

**AVALIAÇÃO DA ESPÍRITO SANTO SAÚDE - S.G.P.S., S.A. –  
ANÁLISE DA CONTRAPARTIDA PAGA PELA FIDELIDADE  
NA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO**

Renato Alexandre Reis Pereira

Projeto de Mestrado em Finanças

Orientador:  
Prof. Doutor Pedro Leite Inácio, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School, Departamento de  
Finanças

Setembro 2015



## **Resumo**

O colapso financeiro do Grupo Espírito Santo e consequente estado de insolvência (ou de pré-insolvência) de diversas sociedades gestoras de participações sociais que o constituem resultou, de entre outros efeitos, na liquidação mais ou menos forçada dos ativos existentes, designadamente as participações representativas de sociedades operacionais do grupo.

Foi nesse contexto de pré-insolvência das sociedades que representavam o bloco de controlo acionista da Espírito Santo Saúde, S.G.P.S, S.A. que foi concretizada, em outubro de 2014, através de uma Oferta Pública de Aquisição, a tomada de controlo dessa empresa pela Fidelidade - Companhia de Seguros, S.A., cenário em que, ao contrário do que ocorreria numa situação de normal atividade (e solvência) do GES, existia uma pressão vendedora acrescida sobre este para a venda daquele ativo.

Através de um exercício de avaliação da ESS - no qual o valor da empresa é obtido pela aplicação do modelo de *Discounted Cash Flow* (DCF), pela ótica *firm*, bem como pelo recurso ao método de avaliação comparativo com a utilização de múltiplos de congéneres cotadas -, assim como na sequência de uma análise efetuada aos prémios pagos nas ofertas públicas de aquisição que ocorreram na Europa entre 2011 e 2013, o presente trabalho pretende aferir se a contrapartida paga pela Fidelidade integrou, para além do valor intrínseco da ESS, um prémio pelo controlo da mesma na medida do que seria expectável em operações de aquisição semelhantes.

**Palavras-Chave:** Modelos de Avaliação de Empresas; *Discounted Cash Flow*; Múltiplos; Oferta Pública de Aquisição; Prémio de Controlo

**JEL Classification System:** G32, G34

## **Abstract**

Grupo Espírito Santo financial collapsing and consequent bankruptcy (or pre-bankruptcy) of some of their holdings resulted, among other effects, in the liquidation of the Group's assets, namely of equity investments in operating companies.

This operation took place in this context of pre-bankruptcy of Espírito Santo Saúde, S.G.P.S., S.A. controlling block holder companies, in October 2014, after a public acquisition, ESS takeover by Fidelidade – Companhia de Seguros S.A., scenario in which, unlike the case of regular activity (and solvency) of GES, there was an increased selling pressure to alienate that asset.

Through the valuation of ESS - in which the company's value is obtained by applying the Discounted Cash Flow model (DCF) using the Free Cash-Flow to the firm optic, as well as using the Comparative Valuation Model with multiples of similar listed companies - and by analyzing the control premium paid in public acquisitions operations in Europe since 2011 to 2013, this project pretends to evaluate if the Fidelidade's offer over ESS, included, in addition to the intrinsic value of ESS, the control premium that would be expected in similar acquisitions.

**Key-Words:** Equity Research; Discounted Cash Flow; Multiples; Public Acquisitions

**JEL Classification System:** G32, G34

## **Agradecimentos**

Aos meus familiares e amigos agradeço a ajuda e o incentivo demonstrados ao longo do percurso que agora termina.

Ao meu orientador, Professor Pedro Leite Inácio, agradeço o conhecimento transmitido e a total disponibilidade que sempre evidenciou.

## Índice

<b>1</b>	<b>Introdução .....</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>Contextualização Geral do Tema .....</b>	<b>4</b>
2.1	Breve Caracterização do Setor da Saúde em Portugal .....	4
2.1.1	<i>Evolução do Setor da Saúde em Portugal</i> .....	4
2.1.2	<i>Despesa Total com Saúde em Portugal</i> .....	6
2.1.3	<i>Financiamento do Setor em Portugal</i> .....	8
2.1.4	<i>Capacidade Instalada</i> .....	10
2.1.5	<i>Mercado Privado da Saúde em Portugal</i> .....	10
2.1.6	<i>Elementos Estatísticos de Saúde - Indicadores Demográficos</i> .....	12
2.2	Sobre a ESS .....	13
2.2.1	<i>História</i> .....	13
2.2.2	<i>Estrutura Acionista</i> .....	14
2.2.3	<i>Segmentos de Negócio</i> .....	15
2.2.3.1	Segmento dos Cuidados de Saúde Privados .....	16
2.2.3.2	Segmento dos Cuidados de Saúde Públicos .....	17
2.2.3.3	Segmento das Outras Atividades .....	18
2.2.4	<i>Análise de Indicadores Económicos e Financeiros Consolidados</i> .....	20
2.3	Oferta Pública de Aquisição da ESS .....	24
2.3.1	<i>Breve Descrição do Processo de Oferta Pública de Aquisição</i> .....	24
2.3.2	<i>Processo de Aquisição da ESS e Condições da Oferta Vencedora</i> .....	25
2.3.3	<i>Contextualização da Oferta Pública de Aquisição</i> .....	27
<b>3</b>	<b>Revisão de Literatura .....</b>	<b>28</b>
3.1	Avaliação de Empresas .....	28
3.2	Modelos de Avaliação .....	29
3.2.1	<i>Modelo de Avaliação Baseado no Discounted Cash Flow (DCF)</i> .....	29
3.2.1.1	<i>Free Cash Flow to Equity</i> .....	29
3.2.1.2	<i>Free Cash Flow to the Firm</i> .....	30
3.2.1.3	Horizonte Temporal da Avaliação, <i>Terminal Value, Firm e Equity Value</i> .....	31
3.2.2	<i>Modelo de Avaliação Relativa</i> .....	32
3.2.2.1	<i>Enterprise Value to EBITDA Ratio</i> .....	33
3.2.2.2	<i>Enterprise Value to Sales Ratio</i> .....	34
3.2.2.3	<i>Price to Earnings Ratio</i> .....	34
3.2.2.4	<i>Price to Book Ratio Ratio</i> .....	35
3.2.3	<i>Avaliação pela Ótica das Opções Reais</i> .....	36
3.3	Prémio de Controlo .....	37
<b>4</b>	<b>Avaliação da ESS .....</b>	<b>38</b>
4.1	Avaliação pelo Método DFC – Abordagem FCFF .....	38
4.2	Pressupostos da Avaliação .....	39
4.2.1	<i>Pressupostos Macroeconómicos</i> .....	39
4.2.2	<i>Pressupostos Fiscais</i> .....	40
4.2.3	<i>Projeção dos Rendimentos Operacionais</i> .....	41
4.2.3.1	Segmento dos Cuidados de Saúde Privados .....	41
4.2.3.2	Segmentos dos Cuidados de Saúde Públicos .....	42
4.2.3.3	Segmento das Outras Atividades .....	42

4.2.3.4	Soma das Partes .....	43
4.2.4	Projeção da Margem EBITDA .....	43
4.2.4.1	Segmento dos Cuidados de Saúde Privados .....	44
4.2.4.2	Segmento dos Cuidados de Saúde Públicos .....	44
4.2.4.3	Segmento das Outras Atividades .....	45
4.2.4.4	Soma das Partes .....	45
4.2.5	Projeção das Depreciações e Amortizações .....	46
4.2.6	Projeção da Margem EBIT e do EBIT (1-T).....	47
4.2.7	Projeção do Fundo de Maneio Necessário (FMN).....	47
4.2.8	Projeção do Investimento em Capital Fixo (CAPEX).....	48
4.2.9	Projeção do Free Cash Flow to Firm .....	50
4.2.10	Cálculo do WACC .....	51
4.3	Valor de Avaliação da ESS - Método de DCF .....	53
4.4	Avaliação pelo Método Comparativo (ou múltiplos) .....	54
<b>5</b>	<b>Prémios Totais Observados nas OPA Lançadas na Europa de 2011 a 2013 ..</b>	<b>57</b>
<b>6</b>	<b>Análise da Contrapartida Oferecida pela Fidelidade na OPA.....</b>	<b>58</b>
6.1	Evolução da Cotação das Ações da ESS .....	58
6.2	Determinação e Análise do Prémio Total de Aquisição Implícito na Oferta .....	59
<b>7</b>	<b>Conclusões .....</b>	<b>61</b>
<b>8</b>	<b>Bibliografia.....</b>	<b>64</b>
<b>Anexos.....</b>		<b>68</b>

## Índice de Figuras

Figura 1 - Número de Beneficiários por Sistema de Saúde.....	6
Figura 2 - Evolução das Despesas com Saúde em % do PIB .....	7
Figura 3 - Despesa Total em Saúde em <i>US Dollars per capita</i> .....	7
Figura 4 - Repartição da Despesa Total com Saúde (%).....	8
Figura 5 - Despesa Corrente em Saúde por Função e Agente Financiador.....	9
Figura 6 - Evolução do Número de Hospitais .....	10
Figura 7 - Mercado da Saúde em Portugal (2012).....	11
Figura 8 - Despesa em Saúde Assegurada por Prestadores Privados .....	12
Figura 9 - Desenvolvimento do Grupo ESS .....	14
Figura 10 - Titulares de Partições Sociais .....	15
Figura 11 - Distribuição de Ativos e Recursos por Segmentos de Negócios .....	16
Figura 12 - Rendimentos Operacionais e EBITDA – Segmento dos Cuidados de Saúde Privados .....	17
Figura 13 - Rendimentos Operacionais e EBITDA – Segmento dos Cuidados de Saúde Públicos .....	18
Figura 14 - Rendimentos Operacionais e EBITDA – Segmento das Outras Atividades .....	19
Figura 15 - Evolução dos Resultados Económicos .....	21
Figura 16 - Evolução das Principais Massas Patrimoniais .....	22
Figura 17 - Evolução da Dívida Financeira.....	22
Figura 18 - Balanço Funcional .....	23
Figura 19 - Evolução da Estrutura Financeira e da Solvabilidade .....	24
Figura 20 - Cronologia das Ofertas de Aquisição pela ESS.....	26
Figura 21- Evolução de Indicadores Macroeconómicos .....	39
Figura 22 - Evolução das <i>yields to maturity</i> das Obrigações do Tesouro a 10 anos .....	40
Figura 23 - Evolução da Taxa de Imposto sobre Rendimentos.....	40
Figura 24 - Projeção dos Rendimentos Operacionais Consolidados.....	43
Figura 25 - Projeção da Margem EBITDA .....	46
Figura 26 - Projeção de depreciações e amortizações .....	47
Figura 27- Projeção da Margem EBIT e do EBIT (1-t) .....	47
Figura 28 - Projeção FMN e Variação do FMN.....	48
Figura 29 - Evolução do CAPEX por Segmento de Negócio.....	49
Figura 30 - Projeção do CAPEX (2014-2018) .....	50
Figura 31 - Projeção do <i>Free Cash Flow to Firm</i> .....	50
Figura 32 - Custo do passivo financeiro entre 2010 e 2013 .....	52
Figura 33- Determinação do WACC .....	53
Figura 34 - Determinação do <i>Equity Value</i> pelo Método de DCF .....	54
Figura 35 - Múltiplos de Empresas Comparáveis .....	55
Figura 36 - <i>Enterprise Value</i> da ESS pelo Método dos Múltiplos .....	56
Figura 37 - Prémios médios implícitos nas OPA lançadas na europa entre 2011 e 2013 .....	57
Figura 38 - Evolução da cotação da ESS.....	59
Figura 39 - Análise de Cotação da ESS.....	59
Figura 40 - Prémio Implícito Baseado no Preço Médio dos Analistas de <i>Research</i> .....	60
Figura 41- Prémios de Aquisição Implícitos na Oferta de Aquisição .....	60

## **Lista de Abreviaturas e Siglas Utilizadas**

ADM – Assistência na Doença aos Militares das Forças Armadas

ADSE – Assistência na Doença aos Servidores do Estado da Direção-Geral de Proteção Social aos Trabalhadores em Funções Públicas

BCE - Banco Central Europeu

BdP - Banco de Portugal

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

DCF - *Discounted Cash Flow*

DGS - Direção Geral da Saúde

EBIT - Resultados antes de juros e impostos

EBIT (1-*t*) - Resultados antes de juros e depois de impostos

EBITDA - Resultados antes de juros, impostos, amortizações e depreciações

ERS – Entidade Reguladora da Saúde

ESFG - Espírito Santo Financial Group

ESHC - Espírito Santo *Health Care Investment*, S.A.

ESS - Espírito Santo Saúde, S.G.P.S, S.A.

Fidelidade - Fidelidade Companhia de Seguros, S.A.

FCFF - *Free Cash Flow to the Firm*

FMN - Fundo de Maneio Necessário

GES - Grupo Espírito Santo

HBA - Hospital Beatriz Ângelo

INE - Instituto Nacional de Estatística

IPO - Oferta Pública Inicial de Subscrição e Venda

IRC - Imposto sobre rendimento das pessoas coletivas

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OMS - Organização Mundial de Saúde

OPA - Oferta Pública de Aquisição

PIB - Produto Interno Bruto

PPP - Parceria Público-Privada

PSI20 - Portuguese Stock Index

PT-ACS – Portugal Telecom - Associação de Cuidados de Saúde

SAD/GNR – Serviços de Assistência na Doença da Guarda Nacional Republicana

SAD/PSP – Serviços de Assistência na Doença da Polícia de Segurança Pública

SAMS Norte – Serviços de Assistência Médico-Social do Sindicato dos Bancários do Norte

SAMS-SBSI – Serviços de Assistência Médico-Social do Sindicato dos Bancários do Sul e Ilhas

SNS – Serviço Nacional de Saúde

## 1 Introdução

O colapso financeiro do Grupo Espírito Santo (GES) e consequente estado de insolvência (ou de pré-insolvência, materializado em pedidos de gestão controlada) de diversas sociedades gestoras de participações sociais que o constituem, resulta, entre outras consequências, na liquidação mais ou menos forçada dos ativos existentes, em particular as participações representativas de empresas operacionais do grupo.

Entre esses ativos, a posição detida pelo GES na Espírito Santo Saúde - S.G.P.S., S.A. (ESS), uma sociedade gestora de participações sociais que agrega um conjunto de empresas que integram um dos principais grupos a operar no setor da saúde em Portugal, através de oito hospitais privados, um hospital do Sistema Nacional de Saúde (SNS) explorado em regime de Parceira Público-Privada (PPP) e sete clínicas em regime de ambulatório, foi uma das primeiras a ser alienadas no decurso de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA), lançada pela Fidelidade - Companhia de Seguros, S.A. (Fidelidade), que viria a ser concretizada em sessão especial de bolsa realizada a 15 de outubro de 2014.

Considerando que através da Espírito Santo *Health Care Investment*, S.A. (ESHC), empresa detida a 55% pela sociedade de direito Luxemburguês Rio Forte Investments S.A. (Rio Forte), o GES controlava 51% do capital social da ESS, qualquer operação de aquisição lançada à mesma teria, como condição fundamental de sucesso, que contar com a aceitação das condições da oferta por parte daquele bloco acionista.

Se por um lado uma posição favorável do referido bloco de controlo a uma dada oferta de aquisição consubstanciaria, não obstante a posição dos demais detentores do capital da ESS, a fasquia mínima necessária para que a operação procedesse, também representaria, em sentido inverso, uma barreira dificilmente transponível para qualquer oferente.

No entanto, foi num cenário de pré-insolvência da Rio Forte, empresa que havia requerido um pedido de gestão controlada no Luxemburgo, que foi obtida a aceitação do GES à contrapartida (revista) de EUR 5,01 (em numerário) apresentada pela Fidelidade a 09 de Outubro de 2014, posição essa que determinou o sucesso da OPA lançada sobre a ESS.

Nesse sentido, e porque a venda forçada de ativos que ocorre em cenários de insolvência (ou de pré-insolvência) dos seus detentores são frequentemente concretizadas a preços que não captam o real valor dos mesmos, o presente trabalho propõe-se a analisar o preço pago pela ESS já que, no limite, tal conclusão será sempre do interesse dos credores do GES.

O projeto visa, assim, aferir se a contrapartida paga pela Fidelidade integrou, para além do valor intrínseco da empresa, um prémio pelo controlo da mesma, análise a partir da qual se pretende concluir se o preço oferecido seria, num cenário de normal atividade (e solvência) do GES, um valor teoricamente aceitável para uma operação de aquisição que envolvesse a transferência de controlo da ESS.

Como tal, o documento está organizado em cinco secções fundamentais. Na primeira, é feita uma contextualização geral do tema, designadamente através de uma descrição sucinta da evolução e do funcionamento do setor da saúde em Portugal, da elaboração de uma análise económica e financeira à empresa adquirida, bem como da explicação do processo que levou a concretização da OPA da Fidelidade sobre a ESS.

Seguidamente, e após uma revisão de literatura que abrange, para além do tema da avaliação de empresas, o fenómeno dos prémios pagos nas operações de aquisição públicas que envolvem a transferência de controlo, é realizado um exercício de avaliação da ESS.

Assim, foi determinado o valor fundamental da ESS a março de 2014 com base na informação disponível até à concretização dos pedidos de gestão controlada do bloco acionista que detinha o controlo da empresa, ou seja, num período normalizado e ainda não influenciado por fatores externos excecionais - data que é anterior, em cerca de um mês e meio, ao anúncio preliminar da primeira OPA lançada pelo Grupo Ángeles -, para o que será aplicado o modelo de avaliação baseado no *Discounted Cash Flow* (DCF), através do *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), método escolhido pelo facto de a ESS atuar em três áreas de negócio distintas ("Cuidados de Saúde Privados", "Cuidados de Saúde Públicos" e "Outras Atividades"). Paralelamente, é aplicado o método de Avaliação Relativa com a utilização de múltiplos de congéneres cotadas.

Do resultado do referido exercício, pretendeu-se, como objetivo intermédio do projeto, determinar o *fair value* da ESS de acordo com os dois modelos de avaliação descritos.

Posteriormente, foram analisados os prémios pagos nas ofertas públicas de aquisição que ocorreram na Europa entre 2011 e 2013, trabalho a partir do qual se determinou um intervalo de valores de prémios pagos para este tipo de operações - aquilo que poderá ser considerado um segundo objetivo intermédio do projeto.

Finalmente, foi efetuada uma análise pormenorizada da contrapartida paga pela Fidelidade, comparando-a com (i) o preço de venda das ações na Oferta Pública Inicial de Subscrição e Venda (IPO), (ii) com a evolução da cotação dos títulos até ao anúncio preliminar da oferta do Grupo Ángeles, (iii) com o preço médio das ações entre 31 de março e 30 de junho de 2014, (iv) com os preços alvo dos analistas de *research* e (v) com o valor de avaliação obtido no presente trabalho pelo método de DCF, base a partir da qual se conclui se a contrapartida oferecida seria, num cenário de normal atividade (e solvência) do GES, um valor teoricamente aceitável para uma operação de aquisição que envolvesse a transferência de controlo da ESS.

## **2 Contextualização Geral do Tema**

Com o objetivo de ser adquirido conhecimento e sensibilidade acerca do mercado onde a empresa sob avaliação se insere, o presente trabalho inicia-se com um estudo do setor da saúde em Portugal, designadamente quanto à sua evolução histórica, impacto económico, estrutura de financiamento e capacidade instalada, daí resultando uma análise sucinta ao mesmo.

