

PRINCIPAIS DIRECIONADORES DE VALOR DA SAÚDE NO BRASIL

Simone de Lima Teixeira*

Resumo

Este estudo teve como principal objetivo identificar quais são os principais direcionadores de valor de empresas prestadoras de serviços do segmento da saúde no Brasil. Buscou relatar o contexto e estrutura do setor. A partir de pesquisa bibliográfica foram abordados os principais conceitos relativos aos *drivers* de valor e sua abordagem nos processos de avaliação de empresas, bem como apresentou-se um roteiro básico de *valuation*. Com base em entrevista semiestruturada realizada com analistas de mercado, os resultados evidenciados quanto aos direcionadores financeiros de valor para o setor da saúde, foram: crescimento das vendas, lucro operacional, investimentos e retorno sobre o patrimônio líquido. Também foram identificados direcionadores não financeiros de valor, tais como: qualidade, profissionalização, marca, gestão eficiente, conhecimento e localização demográfica.

Palavras-chave: Valor. Direcionadores de valor. *Valuation*.

* Pós Graduada MBA em Gestão de Negócios da Saúde pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos (Unisinos), Pós graduada Especialização em Finanças Empresariais e Controladoria (URI Santo Ângelo).

PRINCIPAIS DIRECIONADORES DE VALOR DA SAÚDE NO BRASIL

1 INTRODUÇÃO

A saúde no Brasil enfrenta inúmeros desafios para prosperar. O aumento da demanda por serviços do Sistema Único de Saúde (SUS) devido à perda de 2,7 milhões de usuários de planos de saúde nos últimos dois anos enseja discussões sobre o acesso para todos com qualidade. (SILVA, 2017).

O SUS é universal e gratuito, fundamental para a saúde local, pois uma porcentagem considerável da população brasileira não tem condições de acesso ao sistema privado. Segundo dados da Confederação Nacional de Saúde (CNS) e do Ministério da Saúde, em junho de 2017 o SUS contava com 6.778 hospitais em sua rede, sendo 2.034 públicos e 4.744 privados, totalizando 494.097 leitos hospitalares.

O mercado privado é distribuído entre agentes individuais. Nesse caso, os usuários dos serviços pagam individualmente ou coletivamente, por meio de grupos ou planos de seguro-saúde administrados por empresas privadas, cooperativas e organizações não filantrópicas ou de autogestão. Do outro lado, há empresas prestadoras de serviços como Hospitais, Clínicas e Laboratórios, entre outros. Algumas delas são companhias de capital aberto listadas na B3.

A regulamentação das atividades neste setor difere para cada agente. No âmbito da saúde pública, a gestão do Sistema Nacional de Saúde está concentrada no Ministério da Saúde, que transfere receitas a estados, municípios, hospitais universitários e entidades de caridade, e supervisiona suas atividades. Os administradores e planos de seguro-saúde são padronizados e supervisionados pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), enquanto os prestadores são supervisionados pela Agência Nacional de Vigilância Sanitária (ANVISA).

De acordo com estudo realizado por Valor (2017), o segmento de Medicina Diagnóstica é fortemente dependente das operadoras de planos de saúde, que são as principais fontes pagadoras do setor de saúde privada do País. Segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), 90% da população que utiliza equipamentos privados é beneficiária de planos de saúde.

A análise mostra que o segmento de medicina diagnóstica, composto por hospitais, clínicas, laboratórios e operadoras, é caracterizado pela grande fragmentação, com muitos competidores. Em dezembro de 2016, por exemplo, 19.299 estabelecimentos de diagnósticos aceitavam planos de saúde, ante 18.533 unidades em 2015. As unidades de desembolso próprio (particulares) somavam 33.042 e as do SUS eram 23.576, de acordo com dados do Cadastro Nacional dos Estabelecimentos de Saúde do Brasil (CNES), do Ministério da Saúde. A distribuição geográfica, segundo a análise, segue um padrão semelhante ao dos hospitais. Dos 19.299 estabelecimentos de diagnósticos que aceitavam planos de saúde em 2016, a região Sudeste liderava com 10.311 unidades, ou seja, 53,62% desse total. (VALOR, 2017).

Hospitais privados têm atuação destacada na prestação de Serviços de Apoio à Diagnóstico e Terapia (SADT). Movimentaram receita bruta de R\$ 5,2 bilhões, de acordo com dados da Associação Nacional de Hospitais Privados (ANAHP). A participação destes serviços na receita total desses hospitais cresceu de 21,3% em 2014 para 22,9% em 2015. Estes serviços são alvo de interesse das operadoras dos planos de saúde, como forma de controlar a sinistralidade, pois quando o paciente faz exames de rotina, os custos tendem a cair. (VALOR, 2017).

Quanto aos desafios do setor da saúde como um todo, a redução do volume de desperdícios, o controle dos custos e o tratamento dos dados operacionais e econômicos são os principais a serem superados.

Neste segmento, destacam-se os investimentos expressivos que necessitam ser realizados em expansão, modernização de infraestrutura e em aquisição de equipamentos de alta tecnologia que em sua maioria são importados de outros países, o que demanda altos investimentos. As principais fontes de financiamento são o capital próprio, recurso de aberturas de capital e linhas de crédito junto aos bancos.

O mercado de assistência à saúde no Brasil é abrangente e complexo. Em função disso, tem passado por mudanças profundas, advindas de um novo paradigma de negócios, o que o torna mais promissor e atraente para os investidores. Parte considerável desta profunda transformação do setor é causada pelo excesso de regulamentação, velocidade dos avanços tecnológicos, aumento das expectativas dos clientes, mudanças demográficas globais, rápido envelhecimento das populações e aumento de doenças, o que se traduz em novas formas de alinhamento e integração.

Essa revolução reflete diretamente na maneira como os negócios do setor são geridos, pois além da identificação de oportunidades, as preocupações estimulam a adoção de medidas adequadas para se proteger nessa área.

Frente a este contexto, a utilização de equipamentos de alta tecnologia aponta significativa contribuição para a conquista, manutenção e melhoria da competitividade das empresas do setor de serviços de saúde brasileiro. Além disso, dado o custo elevado para aquisição desses ativos, bem como o custo operacional elevado intrínseco das organizações de saúde, a utilização de dívidas, também parece ser de extrema importância para que as organizações privadas de saúde possam se manter competitivas no mercado. (OLIVEIRA; MARTIN; NAKAMURA, 2004, pg. 1).

Esse estudo tem como principal objetivo identificar quais são os principais direcionadores de valor a serem considerados na avaliação de empresas prestadoras de serviços na área da saúde no Brasil. Há uma vasta literatura descrevendo quais são os direcionadores de valor (*value drivers*) de uma empresa, mas pouco se aborda especificamente do setor da saúde.

A identificação dos direcionadores de valor de um determinado setor de atividade permite uma compreensão das escolhas estratégicas predominantes do setor. Além disso, possibilita aos gestores tanto um aprimoramento constante das atividades que agregam valor, quanto uma oportunidade de melhorar os processos necessários para desempenhar determinadas atividades que consomem valor. (AGUIAR et al., 2011).

