <ftp://ftp.ibge.gov.br/Trabalho_e_Rendimento/Pesquisa_Mensal_de_Emprego/fasciculo_indicadores_ibge/2015/pme_201509pubCompleta.pdf>. Acesso em: 22 nov. 2015

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA, “Pesquisa Nacional Por Amostra de Domicílios”, 2.ed. Rio de Janeiro, Brasil. Disponível em <<http://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv94414.pdf>>. Acesso em: 22 nov. 2015

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA, “Pesquisa de Orçamentos Familiares 2008 - 2009”, Disponível em <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/condicaodevida/pof/2008_2009/POFpublicacao.pdf>. Acesso em: 22 nov. 2015

LACAVA, N. CAMPOS, L, “Diagnosticos da America – Assuming Coverage”, São Paulo, Brasil: Credit Suisse, 2011

LUDÍCIBUS, J; MARION, J, “Curso de Contabilidade Para Não Contadores”, 3. ed. São Paulo, Brasil: Editora Atlas S.A., 2000

PIZANO, A; HUMPERT, T, “Initiate with Neutral, R\$ 27 price objective”, São Paulo, Brasil: Bank of America Merrill Lynch, 2011.

ROSENBAUM, J; PEAL, J, “Investment Banking”, 2. ed. Hoboken, EUA: Johny Wiley & Sons, 2009

SALOMÃO ZOPPI. Informações Institucionais. Disponível em <<http://web.szd.com.br/site/SalomaoZoppi-Diagnosticos>>. Acesso em 22 nov. 2015.