Posteriormente é descrita a evolução histórica da ESS e efetuada a caracterização do seu modelo de negócio - particularmente quanto às diversas atividades operacionais desenvolvidas -, sendo efetuada uma análise económica e financeira donde se extraem informações que permitem compreender a evolução da estrutura patrimonial e a composição dos rendimentos totais da empresa ao longo do quadriénio 2010-2013.

A contextualização geral do tema é concluída com o estudo da OPA (bem-sucedida) efetuada pela Fidelidade à ESS, operação concretizada num cenário de pré-insolvência dos acionistas desta.

### **2.1 Breve Caracterização do Setor da Saúde em Portugal**

#### **2.1.1 Evolução do Setor da Saúde em Portugal**

Até ao início da década de 70 do século XX, a assistência médica em Portugal era uma responsabilidade imputada às famílias, instituições privadas, aos serviços médico-sociais da previdência e às misericórdias, cabendo às últimas a responsabilidade de gerir grande parte das instituições hospitalares em Portugal.

Por sua vez, os serviços de saúde pública estavam fundamentalmente vocacionados para a vacinação, saneamento ambiental e proteção materno-infantil, os hospitais estatais encontravam-se essencialmente localizados nos grandes centros urbanos e os serviços privados de saúde eram, no essencial, dirigidos aos estratos socioeconómicos mais elevados (Baganha, Ribeiro e Pires, 2002).

Com o reconhecimento do direito à saúde previsto pelo Decreto de Lei n.º 413/71 de 27 de setembro, e com a aprovação da Constituição da República Portuguesa de 1976 - em cujo artigo 64.º se consagrou o direito de todos os cidadãos à proteção da saúde, designadamente através de a criação de um serviço nacional de saúde universal, geral e gratuito -, foram operadas as maiores transformações no sistema de saúde português.

Deste modo, no pós 25 de Abril de 1974 passou a ser prioritariamente imputada ao Estado a obrigação de garantir o acesso de todos os cidadãos, independentemente da sua condição económica, aos cuidados da medicina preventiva, curativa e de reabilitação, bem como de racionalizar uma eficiente cobertura médica e hospitalar em todo o país, contexto no qual é criado, pela Lei n.º 56/79 de 15 de setembro, o Sistema Nacional de Saúde (SNS), organismo que instituiu uma rede de prestadores de cuidados globais de saúde destinada a toda a população.

Se o conceito de "universalidade" conferia à totalidade dos cidadãos o direito de recorrer ao SNS, tal não impedia a criação de outros recursos por parte de operadores privados de saúde, competindo ao Estado o dever de os controlar e integrar no SNS.

Com a Lei de Bases da Saúde de 1990, o sistema de saúde em Portugal passou, assim, a ser constituído pelo SNS e por todas as entidades públicas que desenvolvam atividades na área da saúde, bem como por todas as entidades privadas e por todos os profissionais livres que acordem com o SNS a prestação de serviços de saúde - isto é, a rede nacional de saúde passou a ser entendida de forma mais ampla, na medida em que integra, para além de estabelecimentos públicos, outros recursos privados desde que contratados pelo Ministério da Saúde.

O sistema de saúde em Portugal evoluiu, desse modo, para um sistema misto constituído por recursos públicos e privados - ou seja, uma rede de prestadores de cuidados de saúde que estão sob a coordenação do Ministério da Saúde - cujo financiamento tem, também ele, origem pública e privada, caracterizando-se, atualmente, pela existência de três subsistemas, designadamente o SNS, os planos de saúde públicos e privados afetos a setores de atividade específicos e os seguros de saúde privados subscritos voluntariamente, subsistemas cuja distribuição de beneficiários tinha a seguinte composição em 2013:

**Figura 1 - Número de Beneficiários por Sistema de Saúde**

Descrição do subsistema		Número de beneficiários
<b>SNS</b>		Universal
Planos de saúde públicos e privados afetos a setores profissionais	ADSE	1 250 000
	ADM	130 000
	PT-ACS	105 000
	SAMS-SBSI	105 000
	SAD/GNR	100 000
	SAD/PSP	70 000
	SAMS Norte	50 000
	SSCGD	50 000
<b>Seguros privados</b>		2 100 000

Fonte: Autor com base em informações da Entidade Reguladora da Saúde (2014)

Neste contexto de existência de três subsistemas sobrepostos, estima-se<sup>1</sup>, não obstante o facto de todos os cidadãos residentes em Portugal terem acesso aos cuidados de saúde prestados pelo SNS, que aproximadamente 40% da população beneficiará de um segundo nível de cobertura de serviços de saúde (quer pela via da adesão a planos de saúde financiados pelo empregador, quer através da subscrição de seguros de saúde privados), facto que resulta num importante suporte ao setor privado da saúde.

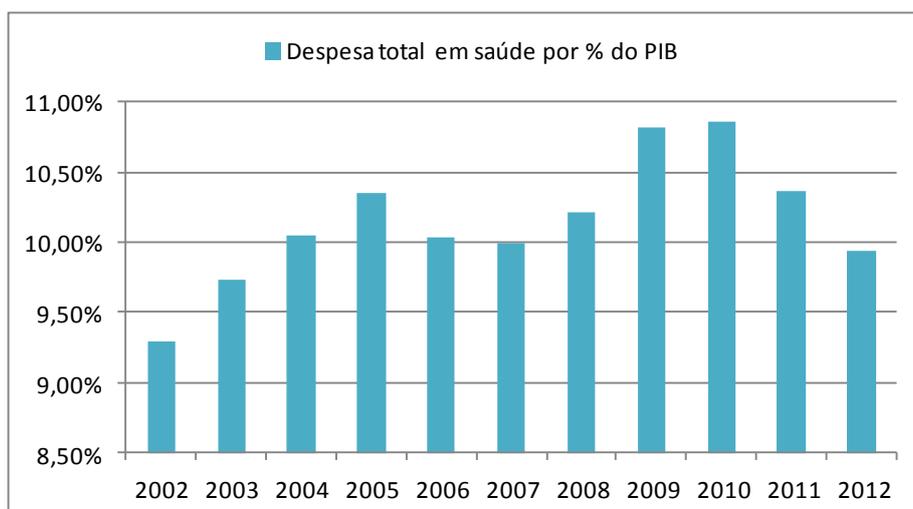
### 2.1.2 Despesa Total com Saúde em Portugal

Depois de um longo período em que a despesa com a saúde aumentou, a partir de 2010 assistiu-se ao decréscimo da mesma, situação à qual não terão sido alheias as medidas de austeridade adotadas a partir de 2011 em resultado o programa de assistência financeira implementado no país.

De acordo com os dados disponibilizados pela Organização Mundial de Saúde (OMS), o peso das despesas com saúde em percentagem do Produto Interno Bruto (PIB) apresentou uma tendência decrescente desde 2010, fixando-se em 9,9% em 2012, conforme se observa na figura em baixo.

<sup>1</sup> Informação constante no prospeto da oferta pública de distribuição e admissão à negociação divulgado pela ESS (2014)

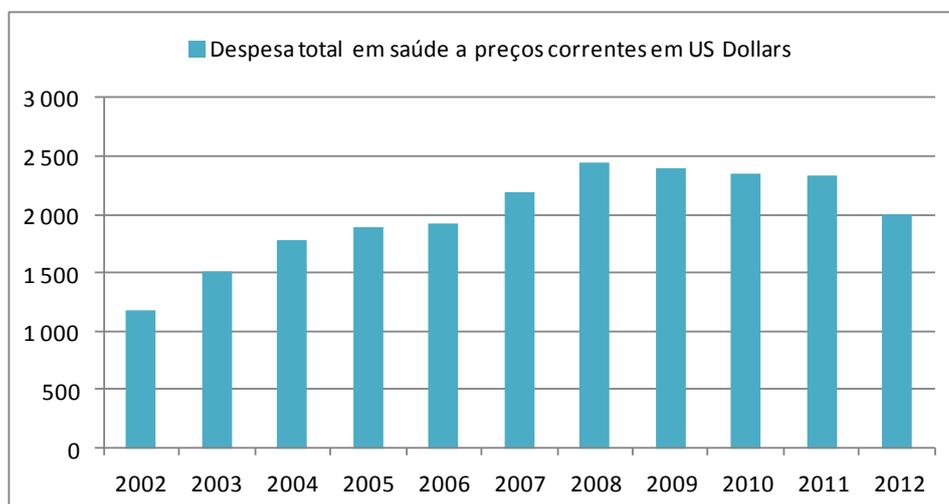
**Figura 2 - Evolução das Despesas com Saúde em % do PIB**



Fonte: Autor com base em dados das estatísticas da saúde da OMS (2014)

De igual modo, quando se observam os gastos com saúde medidos em USD/*per capita*, constata-se que, embora de forma menos expressiva, a tendência anteriormente evidenciada repete-se.

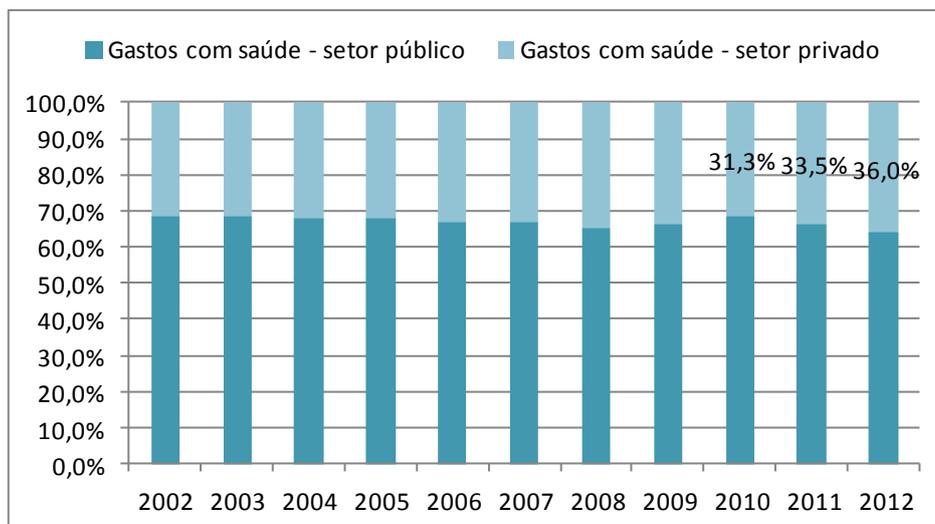
**Figura 3 - Despesa Total em Saúde em US Dollars per capita**



Fonte: Autor com base em dados das estatísticas da saúde da OMS (2014)

Por sua vez e em sentido oposto ao verificado com o setor privado, a proporção da despesa financiada pelo setor público no total da despesa com saúde decaiu no triénio 2010-2012, facto que associado aos limites impostos ao *deficit* e à dívida pública fazem pressupor a manutenção desta tendência nos próximos anos.

**Figura 4 - Repartição da Despesa Total com Saúde (%)**



Fonte: Autor com base em dados das estatísticas da saúde da OMS (2014)

### 2.1.3 Financiamento do Setor em Portugal

O financiamento do sistema de saúde em Portugal tem, como referido, origem pública e privada, com cada um dos subsistemas anteriormente identificados a beneficiar distintamente desses recursos.

Com efeito, o SNS é fundamentalmente financiado por impostos e, em menor medida, pela aplicação de taxas moderadoras, taxas essas que embora tenham como principal objetivo consciencializar os utentes das respetivas despesas com saúde, culminaram numa maior partilha dos custos dos serviços de saúde.

Já os planos de saúde públicos e privados afetos a setores de atividade específicos, são, sobretudo, financiados pelas contribuições dos empregadores e dos trabalhadores, sendo que os seguros de saúde privados subscritos voluntariamente têm como agentes pagadores as respetivas companhias seguradoras.

No entanto, da análise à evolução da despesa corrente em saúde no período compreendido entre 2002 e 2012 (tabela infra), constata-se que o financiamento da mesma tem, maioritariamente, origem pública, algo que é grande medida explicado pelo efeito dos elevados encargos com o SNS.

Não obstante, o peso relativo do financiamento privado no total da despesa verificou um expressivo incremento, fixando-se em 34,6% em 2012 - crescimento que se ficou a dever ao aumento da despesa privada suportada pelas famílias e, em menor escala, aos seguros privados de adesão voluntária.

**Figura 5 - Despesa Corrente em Saúde por Função e Agente Financiador**

Origem do financiamento	Função	Milhões de €		% Financiamento	
		2002	2012	2002	2012
Financiamento privado	Sistema Nacional Saúde	7 145 922	8 818 931	58,7%	56,5%
	Subsistemas públicos	1 071 493	698 042	8,8%	4,5%
	Outras unidades admin. pública	592 153	504 500	4,9%	3,2%
	Fundos de segurança social	106 299	182 712	0,9%	1,2%
	<b>Total financiamento público</b>	<b>8 915 867</b>	<b>10 204 185</b>	<b>73,3%</b>	<b>65,4%</b>
Financiamento público	Subsistemas de saúde privados	249 992	308 497	2,1%	2,0%
	Seguros privados	225 956	536 009	1,9%	3,4%
	Despesa privada familiar	2 726 615	4 495 005	22,4%	28,8%
	Outros	51 026	63 268	0,4%	0,4%
	<b>Total financiamento privado</b>	<b>3 253 589</b>	<b>5 402 779</b>	<b>26,7%</b>	<b>34,6%</b>
<b>Totais</b>		<b>12 169 456</b>	<b>15 606 964</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Autor com base em dados da conta satélite da saúde disponibilizados pelo INE (2014)

Analisando os gastos suportados diretamente pelos pacientes que não se encontram cobertos total ou parcialmente pelos subsistemas de saúde, verifica-se que os mesmos representam uma parcela significativa do financiamento do sector em Portugal (28,8% em 2012), tendo, nos últimos anos, observado um importante crescimento (em termos absolutos e relativos) não obstante os constrangimentos associados à redução do rendimento dos portugueses.

Por outro lado, apesar dos seguros privados continuarem a constituir uma parcela menos significativa do financiamento das despesas com saúde em Portugal, o facto é que têm vindo a ganhar relevância nos últimos anos, designadamente através do aumento do número de pessoas que deles beneficiam.

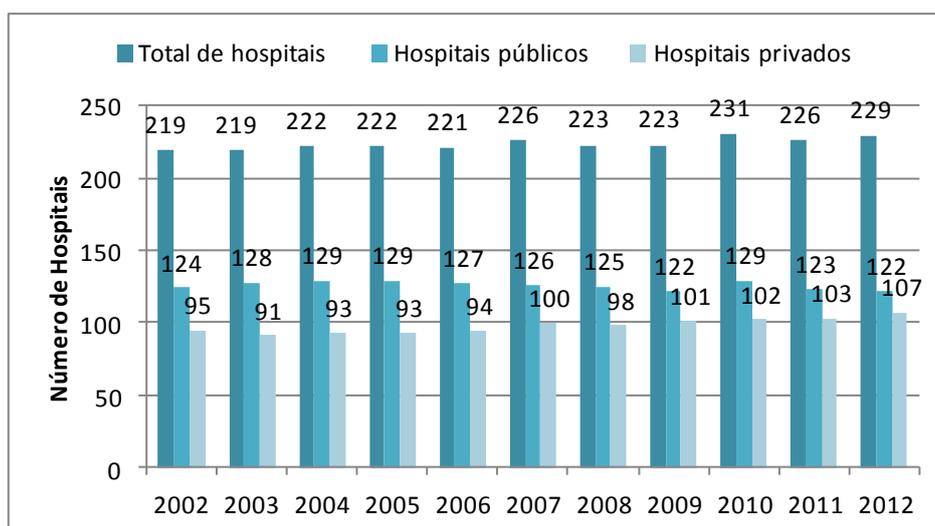
De acordo com os dados da Associação Portuguesa de Seguradores, no final de 2012 cerca de 2,120 milhões de pessoas tinham subscrito apólices de seguros de saúde (ou seja, aproximadamente 21% da população residente em Portugal), apólices essas que garantiam uma proteção suplementar ao SNS.

Neste contexto e em virtude das crescentes restrições associadas ao financiamento público das despesas com saúde, será de esperar que este tipo de seguros assumam um papel mais preponderante no financiamento daqueles gastos nos próximos anos.

#### 2.1.4 Capacidade Instalada

Segundo a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), em 2012 existiam 229 hospitais em Portugal, 122 dos quais eram públicos e 107 privados, assistindo-se, nos últimos anos em análise, ao aumento da oferta disponibilizada pelos operadores privados, tal como se ilustra na figura em baixo:

**Figura 6 - Evolução do Número de Hospitais**



Fonte: Autor com base em dados das estatísticas da saúde da OCDE (2014)

No conjunto - e conforme estatísticas publicadas pela Direção Geral de Saúde (DGS) em 2012 -, estes equipamentos consubstanciavam cerca de 36 mil camas de internamento e aproximadamente 8 mil salas destinadas a consultas médicas, às quais estavam adstritos 21 mil médicos e 37 mil enfermeiros.

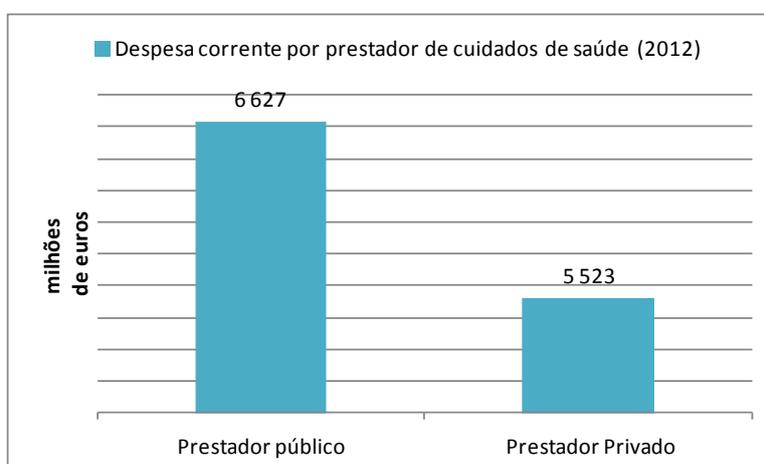
#### 2.1.5 Mercado Privado da Saúde em Portugal

Apesar da deterioração das condições económicas verificadas no país nos últimos anos, a análise anteriormente efetuada ao comportamento da despesa com a saúde, bem como

à respetiva estrutura de financiamento, permite concluir acerca do incremento da importância do financiamento privado e da resiliência do mercado privado da saúde num contexto económico desfavorável.