O presente artigo, além desta introdução que aborda o contexto do mercado de assistência à saúde e sua estrutura, apresenta a fundamentação teórica utilizada neste estudo para seleção dos direcionadores de valor e para a formulação da hipótese da pesquisa, além dos procedimentos para coleta e análise dos dados. Por último, são analisados os principais resultados, que servirão de base para as considerações finais.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O referencial teórico é composto pela literatura sobre valor, direcionadores de valor e avaliação de empresas.

2.1 Valor

O valor para o acionista é criado quando a geração de fluxo de caixa proveniente dos investimentos ultrapassa a remuneração destes investimentos pelo custo médio ponderado de capital da companhia, o que demonstra o crescimento no valor econômico do capital da empresa ao longo do tempo, tendo como contrapartida os ganhos de capital e os ganhos com dividendos. (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2012).

Segundo Oliveira, Martin e Nakamura (2004), a geração de valor tem relação com as decisões da administração, no qual as decisões de investimento e de operação geram fluxos de caixa livres (após impostos), enquanto as decisões de financiamento influenciam a estrutura de capital e o nível de custo médio de capital da organização. Conforme Damodaran (1999, p. 298) “o valor para o acionista é determinado, aplicando-se o custo ponderado de capital como a taxa de desconto para o fluxo de caixa livre”.

Ainda assim, ressaltam os autores, muitos fatores, como a competição, a tecnologia e o ciclo de vida do ativo, por exemplo, afetam a dimensão e a volatilidade desses fluxos de caixa. Já o mercado de capitais influencia a expectativa de retorno dos investidores e o custo médio ponderado de capital.

Valor também pode ser gerado com base em dividendos pagos em dinheiro e realização de ganhos de capital. Neste caso, o ponto de vista dos investidores é inseparável do fluxo de caixa livre, que permitirá o pagamento de dividendos pela companhia e orientará o valor de mercado das ações, possibilitando ao investidor realizar ganhos de capital. Minimizando dividendos e reinvestindo todos os fundos em oportunidades com valor presente líquido positivos, também é possível criar valor. (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

Desenvolvimentos recentes na teoria do Mercado de Capitais apresentam justificativa para utilizar o comportamento dos preços dos ativos como um teste da utilidade das práticas contábeis, afirma Guimarães Júnior, Câmara e Melo (2012, p. 45). Segundo os autores, o mercado de capitais são ao mesmo tempo eficientes e imparciais, e se a informação for útil para a formação do preço dos ativos de capital, então o mercado ajustará os preços para esta informação, com rapidez e sem deixar qualquer possibilidade de ganho anormal.

Salientam ainda que, “o impacto de uma nova informação sobre um ativo individual pode ser mensurado mediante seus retornos residuais. A diferença entre o retorno realizado e o esperado é aceito, como um indicativo sobre o valor da nova informação – uma das variáveis que influenciam o preço ou o valor das ações”.

2.2 Direcionadores de valor e sua importância

Direcionadores de valor, segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), são denominadas as variáveis que têm impacto nos resultados em termos de criação (ou destruição) de valor. Rappaport (1998 apud OLIVEIRA, MARTIN e NAKAMURA, 2004, p. 4) conceitua os direcionadores de valor como os parâmetros básicos para valoração. Para Aguiar et al. (2011), são ferramentas que auxiliam na seleção de ativos, na identificação do seu valor e o que ele realmente gera. Sobre eles a administração da empresa poderá agir, pois têm impacto nos resultados do negócio.

De acordo com Assaf Neto (2003), companhias que conseguirem mostrar eficiência utilizando-se dos direcionadores de valor aumentam as possibilidades de atrair recursos das empresas empenhadas em atuar com responsabilidade social, além de evitar dispêndios dos recursos com atividades que não agreguem valor, sendo possível também verificar se os esforços para captação de recursos estão trazendo resultados satisfatórios.

A importância dos direcionadores de valor, explica Silva (2014, p. 7), relaciona-se com o fato de que “ocorrendo qualquer alteração nesses, a situação econômico-financeira da companhia altera-se significativamente”.

Sobre estudos nos quais os pesquisadores buscaram de uma forma ou de outra, variáveis capazes de prever sobre qual será o desempenho de uma companhia no mercado, os autores Guimarães Júnior, Câmara e Melo (2012) relatam que os resultados encontrados têm uma relação significativa entre variáveis econômico-financeiras (direcionadores de valor) e o retorno das ações das companhias, principalmente os componentes do fluxo de caixa como: receitas, margem, alíquotas de impostos, investimentos em ativos e custo de capital. Caselani e Caselani (2006) realizaram estudo buscando identificar, dentre um conjunto de direcionadores, aqueles que impactam o potencial de geração de valor das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. Os resultados evidenciaram que a combinação de indicadores financeiros e não financeiros se faz necessária para explicar o potencial de agregação de valor por parte das empresas e que informações financeiras sozinhas não são suficientes para justificar a criação de valor nas companhias.

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2000), os direcionadores de valor devem ser diretamente relacionados à criação de valor para o acionista e disseminados em todos os níveis da organização. Devem ser definidos e medidos tanto por indicadores chave de performance financeiros, como por operacionais (os não financeiros). Além disso, devem contemplar o crescimento de longo prazo e também desempenho operacional.

De acordo com Silverstein et al. (2014), estudo realizado em 38 empresas do segmento da saúde dos EUA, Índia e Tailândia, indica como principais impulsionadores da criação de valor do segmento, os relacionados às medidas operacionais (crescimento das vendas e mudanças na margem EBITDA), aqueles relacionados ao sentimento do investidor (variação em múltiplos de avaliação) e aqueles relacionados à política financeira (rendimento de dividendos, variação no número de Ações em circulação e mudanças na dívida líquida).

Especificamente relativo ao segmento da saúde, em sua obra recente Cimasi (2014, p. 12) afirma:

“The value of a healthcare enterprise is predicated on the enterprise’s ability to generate an anticipated net economic benefit in the future, in an amount that is sufficient to support the investment in the assets making up the enterprise, which not economic benefit accrues to the owners of the enterprise and is available to be capitalized into an indication of value”.

Relativo a *Value Drivers*, Cimasi (2014, p. 12) menciona:

“Most of the value drivers, that may have and impact on the appraisal of an allied health professional enterprises are similar to those for physician professional practices, that it: Scope of services; Capacity for future growth, nature and stability of the Revenue Stream; Payor Mix; Efficiency of operating expenses; Adequacy of the capital structure; Estability of the supply chain; Market rivaldes and competitors, and subject enbty specific nonsystematic risk”.

Em trabalho realizado por Oliveira, Martin e Nakamura (2004) com o objetivo de constatar empiricamente a relação entre criação de valor e os direcionadores de valor financeiros e não financeiros, com amostra de 1082 empresas do setor de saúde no Brasil, os resultados apurados apontam que a quantidade de equipamentos de alta tecnologia é direcionador relevante de criação de valor.

No entanto, para além de fatores quantitativos mensuráveis, parte do valor de total de uma companhia pode ser atribuído a valores imateriais, como por exemplo, marca, capital humano, governança corporativa, capital intelectual, segurança nos processos, e qualidade da gestão. (SILVA, 2014, p. 10).