Observada a dimensão do mercado através da mensuração da despesa corrente com saúde no ano de 2012 (exclui gastos com produtos farmacêuticos), consta-se que este valia aproximadamente €12.100 milhões, montante que tinha a seguinte repartição por prestador de serviço:

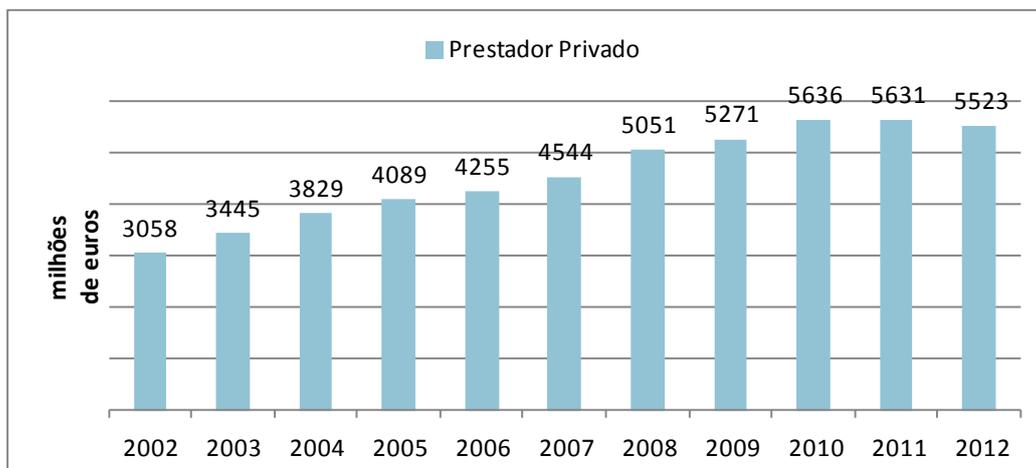
**Figura 7 - Mercado da Saúde em Portugal (2012)**



Fonte: autor com dados da conta satélite da saúde publicados pelo INE (2014)

Analisada, especificamente, a evolução da despesa assegurada por prestadores privados, verifica-se que entre 2007 e 2012 a taxa média de crescimento ficou próxima dos 4% (na série temporal de 2002 e 2012 essa taxa foi de 6%), dado que permite concluir que o mercado privado da saúde registou uma expansão significativa nesse período.

**Figura 8 - Despesa em Saúde Assegurada por Prestadores Privados**



Fonte: autor com dados da conta satélite da saúde publicados pelo INE (2014)

Os três principais operadores privados do setor da saúde em Portugal, respetivamente a ESS, José de Mello Saúde e HPP – Hospitais Privados de Portugal, dispunham, em conjunto, de uma quota de mercado de 11,7% em 2011, cenário demonstrativo do elevado nível de fragmentação que caracteriza o mercado - o qual é constituído por um elevado número de consultórios privados e por pequenas unidades de tratamento e diagnóstico.

De acordo com a ESS<sup>2</sup>, a crise económica e as restrições na despesa pública e privada deverão culminar num aumento das situações de cessação da atividade por parte de alguns prestadores de serviços de saúde, sendo expectável a existência de movimentos de concentração no setor, designadamente através da absorção dos operadores de menor dimensão por parte dos principais *players* do mercado.

### 2.1.6 Elementos Estatísticos de Saúde - Indicadores Demográficos

Segundo a OMS, a população residente em Portugal, no ano de 2013, fixava-se em 10,608 mil pessoas e registava uma idade média de 42 anos - nesse ano, 15% dos habitantes tinham idade inferior a 15 anos e 25% idade superior a 60 anos.

No período de 2000-2012, a esperança média de vida à nascença para ambos os sexos

<sup>2</sup> Conforme prospeto da oferta pública de distribuição e admissão à negociação divulgado pela ESS (2014).

evoluiu de 77 para 81 anos, sendo que no último ano observado a esperança média de vida aos 60 anos fixava-se em 24 anos. Por outro lado, a esperança de vida saudável para ambos os sexos era de 71 anos em 2012, o que significa que cerca de 10 anos da esperança média de vida são vividos com morbilidade e incapacidade.

Segundo previsões do INE<sup>3</sup>, o processo de envelhecimento da população deverá manter-se nas próximas décadas, prevendo-se que a população jovem com menos de 15 anos diminua para 11,9% e a percentagem de população idosa atinja 32,3% em 2060.

Do efeito conjunto do envelhecimento da população, com o aumento da sua esperança média de vida – resultará uma maior incidência de doenças crónicas nas pessoas -, logo um cenário demográfico propício ao crescimento do mercado da saúde em Portugal.

## **2.2 Sobre a ESS**

### **2.2.1 História**

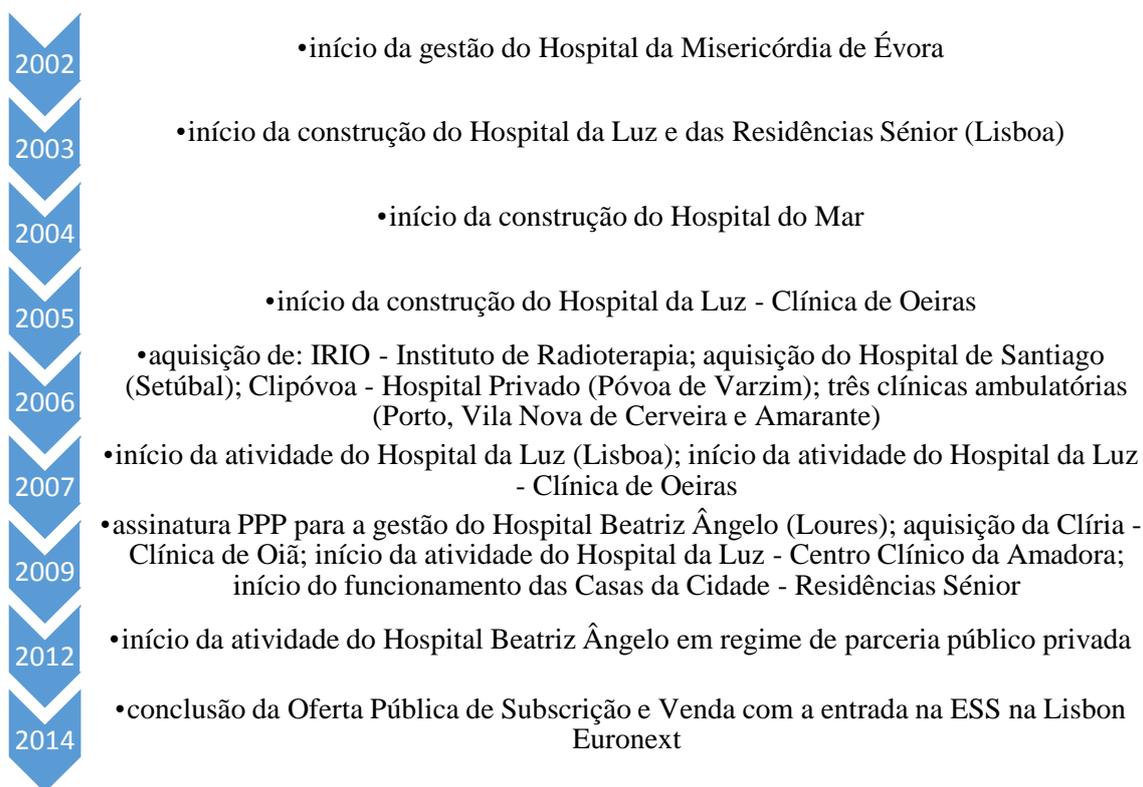
De acordo com informação disponibilizada pela empresa, a origem da ESS remonta ao ano de 2000, época em que adquiriu participações maioritárias no capital social de dois hospitais privados, designadamente o Hospital Privado de Aveiro e o Hospital da Arrábida.

Nos anos subsequentes e até ao final de 2014, a ESS desenvolveu-se organicamente através da construção e ampliação de várias unidades de saúde, tendo, paralelamente, levado a cabo uma política de crescimento por via da aquisição de outros operadores de menor dimensão. Desse percurso, destacam-se os seguintes marcos históricos no desenvolvimento do grupo:

---

<sup>3</sup> Informação constante nas projeções de população residente para 2012-2060 (março de 2014).

**Figura 9 - Desenvolvimento do Grupo ESS**



Fonte: Autor com base em informações da empresa

Enquanto sociedade gestora de participações sociais, a ESS constitui, assim, um dos principais grupos a operar no setor da saúde em Portugal, dispondo de 1.179 camas e cerca de 9.000 colaboradores, agregando um conjunto de participações sociais que inclui oito hospitais privados, um hospital do SNS explorado em regime de PPP, sete clínicas em regime de ambatório e duas residências sénior, operação que cobre as regiões norte, centro e centro-sul de Portugal, com presença significativa em Lisboa (Hospital da Luz) e no Grande Porto (Hospital da Arrábida).

### **2.2.2 Estrutura Acionista**

A 31 de março de 2014, o capital da social da ESS estava representado por 95.542.254 ações ordinárias com valor nominal unitário de € 1,00, 51% das quais detidas pela sociedade de direito luxemburguês ESHC - que por sua vez tinha como principais acionistas a Rio Forte (55%) e a Espírito Santo *Financial Group* (ESFG) (17,74%) -, a qual controlava idêntica percentagem dos seus direitos de voto. Os restantes 49% estavam dispersos no mercado regulamentado de capitais desde o IPO de 12 de fevereiro de 2014,

dispersão essa maioritariamente concentrada nas sete participações qualificadas expostas na tabela infra:

**Figura 10 - Titulares de Partições Sociais**

Participações qualificadas a 30.03.2014	% Capital	% Direitos de Voto
ESHG SA	51,0%	51,0%
Santander Asset Management SA	8,1%	8,1%
Invesco Limited	5,1%	5,1%
T. R. Price Assoc. Inc.	5,0%	5,0%
HSBC Bank plc	4,1%	4,1%
Espírito Santo Financial Group SA	3,4%	3,4%
Fidelity International Limited	2,9%	2,9%
Fidelity Management & Research LCC	2,6%	2,6%
<b>Totais</b>	<b>82,1%</b>	<b>82,2%</b>

Fonte: Adaptado do Relatório de Gestão e Contas Intercalar de 31 de março de 2014

### 2.2.3 Segmentos de Negócio

Para além de um "centro corporativo" (consubstanciado na *holding* do grupo) onde a ESS concentra os serviços que são prestados transversalmente às diversas unidades - obtendo, por essa via, economias de escala -, a atividade da empresa está focada nos três seguintes segmentos de negócio: i) cuidados de saúde privados; ii) cuidados de saúde públicos; iii) outras atividades.

Por sua vez, os referidos segmentos integram os diversos ativos do grupo, entre os quais as unidades operacionais afetas ao *core business* da ESS, os quais se sintetizam na figura em baixo.

**Figura 11 - Distribuição de Ativos e Recursos por Segmentos de Negócios**

Recursos	Segmentos		
	Cuidados de saúde privados	Cuidados de saúde públicos	Outras atividades
<b>Colaborados</b>	6 832	1 791	53
<b>Hospitais</b>	8	1	---
<b>Clínicas</b>	7	---	---
<b>Alojamentos</b>	---	---	172
<b>Camas</b>	756	423	---
<b>Principais ativos</b>	Hospital da Luz		
	Hospital da Arrábida		
	Clipóvoa - Hospital Privado		Casas da Cidade - Residências Sênior
	Hospital de Santiago		
	Clíria - Hospital Privado		
	Hospital do Mar		
	Clíria - Clínica de Oiã	Hospital Beatriz Ângelo (PPP)	
	Hospital da Luz - Clínica Oeiras		
	Clipóvoa - Clínica do Porto		
	Clipóvoa - Clínica de Amarante		
	Hospital da Luz - C. C. Amadora		Casas de Leões - Residências Sênior
	Clipóvoa - Clínica de Cerveira		
	IRIO - Inst. Radioterapia		
Clíria - C. C. Águeda			

Fonte: Autor com dados da ESS publicados no relatório de gestão e contas de 2013

### 2.2.3.1 Segmento dos Cuidados de Saúde Privados

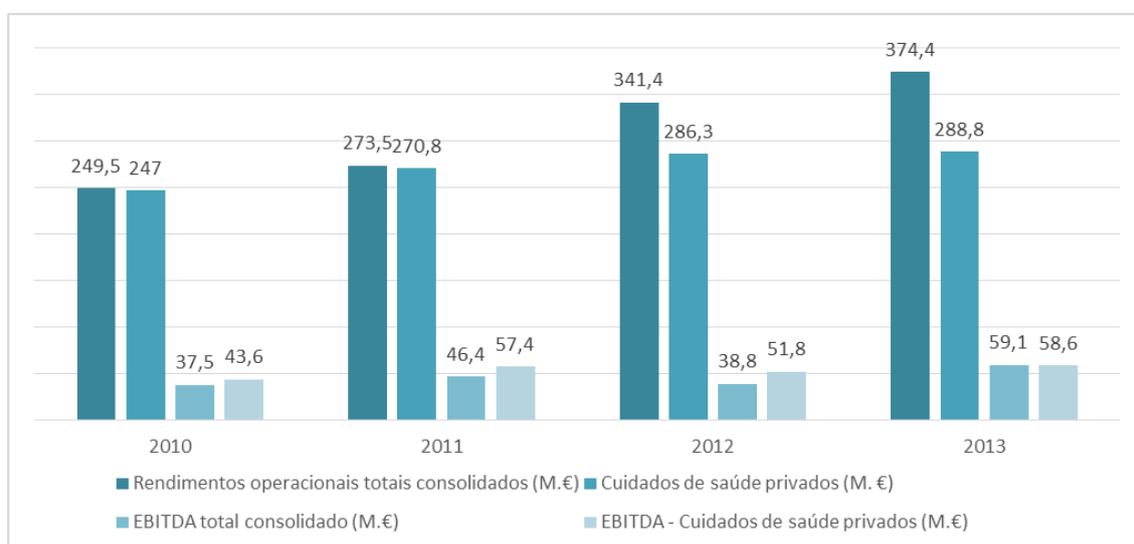
O segmento de "cuidados de saúde privados", principal área de negócio do grupo, inclui: i) seis hospitais com valências diferenciadas, designadamente ao nível dos diagnósticos especializados, tratamentos em regime de internamento e cirurgias; ii) seis clínicas em regime de ambulatório com enfoque principal nos cuidados de saúde primários, nas consultas externas, nos meios complementares de diagnóstico e na terapêutica; iii) uma unidade de radioterapia; iv) um hospital residencial vocacionado aos cuidados de reabilitação, continuados e paliativos, bem como à convalescença médica e pós-cirúrgica.

Destas unidades, cujos edifícios são propriedade da ESS, o Hospital da Luz em Lisboa - o maior hospital privada do país em termos de receitas segundo a empresa - e o Hospital da Arrábida no Porto - principal referência das unidades hospitalares privadas na região norte do país - assumem especial preponderância, com o primeiro a ser responsável por 35% dos rendimentos operacionais da ESS em 2013.

Os rendimentos operacionais deste segmento, que advêm, fundamentalmente, dos

serviços médicos prestados em regime de ambulatório (consultas, exames de diagnóstico, cirurgias, entre outros) e de internamento (cirurgias, internamentos médicos e cuidados intensivos), venda de produtos farmacêuticos, fornecimento de materiais clínicos, tratamentos e cuidados de reabilitação, representavam, em 2013, aproximadamente 77% das receitas totais do grupo, num total de € 288,8 milhões (cerca de 1% mais do que em 2012) e 99,2% dos resultados antes de juros, impostos, amortizações e depreciações (EBITDA) consolidados.

**Figura 12 - Rendimentos Operacionais e EBITDA – Segmento dos Cuidados de Saúde Privados**



Fonte: Autor com dados da ESS publicados nos relatórios de gestão e contas (2010, 2011, 2012 e 2013)

### 2.2.3.2 Segmento dos Cuidados de Saúde Públicos

O segmento dos cuidados de saúde públicos corresponde à exploração, em regime de PPP, do Hospital Beatriz Ângelo (HBA) em Loures, unidade hospitalar inaugurada no início de 2012 que presta serviço ao SNS.

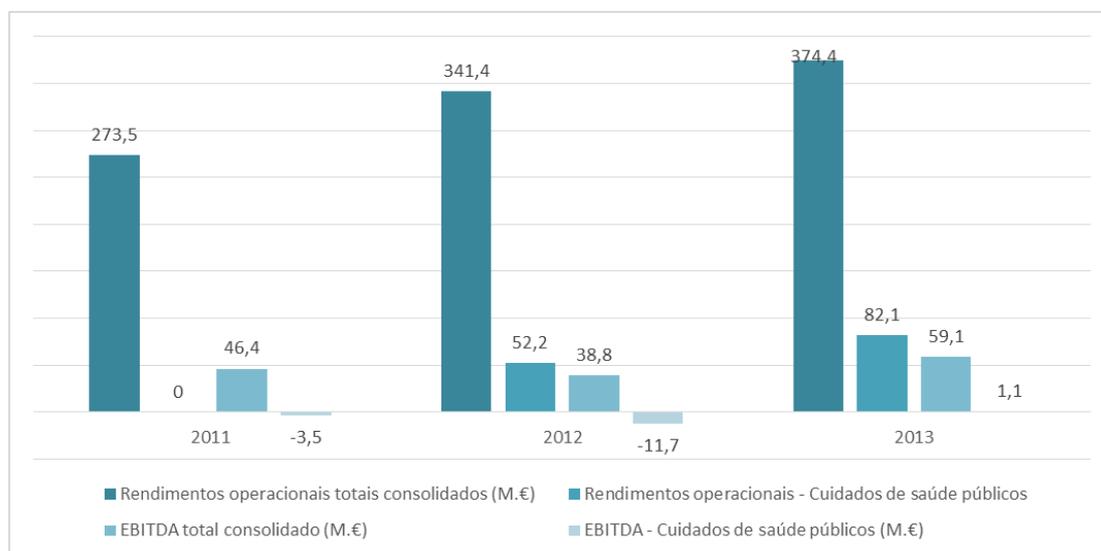
O contrato de parceria foi assinado com o Estado Português por um período inicial de 12 anos (inclui um prazo de 2 anos para a construção do hospital), podendo ser sucessivamente renovado por períodos máximos de 10 anos até ao limite de 30 anos. No final do contrato, os ativos do hospital, que correspondem ao edifício, equipamentos e aos meios humanos, reverterão para a esfera jurídica e patrimonial do Estado.

Segundo estabelecido na PPP, o volume de serviços prestados pelo HBA é negociado anualmente com o Ministério de Saúde com base em registos históricos de procura desses mesmos serviços (a unidade serve uma população próxima de 278 mil pessoas) e os preços dos atos médicos são fixos (ainda que ajustados anualmente em função da inflação).

Este segmento representou cerca de 22% dos rendimentos operacionais da ESS em 2013 (€ 82 milhões), ou seja, 58% acima do verificado em 2012, comportamento que se explica pelo facto de 2013 ter representado o primeiro ano completo de atividade operacional do hospital.

Em termos de EBITDA, o ano de 2013 marcou o *turnaround* do segmento atingindo € 1,1 milhões, valor que, ainda assim, representou apenas 1,9% do EBITDA consolidado do grupo.

**Figura 13 - Rendimentos Operacionais e EBITDA – Segmento dos Cuidados de Saúde Públicos**



Fonte: Autor com dados da ESS publicados nos relatórios de gestão e contas (2011, 2012 e 2013)

### 2.2.3.3 Segmento das Outras Atividades

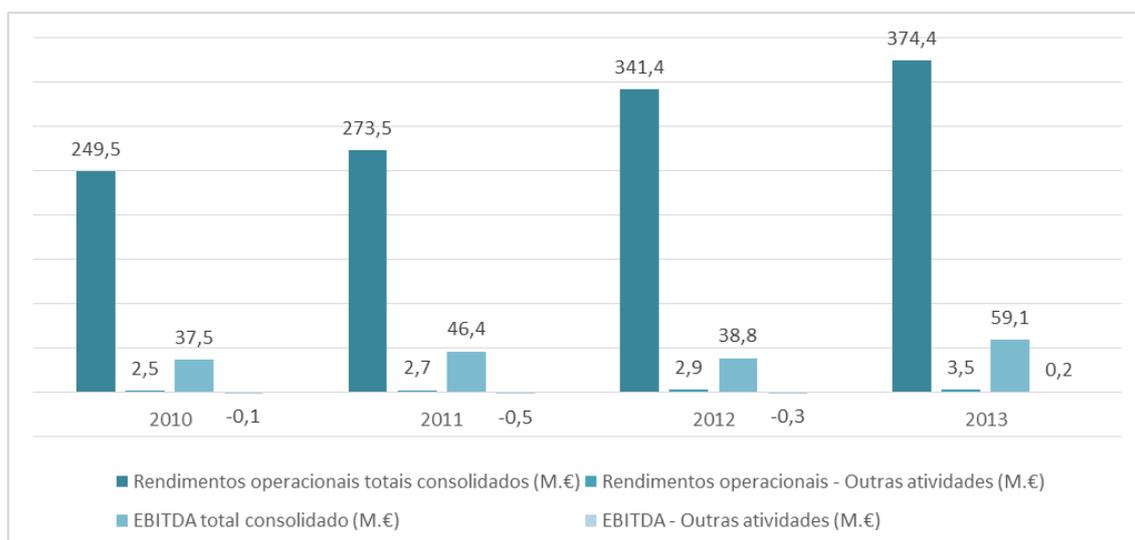
Este segmento congrega a operação de duas residências seniores localizadas na região de Lisboa (Casas da Cidade e Casa dos Leões), edifícios que são propriedade da ESS.

As unidades são destinadas a pessoas independentes ou com quaisquer necessidades de assistência médica, resultam numa ampliação dos serviços prestados pelos demais segmentos, designadamente o segmento dos serviços de saúde privados, permitindo a obtenção de sinergias com os demais negócios - uma destas residências é contígua ao Hospital da Luz para melhor captar esse efeito.

Os rendimentos operacionais atribuíveis ao segmento - 3,5 milhões em 2013, i.e., sensivelmente 1% dos rendimentos do grupo - advêm, fundamentalmente, dos pagamentos efetuados pelos residentes das unidades com contratos temporários ou indeterminados, da prestação de serviços adicionais (designadamente serviços médicos e de lazer) e do reconhecimento anual das joias de inscrição cobradas aos residentes.

Apesar de se tratar de um segmento cujos resultados obtidos são residuais em comparação com os demais (representava, apenas, 0,3% do EBITDA do grupo em 2013), nos últimos anos assistiu-se a um comportamento favorável que está relacionado com o aumento da eficiência na utilização da capacidade instalada.

**Figura 14 - Rendimentos Operacionais e EBITDA – Segmento das Outras Atividades**



Fonte: Autor com dados da ESS publicados nos relatórios de gestão e contas (2010, 2011, 2012 e 2013)

#### **2.2.4 Análise de Indicadores Económicos e Financeiros Consolidados**

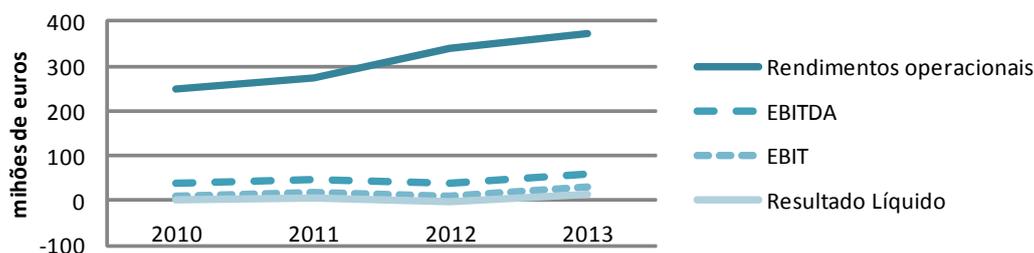
Pese embora o cenário económico adverso do país, no final de 2013 a ESS logrou obter rendimentos operacionais próximos de € 374 milhões, 9,7% superiores aos registados em 2012, performance maioritariamente imputável ao segmento dos cuidados de saúde públicos, mormente ao incremento da atividade operacional do HBA no seu primeiro ano de atividade completo (+ 57% que em 2012), com o setor dos cuidados de saúde privados a evoluir pouco mais de 0,9%, crescimento inferior aos 9,6% e 5,7% registados em 2011 e 2012, respetivamente.

Esta evolução resultou numa melhoria da rentabilidade do grupo, com o EBITDA a registar um incremento de 52% entre 2012 e 2013 (para € 59,1 milhões), desempenho fortemente marcado pela reversão do contributo negativo que, até então, era dado pelo segmento dos cuidados de saúde públicos (com o aumento dos rendimento operacionais e diluição dos respetivos gastos, o EBITDA atribuível a este segmento passou de € -11,7 milhões em 2012 para € 1,1 milhões em 2013), bem como pela melhoria da performance registada pelo segmento de cuidados de saúde privados no mesmo período (€ 51,8 milhões e € 58,6 milhões, respetivamente).

Do efeito conjugado da melhoria da performance operacional e financeira - no biénio 2012-2013, os resultados financeiros negativos desagravaram-se em cerca de 16,5% para € 10,4 milhões em virtude da diminuição do endividamento e das taxas de juro suportadas -, o resultado líquido consolidado foi positivo em € 14,1 milhões no ano 2013, valor que compara com o prejuízo de € 2,1 milhões observado no ano anterior.

Figura 15 - Evolução dos Resultados Económicos

(milhões de euros)	2010	2011	2012	2013	1.ºT.2013	1.ºT.2014
<b>Rendimentos operacionais</b>	249,5	273,5	341,4	374,4	93,5	101,6
Gastos operacionais	-212,7	-227,2	-302,6	-314,6	-80,1	-86,2
<b>EBITDA</b>	37,5	46,4	38,8	59,1	13,4	15,4
Margem EBITDA	15,0%	17,0%	11,4%	15,8%	14,3%	15,2%
Depreciações e amortizações	-26,5	-26,4	-28,5	-28,1	-7,1	-7,1
<b>EBIT</b>	11,0	20,2	10,4	31,0	6,3	8,4
Margem EBIT	4,4%	7,4%	3,0%	8,3%	6,8%	8,2%
Resultado financeiros	-8,4	-11,1	-12,4	-10,4	-3,0	-2,0
<b>Resultado Líquido</b>	1,5	5,0	-2,0	14,0	2,3	4,6



Fonte: Autor com dados da ESS publicados nos relatórios de gestão e contas (2010, 2011, 2012, 2013 e primeiro trimestres de 2014)

No primeiro trimestre de 2014, a empresa manteve uma trajetória ascendente suportada pelos dois principais segmentos de negócio, registando um aumento dos rendimentos operacionais de 8,7% (para € 101,6 milhões) face ao período homólogo. O reforço do desempenho operacional impulsionou o EBITDA para €15,4 milhões, ou seja, 15,1% superior ao apurado no primeiro trimestre de 2013, com o resultado líquido do período a evoluir, em termos homólogos, cerca de 96,7% para € 4,6 milhões.

Da análise aos balanços que compreendem o quadriénio 2010/2013, verifica-se um decréscimo do valor total do ativo líquido, o qual alcançou € 477 milhões em 2013, o valor mais reduzido no período em observação.

Não obstante a retração do ativo corrente com origem na diminuição do crédito concedido a clientes, a referida tendência decrescente do ativo total (que é visível na figura em baixo) é fundamentalmente explicada pela diminuição do valor do ativo fixo tangível líquido - cerca de € 30 milhões entre 2010 e 2013 - e, com maior impacto, pelo efeito da cobrança, em 2012, de um crédito de € 47 milhões relativo à alienação de uma participação financeira, comportamento que teve reflexo direto na evolução que o passivo total

registrou no mesmo período.

**Figura 16 - Evolução das Principais Massas Patrimoniais**

(milhões de €)	2010	Δ (%)	2011	Δ (%)	2012	Δ (%)	2013	Δ (%)
Activo não Corrente Total	434,0	-15,2%	368,0	-0,1%	367,6	-4,5%	351,2	-6,8%
Activo Corrente Total	113,4	52,3%	172,7	-27,5%	125,2	1,1%	126,6	3,7%
<b>Activo Líquido Total</b>	<b>547,4</b>	<b>-1,2%</b>	<b>540,6</b>	<b>-8,8%</b>	<b>492,8</b>	<b>-3,1%</b>	<b>477,7</b>	<b>-4,4%</b>
<b>Capitais Próprios Totais</b>	<b>126,5</b>	<b>4,4%</b>	<b>132,0</b>	<b>-2,3%</b>	<b>128,9</b>	<b>11,1%</b>	<b>143,2</b>	<b>4,2%</b>
Passivo Não Corrente	274,2	16,6%	319,7	-41,7%	186,5	-5,4%	176,5	-13,7%
Passivo Corrente Total	146,7	-39,4%	88,9	99,5%	177,4	-10,9%	158,1	2,5%
<b>Passivo Total</b>	<b>421,0</b>	<b>-2,9%</b>	<b>408,6</b>	<b>-11,0%</b>	<b>363,8</b>	<b>-8,1%</b>	<b>334,5</b>	<b>-7,4%</b>

Fonte: Autor com dados da ESS publicados nos relatórios de gestão e contas (2010, 2011, 2012 e 2013)

Com efeito e conforme se observa na figura em baixo, entre 2010 a 2013 a dívida líquida da ESS verificou, não obstante os investimentos realizados em capital fixo, uma acentuada tendência de decréscimo, fixando-se em cerca de € 209,6 milhões em 2013, cenário justificado não apenas pelo significativo impacto da cobrança do crédito supra referido, mas também pelo efeito conjunto da redução do investimento em necessidades de fundo de manuseio com o aumento da capacidade de autofinanciamento observada.

**Figura 17 - Evolução da Dívida Financeira**

(milhões de €)	2010	2011	2012	2013
<b>Capital Próprio Total</b>	126,5	132,0	128,9	143,2
Passivos Financeiros - Curto Prazo	270,8	312,8	180,6	167,2
Passivos Financeiros - Longo Prazo	80,3	25,4	95,1	77,1
<b>Endividamento Total</b>	<b>351,1</b>	<b>338,2</b>	<b>275,8</b>	<b>244,4</b>
<b>Aplicações Financeiras Totais</b>	<b>11,0</b>	<b>33,3</b>	<b>24,3</b>	<b>34,8</b>
<b>Endividamento Líquido = Net Debt</b>	<b>340,1</b>	<b>304,9</b>	<b>251,5</b>	<b>209,6</b>
<b>Dívida líquida / Capital Próprio (X)</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>
<b>Dívida líquida / EBITDA (X)</b>	<b>9,1</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>	<b>3,6</b>

Fonte: Autor com dados da ESS publicados nos relatórios de gestão e contas (2010, 2011, 2012 e 2013)

A redução da dívida e a melhoria do EBITDA traduziu-se, naturalmente, na diminuição do respetivo rácio - que evoluiu favoravelmente de 6,5x em 2012 para 3,6x em 2013 - o qual reflete uma maior adequação entre os meios gerados e a dívida assumida pela ESS.

No que se refere à relação entre as principais massas patrimoniais e tal como espelhado no balanço funcional infra, verifica-se que não obstante o reforço do peso do capital próprio no total do balanço da empresa, a diminuição do passivo não corrente registada

após 2011 foi superior ao decréscimo também verificado ao nível ativo não corrente, cenário que traduz um cenário de desequilíbrio financeiro (espelhado no fundo de maneiço negativo) que, no entanto, foi desagravado no exercício de 2013 devido ao efeito conjunto da redução do investimento em necessidades de fundo de maneiço (que está associada à diminuição dos saldos concedidos a clientes) com o reforço do capital próprio inerente à obtenção de resultados económicos positivos (não distribuídos).

**Figura 18 - Balanço Funcional**

(milhões de €)	2010	2011	2012	2013
Capitais Próprios Totais	126,5	132,0	128,9	143,2
Passivo Não Corrente	274,2	319,7	186,5	176,5
<b>Capitais Permanentes</b>	400,7	451,7	315,4	319,7
<b>Activo Não Corrente</b>	434,0	368,0	367,6	351,2
<b>Fundo de Maneio</b>	<b>-33,3</b>	<b>83,8</b>	<b>-52,2</b>	<b>-31,5</b>
Existências	5,5	5,4	7,9	7,4
Clientes	77,5	64,1	71,3	50,9
Diferimentos e Outras Contas a Receber de Exploração	18,8	22,4	20,7	33,5
<b>Necessidades Cíclicas de Exploração</b>	101,7	92,0	99,8	91,8
Fornecedores	27,0	20,1	29,1	23,6
Estado e Outros Entes Públicos	2,3	2,0	3,3	3,4
Diferimentos e Outras Contas a Pagar de Exploração	36,7	40,4	49,2	51,2
<b>Recursos Cíclicos de Exploração</b>	65,9	62,6	81,5	78,2
<b>Fundo de Maneio Necessário de Exploração (FMN)</b>	<b>35,8</b>	<b>29,4</b>	<b>18,3</b>	<b>13,6</b>
<b>Varição do FMN</b>		<b>-6,4</b>	<b>-11,1</b>	<b>-4,8</b>
<b>Tesouraria Líquida</b>	<b>-69,1</b>	<b>54,4</b>	<b>-70,5</b>	<b>-45,0</b>

Fonte: Autor com dados da ESS publicados nos relatórios de gestão e contas (2010, 2011, 2012 e 2013)

Ainda assim e considerando que a ESS é uma empresa de capital intensivo, a evolução da autonomia financeira, bem como da solvabilidade total, permitem concluir acerca da melhoria da sua robustez financeira no período em análise, conforme se sintetiza nos rácios em baixo apresentados.

**Figura 19 - Evolução da Estrutura Financeira e da Solvabilidade**

(milhões de €)	2010	2011	2012	2013
<b>Cobertura do Activo Não Corrente:</b>				
por Capitais Próprios Totais	29,1%	35,9%	35,1%	40,8%
por Capitais Permanentes	92,3%	122,8%	85,8%	91,0%
<b>Liquidez:</b>				
Geral	0,77	1,94	0,71	0,80
Reduzida	0,74	1,88	0,66	0,75
<b>Autonomia Financeira (com interesses Minoritários)</b>	<b>23,1%</b>	<b>24,4%</b>	<b>26,2%</b>	<b>30,0%</b>
<b>Solvabilidade Total</b>	<b>0,30</b>	<b>0,32</b>	<b>0,35</b>	<b>0,43</b>

Fonte: Autor com dados da ESS publicados nos relatórios de gestão e contas (2010, 2011, 2012 e 2013)

## 2.3 Oferta Pública de Aquisição da ESS

### 2.3.1 Breve Descrição do Processo de Oferta Pública de Aquisição

De acordo com o Código dos Valores Mobiliários, a Oferta Pública de Aquisição (OPA), operação inserida no grupo das ofertas públicas efetuadas no mercado de capitais, consiste numa proposta de compra feita por um investidor à generalidade dos detentores de determinados valores mobiliários, designadamente ações representativas do capital social de uma empresa, podendo ou não visar a aquisição da totalidade desses títulos.

Esta operação distingue-se das ofertas particulares na medida em que está sujeita a registo na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), implicando a prestação de um conjunto pré definido de informações que têm de estar contempladas no “anúncio de lançamento<sup>4</sup>” e do “prospeto<sup>5</sup>” da oferta, tal como preconiza o regulamento da CMVM n.º 3/2006.

A contrapartida da oferta de compra pode consistir em dinheiro, valores mobiliários ou ser mista - sendo que no primeiro caso o oferente deve, previamente ao registo da oferta, acautelar o respetivo pagamento através de um depósito bancário ou com a prestação de uma garantia bancária -, podendo ser revista quanto à sua natureza e montante em condições que não a tornem menos favorável relativamente à antecedente em, pelo menos, 2% do seu valor.

<sup>4</sup> Documento público onde o oferente comunica a sua intenção de lançar uma OPA.

<sup>5</sup> Documento oficial e padronizado, que permite a comparação entre propostas, onde são prestadas as informações necessárias à tomada de decisão esclarecida por parte dos investidores.

Após a recepção do prospeto e do anúncio de lançamento da OPA, o órgão de administração da sociedade visada deve divulgar um relatório sobre a oportunidade e condições da oferta, pronunciando-se, entre outros aspetos, sobre o preço oferecido e sobre as repercussões da oferta nos interesses da sociedade.

Qualquer outra proposta pública de aquisição sobre os mesmos valores mobiliários só poderá ser concretizada através de uma oferta concorrente, a qual, para além de não poder incidir sobre uma quantidade de títulos inferior à contemplada na oferta inicial, deverá exceder a oferta antecedente em, pelo menos, 2% do seu valor.

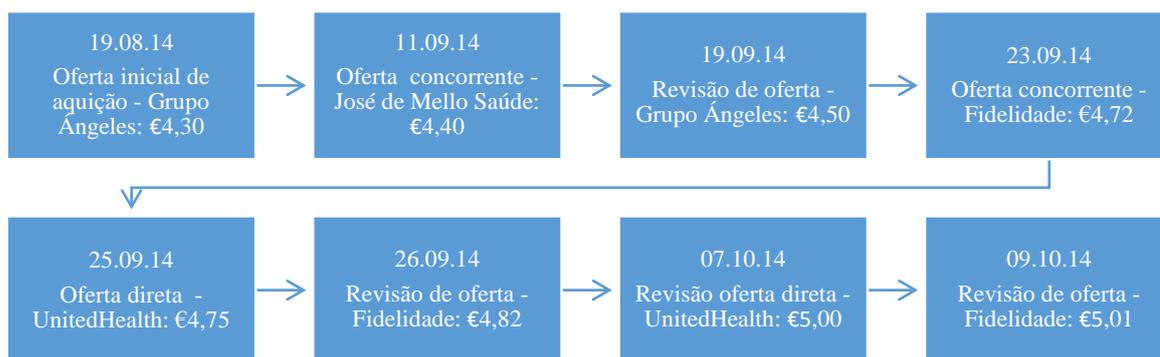
Decorrido o prazo da oferta, o resultado da mesma é apurado (e publicado) por um intermediário financeiro que concentre as declarações de aceitação de venda dos valores mobiliários, ou, alternativamente, através de uma sessão especial em mercado regulamentado.

### **2.3.2 Processo de Aquisição da ESS e Condições da Oferta Vencedora**

A aquisição da ESS resultou num processo concorrido onde estiveram envolvidas quatro entidades interessadas nessa operação, a saber, o Grupo Ángeles, a José de Mello Saúde, a Fidelidade e a United Health, tendo as três primeiras efetuado propostas em bolsa e, a última, negociado fora desta diretamente com a ESHC.

Entre Agosto e Outubro de 2014, as oferentes apresentaram contrapartidas em dinheiro que variaram entre € 4,30 e € 5,01, as quais se resumem na figura em baixo, tendo a última proposta da Fidelidade sido aceite pela maioria dos acionistas da ESS.