2.3 Avaliação de empresas

A avaliação de empresas no contexto financeiro envolve todo o processo de análise retrospectiva e prospectiva de uma empresa. O termo em inglês *Valuation*, avaliação de empresas, significa valorar (atribuir valor a) um ativo econômico gerador de fluxo de benefícios ao seu proprietário, ou seja, *Valuation* sintetiza a metodologia aplicada na desafiante tarefa de dar preço aos ativos a partir de uma previsão de futuro, de seu futuro econômico (COSTA; COSTA; ALVIM, 2011).

O valor de qualquer ativo econômico nasce da capacidade que esse ativo tem em gerar fluxos de caixas para os seus proprietários, e ressaltam que se não há esperança alguma de que o ativo não irá gerar fluxo de caixa em algum ponto no futuro, ele não tem valor como investimento (COSTA; COSTA; ALVIM, 2011).

Determinar a *Valuation* de uma empresa é um processo complexo que embora os métodos sejam quantitativos, envolve premissas subjacentes à sua aplicação, que estão sujeitas a critérios subjetivos, onde a quantidade e qualidade das informações utilizadas, bem como a compreensão da empresa a ser avaliada, são condições fundamentais e determinantes para que se obtenha um resultado justo (DAMODARAN, 2011).

2.3.1 Avaliação por Múltiplos

O método de avaliação por múltiplos estima o valor de um ativo ou empresa através da aplicação de um fator de referência, o qual tem como base outras empresas já avaliadas no mesmo segmento, semelhantes em termos de risco, crescimento e potencial de geração de resultados. Segundo Damodaran (1999), índices como Preço/Lucro, Preço/Valor Patrimonial, Valor da Firma/EBITDA são utilizados para analisar as empresas.

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 321) a avaliação por múltiplos é uma ferramenta que não deve ser dispensada na avaliação de investimentos, pois por meio de seus componentes pode, muitas vezes, levar a uma reavaliação de estratégias.

2.3.2 Risco e Retorno

Através da teoria ortodoxa de finanças, relatada na obra de Costa, Costa e Alvim (2011), é possível identificar os três perfis de investidores existentes e descrevê-los: i) amante do risco: utilidade marginal crescente: aquele que, dada uma série de opções de investimento com retornos idênticos irá escolher aquele de maior risco; aumenta a exposição de sua riqueza ao risco à medida que sua riqueza aumenta; ii) avesso ao risco: utilidade marginal decrescente: aquele que, dada uma série de opções de investimento com retornos idênticos, irá escolher aquele de menor risco; diminui a exposição de sua riqueza ao risco à medida que sua riqueza aumenta; iii) indiferente ao risco: utilidade marginal constante: é aquele que não se

importa com as opções de investimentos oferecidas; não altera a exposição de sua riqueza à medida que sua riqueza aumenta.

Relativo aos perfis, na literatura de finanças, como na obra de Hoji (2010), os investidores são identificados como conservadores, moderados ou arrojados. E segundo Costa, Costa e Alvim (2011), embora possam existir diferentes perfis, a maioria dos investidores, gestores patrimoniais e administradores de empresas é avessa ao risco. Este pressuposto está baseado na noção de utilidade marginal, sendo que o principal argumento dessa teoria é que a utilidade marginal da riqueza de um indivíduo é decrescente.

O que torna arriscado um investimento no mercado de ações é a gama dos resultados possíveis ou a dispersão destes, que é usualmente medida pelo desvio padrão ou a variância. E de acordo com Brealey, Myers e Allen (2012) o objetivo de todos os investidores é aumentar o retorno esperado e reduzir o desvio padrão desse retorno.

O risco de qualquer ação pode ser dividido em risco de mercado, que deriva das oscilações do próprio mercado e risco único, que é inerente a essa ação. Os investidores podem eliminar o risco único através da diversificação de suas carteiras, assim o todo diversificado passa a ter o risco de mercado que irá variar de acordo com a sensibilidade – geralmente conhecida por beta, às variações do mercado. (DAMODARAN, 1999).

O autor supracitado relaciona o que um modelo deve disponibilizar para que possamos considerá-lo um bom modelo de risco e retorno, são: a) oferecer uma medida para risco que seja universal; b) especificar que tipos de riscos são recompensados e que tipos não o são; c) padronizar medidas de risco, permitindo análise e comparação; d) traduzir a medida de risco em retorno esperado; d) funcionar.

De acordo com a literatura, existem indicadores fundamentais para a identificação da taxa de retorno esperada, ou custos dos capitais da empresa, tais como: a taxa de desconto livre de risco; o coeficiente Beta; a taxa de retorno de mercado e o prêmio pelo risco de mercado. (ASSAF NETO apud PADOVANI et al, 2011).

De acordo com Brealey, Myers e Allen (2012, p. 159) “as teorias mais importantes e mais utilizadas que relacionam o risco com o retorno em uma economia competitiva, são: a) modelo *Capital Asset Price Model* (CAPM), e b) modelo *Arbitrage Pricing Model* (APM) ou modelo de fatores, também conhecido como a teoria da avaliação por arbitragem”.

Na análise de Damodaran (1999), de modo geral, o CAPM tem a vantagem de ser um modelo mais simples de se estimar e utilizar, mas apresentará um desempenho inferior o APM quando a empresa for sensível a fatores econômicos que não sejam bem representados pelo índice de mercado.

2.3.3 *Capital Asset Price Model (CAPM)*

O CAPM ainda é o padrão pelo qual os demais modelos para risco e retorno são medidos. Conforme Damodaran (1999), o modelo em si tem a vantagem de ser simples e intuitivo, e fornece algumas implicações fortes e passíveis de serem testadas. É construído sobre a premissa de que a variância de retornos é a medida de risco apropriada, mas apenas aquela porção de variação que é não diversificável é recompensada. O modelo mede essa variância não diversificável usando uma estimativa beta, e relaciona os retornos esperados a essa estimativa beta.

Damodaran (1999) afirma que a lógica por trás do CAPM é que os investidores são recompensados por assumir riscos não diversificáveis. Nele, um fator, sensibilidade em relação à carteira de mercado, absorve esse tipo de risco não diversificável. Em outra análise, o mesmo autor salienta que o CAPM faz um maior número de pressuposições, mas chega ao

modelo mais simples com apenas um fator impulsionando o risco e requerendo estimativa, e que a utilização continuada do modelo atesta tanto sua atratividade intuitiva quanto sua simplicidade.

2.3.4 Estimativas de Taxas de Desconto

Através da obra de Damodaran (1999), verifica-se o processo de estimativa de taxas de desconto e duas medidas alternativas de taxas de desconto: o custo do patrimônio líquido e o custo de capital ou Custo Médio Ponderado do Capital (WACC).

O Custo do Patrimônio Líquido pode ser estimado utilizando modelos de risco e retorno: a) o CAPM em que o risco é medido com relação a um único fator de mercado; b) o APM em que o custo do patrimônio líquido é determinado pela sensibilidade a múltiplos fatores econômicos não-especificados; c) o modelo multifatorial, em que a sensibilidade as variações macroeconômicas é usada para medir o risco; d) o modelo de crescimento de dividendos, que segundo Damodaran (1999, p. 76) “baseia-se em um fluxo de caixa descontado a valor presente que pode ser usado para avaliar uma empresa em crescimento estável”.

Conforme Costa, Costa e Alvim (2011), o custo do capital é uma média ponderada dos custos diversos componentes de financiamentos, com pesos baseados no valor de mercado de cada componente de financiamento, incluindo custo das dívidas, custo do patrimônio líquido e dos títulos híbridos.