**Figura 20 - Cronologia das Ofertas de Aquisição pela ESS**



Fonte: Autor com dados da CMVM (2014)

O anúncio preliminar da OPA da Fidelidade sobre as ações representativas do capital social da ESS ocorreu em 23 de setembro de 2014 e o registo da oferta foi efetuado na CMVM a 26 de setembro, data em que foi emitido e divulgado o prospeto da oferta concorrente.

Assim e perante a circunstância de cerca de 51% do capital da ESS ser detido pela ESHC - empresa controlada a 55% pela sociedade de direito Luxemburguês Rio Forte, - o sucesso da oferta esteve sempre dependente da sua aceitação por parte deste acionista.

A primeira oferta da Fidelidade, no montante de € 4,72 por ação, foi revista, sucessivamente, a 26 de setembro e a 09 de outubro de 2014, com o aumento da contrapartida a evoluir de € 4,82 para €5,01, respetivamente, sendo que a eficácia da mesma era subordinada ao apuramento de um resultado que permitisse a aquisição de, pelo menos, 50,01% das ações representativas do capital social e dos direitos de voto da ESS.

Em 10 de Outubro de 2010, a Rio Forte e a ESHC comunicaram a sua aceitação à oferta de € 5,01 da Fidelidade, tendo, três dias depois, sido emitida posição favorável do Conselho de Administração da ESS às condições dessa mesma proposta, factos que determinaram o sucesso da OPA que viria a ser concretizada em sessão especial de bolsa realizada a 15 de Outubro de 2014.

### **2.3.3 Contextualização da Oferta Pública de Aquisição**

A ESHC, empresa que detinha 51% do capital da ESS, era dominada pelas sociedades Rio Forte (55%) e pela Espírito Santo Financial Group, S.A. (ESFG) (17,8%), tendo estas duas últimas sido admitidas, a 29 de julho de 2014, pelo tribunal do Luxemburgo, a processos de gestão controlada que resultavam da sua incapacidade em cumprir as respetivas obrigações financeiras perante terceiros.

Na pendência de um processo de gestão controlada, qualquer decisão tomada pelo conselho de administração que resulte em transações de ativos da sociedade, ou quaisquer outras deliberações de carácter não operacional e com impacto significativo sobre a sua estrutura patrimonial, carecem, no interesse da empresa e dos seus credores, de ser previamente autorizadas pelo juiz delegado para o processo, o qual, por consequência, nomeia dois peritos independentes para o coadjuvarem nessas decisões.

Com efeito, foi num cenário de pré-insolvência dos principais acionistas da ESS, sociedades cujos conselhos de administração tinham poderes limitados e controlados, que foi obtida a aceitação da contrapartida (revista) de EUR 5,01 (em numerário) apresentada pela Fidelidade a 09 de Outubro de 2014, decisões essas sem as quais a OPA lançada sobre a ESS não teria procedido.

### **3 Revisão de Literatura**

#### **3.1 Avaliação de Empresas**

As decisões de compra e venda de empresas são, invariavelmente, precedidas de um exercício de avaliação das mesmas, sendo normal que essa análise assuma um papel fundamental de suporte no apoio às decisões no âmbito dessas operações (Damodaran, 2012).

A avaliação poderá ter como objeto a totalidade do capital próprio de uma sociedade, uma participação de controlo ou uma participação minoritária, sendo o nível de controlo um fator fundamental na determinação do valor da participação em causa (Neves, 2002).

No entanto, ainda que qualquer ativo seja passível de ser mensurado, esse exercício nunca será objetivo dada a natureza subjetiva dos *inputs* utilizados no processo de avaliação, pelo que, ainda que estejamos perante uma avaliação de elevada qualidade, haverá sempre que reconhecer a existência de incerteza quanto ao valor apurado (Damodaran, 2012).

Não obstante o carácter subjetivo dos fatores endógenos e exógenos de que depende o valor de uma empresa (Mota e Custódio, 2007), o conceito de valor fundamental preconizado por Neves (2002) pressupõe que uma dada ação, representativa do capital social de uma empresa, tem um valor intrínseco que pode ser apurado mediante a avaliação rigorosa de variáveis fundamentais. Neste contexto, o justo valor de uma empresa, que poderá ser determinado pela análise fundamental, estará refletido nas suas características financeiras, tais como as perspetivas de crescimento, o perfil de risco e a geração de *cash flows* (Damodaran, 2012).

Ainda assim e como defende Neves (2002), o valor de uma empresa resultará do equilíbrio estabelecido entre aquilo que os compradores estiverem dispostos a pagar pela aquisição e o preço que os vendedores aceitarem receber pela venda.

### 3.2 Modelos de Avaliação

Segundo Damoradan (2012) existem três abordagens gerais para o exercício de avaliação de ativos, designadamente: i) a avaliação baseada no *discounted cash flow* (DCF), modelo no qual é determinado o *present value* (PV) do ativo com base na sua capacidade de gerar *cash flow* (CF) no futuro; ii) a avaliação relativa, método onde é estimado o valor de um ativo por comparação ao preço de ativos semelhantes em ordem a variáveis comuns aos mesmos, tais como os lucros obtidos, *cash flows*, valor contabilístico, vendas; iii) avaliação baseada em teorias de determinação de preço de opções, na qual o valor dos ativos é obtido com base nas características partilhadas com as opções financeiras e que se baseiam em opções reais (projetos, patentes, recursos naturais, etc.).

#### 3.2.1 Modelo de Avaliação Baseado no *Discounted Cash Flow* (DCF)

Genericamente, no modelo DCF o valor do ativo é resultado da atualização dos CF por si gerados no futuro (Copeland *et al.*, 2000), fluxos que são atualizados a uma taxa que reflete o custo de capital ajustado ao risco dos mesmos, segundo a seguinte fórmula (Damodaran, 2012):

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF}_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

em que: n = maturidade do ativo; CF<sub>t</sub> = *cash flow* no período t; r = taxa de desconto utilizada que reflete o risco dos *cash flows* estimados.

##### 3.2.1.1 *Free Cash Flow to Equity*

Segundo Damodaran (2012), o *Equity Value* é obtido descontando os CF esperados para os detentores de capital (ou seja, os CF obtidos após contabilização de todas as despesas, das necessidades de reinvestimento, das obrigações fiscais e do pagamento do serviço da dívida), à taxa do custo do capital (isto é, a taxa de retorno que é requerida pelos detentores do capital da empresa), conforme se sistematiza:

$$\text{Equity Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to equity } t}{(1 + Ke)^t} \quad (2)$$

em que:  $n$  = maturidade do ativo;  $\text{CF to equity } t$  = *cash flow to equity* no período  $t$ ;  $ke$  = custo do capital próprio.

De acordo com Neves (2002), o custo do capital próprio ( $ke$ ) sintetiza a rentabilidade exigida pelos detentores de capital pelo risco assumido (riscos de negócio e financeiro), sendo determinável por aplicação do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Com efeito, o CAPM tem como postulado que o custo do capital próprio resulta de uma taxa de juro sem risco à qual é acrescido o risco sistemático da empresa (*beta*) multiplicado pelo prémio de risco de mercado (Copeland et al., 2000), por aplicação da seguinte expressão:

$$Ke = rf + (rm - rf) \times \beta \quad (3)$$

em que:  $Ke$  = custo do capital próprio;  $rf$  = taxa de retorno de um ativo sem risco;  $rm$  = taxa de retorno esperado de uma carteira de mercado;  $\beta$  = risco sistemático (não diversificável) do ativo.

### 3.2.1.2 *Free Cash Flow to the Firm*

Por sua vez, o *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), ao contrário do modelo de desconto de dividendos ou o do modelo *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), valoriza a empresa a partir da geração dos *cash flows* que revertem para todos os seus financiadores (Damodaran, 2005), sendo resultado do desconto dos *cash flows* gerados pela atividade empresarial (ou seja, os *cash flows* sobranes após contabilização de todas as despesas operacionais, necessidades de reinvestimento e obrigações fiscais, mas anteriores ao pagamento da dívida ou da remuneração do capital) ao custo médio ponderado do capital utilizado (WACC) (Damodaran, 2012):

$$\text{Firm Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to firm } t}{(1 + \text{WACC})^t} \quad (4)$$

em que:  $n$  = maturidade do ativo;  $\text{CF to firm } t$  = *cash flow to firm* no período  $t$ ;  $\text{WACC}$  = custo médio ponderado do capital utilizado.

O FCFF é especialmente útil quando aplicado a empresas com diversas áreas de negócio, resultando o valor global destas da soma de cada uma das suas áreas operacionais acrescidas de outros ativos geradores de caixa, deduzido do valor atual dos custos operacionais imputáveis à estrutura corporativa, do valor da dívida e dos outros instrumentos de capital preferentes (Copeland *et al.*, 2000).

Na ótica da avaliação pelo FCFF, os *cash flows* deverão ser descontados ao  $\text{WACC}$  (Koller *et al.*, 2005), ou seja, a taxa que representa o custo das diferentes fontes de capital empregues na empresa na devida proporção dessa utilização, a valor de mercado (Damodaran, 2012).

Deste modo, na ótica *firm* são considerados os *cash flows* disponíveis para todas as fontes de financiamento da empresa (dívida, capital e instrumentos híbridos de capital), a utilização do  $\text{WACC}$  é consistente com a necessidade que existe em incluir, numa única taxa de desconto, a remuneração (compensação) esperada por cada investidor (Koller *et al.*, 2005). O  $\text{WACC}$  é dado pela seguinte expressão (Koller *et al.*, 2005):

$$\text{WACC} = \frac{D}{D + E} K_d(1 - T) + \frac{E}{D + E} K_e \quad (5)$$

em que:  $\frac{D}{D+E}$  = nível de endividamento da empresa a valor de mercado;  $\frac{E}{D+E}$  = nível de capital próprio da empresa a valor de mercado;  $K_d$  = custo da dívida;  $K_e$  = custo do capital próprio;  $T$  = taxa de imposto da empresa.

### 3.2.1.3 Horizonte Temporal da Avaliação, *Terminal Value*, *Firm e Equity Value*

De acordo com Mota e Custódio (2007), no processo de avaliação é usual dividir-se o

período de previsões em dois subperíodos: i) o horizonte previsional da avaliação, fase durante o qual os *cash flows* são estimados explicitamente; ii) período de continuidade ou estabilidade, fase no qual os *cash flows* são calculados não explicitamente, normalmente em perpetuidade.

Assim, o *terminal value* pode ser apurado assumindo-se o pressuposto de que os *cash flows* da empresa crescem, perpetuamente, a uma taxa constante, sendo estimado por aplicação da seguinte fórmula (Damodaran, 2012):

$$TV_t = \frac{CF_{t+1}}{(r - g)} \quad (6)$$

em que:  $TV_t$  = *terminal value* no período t;  $CF_{n+1}$  = *cash flow* no período t+1; r = taxa de desconto utilizada; g = taxa de crescimento perpétuo.

Do exposto, o *firm* ou o *equity value* podem ser obtidos, de acordo com a expressão em baixo, através da soma dos *cash flows* descontados de ambos os subperíodos (Damodaran, 2012):

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV_n}{(1+r)^n} \quad (7)$$

em que: n = maturidade do ativo;  $CF_t$  = *cash flow* no período t;  $TV_n$  = *terminal value* no período n; r = taxa de desconto utilizada que reflete o risco dos *cash flows* estimados.

### 3.2.2 Modelo de Avaliação Relativa

O modelo de avaliação relativa, também conhecido por avaliação por múltiplos, tem, segundo Damodaran (2012), o objetivo de determinar o valor de um ativo por comparação com outros ativos semelhantes, algo nem sempre possível dada a dificuldade de encontrar ativos efetivamente comparáveis.

De entre os principais múltiplos preconizados por Damodaran (2012), destacam-se (i) os múltiplos de lucro, (ii) múltiplos de valor patrimonial e (iii) múltiplos de receitas (volume

de negócios), os quais podem, ainda, ser divididos entre *enterprise multiples* e *equity multiples* (Suozzo *et al.*, 2001)

Os *enterprise multiples* visam a determinação do valor total da empresa, não entrando, por isso, em linha de conta com a sua estrutura de capital (Suozzo *et al.*, 2001). De entre este tipo de múltiplos, evidenciam-se os seguintes: (i) *Enterprise Value to EBITDA*; (ii) *Enterprise Value to EBIT*; (iii) *Enterprise Value to sales*.

Os *equity multiples* têm como objetivo aferir o valor dos capitais próprios (*equity value*) incorporando, nessa medida, o valor que é criado para os acionistas (Suozzo *et al.*, 2001). Destes, destacam-se os seguintes: (i) *Price to Earnings*; (ii) *Price to Book Value*; (iii) *Price to sales*.

### 3.2.2.1 *Enterprise Value to EBITDA Ratio*

O *Enterprise Value to EBITDA* relaciona o valor de mercado de uma empresa, líquido de *cash*, com os seus resultados antes de juros, impostos, amortizações e depreciações, sendo dado pela seguinte equação:

$$EV/EBITDA = \frac{EV}{EBITDA} \quad (8)$$

em que: EV = valor de mercado do capital + valor de mercado da dívida - *cash*; EBITDA = resultados antes de juros, impostos, amortizações e depreciações.

Assim, o *Enterprise Value* de uma dada empresa "A" poderá ser obtida, por comparação com a empresa "B", do seguinte modo:

$$EVA = EVB \cdot EBITDAA \quad (9)$$

em que: EVA = *Enterprise Value* de A; EVB = *Enterprise Value* de B; EBITDAA = EBITDA de A.

### 3.2.2.2 *Enterprise Value to Sales Ratio*

O *Enterprise Value to Sales* relaciona o valor de mercado de uma empresa com as suas vendas, sendo expresso do seguinte modo:

$$EV/Sales = \frac{EV}{Sales} \quad (10)$$

em que: EV = valor de mercado do capital + valor de mercado da dívida - *cash*; Sales = vendas totais.

Com efeito, o *Enterprise Value* de uma dada empresa "A" poderá ser obtida, por comparação com a empresa "B", do seguinte modo:

$$EVA = EVB \cdot SalesA \quad (11)$$

em que: EVA = *Enterprise Value* de A; EVB = *Enterprise Value* de B; SalesA = Vendas de A.

### 3.2.2.3 *Price to Earnings Ratio*

Indicador que relaciona o preço com o lucro é, segundo Neves (2002), um dos múltiplos mais utilizados do mercado financeiro. Assim, o *price to earnings ratio* (PER) resulta da seguinte expressão:

$$PER = \frac{P}{EPS} \quad (12)$$

em que: P= preço por ação; EPS= lucro por ação

Deste modo, a avaliação de uma dada empresa "A" poderá ser obtida, por comparação com a empresa "B", do seguinte modo:

$$PA = PERB \cdot EPSA \quad (13)$$

em que: PA = preço por ação de A; PERB = PER da empresa B; EPSA = lucro por ação de A.

#### **3.2.2.4 Price to Book Ratio Ratio**

Segundo Damodaran (2012), o *price to book value* (PBV) relaciona o valor de mercado (cotação) da ação com o seu valor contabilístico:

$$PBV = \frac{P}{BVS} \quad (14)$$

em que: PBV = *price to book value*; P = preço por ação; BVS = valor contabilístico por ação.

Pelo que a avaliação de uma dada empresa "A" poderá ser obtida, por comparação com a empresa "B", do seguinte modo (Neves, 2002):

$$PA = PBVB \cdot BVSA \quad (15)$$

em que: PA = preço por ação de A; PBVB = *price to book value* de B; BVSA = valor contabilístico por ação de A.

#### **2.2.2.3. Price to Sales Ratio**

O múltiplo de receitas (ou volume de negócios) mede o valor do capital da empresa (ou do negócio) em ordem às receitas geradas (Damodaran, 2012). Segundo Neves (2002), o *price to sales* (PS) é determinado através da seguinte expressão:

$$PS = \frac{P}{VNA} \quad (16)$$

em que: PS = *price-to-sales*; P = preço por ação; VNA = volume de negócios por ação.

Pelo que a avaliação de uma dada empresa "A" poderá ser obtida por, comparação com a empresa "B", do seguinte modo (Neves, 2002):

$$PA = PSB \cdot VNAA \quad (17)$$

em que: PA = preço por ação de A; PSB = *price to sales* de B; VNAA = volume de negócios por ação de A.

### 3.2.3 Avaliação pela Ótica das Opções Reais

Ao contrário dos modelos tradicionais de DCF, os modelos de avaliação pela ótica das opções reais tem por base o pressuposto de que os ativos da empresa são geridos de forma ativa, competindo aos seus gestores a tomada de decisões que podem alterar o padrão dos *cash flows* futuros (Neves, 2002). Essas possibilidades de decisão de que os gestores dispõem para modificar projetos designam-se por "opções reais" (Brealey *et al.*, 2011).

Neste contexto, o modelo das opções reais, que se baseia nas técnicas de determinação de preço das opções financeiras (*call e put options*), tem a capacidade de explicitar o valor da flexibilidade implícito na possibilidade de tomar decisões estratégicas quanto aos ativos sob gestão (Copeland *et al.*, 2000).

Na ótica das opções reais, os ativos sob gestão podem, por exemplo, compreender projetos de investimento, unidades de negócio, produtos ou imóveis (Neves, 2002), ativos aos quais são associadas decisões estratégicas que, entre outras, passam pela possibilidade de os expandir, abandonar, diferir ou alterar (Damodaran, 2012).

Assim, sob o ponto de vista das opções reais, o capital próprio poderá ser entendido como uma *call option* que os acionistas detêm sobre os ativos de uma empresa, pelo que no caso de esses ativos serem superiores ao valor da dívida, resultará que essa diferença será o valor dos capitais próprios para os acionistas - no cenário contrário, o valor da empresa para os acionistas seria nulo (Neves, 2002).

### 3.3 Prémio de Controlo

Tipicamente, o conceito de controlo de uma empresa pode definir-se como sendo o poder para tomar decisões, direcionando, para a orientação pretendida, mais de 50% dos votos dos acionistas, ainda que tal não signifique deter mais de 50% do capital social de uma empresa (Hanouna *et al.*, 2001).

O nível de controlo de capital social é um fator muito importante no apuramento do valor de uma participação social, sendo um princípio geral que uma aquisição significativa de capital e/ou a tomada de controlo de uma empresa terá mais valor para o seu detentor ao permitir uma influência significativa nas decisões relevantes para a vida da empresa, nomeadamente quanto à escolha e definição dos órgãos sociais (Neves, 2012).

O reconhecimento da existência de benefícios privados, através do controlo de grandes blocos de ações, tem influência no preço de aquisição desses mesmos blocos, os quais devem ser transacionados a prémio relativamente ao preço de mercado (Barclay e Holderness, 1989).

Este prémio de controlo é particularmente visível nas ofertas públicas de aquisição (OPA), operação onde o comprador oferece sempre um preço superior à cotação de mercado (Neves, 2002), facto que é consistente com a decomposição do valor da ação proposta por Hanouna *et al.* (2001) que defende que este integra as seguintes três componentes: (i) *asset value*, i.e., direito ao património da empresa; (ii) *income value*, ou seja, direito aos rendimentos da empresa; (iii) *control value*, i.e., direito a participar na gestão da empresa.

Evidência empírica de Barclay e Holderness (1989), demonstra que grandes blocos de ações são tipicamente avaliadas, após anúncio da transação, com prémio médio de 20% face ao seu valor de mercado, prémios que tendem a ser superiores à medida que aumenta a dimensão dos blocos adquiridos. Mais recentemente, também Hanouna *et al.* (2001) reiteram o impacto positivo do efeito do controlo no preço das transações ao evidenciarem, entre operações de aquisição de participações sociais minoritárias e maioritárias, diferenças nos prémios pagos compreendidas entre 20-30%.

## 4 Avaliação da ESS

Um dos objetivos do presente trabalho consiste no apuramento do valor dos capitais próprios da ESS num cenário de normal atividade e solvência do bloco acionista que detinha o seu controlo até à concretização da OPA em Outubro de 2014, ou seja, num período normalizado e ainda não influenciado por fatores externos excecionais.

O exercício de avaliação considera, assim, a informação disponível até ao final do primeiro semestre de 2014 (incorpora as contas consolidadas da ESS relativas ao primeiro trimestre de 2014), período anterior ao anúncio da primeira OPA e que coincide com os pedidos de gestão controlada da Rio Forte e da ESFG.

A determinação do valor fundamental da empresa será efetuada pelo método do DFC via *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), modelo escolhido pelo facto da ESS atuar em três áreas de negócio distintas ("cuidados de saúde privados", "cuidados de saúde públicos" e "outras atividades") cujo desempenho operacional terá que ser determinado individualmente, assim como pela circunstância de pretender apurar o valor da empresa para todos os seus agentes financiadores (*cash flows* descontados ao WACC, portanto).

Posteriormente e como complemento à avaliação fundamental, é aplicado o método de Avaliação Relativa (ou Múltiplos), para o que foram selecionadas congéneres cotadas (forçosamente empresas estrangeiras) que servem de base de comparação e donde se extraíram os seguintes indicadores: i) *enterprise value to sales*; ii) *enterprise value to EBITDA*;

### 4.1 Avaliação pelo Método DFC – Abordagem FCFF

Da análise anteriormente efetuada à evolução do (i) setor da saúde, (ii) da situação económica e financeira da empresa, (iii) da política de investimentos da ESS conhecida até ao final do primeiro trimestre de 2014, bem como ao (iv) contexto macroeconómico, foram projetados os *cash flows* operacionais compreendidos entre 2014-2019 - em que os quatro primeiros exercícios representam o período explícito e 2019 o ano de cruzeiro considerado para determinação do valor terminal -, os quais são descontados ao custo médio ponderado do capital utilizado (WACC).

O valor global da empresa resultará, a final, da soma de cada uma das suas áreas operacionais, acrescido do valor dos outros ativos geradores de caixa, deduzido do valor atual dos custos operacionais imputáveis à estrutura corporativa, do valor da dívida e dos outros instrumentos de capital preferentes.

## 4.2 Pressupostos da Avaliação

### 4.2.1 Pressupostos Macroeconómicos

Após uma contração do PIB de 1.4 % em 2013, é esperado um crescimento de 1.2% em 2014, seguido de uma aceleração nos anos subsequentes para 1,8% em 2017 e 2018.

De acordo com as projeções económicas do Ministério das Finanças e do INE, a economia portuguesa deverá encetar, assim, uma recuperação gradual nos próximos anos, devendo a mesma ser suportada pela procura interna privada e pela manutenção do crescimento das exportações, já que, no setor público, a atividade estará condicionada pelo processo de consolidação orçamental.

Num contexto em que as pressões inflacionistas (externas e internas) deverão permanecer reduzidas, a inflação deverá manter-se em níveis baixos no período compreendido entre 2014 a 2018.

**Figura 21- Evolução de Indicadores Macroeconómicos**

Evolução dos indicadores (%)	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Produto Interno Bruto	-1,4	1,2	1,5	1,7	1,8	1,8
Índice Preços no Consumidor	0,3	0,4	1,1	1,5	1,5	1,5
Taxa de Desemprego	16,3	15,4	14,8	14,2	13,8	13,2

Fonte: Autor com dados do Ministério das Finanças<sup>6</sup> e INE (2014)

Ainda assim, o crescimento da economia portuguesa deverá permanecer condicionado à redução do endividamento nos setores público e privado, assim como pelo elevado nível de desemprego.

<sup>6</sup> Retirado do Documento de Estratégia Orçamental 2014-2018 publicado em abril de 2014.

Por sua vez, a partir de 2012 as *yields* das obrigações do tesouro português encetaram uma trajetória descendente, reduzindo expressivamente o *spread* face à dívida pública alemã - considerada como o *benchmark* para aferir a rentabilidade dos ativos sem risco na zona euro - para 2,3% no final de maio de 2014, tendo registado um valor médio de 4,6% entre dezembro de 2013 e maio de 2014.

**Figura 22 - Evolução das *yields to maturity* das Obrigações do Tesouro a 10 anos**

Ots - 10 anos (%)	Dez. 2010	Dez. 2011	Dez. 2012	Dez. 2013	Mai. 2014	Média últimos 6 meses
Portugal	6,5	13,1	7,3	6,0	3,7	4,6
Alemanha	2,9	1,9	1,3	1,8	1,3	1,6
<b>Spread</b>	3,6	11,2	6,0	4,2	2,3	2,6

Fonte: Autor com dados do Banco Central Europeu (2015)

#### 4.2.2 Pressupostos Fiscais

De acordo com a reforma da tributação das sociedades<sup>7</sup>, a partir de 2014 a taxa de imposto sobre rendimento das pessoas coletivas (IRC) reduz-se de 25% para 23%, diminuição que deverá manter-se em 2015 (para 21%) e nos anos subsequentes com o objetivo de fixar a taxa de imposto num intervalo entre 17% e 19% a médio prazo. A derrama estadual, cuja abolição poderá vir a ocorrer a partir de 2018, é prevista entre 3% a 7%, sendo que a derrama municipal poderá ser fixada até 1,5%. Com efeito, no âmbito do trabalho são adotadas as seguintes taxas de imposto:

**Figura 23 - Evolução da Taxa de Imposto sobre Rendimentos**

IRC e Derramas (%)	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
IRC	23,0	21,0	21,0	21,0	21,0
Derrama estadual	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Derrama municipal	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>Taxa de imposto total</b>	29,5	27,5	27,5	27,5	27,5

Fonte: Autor com base em dados do Ministério das Finanças

<sup>7</sup> Lei n.º 2/2014 de 16/1 publicada no Diário da República n.º11, Série I - procede à reforma da tributação das sociedades, alterando o Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

### **4.2.3 Projeção dos Rendimentos Operacionais**

Seguidamente são projetados, individualmente, os rendimentos operacionais atribuíveis aos três segmentos de negócio do grupo, designadamente os "cuidados de saúde privados", "cuidados de saúde públicos" e "outras atividades", sendo que a determinação dos rendimentos totais consolidados resulta do somatório dos volumes de negócios esperados para cada um desses segmentos.

#### **4.2.3.1 Segmento dos Cuidados de Saúde Privados**

O segmento de "cuidados de saúde privados" (CSP), principal área de negócios do grupo que representava, em 2013, aproximadamente 77% das suas receitas, evoluiu, entre 2010 e 2013, a uma taxa de crescimento média anual (CAGR) de 5,3%. Nesse mesmo período, a CAGR da taxa de ocupação média<sup>8</sup> das unidades de saúde do grupo foi de sensivelmente 5,1%, fixando-se em 55% no final desse ano.

Assim e considerando que o setor privado da saúde deverá continuar, entre outros aspetos, a ser impulsionado por (i) indicadores demográficos, designadamente no que concerne ao envelhecimento da população e ao surgimento de patologias associadas à idade, (ii) pelas restrições financeiras que vêm sendo impostas ao SNS e (iii) pelo aumento da penetração de seguros de saúde; estima-se que no horizonte explícito considerado este segmento possa crescer 6,5% em 2014 (em consonância com o desempenho do primeiro trimestre de 2014), evoluindo nos anos subsequentes à taxa de 4% (crescimento este que é coincidente com aquele que foi experimentado pelo setor privado da saúde em Portugal entre 2007 e 2012).

As taxas de crescimento consideradas (6,5% para 2014 e de 4% para período de 2014-2018), encontram, então, suporte nos seguintes pressupostos:

- i) desempenho histórico do setor da saúde privado;
- ii) desempenho histórico da ESS (já incorpora os resultados do primeiro trimestre de 2014), designadamente quanto ao nível do volume de negócios atribuível ao segmento, bem como quanto à evolução da taxa de ocupação média das unidades de saúde do grupo;

---

<sup>8</sup> Cálculo baseado em dados da empresa relativos à taxa de ocupação de internamento, taxa de ocupação de consultórios e à taxa de ocupação dos blocos operatórios (2014).

iii) que a atual capacidade instalada, bem como a taxa de ocupação média (55% em 2013) das unidades do segmento conferem à ESS a possibilidade para acomodar o crescimento estimado.

#### **4.2.3.2 Segmentos dos Cuidados de Saúde Públicos**

O volume de serviços prestados pelo hospital são negociados anualmente com o Ministério de Saúde com base em registos históricos de procura desses mesmos serviços, sendo que os preços dos atos médicos são ajustados anualmente em função da inflação.

Considerando que o exercício de 2013 correspondeu ao primeiro ano completo de atividade operacional do hospital, a evolução de 57% verificada face ao período homólogo, que corresponde a uma taxa média de ocupação do HBA de 93%, deverá fixar-se em 10% em 2015 em linha com a evolução registada no primeiro trimestre de 2014, diminuindo para 2% em 2015 e para 1,5% nos anos seguintes, conforme previsão da taxa de inflação para esse período.

#### **4.2.3.3 Segmento das Outras Atividades**

Impulsionado pela melhoria da utilização da capacidade instalada, este segmento, que é composto pelas residências sénior (Casas da Cidade e Casa dos Leões), cresceu entre 2010 e 2013 à CAGR de 11,9%, taxa fortemente alavancada pela evolução de 21% registada entre 2012 e 2013 - a CAGR verificada entre 2010 e 2012 foi de 7,7%

Considerando que o comportamento observado no último biénio esteve associado ao desenvolvimento de um novo serviço, iniciado em 2012, para doentes com demência que permitiu aumentar a taxa da ocupação média das residências Casas da Cidade (para 44%) e Casas dos Leões (para 84%), não é expectável, ainda que subsista capacidade instalada disponível, que esse comportamento se replique nos próximos anos.

Com efeito e tendo presente a expectativa de que o novo serviço possa permitir suportar um crescimento mais acelerado deste segmento em 2014, considera-se uma taxa de 8% para esse ano e de 4% nos exercícios subsequentes em linha com o crescimento estimado

para o setor dos cuidados de saúde privados.

#### 4.2.3.4 Soma das Partes

Os rendimentos operacionais consolidados da ESS derivam da soma das vendas geradas pelos três segmentos de negócio que foram anteriormente identificados e projetados individualmente.

O montante das vendas que é imputável à *holding* (também designada por "centro corporativo"), o qual é historicamente ajustado (eliminado) no âmbito do processo de consolidação de contas, não computará para a determinação dos rendimentos operacionais consolidados da ESS conforme se demonstra:

**Figura 24 - Projeção dos Rendimentos Operacionais Consolidados**

Segmento	Histórico				Previsional				
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Cuidados de Saúde Privados</b>									
Taxa de crescimento das vendas	N/A	9,6%	5,7%	0,9%	6,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
<b>Vendas (M.€)</b>	247,0	270,8	286,3	288,8	307,6	319,9	332,7	346,0	359,8
<b>% das vendas totais</b>	99,0%	99,0%	83,9%	77,1%	76,6%	76,9%	77,3%	77,7%	78,1%
<b>Cuidados de Saúde Públicos</b>									
Taxa de crescimento das vendas	N/A	N/A	N/A	57,3%	10,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Vendas (M.€)</b>	0,0	0,0	52,2	82,1	90,3	92,1	93,5	94,9	96,3
<b>% das vendas totais</b>	0,0%	0,0%	15,3%	21,9%	22,5%	22,1%	21,7%	21,3%	20,9%
<b>Outras Atividades</b>									
Taxa de crescimento das vendas	N/A	9,6%	5,8%	20,7%	8,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
<b>Vendas (M.€)</b>	2,5	2,7	2,9	3,5	3,8	3,9	4,1	4,3	4,4
<b>% das vendas totais</b>	1,0%	1,0%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%
<b>Centro Corporativo (holding)</b>									
Taxa de crescimento das vendas	N/A	11,1%	140,0%	-26,7%	50,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
<b>Vendas (M.€)</b>	4,5	5,0	12,0	8,8	13,2	13,7	14,3	14,8	15,4
Eliminações (consolidação)	-4,5	-5,0	-12,0	-8,8	-13,2	-13,7	-14,3	-14,8	-15,4
<b>Vendas (M.€)</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Total dos Segmentos</b>									
Taxa de crescimento das vendas	0,0%	9,6%	24,8%	9,7%	7,3%	3,6%	3,4%	3,5%	3,5%
<b>Vendas totais (M.€)</b>	249,5	273,5	341,4	374,4	401,7	415,9	430,3	445,1	460,6

Fonte: Autor e dados históricos da ESS

#### 4.2.4 Projeção da Margem EBITDA

Em termos médios, entre 2010 e 2013 a margem EBITDA do grupo foi de 14,8%, tendo evoluído nesse período à CAGR de 1,6%. No entanto, tendo os três segmentos de negócios contribuído de forma distinta para este desempenho, a projeção da margem

EBITDA para o período explícito é feita de modo desagregado, com o resultado final a ser obtido da soma do contributivo individual de cada segmento.

#### **4.2.4.1 Segmento dos Cuidados de Saúde Privados**

O setor dos cuidados de saúde privados apresentou um desempenho individual que, com exceção de 2013, se mostrou sempre superior ao respetivo EBITDA consolidado, constituindo a principal fonte de resultados operacionais do grupo.

No quadriénio 2010-2013, o EBITDA cresceu à CAGR de 4,8%, período em que a margem EBITDA foi, em média, de 19,3%, tendo evoluído de 18,1% para 20,3% entre 2012 e 2013.

Contudo, o biénio 2012-2013 foi marcado por efeitos não recorrentes que influenciaram aquela margem, designadamente a contabilização de imparidades associadas à reavaliação de ativos fixos (impacto negativo de € 5 milhões no EBITDA de 2012), a decisão favorável à ESS de um processo tributário e a reversão de uma provisão por dívidas a receber, situações que tiveram um impacto positivo de € 2 milhões no EBITDA de 2013.

Sem os referidos efeitos, a margem EBITDA ter-se-ia mantido relativamente estabilizada em torno de 19,7% nesses dois exercícios, resultado em linha com o observado no primeiro trimestre de 2014 (19,6%).

Deste modo, a margem estimada para 2014 será de 19,6%, evoluindo para 20% em 2015 e para 20,5% entre 2016 e 2018, valor que nos últimos três anos corresponde à média da margem EBITDA de empresas congéneres situadas na Europa, Estados Unidos e no resto do mundo<sup>9</sup>.

#### **4.2.4.2 Segmento dos Cuidados de Saúde Públicos**

Conforme descrito anteriormente, o EBITDA atribuível ao segmento dos cuidados de

---

<sup>9</sup> Fonte: *CaixaBI Equity Research* (2014)

saúde públicos apenas foi positivo em 2013 (€ 1,1 milhões), consubstanciando uma margem de 1,3% (resultado que está associado ao *turnaround* do HBA), facto pelo qual os resultados históricos anteriores a essa data têm pouca capacidade preditiva.

No final do primeiro trimestre de 2014, influenciada pelo aumento da atividade operacional e pela diluição dos gastos fixos, designadamente dos custos com pessoal, a margem EBITDA tinha evoluído para 2,6%, valor que ainda que continue a progredir nos próximos anos, estará sempre condicionado pela natureza e condições do acordo de PPP firmado com o Estado Português.

Deste modo e considerando que o aumento previsto do volume de negócios repercute-se positivamente no desempenho operacional do segmento, estima-se que a margem EBITDA se fixe em 3% em 2014, evoluindo para 4% a partir de 2015.

#### **4.2.4.3 Segmento das Outras Atividades**

Fruto da melhoria da utilização da capacidade instalada, a partir de 2013 o segmento das outras atividades passou a gerar EBITDA positivo (€ 0,2 milhões, correspondente a uma margem de 5,7%), facto que, ainda assim, contribuiu residualmente para o resultado do grupo.

Assim, com a abertura previsível, até ao final de 2014, de um novo espaço residencial de internamento dedicado a doentes com demência na unidade Casas da Cidade, área de negócio que deu suporte à melhoria do desempenho operacional em 2013, perspectiva-se que a margem EBITDA se consolide em terreno positivo, mantendo-se estabilizada em 5% no período explícito.

#### **4.2.4.4 Soma das Partes**

A figura em baixo apresentada resume as projeções anteriormente apresentadas, expondo a margem EBITDA consolidada para o horizonte explícito compreendido entre 2014-2018.

As projeções integram o contributo negativo para o EBITDA do centro corporativo, o qual se estima que seja de 9,5% do volume de vendas, percentagem ligeiramente superior à apurada em 2014 em face do aumento esperado de custos de estrutura associados ao facto da ESS ter passado a ser uma sociedade cotada.

**Figura 25 - Projeção da Margem EBITDA**

Segmento	Histórico				Explícito				
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Cuidados de Saúde Privados</b>									
Margem EBITDA (% vendas)	17,7%	21,2%	18,1%	20,3%	19,6%	20,0%	20,5%	20,5%	20,5%
<b>EBITDA (M.€)</b>	43,6	57,4	51,8	58,6	60,3	64,0	68,2	70,9	73,8
<b>Cuidados de Saúde Públicos</b>									
Margem EBITDA (% vendas)	N/A	N/A	-22,4%	1,3%	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
<b>EBITDA (M.€)</b>	0,0	-3,5	-11,7	1,1	2,7	3,7	3,7	3,8	3,9
<b>Outras Atividades</b>									
Margem EBITDA (% vendas)	-4,0%	-18,2%	-10,3%	5,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>EBITDA (M.€)</b>	-0,1	-0,5	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Centro Corporativo (holding)</b>									
Margem EBITDA (% vendas)	-133,3%	-140,0%	-8,3%	-9,1%	-9,5%	-9,5%	-9,5%	-9,5%	-9,5%
<b>EBITDA (M.€)</b>	-6,0	-7,0	-1,0	-0,8	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5
<b>Total dos Segmentos</b>									
Margem EBITDA (% vendas)	15,0%	17,0%	11,4%	15,8%	15,4%	16,0%	16,4%	16,5%	16,6%
Crescimento do EBITDA	N/A	23,7%	-16,4%	52,3%	4,8%	7,5%	6,3%	3,9%	3,9%
<b>EBITDA (M.€)</b>	37,5	46,4	38,8	59,1	61,9	66,5	70,8	73,5	76,3

Fonte: Autor e dados históricos da ESS

#### 4.2.5 Projeção das Depreciações e Amortizações

No período compreendido entre 2010 e 2013, as depreciações e amortizações (D&A) representaram, em média, cerca de 7,2% do ativo líquido de cada exercício.

Com efeito, a projeção que se apresenta para o valor das D&A baseia-se no pressuposto de que a referida média se irá manter entre 2014 e 2018, tendo o ativo líquido (base de incidência da referida percentagem de 7,2%) sido sucessivamente ajustado pelos investimentos projetados (CAPEX) e pelas D&A imputáveis aos respetivos exercícios.