2.4 Valuation

2.4.1 Análise dos fatores contextuais

De acordo com Perez e Famá (2004), muito antes de determinar qual o método de avaliação, é extremamente importante e fundamental a elaboração preliminar de um diagnóstico preciso da empresa avaliada, relativo às seguintes questões: a) contexto macroeconômico no qual a empresa está inserida; b) seu setor de atuação; c) seu mercado consumidor; d) seu desempenho passado e atual; e) seus aspectos econômicos e financeiros, sociais, jurídicos, fiscais, comerciais, tecnológicos e técnicos; f) fluxo de caixa histórico, atual e projetado da empresa.

2.4.2 Determinação do método de avaliação

Algumas dificuldades poderão ser encontradas durante a escolha ou aplicação dos métodos de avaliação, problemas estes relacionados às práticas contábeis onde qualquer manobra de registro poderá, por exemplo, aumentar ou diminuir os lucros. Relativo ao tratamento deste problema, Copeland, Koller e Murrin apud Famá e Leite (2003) salientam que para analisar uma empresa é necessário começar pela reorganização de suas demonstrações contábeis, para que o lucro econômico e o retorno sobre o patrimônio líquido reflitam um aspecto mais econômico do que contábil da empresa.

Há demasiada gama de modelos de avaliação de empresas – todos apresentam níveis variados de subjetividade. Inexiste uma forma de avaliação exata, inquestionável, seja pela subjetividade inerente do modelo escolhido, seja pela incerteza do mercado futuro, seja, até mesmo, pelo fator de interesses especulativos ou julgamento de valor do comprador ou do vendedor. De acordo com a literatura que trata sobre o assunto, a técnica do Fluxo de Caixa Descontado é a medida de avaliação mais utilizada.

O modelo de Fluxo de Caixa Descontado propõe-se a determinar o valor de uma empresa pelo fluxo de caixa projetado, descontado a uma taxa do risco associado ao negócio. É calculado pelo valor presente de todos os fluxos previstos de caixa no futuro, descontados pelo custo de oportunidade dos investidores.

2.4.3 Reestruturação dos Relatórios Contábeis

Com base nos resultados históricos de Ativo e Passivo do Balanço Patrimonial, identificando as rubricas mais significativas para efeito da elaboração das análises posteriores, realiza-se a projeção do Balanço Patrimonial da empresa para determinado período futuro.

Utilizando-se dos resultados históricos de rubricas que compõem a Demonstração de Resultados dos Exercícios é possível observar a evolução das receitas, dos custos dos serviços vendidos e das principais despesas operacionais praticadas nos períodos e também realizar as projeções futuras da DRE da companhia.

2.4.4 Investimentos - *Capital Expenditures* (CAPEX)

O CAPEX refere-se aos investimentos incrementais, como máquinas, equipamentos edificações, logística e novos projetos de investimentos que a empresa pode fazer nos anos vindouros.

Para apurar a despesa de capital, calcula-se a mudança dos ativos de ano a ano e dos passivos de ano a ano, no balanço patrimonial, sendo que para cálculo da dívida devem ser consideradas as debêntures a longo prazo. Em seguida, apura-se o CAPEX através do resultado da subtração de Ativo Imobilizado e do Passivo para cada um dos anos projetados.

2.4.5 Preparação do Fluxo de Caixa Operacional

A partir da DRE projetada, elabora-se o fluxo de caixa que tem início pelo *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* – EBITDA, que é o resultado operacional bruto da companhia, antes de impostos, taxas, depreciação e amortização e que representa a sua geração operacional de caixa, ou seja, o quanto a companhia gera de recursos apenas com as atividades operacionais, sem levar em consideração os efeitos financeiros e de impostos. EBITDA equivale ao fluxo operacional de caixa identificando a capacidade financeira que a empresa tem para remunerar os credores – acionistas com os dividendos, os terceiros, com juros e principal e o Imposto de Renda.

Considera-se uma expectativa de crescimento das vendas para os anos futuros, bem como custo dos serviços prestados e despesas estimadas com base no histórico financeiro da companhia. Além disso, alíquota de imposto de renda e contribuição social percentual sobre o lucro tributável.

Obtém-se o EBITDA, resultado de lucro operacional, acrescidos de juros, depreciação e amortização, valores retirados da DRE. A partir do EBITDA, busca-se a definição do custo do capital da empresa para posterior desconto dos fluxos de caixa.

2.4.6 Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC)

O cálculo do custo médio ponderado de capital (CMPC) se torna possível, a partir da identificação das fontes de financiamentos da companhia baseadas em suas participações no investimento total realizado no período. Seu resultado é utilizado para apurar o valor da empresa.

É possível calcular o CMPC baseando-se nas características de estrutura de capital atuais da empresa conforme informações constantes nos relatórios de administração da Companhia de capital aberto (relação dívida/capital próprio). Em seguida, o resultado de CMPC foi utilizado para descontar os fluxos de caixa futuros.

Apura-se o beta alavancado e utiliza-se considerando a relação dívida/capital próprio, e uma taxa de imposto.

2.4.7 Custo do Capital Próprio (CAMP)

Apura-se o CAPM – custo do capital próprio, considerando-se alíquota para taxa livre de risco, o risco país, e o prêmio pelo risco. Utiliza-se também, premissas macroeconômicas que servem de base para as projeções, como previsões de inflação dos bancos centrais do Brasil e dos Estados Unidos para finalizar a composição do cálculo do CAPM.

2.4.8 Valuation

O Fluxo de Caixa Livre da empresa, que é a soma dos fluxos de caixa para todos os detentores de direito da empresa. A avaliação de caixa pelo Fluxo de Caixa Descontado abrange as principais variáveis que podem alterar o valor da empresa. Esta ferramenta determina o valor, levando em consideração os valores anteriores à avaliação e as projeções para os exercícios futuros.

Para o modelo de avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado, adota-se projeção de anos futuros, seguidos da perpetuidade.

Nesta etapa, apura-se o valor residual, que é considerado no último ano do horizonte de projeção explícito dos fluxos de caixa da empresa, e estima-se também o *Goodwill*, que está relacionado a capacidade de ganho da empresa. É a capacidade de ganho acima do normal, relacionado a fatores subjetivos. Alguns trabalhos consideram que ele está na diferença do valor contábil para o valor de mercado da empresa, valor este já reconhecido pelo mercado de ações.

3 MÉTODO

Esta parte do trabalho evidencia os procedimentos metodológicos que foram usados, determinando o tipo de pesquisa utilizada, população e amostra, seleção das variáveis de estudo, a forma de coleta dos dados, bem como seus devidos tratamentos.

O estudo é dedicado a identificar quais são os principais direcionadores de valor na área da saúde no Brasil. De acordo com as orientações de Vergara (2011) e Bardin (2011), os métodos aplicados no estudo são de caráter exploratório, descritivo e explicativo.

Exploratório, porque embora a avaliação de empresas seja um assunto amplamente discutido, verificou-se que é relativamente pequena a existência de estudos que abordem o segmento da saúde. Descritivo, porque visou apresentar os conceitos de *Valuation* e *Value Drivers*. A investigação foi, também, explicativa, porque apresentou quais fatores contribuem para a geração de valor para o acionista e que interferem na determinação de valor de uma empresa.

O estudo aconteceu através de pesquisa bibliográfica e *survey*, isto é, fez-se um aprofundamento da compreensão e embasamento teórico do problema pelos referenciais teóricos já publicados, seguido de pesquisa de campo para obtenção de informações.

O universo desta pesquisa foi composto pelos analistas de mercado das companhias listadas no B3, bem como analistas de mercado das corretoras brasileiras, os quais fazem a cobertura da área da saúde, com população em amostra voltada para este tipo de segmento: Serviços Médico-Hospitalar Análises e Diagnósticos, totalizando em 04 observações.

Como instrumento de coleta de dados, utilizou-se entrevista semi-estruturada, com o objetivo de identificar os principais direcionadores de valor da área da saúde no Brasil, sob ótica dos analistas de mercado. Primeiramente, um pré teste foi feito com um professor

Doutor da área de finanças, um especialista em mercado de capitais e com um analista de mercado da cidade de Santo Ângelo/RS como forma de validação das perguntas. O objetivo desta etapa foi certificar os principais pontos que seriam abordados nas entrevistas com os analistas de mercado.

Além de contatos telefônicos, foram enviados e-mails aos analistas para que tivessem conhecimento do teor das perguntas (Anexo I), tendo em vista uma melhor percepção e apresentação da informação e considerando ainda, o compromisso inerente a garantia do anonimato e confidencialidade das respostas.

Para o tratamento do problema, esta pesquisa utilizou abordagem qualitativa. A análise das entrevistas realizadas neste estudo, foi feita através da análise de conteúdo – um método muito utilizado no âmbito da investigação qualitativa, com base nas orientações de Bardin (2011).

4 RESULTADOS

Continuando o relato, a seguir, apresentam-se os resultados da pesquisa. Foram elaboradas sete perguntas à 04 analistas de mercado, com a finalidade de captar informações e orientações sobre a temática avaliação de empresas e direcionadores de valor do setor da saúde no Brasil

No Quadro 2 destaca-se a opinião dos analistas de mercado sobre: Quais são as atratividades do setor da saúde no Brasil.

Quadro 1 – Opinião dos analistas sobre quais são as atratividades do setor de saúde do Brasil

ENTREVISTADO	Resposta
Analista 1 (SP)	<i>“A baixa penetração de serviços de qualidade, juntamente com o envelhecimento da população”.</i>
Analista 2 (SP)	<i>“Resiliência, rentabilidade e crescimento”</i>
Analista 3 (SP)	<i>“Segundo dados do CRF-RJ, o Brasil investe pouco em saúde comparativamente a países mais desenvolvidos. O Brasil investe 4,7% do PIB em saúde, índice muito inferior aos gastos do Canadá, França, Suíça e Reino Unido, onde os percentuais de investimento variam de 7,6% a 9,0%. O gasto total do País per capita em saúde, contando investimentos públicos e privados, também está bem abaixo da média dos países desenvolvidos, com modelos universais. Na Suíça, por exemplo, esse valor chega a US\$9.276 enquanto o Brasil investe US\$1.083 por habitante na área da saúde. Dito isto, é fácil perceber que há déficit na oferta de serviço via setor público, o que abre uma oportunidade de mercado para empresas privadas”.</i>
Analista 4 (RS)	<i>“Na minha opinião, o setor de saúde do Brasil apresenta um mar de oportunidades em função de diversos motivos, que destacamos os seguintes: a) o atendimento público de saúde é precário e presta um péssimo serviço, e qualquer pessoa que pode evitar de usar o serviço público o faz; b) população do Brasil está envelhecendo e esse processo tende a se acelerar, devido a questões demográficas; c) a renda média do Brasileiro cresceu se considerarmos os últimos 20 anos, essa crise de 2014 em diante deve ser passageira; d) o setor privado apenas iniciou a exploração das oportunidades; e) os</i>

	<i>operadores internacionais ainda não entraram de fato nesse mercado; f) as operações privadas ainda são pulverizadas, e pouco profissionalizadas, deixando uma boa margem para melhorias de rentabilidade e de valor”.</i>
--	--

Fonte: Dados da pesquisa, 2017

Os 4 analistas sinalizaram que é um setor com grande potencial de crescimento, logo é um setor que pode trabalhar com múltiplos maiores, pois o crescimento da geração de caixa deve ser grande.

Além disso, as companhias com maior qualidade e diferenciação poderão agregar valor e cobrar mais por seus serviços prestados – modelo que vem sendo discutido pela saúde suplementar; e consequentemente terão retorno de seus investimentos, visto que o baixo índice de qualidade ou a falta de oferta do serviço público aumenta as oportunidades do serviço privado.

Outro fator importante é o aumento de parte da população em idade adulta demandando mais atenção à saúde, o que sinaliza para um incremento na oferta de serviços e novos tipos de exames.

O fato de haver pouco investimento interno em saúde no Brasil, sinaliza potencial de atração de novos investidores e capital estrangeiro, proporcionando profissionalização, compromisso com regras de governança corporativa, padronização em qualidade e segurança em saúde, além de amplitude regional dos players operantes.

No Quadro 3 apresenta-se o ponto de vista dos analistas de mercado sobre: O que amplia a vantagem competitiva das empresas deste setor (saúde) no mercado atual e quais são os direcionadores de valor mais representativos para o setor da saúde no Brasil.

Quadro 2 – Opinião dos analistas sobre o que amplia a vantagem competitiva das empresas do setor da saúde e quais são os direcionadores de valor mais representativos

ENTREVISTADO	Resposta
Analista 1 (SP)	<i>“Se resume na pulverização do mercado. Muitos players operantes, com baixa eficiência e sofisticação é um dos principais drivers de valor em minha opinião. Os players que assumirem posição de consolidador (com boa gestão), terá vantagens competitivas relevantes no longo prazo”.</i>
Analista 2 (SP)	<i>“Como um setor não vejo vantagens fora que estamos ficando mais velhos e precisamos mais de saúde. Rentabilidade = ROE”.</i>
Analista 3 (SP)	<i>“Acreditamos que as vantagens competitivas de algumas empresas estão na construção da marca. Algumas têm se posicionado como marcas focadas em clientes de público de maior poder aquisitivo como Fleury. O setor também possui algumas necessidades de investimentos, já que alguns equipamentos exigem um valor de investimento inicial elevado (como tomógrafos de última geração). Com isso, pode-se dizer que há claramente uma estratégia de diferenciação por preço maior. Outra vantagem do setor, é porque ele é um serviço, logo precisa ser prestado localmente, o que exclui a competição externa, justamente por não ser um ‘tradable good’ um bem exportável, como um carro, por exemplo”.</i>

Analista 4 (RS)	<i>“Entendo que a profissionalização das empresas vai fazer com que algumas se destaquem e criem vantagens competitivas sólidas; a) destaque sempre o foco em qualidade que pode garantir a vantagem em preços (Valor), como se trata da saúde das pessoas as instituições com mais credibilidade poderão cobrar preços superiores aos que não dispõe desse conceito; b) independentemente de se cobrar preços maiores, o tamanho e a profissionalização das operações, pode trazer também vantagem em custos, melhorando a margem de lucratividade”.</i>
-----------------	---

Fonte: Dados da pesquisa, 2017

Os analistas enfatizam diferentes direcionadores de valor com a finalidade de gerar valor para o acionista, onde crescimento e capacidade de gestão de qualidade apresentam-se como os mais representativos para a diferenciação dos demais concorrentes, o que favorece a atração de recursos para o negócio e mais investimentos de capital, logo, geração de valor e retorno do investimento, compensando o risco.