**Figura 26 - Projeção de depreciações e amortizações**

Depreciações e Amortizações Milhões de € e %	Histórico				Previsional				
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Total do ativo não corrente	434,0	368,0	367,6	351,2	338,0	326,0	314,5	304,3	295,2
CAPEX	23,6	7,5	32,5	12,5	13,0	13,3	12,9	13,4	13,8
<b>D&amp;A do exercício</b>	<b>26,5</b>	<b>26,4</b>	<b>28,5</b>	<b>28,1</b>	<b>26,2</b>	<b>25,3</b>	<b>24,4</b>	<b>23,6</b>	<b>22,9</b>
D&A em % do ativo não corrente	6,1%	7,2%	7,8%	8,0%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%

Fonte: Autor e dados históricos da ESS

#### 4.2.6 Projeção da Margem EBIT e do EBIT (1-T)

Após projeção do EBITDA e das D&A para o período explícito, o resultado operacional antes de juros e impostos (EBIT) para o conjunto dos segmentos é calculado deduzindo ao primeiro aqueles custos não desembolsáveis. Por sua vez, os resultados antes de juros e depois de impostos (EBIT (1-t)) foram determinados com base nos pressupostos fiscais anteriormente descritos.

No que concerne ao ano de 2019, ano terminal (ou de cruzeiro) que possibilita a estabilização do modelo para apuramento do valor residual, considerou-se uma taxa de crescimento perpétuo de 1,5%, valor em linha com a inflação esperada para 2018.

**Figura 27- Projeção da Margem EBIT e do EBIT (1-t)**

EBIT e EBIT(1-t)	Histórico				Explícito					Cruzeiro
Total dos Segmentos	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBITDA (M.€)	37,5	46,4	38,8	59,1	61,9	66,5	70,8	73,5	76,3	gn 1,5%
Depreciações e amortizações	26,5	26,4	28,5	28,1	26,2	25,3	24,4	23,6	22,9	
Depreciações/vendas (%)	10,6%	9,7%	8,3%	7,5%	6,5%	6,1%	5,7%	5,3%	5,0%	
<b>EBIT</b>	<b>11,0</b>	<b>20,2</b>	<b>10,4</b>	<b>30,9</b>	<b>35,7</b>	<b>41,3</b>	<b>46,4</b>	<b>49,9</b>	<b>53,4</b>	
Margem EBIT (% vendas)	4,4%	7,4%	3,0%	8,3%	8,9%	9,9%	10,8%	11,2%	11,6%	
Taxa de impostos					29,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	
Impostos	0,0	0,0	0,0	0,0	10,5	11,3	12,8	13,7	14,7	
<b>EBIT (1-t)</b>	<b>11,0</b>	<b>20,2</b>	<b>10,4</b>	<b>30,9</b>	<b>25,2</b>	<b>29,9</b>	<b>33,6</b>	<b>36,2</b>	<b>38,7</b>	

Fonte: Autor e dados históricos da ESS

#### 4.2.7 Projeção do Fundo de Maneio Necessário (FMN)

Da elaboração do balanço esquemático oportunamente apresentado aquando da análise económica e financeira efetuada à ESS, foi então calculado o investimento em Fundo de Maneio Necessário (FMN) e a suas variações no período histórico observado (2010 a

2013).

Dessa análise, constatou-se que as medidas de gestão aplicadas nesse período pela empresa conducentes à redução do investimento em FMN surtiram os efeitos desejados, para o que muito impactou a diminuição dos prazos médios de recebimento. Nesse sentido, no final de 2013 o FMN representava 3,6% das vendas consolidadas, o valor mais reduzido do período analisado.

Assim e porque a margem de melhoria da gestão do FMN afigura-se marginal, projeta-se, por prudência, que no período previsional o respetivo investimento se mantenha circunscrito a 3,6% do volume de negócios conforme se apresenta.

**Figura 28 - Projeção FMN e Variação do FMN**

Fundo Maneio Necessário Milhões de € e %	Histórico				Explícito				
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fundo Maneio Necessário	35,8	29,4	18,3	13,6	14,5	15,0	15,5	16,0	16,6
FMN em % Venda	14,3%	10,7%	5,4%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Variação do FMN		-6,4	-11,1	-4,8	0,9	0,5	0,5	0,5	0,6

Fonte: Autor e dados históricos da ESS

#### 4.2.8 Projeção do Investimento em Capital Fixo (CAPEX)

O investimento em ativo fixo (CAPEX), que consiste na construção e remodelação das várias unidades de saúde, bem como na compra e reposição de equipamento médico, encontra-se subdividido entre investimento de reposição (ou manutenção) e de expansão.

No quadriénio 2010-2013, o esforço com investimento de manutenção apresentou-se, relativamente reduzido em torno de 2% dos rendimentos operacionais do grupo, sendo que aquele que é imputável ao segmento de cuidados de saúde privados assumiu natural preponderância em função da maior diversidade e magnitude dos ativos afetos ao mesmo, bem como pelo facto do HBA apenas ter iniciado a sua atividade em 2012.

Já o investimento de expansão tem apresentado, conforme tabela em baixo, uma forte volatilidade que está diretamente relacionada com o desenvolvimento de alguns dos principais ativos da ESS. Neste contexto, destaca-se o investimento efetuado em 2010 com a expansão do Hospital da Arrábida e do Hospital do Mar, assim como a aquisição

de equipamento para o HBA efetuada em 2012 e 2013.

**Figura 29 - Evolução do CAPEX por Segmento de Negócio**

Segmento	2010	2011	2012	2013
<b>Cuidados de Saúde Privados</b>				
CAPEX de Expansão (M. €)	18,6	0,0	2,2	2,7
CAPEX/R. Operacionais (%)	7,4%	0,0%	0,6%	0,7%
CAPEX de Manutenção (M. €)	5,0	6,8	4,9	5,8
CAPEX/R. Operacionais (%)	2,0%	2,5%	1,4%	1,6%
<b>Cuidados de Saúde Públicos</b>				
CAPEX de Expansão (M. €)	0,0	0,7	25,4	2,5
CAPEX/R. Operacionais (%)	0,0%	0,3%	7,4%	0,7%
CAPEX de Manutenção (M. €)	0,0	0,0	0,0	1,5
CAPEX/R. Operacionais (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%
<b>CAPEX Total (M. €)</b>	<b>23,6</b>	<b>7,5</b>	<b>32,5</b>	<b>12,5</b>
<b>CAPEX/R. Operacionais (%)</b>	<b>9,4%</b>	<b>2,7%</b>	<b>9,5%</b>	<b>3,3%</b>

Fonte: Autor com base em dados históricos da ESS

Assim, para a projeção do investimento de reposição foi tido em consideração o facto da maioria das instalações da ESS ter sido construída ou renovada nos últimos 10 anos - a antiguidade média dos imóveis é estimada pela ESS em cerca de 6 anos -, donde resulta expectável, por força da sua depreciação física daquelas instalações, que venha a existir um aumento do atual nível de CAPEX de manutenção para 3% das vendas a partir de 2016 até 2018.

Quanto ao CAPEX de expansão, considerou-se, não obstante a existência de projetos de investimento que a empresa mantém em carteira - dos quais se destacam a construção de um hospital em Angola, a aquisição de outras clínicas e hospitais do setor privado -, que aqueles cuja concretização se perspetiva com maior grau de exequibilidade no médio prazo são, fundamentalmente, as ampliações das instalações do Hospital da Luz (cerca de € 80 milhões), do Hospital da Arrábida e da Clínica de Oeiras (€ 30 milhões) - investimentos estes para os quais não estava definida a respetiva estrutura de financiamento e os prazos de execução - e, no curto prazo, a construção de um parque de estacionamento no Hospital da Luz (€ 10 milhões).

No entanto, para efeitos da presente avaliação, apenas é considerado o investimento previsto para o curto prazo, ou seja, a construção de um parque de estacionamento no Hospital da Luz, pelo que a projeção do CAPEX de expansão no período explícito resulta,

exclusivamente, da execução deste projeto entre os anos de 2014 e 2015 (€ 5 milhões em cada ano).

Após 2016 e até 2018, a avaliação considera que o CAPEX ficará ao nível do *operational expenditure* (OPEX), ou seja, resume-se ao investimento de manutenção.

**Figura 30 - Projeção do CAPEX (2014-2018)**

CAPEX Milhões de € e %	Histórico				Explícito				
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CAPEX Expansão (M.€)	18,6	0,7	27,6	5,2	5,0	5,0	0,0	0,0	0,0
CAPEX Manutenção (M.€)	5,0	6,8	4,9	7,3	8,0	8,3	12,9	13,4	13,8
CAPEX Manut./Vendas (%)	2,0%	2,5%	1,4%	1,9%	2,0%	2,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>CAPEX Total</b>	<b>23,6</b>	<b>7,5</b>	<b>32,5</b>	<b>12,5</b>	<b>13,0</b>	<b>13,3</b>	<b>12,9</b>	<b>13,4</b>	<b>13,8</b>
CAPEX/Vendas (%)	9,5%	2,7%	9,5%	3,3%	3,2%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%

Fonte: Autor e dados históricos da ESS

#### 4.2.9 Projeção do *Free Cash Flow to Firm*

Das projeções anteriormente apresentadas, resulta, conforme figura em baixo, o FCFE estimado para cada um dos exercícios do período explícito, sendo que para o ano de 2019, aquele que é o primeiro exercício estável do modelo de avaliação - é, por isso, a base para o cálculo do valor terminal -, propõe-se, tal como se verificou com o EBIT (1-t), que o ativo económico evolua à mesma taxa de crescimento perpétuo, ou seja, 1,5%.

**Figura 31 - Projeção do *Free Cash Flow to Firm***

Free Cash Flow to Firm (M.€)	Histórico				Explícito					gn=1,5%
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019/VT
EBIT (1-t)	11,0	20,2	10,4	30,9	25,2	29,9	33,6	36,2	38,7	39,3
Depreciações e amortizações	26,5	26,4	28,5	28,1	26,2	25,3	24,4	23,6	22,9	
<b>Cash Flow Operacional</b>	<b>37,5</b>	<b>46,6</b>	<b>38,9</b>	<b>59,0</b>	<b>51,4</b>	<b>55,2</b>	<b>58,0</b>	<b>59,8</b>	<b>61,6</b>	
Investimento em FMN	---	-6,4	-11,1	-4,8	1,0	0,5	0,5	0,5	0,6	
Investimento em CAPEX	---	7,5	32,5	12,5	13,0	13,3	12,9	13,4	13,8	
Ativo Económico	469,8	397,4	385,9	364,7	352,5	341,1	330,1	320,4	311,9	316,5
							Variação Ativo Económico			4,7
<b>Free Cash Flow to Firm</b>	<b>---</b>	<b>45,5</b>	<b>17,5</b>	<b>51,3</b>	<b>37,4</b>	<b>41,4</b>	<b>44,6</b>	<b>45,9</b>	<b>47,3</b>	<b>34,6</b>

Fonte: Autor e dados históricos da ESS

#### 4.2.10 Cálculo do WACC

Conforme exposto na revisão de literatura, a utilização do WACC para descontar os *cash flows* estimados justifica-se com a necessidade de incluir, numa única taxa de desconto, a remuneração esperada pelos detentores do capital da empresa, bem como pelos titulares da sua dívida, sendo determinado por aplicação da expressão (5) seguidamente identificada.

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

Para cálculo de D e E, que representam, respetivamente, o endividamento e o capital próprio da empresa a valores de mercado, considerou-se o montante da dívida financeira contabilizada no relatório de gestão e contas do final do primeiro trimestre de 2014, ou seja, € 213,9 milhões (assume-se que a mesma reflete o real valor de mercado da dívida), bem como a capitalização bolsista da ESS na mesma data, isto é, € 350,5 milhões (95,5 mil títulos cotados a € 3,67<sup>10</sup>/cada), o que se traduz num rácio  $\frac{D}{E}$  de 61%. Não obstante, para efeitos da presente avaliação, considerou-se que o *target* para o referido rácio é de 60%, sendo que este é relativamente consistente com a média observada (57,8%) para as empresas europeias que prestam serviços de saúde (Damodaran, 2014).

Considerando que a ESS não publica as condições de *pricing* dos seus passivos financeiros (os quais incluem empréstimos, descobertos bancários e locações financeiras), sendo que a esmagadora maioria dos mesmos são remunerados a uma taxa variável (Euribor) acrescida de um *spread*, o custo do financiamento (5%) foi determinado, seguindo um critério de prudência, a partir da observação máxima entre a relação dos encargos com financiamentos e o valor do passivo financeiro no biénio 2012/2013.

---

<sup>10</sup> Cotação do título na *Euronext Lisbon* em 31/03/2014

**Figura 32 - Custo do passivo financeiro entre 2010 e 2013**

Custo do passivo financeiro Milhões de € e %	Histórico				Máximo
	2010	2011	2012	2013	2012-2013
Passivo sujeito a juro	351,1	338,2	275,8	244,4	
Juros e encargos suportados	7,9	12,2	13,7	8,4	
Taxa de juro implícita	2,2%	3,6%	5,0%	3,4%	<b>5,0%</b>

Fonte: Autor e dados históricos da ESS

O custo do capital próprio ( $K_e$ ) foi deduzido através do CAPM, designadamente pela aplicação da expressão (3), para o que se assumiram os seguintes pressupostos:

- i) taxa de juro sem risco: 4,6%, equivalente ao valor médio das Obrigações de Tesouro Português a 10 anos entre dezembro de 2013 e maio de 2014;
- ii) rendibilidade de mercado: 10,4%, baseado no *equity risk premium* de Portugal para 2014 (Damodaran, 2014);
- iii) segundo a abordagem convencional, o *beta levered* ( $\beta_L$ ) de um investimento pode ser deduzido pela regressão entre a rendibilidade de um dado título face ao retorno de um índice de mercado (Damodaran, 2012). Pese embora o capital da empresa esteja cotado na bolsa de valores mobiliários de Lisboa (*Euronext Lisbon*), o facto de existirem poucas observações da cotação do título faz com que o método seja desaconselhado. Assim, tendo presente a referida limitação, o  $\beta_L$  da ESS foi obtido a partir da média do *beta unlevered* ( $\beta_U$ ) do setor dos serviços de saúde a nível global (Damodaran, 2014), ou seja, 0,70, por aplicação da seguinte expressão (assumiu-se que o Beta da dívida seria próximo de zero):

$$\beta_L = \beta_U \left[ 1 + (1 - t) \left( \frac{D}{E} \right) \right] \quad (18)$$

Depois de determinadas todas as variáveis relevantes para o cálculo do WACC, resulta que o mesmo se fixará em 7,8% até 2018, evoluindo para 7,9% a partir dessa data como adiante se ilustra, valor que sendo inferior ao *return on invested capital* (ROIC) previsto no ano cruzeiro (cerca de 12%) não conduz à destruição de valor.

**Figura 33- Determinação do WACC**

Variáveis para cálculo do WACC	WACC	
	entre 2014 e 2018	após 2018
Taxa de imposto	29,5%	27,5%
<i>Beta Unlevered</i>	0,7	0,7
<i>Beta Levered</i>	1,00	1,00
D/E	60,0%	60,0%
Autonomia de Financiamento	62,5%	62,5%
Endividamento	37,5%	37,5%
KD - custo da dívida	5,0%	5,0%
RF - taxa de juro sem risco	4,6%	4,6%
Rm - rendibilidade de mercado	10,4%	10,4%
(Rm-RF) - prémio risco de mercado	5,8%	5,8%
KE - custo do capital próprio	10,4%	10,4%
<b>WACC</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,9%</b>

Fonte: Autor

### 4.3 Valor de Avaliação da ESS - Método de DCF

A partir da estimação do *cash flow* de 2019 (ano de cruzeiro), da taxa de desconto relevante (WACC após 2018) e da taxa de crescimento perpétuo (1,5%), procedeu-se ao apuramento do valor terminal, por aplicação da expressão (6), o qual se fixou em € 541,3 milhões.

De seguida, os *cash flows* de 2014-2018 (explícitos) e o valor terminal anteriormente referidos foram descontados à taxa prevista para o primeiro período (WACC de 2014 a 2018), donde resultou um *enterprise value* de € 554,6 milhões e um *firm value* de € 556,2 milhões que inclui € 1,6 milhões de ativos extraexploração (investimentos financeiros).

Posteriormente, o *firm value* foi deduzido da dívida financeira líquida registada a 31 de março de 2014 (€ 183 milhões), bem como do valor dos interesses minoritários à mesma data (€ 1,5 milhões), tendo-se apurado o *equity value* da ESS no final do primeiro trimestre de 2014, ou seja, € 371,1 milhões.

Finalmente, o *Equity Value* foi dividido pelo número de ações emitida (95,5 mil, por arrendamento), o que permitiu fixar o valor unitário de cada título (ao final do primeiro trimestre de 2014) em € 3,89, tal como se demonstra de seguida.

**Figura 34 - Determinação do *Equity Value* pelo Método de DCF**

<b>Equity Value (M. €)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019/VT</b>
<i>FCFF</i>	37,5	41,4	44,6	45,9	47,3	34,6
WACC	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,9%
T. Crescimento Perpétuo						1,5%
Valor Terminal					541,3	
Fator de Atualização	94,5%	87,7%	81,3%	75,5%	70,0%	
VA FCFF Futuros	<b>35,4</b>	<b>36,3</b>	<b>36,3</b>	<b>34,6</b>	<b>33,1</b>	
VA do Valor Terminal					<b>378,9</b>	
∑ VA FCFF + Valor Terminal	554,6					
<b>Enterprise Value</b>	<b>554,6</b>					
Ativos Extraexploração	1,6					
<b>Firm Value</b>	<b>556,2</b>					
<i>NET Debt</i>	183,0					
Interesses Minoritários	1,5					
<b>Equity Value</b>	<b>371,7</b>					
N.º ações (milhares)	95,5					
<b>Valor por ação (€)</b>	<b>3,89</b>					

Fonte: Autor

#### 4.4 Avaliação pelo Método Comparativo (ou múltiplos)

Neste ponto é explorado o método de Avaliação Relativa (ou dos Múltiplos), para o que foram seleccionadas<sup>11</sup> doze congéneres cotadas que servem de base de comparação para aferir o valor da ESS.

Dadas as limitações do mercado português, em particular a inexistência de operadores privados do setor da saúde cotados em bolsa, a escolha teve, forçosamente, que recair sobre empresas estrangeiras, sete das quais localizadas no continente europeu e cinco nos Estados Unidos, donde se obtiveram os múltiplos que se identificam no anexo III.

Dos diversos múltiplos em causa - que foram extraídos pelo *Millennium Investment Banking* em 19 de junho de 2014 -, no âmbito do presente trabalho foram seleccionados e tratados (designadamente através do apuramento das suas médias) os seguintes: (i) *enterprise value to sales*; e (ii) *enterprise value to EBITDA*.

A escolha dos dois referidos múltiplos, os quais são apresentados em baixo, prende-se

<sup>11</sup> Fonte: *Millennium Investment Banking* (2014)

com o facto de, nesta fase, se pretender aferir o *enterprise value* da ESS, ou seja, o valor total da empresa para todos os seus agentes financiadores (não tem em conta a estrutura de financiamento), logo um método que se afigura mais compatível com o anteriormente utilizado, isto é, o DCF descontado ao WACC.