Sinalizam também a importância do foco em ativos que possam alavancar o posicionamento competitivo da empresa e ampliar a cobertura geográfica. Ativos intangíveis como marca, qualidade, gestão eficiente e conhecimento, sob a ótica dos analistas demonstram ser dos mais importantes.

Pelo relato dos analistas, percebe-se que é um setor que pode trabalhar com margens maiores, seja através de preços e taxas de reembolso mais elevadas, ou seja pela vantagem em custos, permitindo crescimento lucrativo.

O Quadro 4 mostra a opinião dos analistas sobre: Quais são os indicadores chave de performance (ICP) – medidas de valor, mais adequados ao setor de saúde no Brasil.

Quadro 3 – Opinião dos analistas sobre ICP mais adequados ao setor de saúde

ENTREVISTADO	Resposta
Analista 1 (SP)	<i>“Para Hospitais: o tempo médio de internação; para planos de saúde: a penetração dos produtos; para medicina diagnóstica: o índice de eventos por consulta, que tem subido forte ultimamente”.</i>
Analista 2 (SP)	<i>“Rentabilidade = ROE e crescimento”</i>
Analista 3 (SP)	<i>“Os indicadores são, receitas, custos, margens brutas, despesas operacionais para entendermos o valor criado no lado operacional, assim os indicadores de Lucro Operacional (ou EBITDA). Do lado financeiro, receitas e despesas financeiras para entendermos o endividamento. Por fim, a margem líquida é crítica para saber se a empresa cria valor para seus stakeholders”.</i>
Analista 4 (RS)	<i>Nós entendemos que independentemente do setor, os indicadores chave são: a) margem EBITDA, pois aí você vai analisar a capacidade de gerar faturamento, e também irá analisar todos os custos envolvidos na operação, e quanto isso deixa de caixa bruto para o negócio; b) taxa de crescimento, o crescimento do faturamento e das vendas mostra a assertividade da sua abordagem, se não cresce, você não está capturando o potencial do mercado. Crescimento é um dos principais geradores de valores, isso é visto nos Valuation das empresas de alta tecnologia, onde muitas vezes mesmo não gerando caixa no momento</i>

	<p><i>da avaliação, por estarem crescendo muito rapidamente, apresentam alto valor; c) CAPEX - No setor de saúde há alguns negócios que demandam alto investimento em capital fixo, essa necessidade aliada a capacidade de crescimento, é fundamental para a Valuation. Se a empresa exige um CAPEX muito alto por unidade a mais de faturamento, muitas vezes a possibilidade de escalabilidade fica muito prejudicada, consumindo bastante do caixa gerado, limitando o crescimento; d) CICLO FINANCEIRO (OPEX) – A forma de financiamento da necessidade de capital de giro (NCG), pode ser um gargalo para o crescimento também. Um negócio onde o ciclo financeiro seja muito negativo, vai demandar uma grande NCG, limitando o crescimento ou consumindo o caixa gerado de tal forma que a taxa de retorno fique muito baixa, dado o alto custo dos financiamentos de capital de giro no Brasil”.</i></p>
--	---

Fonte: Dados da pesquisa, 2017

Com relação aos indicadores chave de performance, os analistas apontam medidas financeiras e não financeiras. Além de medidas que impactam diretamente o desempenho das empresas, citam ainda o ROE que indica o retorno sobre o patrimônio líquido, ou seja, a capacidade de agregar valor de uma empresa a partir dos seus próprios recursos e do dinheiro dos investidores; crescimento, que segundo a literatura é uma boa métrica de valor pois quanto maior for o volume de faturamento ou de vendas, maior será o retorno sobre o investimento realizado e indicam o quanto se está crescendo e capturando do potencial de mercado; índices operacionais e estratégicos, incluindo o EBITDA que indica o potencial de lucratividade da empresa. Além disso, o CAPEX, métrica relacionada a despesas de capital como aquisição de equipamentos, e o OPEX que faz referência às despesas, aos custos ou aos dispêndios operacionais.

Nota-se a indicação de uso combinado de indicadores financeiros e não financeiros como forma de explicar o potencial de agregação de valor e de predizer como será o desempenho de uma companhia no mercado.

O Quadro 5 apresenta qual a abordagem os analistas admitem ser a mais utilizada para identificação de potenciais direcionadores de valor de uma companhia do setor da saúde.

Quadro 4 – Opinião dos analistas sobre abordagem mais utilizada para identificação de potenciais direcionadores de valor de uma companhia do setor

ENTREVISTADO	Resposta
Analista 1 (SP)	<i>“A identificação de vantagens competitiva hoje fala mais alto, no caso do laboratório Fleury, por exemplo, o poder da sua marca tem feito a diferença”.</i>
Analista 2 (SP)	<i>“Rentabilidade = ROE e crescimento”</i>
Analista 3 (SP)	<i>“O setor de medicina diagnostica, por exemplo, é comum olharmos métricas como Vendas por Mesma Loja (Same Store Sales), ticket médio por exame, ou receita média por exame feito. Receita por metro quadrado”.</i>
Analista 4 (RS)	<i>“Empresas com baixo CAPEX e baixa NCG. Um exemplo bem recente são as clínicas populares, que tem despertado o interesse de</i>

	<i>investidores, por não exigir grande CAPEX nem OPEX, e porque podem ser altamente escaláveis. Atendem um público que está fora dos planos de saúde tradicional e desejam evitar o mau serviço público”.</i>
--	---

Fonte: Dados da pesquisa, 2017

Nota-se, pelo relato dos respondentes, a utilização de abordagens que geram benefícios futuros, onde o aspecto diferenciação ou inovação de serviços garantem maior valor agregado, e, portanto, maior margem e lucratividade. Vantagem competitiva, fortalecimento da marca e investimentos em ativo imobilizado para melhoria as operações indicam que as empresas estão renovando seu capital e suas atividades.

No Quadro 6 destaca-se a opinião dos analistas sobre qual a abordagem tem sido mais defendida e utilizada pelos analistas para análise do retorno de um investimento.

Quadro 5 – Opinião dos analistas sobre qual abordagem mais defendida e utilizada para análise do retorno de um investimento

ENTREVISTADO	Resposta
Analista 1 (SP)	<i>“Fluxo de caixa livre, descontado a valor presente. Pois trata-se de uma métrica e padrão globais de análise de investimento que pode ser aplicado à grande maioria das indústrias”.</i>
Analista 2 (SP)	<i>“Rentabilidade = ROE e crescimento”</i>
Analista 3 (SP)	<i>“O fluxo de caixa descontado é uma forma de se valorar a empresa e desta forma, identificar quanto a firma vale. As métricas de Fluxo de Caixa Livre são relevantes, bem como o Endividamento da empresa. O ROIC é uma métrica interessante para se avaliar a saúde de uma empresa, porque considera o retorno sobre o capital alocado”.</i>
Analista 4 (RS)	<i>“Acho que a análise do retorno do investimento, independente do setor. O resultado deve ser EBIT (LAJIR) dividido pelo capital empregado e multiplicado por cem. Temos que entender em quanto por cento retorna o capital que empregamos na operação, seja ela qual for”.</i>

Fonte: Dados da pesquisa, 2017

Sob a ótica dos analistas de mercado, dentre diversas abordagens, Fluxo de Caixa Descontado demonstra ser a métrica mais utilizada para mensurar o retorno sobre o investimento realizado ou o valor adicionado por um investimento, corroborando com o que recomenda boa parte da literatura recente.

Sugerem indicadores como o ROE que indica o retorno sobre o patrimônio líquido, ou seja, sobre o capital próprio, e o ROIC - retorno sobre o capital investido, que inclui o capital próprio e o de terceiros, indicador importante para o desempenho de empresas do mesmo setor demonstrando a força de sua vantagem competitiva, logo, indica o retorno que cada uma das empresas entregou e o potencial de continuar entregando no futuro esses retornos.

O nível de endividamento impacta na alavancagem e demonstra ser uma das medidas utilizadas pelos analistas apontando decisões internas da administração da empresa, o que para empresas do setor da saúde indica certo grau de agregação de valor quando bem gerido, haja vista que investimentos de valores expressivos em equipamentos de grande porte e

tecnologia de ponta se fazem necessários neste setor e muitos são importados de outros países.

O Quadro 7 apresenta quais são as medidas de retorno mais utilizadas, que pretendem capturar a criação de valor neste setor, sob o ponto de vista dos analistas.

Quadro 6 – Opinião dos analistas sobre quais são as medidas de retorno mais utilizadas que pretendem capturar a criação de valor neste setor.

ENTREVISTADO	Resposta
Analista 1 (SP)	<i>“Medidas contáveis tal como ROE (Retorno on Equity) e mais recentemente o ROIC (Return on Invested Capital), traduzem bem o que os investidores e o mercado estão atentos”.</i>
Analista 2 (SP)	<i>“Rentabilidade = ROE e crescimento”</i>
Analista 3 (SP)	<i>“Lucro e margens brutas, Lucratividade Operacional (margens operacionais), como EBITDA, ou mesmo EBIT. Como já mencionamos o ROIC é uma medida interessante para se verificar, o valor criado”.</i>
Analista 4 (RS)	<i>“O ROE e o ROIC”</i>

Fonte: Dados da pesquisa, 2017

As principais medidas de retorno, segundo a ótica dos analistas incluem o ROE que indica o retorno sobre o patrimônio líquido, calculado pela comparação do lucro líquido apenas com o capital próprio. Na literatura, autores salientam que o único problema dessa métrica é sua sensibilidade à alavancagem que nem sempre irá representar criação de valor.

Outra medida sugerida são os Lucros, que sinalizam o uso eficiente dos recursos, ou seja, se foi possível repor os gastos e ainda recursos excedentes para distribuição de dividendos ou reinvestimentos; ROIC que indica o retorno sobre o capital investido, métrica que é produto da margem operacional (EBIT/Vendas) e do giro do ativo (Vendas/Capital investido).

Todas estas medidas conhecidas e utilizada pelos analistas entrevistados demonstram ou agregação de valor com conseqüente aumento do valor da empresa ou de suas ações, ou então, destruição de valor com reflexo negativo no valor da empresa ou das ações dela.

Relativo a apuração do valor de uma companhia do setor da saúde, o Quadro 8 apresenta a opinião dos analistas sobre qual é a forma de apuração mais utilizada no Brasil e quais são as limitações.

Quadro 7 – Opinião dos analistas sobre qual é a forma mais utilizada no Brasil para apuração do valor de uma companhia e limitações

ENTREVISTADO	Resposta
Analista 1 (SP)	<i>“O Fluxo de Caixa Livre Descontado é o padrão global e nacional. As limitações são mais relevantes na qualidade das premissas que são utilizadas para modelar o futuro da companhia, uma vez que cada empresa ‘escolhe’ quais aberturas de dados fará ao mercado (analistas)”.</i>
Analista 2 (SP)	<i>“Rentabilidade = ROE e crescimento”</i>
Analista 3 (SP)	<i>“O Fluxo de Caixa Descontado é a medida mais utilizada para termos uma ideia do valor da empresa. Outras métricas relevantes são os chamados múltiplos de mercado, como Valor da Empresa/EBITDA, ou</i>

	<i>Preço/Lucro”.</i>
Analista 4 (RS)	<i>“O método mais utilizado e aceito é o Fluxo de Caixa Descontado. Como bem disse Damodaran em um de seus cursos, se alguém disser que esse método não funciona para determinado setor, ou o avaliador não entendeu os direcionadores do negócio que está avaliando ou não entendeu a metodologia, porque ao final todos os investidores querem é ter o retorno esperado dos seus investimentos. O Fluxo de Caixa Descontado se bem aplicado, cobre todos os indicadores citados na resposta à questão 3 acima – (sobre ICP), mais a taxa de desconto que embute o custo do dinheiro, o risco e o prêmio de mercado”.</i>

Fonte: Dados da pesquisa, 2017

De acordo com os analistas de mercado, dentre os diversos métodos de avaliação de empresas, o Fluxo de Caixa Descontado demonstra ser a métrica mais utilizada para apuração do valor de uma companhia, corroborando com o que recomenda boa parte da literatura atual, pois considera diversas premissas subjetivas que afetam a dimensão e a volatilidade dos fluxos de caixa. Através desta medida se permitirá o pagamento de dividendos pela companhia e se orientará o valor de mercado das ações, e conseqüente ganhos de capital.

5 CONCLUSÃO

Conhecer os direcionadores de valor é requisito indispensável para as empresas (ASSAF NETO, 2006, pg.111). Sobre eles a empresa poderá agir pois tem impacto nos resultados do negócio, em termos de criação ou destruição de valor. Sendo assim, este estudo buscou identificar quais são os principais direcionadores de valor a serem considerados na avaliação de empresas prestadoras de serviços na área da saúde no Brasil.

Para compor a amostra, foram contatados 52 analistas de mercado, porém, devido a regras de *complaciance* dos bancos ou não cobertura da área da saúde, apenas 04 analistas se propuseram a participar das entrevistas semi-estruturadas. Foram elaboradas sete perguntas com a finalidade de captar informações e orientações dos analistas de mercado sobre a temática avaliação de empresas e direcionadores de valor do setor da saúde no Brasil.

Todos os respondentes manifestaram a idéia de que o setor da saúde demonstra grande potencial de crescimento e de geração de caixa devido à escassez de oferta de serviços públicos de qualidade e devido ao aumento da expectativa de vida dos brasileiros. No entanto, é um setor que pode trabalhar com margens maiores, permitindo crescimento lucrativo.

Além disso, a gama de serviços privados com qualidade, mas muito pulverizados, sinaliza inúmeras oportunidades, atraindo novos *players* dispostos a realizar investimentos no setor.

No entanto, destaca-se a importância da análise dos direcionadores de valor mais significativos do setor (mais precisamente da área de atuação Serviços médico-hospitalares, Laboratórios e Medicina diagnóstica), pois são ferramentas que auxiliarão a administração na busca por iniciativas estratégicas com maior impacto na criação de valor (AGUIAR et al, 2010).

A partir deste estudo foram identificados os seguintes direcionadores financeiros de valor para o setor da saúde: i) crescimento das vendas; ii) lucro operacional; iii) investimentos; iv) retorno sobre o patrimônio líquido.

Também foram identificados direcionadores não financeiros de valor, tais como: i) qualidade; ii) profissionalização; iii) marca; iv) gestão eficiente; v) conhecimento; iv) localização demográfica.

Relativo às medidas associadas a direcionadores de valor (ICP) verificou-se, através das respostas dos analistas, que a combinação de diversas métricas – financeiras, desempenho operacional e estratégico, constituem a forma mais utilizada para explicar o potencial de agregação de valor, corroborando com a orientação de Caselani e Caselani (2006) de que informações sozinhas não são suficientes para a criação de valor nas companhias.

Além do ROIC como medida de retorno de um investimento, verificou-se também, que Fluxo de Caixa Descontado é o método mais utilizado pelos analistas para avaliação de uma empresa do setor da saúde, pois segundo Brealey; Myers; Allen (2012) contempla dados provenientes da escrita contábil e também variáveis capazes de exercer influencia no desempenho das empresas.

Neste artigo, foram abordadas algumas relacionadas a avaliação de empresas e mostrou-se a importância fundamental da identificação e análise dos *value drivers* mais significativos para o setor. O uso destas ferramentas proporciona tomada de decisões estratégicas visando a geração de riqueza aos *stakeholders*.

Ao contribuir para o desenvolvimento do conhecimento na área de finanças e contabilidade do setor da saúde, espera-se que este estudo sirva de preâmbulo para que outras pesquisas sejam realizadas com este mesmo intuito, evidentemente, buscando maiores evidências para as limitações aqui apresentadas. Uma delas, refere-se ao tamanho reduzido da amostra, que é fruto da dificuldade de obtenção de dados a partir da contribuição dos analistas de mercado, que em grande parte demonstraram restrições por regras de *complaciance* ou indisponibilidade no período.

Desta forma, como sugestão para futuras pesquisas e ampliação deste trabalho sugere-se que se estenda o número de informações sobre *Value Drivers* e de coleta de dados, possibilitando a ampliação do escopo do trabalho. Outra sugestão para estudo é analisar os indicadores financeiros e não financeiros que impactam na geração de valor das companhias de capital aberto, do setor de serviços da saúde, listadas na B3.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, Andson; PIMENTEL, Renê; REZENDE, Amaury; CORRAR, Luiz. Análise dos Direcionadores de Valor em Empresas Brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 90-112, mar./abr. 2011.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 2. ed. São Paulo, SP: Atlas, 2003.

BARDIN, Laurence. **Análise de Conteúdo**. 1. ed. São Paulo, SP: Edições 70, 2011.

BRASIL. Ministério da Saúde. Brasília, DF. Disponível em: <http://cnes2.datasus.gov.br/Mod_Ind_Clientela.asp?VEstado=00>. Acesso em: 20 ago. 2017.

BRASIL. Ministério da Saúde. Brasília, DF. Disponível em: <<http://www2.datasus.gov.br/DATASUS/index.php?area=0201&id=1421686>>. Acesso em: 20 ago. 2017.

BRASIL. Confederação Nacional de Saúde. Brasília, DF. Disponível em: <http://www.cns.org.br/links/DADOS_DO_SETOR.html>. Acesso em 20 ago. 2017.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de Finanças Corporativas**. 8. ed. São Paulo, SP: Bookmann, 2012.

BRITTO, Daniel. **Avaliação de empresas de real state: um estudo sobre os direcionadores tangíveis e intangíveis de valor**. São Paulo, SP: 2014. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/3/3146/tde-29122015-152431/pt-br.php>>. Acesso em 17 jul 2017.

CASELANI, Denise; CASELANI, César. **Direcionadores Financeiros e Não Financeiros: Impactos na Geração de Valor**. Salvador, 2006: Disponível em <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-ficd-1949.pdf>> . Acesso em: 20 ago. 2017.

CIMASI, Robert. **Healthcare Valuation, The Financial Appraisal of Enterprises, Assets, and Services**. Wiley: 2014. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=K6E6AwAAQBAJ&pg=PT791&lpg=PT791&dq=THE+VALUE+DRIVERS+UNIQUE+TO+EACH+TYPE+OF+HEALTHCARE+ENTERPRISE,+ASS&source=bl&ots=baIepQC48w&sig=fGEGLNlub9frlC26t26B7O9IN4E&hl=pt-BR&sa=X&ved=0ahUKEwje36f91-zVAhUMfpAKHTNoACKQ6AEIVjAG#v=onepage&q=THE%20VALUE%20DRIVERS%20UNIQUE%20TO%20EACH%20TYPE%20OF%20HEALTHCARE%20ENTERPRISE%20%20ASS&f=false.>>>. Acesso em: 22 ago. 2017.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas – Valuation – Calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo, SP: Makron, 2002.

COSTA, Luiz Guilherme T. A.; COSTA, Luiz Rodolfo T. A.; ALVIM, Marcelo A. **VALUATION – Manual de Avaliação e Reestruturação Econômica de Empresas**. 2. ed. São Paulo, SP: Atlas, 2011.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos: Ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo**. 1. ed. Rio de Janeiro, RJ: Qualitymark, 1999.

FAMÁ, Rubens; LEITE, Eduardo C. **O modelo de avaliação de empresas de Edwards-Bell-Ohlson (EBO) – aspectos práticos e teóricos**. São Paulo, 2003. p. 1-13. Disponível em: <<http://docplayer.com.br/7671484-Analise-do-valor-das-empresas.html>> Acessado em 01 set 2017>. Acesso em: 01 set. 2017.

GUIMARAES JUNIOR, Francisco; CÂMARA, Samuel; MELO, Rodrigo. Value Drivers das Empresas de Software - Análise no Nordeste Brasileiro. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 15, n. 2, p. 41-62, mai./ago. 2012.

HOJI, Msakazu. **Administração Financeira e Orçamentária**. 9. ed. São Paulo, SP: Atlas, 2010.

OLIVEIRA, Edson; MARTIN, Diógenes; NAKAMURA, Wilson. **Direcionadores de Valores no Setor da Saúde no Brasil**. São Paulo, 2004: Disponível em <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/3es2005-244.pdf>> . Acesso em: 20 ago. 2017.

SILVA, Alceu. **Como transformar a Saúde no Brasil**. São Paulo, SP, 2017. Disponível em: <<https://setorsaude.com.br/alceualvesdasilva/2017/07/24/como-transformar-a-saude-no-brasil/>>. Acesso em 20 ago. 2017.

SILVA, José. **Direcionadores de valor (Value Drivers) e a Avaliação de Hotéis**. Lisboa, 2014: Disponível em: <<http://comum.rcaap.pt/handle/10400.26/10827>>. Acesso em: 17 ago. 2017.

VALOR. **Análise setorial**. São Paulo, 2017. Disponível em: <<https://novosetorial.valor.com.br/sites/default/files/apresentacao/Medicina%20Diagnostica%20Apresentacao%20A7a%20o.pdf>>. Acesso em: 21 ago. 2017.

VERGARA, Sylvia. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 13. ed. São Paulo, SP: Atlas, 2011.