**Figura 35 - Múltiplos de Empresas Comparáveis**

Múltiplos		EV/Sales (X)		EV/EBITDA (X)	
Região / empresa		2013	2014E	2013	2014E
<b>Europa</b>					
Rhon-Klinikum AG		1,4	2,0	15,1	21,9
Fresenius SE & Co. KGaA		1,6	1,4	8,3	8,0
Mediclin AG		0,6	0,6	15,0	13,2
Orpea SA		2,9	2,5	15,5	13,4
Korian SA		2,1	1,5	15,7	10,2
Le Noble Age SA		1,4	1,0	10,9	9,6
Generale de Sante		---	---	---	---
	Média	1,7	1,5	13,4	12,7
<b>Estados Unidos da América</b>					
HCA Holdings, Inc.		1,5	1,4	7,9	7,5
LeifePoint Hospitals, Inc		1,3	1,1	8,5	8,0
Universal Health Services, Inc		1,7	1,6	10,0	8,8
Community Health Systems, Inc		1,4	1,1	7,7	7,4
Tenet Healthcare Corporation		1,4	1,0	11,5	8,4
	Média	1,5	1,2	9,1	8,0
	<b>Média da Europa + EUA</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>11,5</b>	<b>10,6</b>

Fonte: Autor com base em informações do *Millennium Investment Banking* (2014)

Com efeito, por aplicação das expressões (9) e (11) e com base nas projeções anteriormente efetuadas para os rendimentos operacionais, bem como para o EBITDA de 2014, foram obtidas as estimativas do *enterprise value* da ESS com base nos múltiplos *enterprise value to sales* e no *enterprise value to EBITDA*.

Sem prejuízo e a fim de ser melhorada a comparabilidade com o resultado obtido anteriormente pelo método de DCF, os valores das referidas estimativas, que tinham por base dados de mercado obtidos em junho de 2014, foram atualizadas ao WACC para o final do primeiro trimestre de 2014, tal como se apresenta.

**Figura 36 - Enterprise Value da ESS pelo Método dos Múltiplos**

Estimativas e Múltiplos - M. € e X	EV/Sales		EV/EBITDA	
	Vendas	Múltiplo	EBITDA	Múltiplo
Estimativas	401,7	1,4	61,9	10,6
<i>Enterprise Value</i> ESS (múltiplos de junho)	555,0		655,3	
Fator de atualização com base no WACC	98,1%		98,1%	
<b><i>Enterprise Value</i> ESS (atualizado a março)</b>	<b>544,7</b>		<b>643,1</b>	

Fonte: Autor

Com efeito, verificou-se que o *enterprise value* apurado anteriormente pelo método de DCF (€ 554,6 milhões) fica compreendido no intervalo de valores agora obtidos, facto que consolida e robustece aquele resultado.

## 5 Prémios Totais Observados nas OPA Lançadas na Europa de 2011 a 2013

De acordo com os dados da Mergermarket<sup>12</sup>, no triénio 2011/2013 foram observadas 330 OPA (87, 134 e 99 em 2011, 2012 e 2013, respetivamente) lançadas a empresas de origem europeia provenientes de diversos setores de atividade, tendo sido comparados os preços oferecidos nessas ofertas com as cotações dos respetivos títulos no dia anterior ao anúncio das mesmas, exercício que permitiu apurar os prémios médios de aquisição implícitos nas OPA com base nesse critério.

Dessa comparação, verificou-se que os prémios totais nas ofertas variaram entre 28% e 38%, sendo que o prémio médio do triénio (ponderado pelo volume de OPA lançadas) foi de 31% conforme de mostra em baixo.

**Figura 37 - Prémios médios implícitos nas OPA lançadas na europa entre 2011 e 2013**

Prémios nas OPAs lançadas entre 2011 e 2013	2011	2012	2013
OPAs lançadas	87	134	99
Prémios oferecidos (%)	38%	28%	30%
Média ponderada por volume de OPAs (%)	31%		

Fonte: Autor com base em dados da Mergermarket (2014)

<sup>12</sup> Fonte: Informação retirada do relatório da ESS de 29 de setembro de 2014 sobre a oportunidade e condições da oferta da Fidelidade.

## **6 Análise da Contrapartida Oferecida pela Fidelidade na OPA**

No presente ponto, a contrapartida de € 5,01, oferecida pela Fidelidade em 09 de outubro de 2014, foi comparada com: (i) o preço de venda das ações no IPO; (ii) a evolução da cotação dos títulos até ao anúncio preliminar do Grupo Ángeles; (iii) o preço médio das ações entre 31 de março e 30 de junho de 2014, ou seja, o último período de três meses normalizado; (iv) os preços alvo dos analistas de *research*; (v) o valor de avaliação obtido no presente trabalho pelo método de DCF.

O prémio total de aquisição implícito na oferta - que inclui o prémio de controlo - foi, então, calculado em ordem a cada uma das referidas observações, sendo, depois, comparado com intervalo dos prémios totais observados nas OPA realizadas na Europa entre 2011 e 2013.

### **6.1 Evolução da Cotação das Ações da ESS**

Desde o IPO até 18 de agosto de 2014, dia imediatamente anterior ao anúncio preliminar na oferta de compra do Grupo Ángeles, a cotação da ESS na *Euronext Lisbon* evoluiu cerca de 25,9% para € 3,94€, preço que registou uma acentuada volatilidade a partir de 29 de junho, conforme se ilustra em baixo, com o espoletar dos acontecimentos que conduziram ao colapso financeiro do GES, designadamente os pedidos de gestão controlada da Rio Forte e da ESFG - quando o horizonte temporal da referida observação é reduzido a 30 de junho de 2014, a evolução dos títulos cifra-se em 18,2%.

**Figura 38 - Evolução da cotação da ESS**



Fonte: *Euronext Lisbon* (2015)

Da análise ao comportamento das ações da ESS até 18 de agosto de 2014 (quadro infra), destaca-se o preço médio de € 3,67 verificado entre 31 de março e 30 de junho de 2014, isto é, a cotação média observada num período de três meses que se considera não estar ainda influenciado pelo efeito do colapso do GES (ou seja, aquilo que se designa como o último período de cotação normalizado).

**Figura 39 - Análise de Cotação da ESS**

Evolução cotação ESS	Preço (€)			
	Período	médio	minímo	máximo
12 fevereiro a 18 agosto	3,57	3,12	3,94	
12 fevereiro a 30 junho	3,55	3,12	3,92	
31 março a 30 junho (período normalizado)	3,67	3,27	3,92	

Fonte: Autor com base em dados da *Euronext Lisbon* (2015)

## 6.2 Determinação e Análise do Prémio Total de Aquisição Implícito na Oferta

O preço final oferecido pela ESS foi 56,5% superior ao que havia resultado do IPO de fevereiro de 2014 (€ 3,20 por ação), sendo que da comparação entre a contrapartida oferecida pela Fidelidade (€ 5,01) e a cotação do título na data anterior ao conhecimento da oferta lançada pelo Grupo Ángeles (€ 3,94) - isto é, no dia 18 de agosto de 2014 - , resultou um prémio total de aquisição de 27,2%, equivalente a € 1,07.

No entanto, tendo presente que o preço da ESS em 18 de agosto de 2014 já incorporava o conhecimento do mercado relativo ao colapso financeiro do GES, o prémio oferecido deverá ser, também, ser avaliado pela diferença entre o valor da oferta e o preço médio das ações entre 31 de março e 30 de junho de 2014 (€ 3,67) - último período normalizado -, o que se traduz num prémio de 36,5%.

No que se refere ao prémio implícito da oferta baseado no preço médio dos analistas de *research* em data anterior a 30 de junho, verifica-se que o mesmo foi fixado em 19,3% conforme se ilustra:

**Figura 40 - Prémio Implícito Baseado no Preço Médio dos Analistas de *Research***

Analistas de <i>research</i>	Preço Alvo (€)	Data
Santander	4,55	02/06/2014
Millennium investment banking	4,45	19/06/2014
Kepler Cheuvreux	4,20	28/05/2014
Credit Suisse	4,15	28/05/2014
BPI	3,95	16/06/2014
Caixa Banco de Investimento	3,90	27/05/2014
<b>Média das avaliações (€)</b>	<b>4,20</b>	
<b>Prémio total médio verificado</b>	<b>19,3%</b>	

Fonte: Autor com base em relatórios de *research* do Santander, *Millenium Investment Banking*, Caixa BI e no prospeto da oferta pública concorrente lançada pela Fidelidade (2014)

Por fim, tendo presente o valor de avaliação que foi obtido pelo método de DCF no âmbito do presente trabalho (€ 3,89), o prémio total oferecido na oferta de € 5,01 foi de 28,8%.

Resumem-se, na figura em baixo, os prémios totais de aquisição implícitos na oferta da Fidelidade em ordem a cada uma das observações anteriormente evidenciadas:

**Figura 41- Prémios de Aquisição Implícitos na Oferta de Aquisição**

Observações (€ e %)	Valor	Oferta OPA	Prémio implícito
Preço de lançamento no IPO	3,20		56,6%
Cotação média no período estabilizado (mar-jun.2014)	3,67		36,5%
Cotação a 18 de agosto de 2014 (anterior ao anúncio da 1.ª oferta)	3,94	5,01	27,2%
Valor de avaliação médio dos analistas de <i>research</i>	4,20		19,3%
Valor de avaliação pelo método de DCF	3,89		28,8%

Fonte: Autor

## 7 Conclusões

Na sequência do colapso financeiro do GES e consequente estado de insolvência (ou de pré-insolvência) das sociedades gestoras de participações sociais que o integravam, assistiu-se ao início da liquidação de alguns dos ativos do grupo.

Em situações semelhantes, em que existe a necessidade de, com carácter de urgência, serem alienados/liquidados ativos para fazer face às obrigações financeiras assumidas pelos seus detentores, existe o risco de os mesmos serem vendidos por preços inferiores ao seu real valor, situação que, a verificar-se, origina prejuízos tanto para os seus proprietários, como para os credores destes.

Assim, no rescaldo da OPA lançada pela Fidelidade à ESS em outubro de 2014, operação concretizada num cenário de pré-insolvência do bloco acionista que detinha a maioria do capital e o controlo desta, o risco anteriormente referido estava presente, motivo pelo qual se considerou relevante analisar o preço que a primeira pagou pela segunda.

Desse modo, o presente trabalho pretendia aferir se a contrapartida oferecida de € 5,01 (em dinheiro) integrava, para além do valor intrínseco da empresa, um potencial prémio pelo controlo da mesma, como seria exetável num contexto de normalidade económica e financeira do GES -, ou seja, pretendia-se concluir se o valor pago foi adequado aos interesses do bloco de controlo da ESS, bem como aos credores deste.

Com efeito, a resposta ao problema levantado passava por perceber, em cumprimento do primeiro objetivo do trabalho, qual seria o *fair value* da ESS. Nessa medida, foi apurado, com base na informação disponível até 30 de junho de 2014 - ou seja, com os dados disponíveis até à data dos pedidos de gestão controlada do bloco acionista que detinha o controlo da empresa - o valor da ESS a março de 2014, para o que se aplicou o modelo de avaliação baseado no DCF, através do *Free Cash Flow to the Firm*, bem como o método de avaliação relativa (ou múltiplos).

Do referido exercício de avaliação, seguem-se as seguintes conclusões: (i) pelo método de DCF, o valor dos capitais próprios da ESS projetado para março de 2014 é de € 371,7 milhões, equivalente a € 3,89 por ação; (ii) pelo método dos múltiplos comparáveis,

designadamente o *enterprise value to sales* e o *enterprise value to EBITDA*, o *enterprise value* da ESS é de, respetivamente, € 544,7 milhões e € 643,7 milhões, valores que comparam (e reforçam) com o *enterprise value* obtido na avaliação efetuada pelo método de DCF (€ 554,6 milhões).

Então, em face dos resultados obtidos, verificou-se que o preço de € 5,01 por ação oferecido pela Fidelidade, no qual se subsume uma avaliação de, sensivelmente, € 478,5 milhões para a ESS, é superior ao *fair value* da ESS apurado no âmbito do presente trabalho de acordo com o modelo DCF, método que se afigura o mais apropriado à determinação do valor fundamental da empresa, tal como evidenciado na revisão de literatura.

Posteriormente, foram descritos os prémios totais de aquisição observados nas 320 OPA lançadas na Europa entre 2011 e 2013 - prémios esses calculados com base na diferença entre os preços oferecidos e a cotação dos respetivos títulos no dia anterior ao anúncio das ofertas. Foi, também, apurado o prémio médio total das ofertas nesse período, donde se concluiu que: (i) os prémios totais de aquisição variaram num intervalo compreendido entre 28% a 38%; e (ii) em média (ponderada pelo número de OPA lançadas), os prémios de aquisição no triénio observado foram de 31%.

Finalmente, a contrapartida oferecida pela Fidelidade foi comparada, de entre outras observações realizadas, com: (i) a evolução da cotação dos títulos até ao anúncio preliminar da oferta do Grupo Ángeles; (ii) com o preço médio das ações entre 31 de março e 30 de junho de 2014 (período normalizado); (iii) com os preços alvo dos analistas de *research*; e (iv) com o valor de avaliação obtido no presente trabalho pelo método de DCF.

Assim, em resposta a um segundo objetivo intermédio do trabalho, ou seja, o de perceber se o preço oferecido pela ESS integrou, para além do *fair value* do ativo, um prémio pelo controlo da empresa, constatou-se que o prémio total implícito na oferta pela ESS foi de: (i) 27,2% relativamente à cotação do título na data anterior ao conhecimento da oferta lançada pelo Grupo Ángeles; (ii) 36,5% relativamente ao preço médio das ações entre 31 de março e 30 de junho de 2014 (período normalizado); (iii) 19,3% relativamente à avaliação média dos analistas de *research* em data anterior a 30 de junho; e (iv) 28,8%

face ao valor de avaliação que foi obtido pelo método de DFC no âmbito do presente trabalho.

Do exposto, entende-se que a contrapartida oferecida incorporou um prémio total de aquisição de 28,8% relativamente ao *fair value* da empresa projetado para março 2014, bem com um prémio de 36,5% relativamente ao preço médio das ações entre 31 de março e 30 de junho de 2014 (período normalizada). Ambos os resultados estão compreendidos no intervalo de prémios observado nas OPA lançadas na europa no triénio 2011/2013, pelo que se conclui, em resposta ao objetivo final do trabalho, que o preço de € 5,01 poderá ser considerado como teoricamente aceitável a uma operação que envolvesse o controlo da ESS num cenário de normal atividade (e solvência) do GES. Podemos ainda concluir, nessa medida, que € 5,01 é um valor adequado aos interesses do bloco de controlo acionista da empresa e respetivos credores.

Finalmente, importa reconhecer que a escassa informação relacionada com os investimentos que a empresa mantinha em carteira até ao final de 2013 - entre os quais se destacam a construção de um hospital em Angola, bem como as ampliações do Hospital da Luz e do Hospital da Arrábida - se tornou numa limitação ao presente trabalho. Assim, considerando que esses projetos de expansão podem ser entendidos como um conjunto mensurável de opções reais (*call options*), sugere-se, para trabalho futuro, um estudo aprofundado desses investimentos, para que, assim, seja possível determinar o valor dessas opções e conseqüente impacto na avaliação da ESS.

## 8 Bibliografia

### Referências bibliográficas

Barclay, M. J. & Holderness, C. G. (1989). Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, v.25, pp. 371-395.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of corporate finance*. (10.<sup>a</sup> ed.). New York: McGraw-Hill.

Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. (3rd ed.). New York: John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2005). *Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and Evidence*. New York: Stern School of Business.

Damodaran, A. (2012). *Investments valuation: Tolls and tecniques for determining the value of any asset*. (3rd ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.

Hanouna, P., Sarin, A., & Shapiro, A. (2001). *Value of corporate control: Some international evidence*. Working Paper (No. 01-4). USC Marshall School of Business.

Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, v.48, pp. 261-297.

Mota, A. G., & Custódio, C. (2007). *Finanças da empresa: Manual de informação, análise e decisão financeira para executivos*. (2rd ed.). Booknomics.

Neves, J. C. (2002). *Avaliação de empresas e negócio*. Lisboa: McGraw-Hill.

Suozzo, P., Stephen, C., Sutherland, G. & Zhen, D. (2001). *Valuation multiples: A primer*. UBS Warburg Investment Research.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. (4rd ed.). New Jersey: Mckinsey.

### Outras referências

Banco Central Europeu (2015). Series in the table from the dataset: Long-term interest rate statistics. Disponível em <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn4864>

Baganha, M., Ribeiro J., & Pires J. (2002). O sector da saúde em Portugal: *Funcionamento do sistema e caracterização sócio-profissional*. Coimbra: FEUC Centro de Estudos Sociais.

BPI (2014). *Espírito Santo Saúde, equity research*.

Caixa BI Banco de Investimento (2014). *Espírito Santo Saúde, initiation of coverage*.

Damodaran, A. (2015). Dados de arquivo. Disponível em

[http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/dataarchived.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html). Acedido em 05-05-2015.

Espírito Santo Saúde (2010). *Relatório e Contas Individual e Consolidado 2010*. Disponível em <http://www.luzsaude.pt/pt/investidores/informacao-financeira/relatorio-e-contas/>

Espírito Santo Saúde (2011). *Relatório e Contas Individual e Consolidado 2011*. Disponível em <http://www.luzsaude.pt/pt/investidores/informacao-financeira/relatorio-e-contas/>

Espírito Santo Saúde (2012). *Relatório e Contas Individual e Consolidado 2012*. Disponível em <http://www.luzsaude.pt/pt/investidores/informacao-financeira/relatorio-e-contas/>

Espírito Santo Saúde (2013). *Relatório e Contas Individual e Consolidado 2013*. Disponível em <http://www.luzsaude.pt/pt/investidores/informacao-financeira/relatorio-e-contas/>

Espírito Santo Saúde (2014). *Informação Financeira Intercalar Individual Consolidada de 31 de março de 2014*. Disponível em <http://www.luzsaude.pt/pt/investidores/informacao-financeira/relatorio-e-contas/>

Espírito Santo Saúde (2014). *Prospeto de Oferta Pública de Distribuição e de Admissão à Negociação no Euronext Lisbon*. Disponível em <http://www.luzsaude.pt/pt/investidores/informacao-acionista/documentos/>

Espírito Santo Saúde (2014). *Relatório do Conselho de Administração Sobre a Oportunidade e Condições da Oferta da Fidelidade*. Disponível em <http://www.luzsaude.pt/pt/investidores/informacao-acionista/outros-comunicados/>

Euronext Lisbon (2015). Cotação Luz Saúde. Disponível em <http://www.bolsadelisboa.com.pt/products/equities/PTEPT0AM0005-XLIS>. Acedido em 07-08-2015.

Direção Geral de Saúde (2015). Estatísticas de saúde. Disponível em <https://www.dgs.pt/estatisticas-de-saude/estatisticas-de-saude/publicacoes.aspx>

Instituto Nacional de Estatística (2015). Conta Satélite da Saúde. Disponível em [https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_contas\\_nacionais&contexto=c&selTab=tab4&perfil=97154797&INST=116634832](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_contas_nacionais&contexto=c&selTab=tab4&perfil=97154797&INST=116634832)

Lei n.º 1/2005 de 12 de agosto, Constituição da República Portuguesa. Disponível em [http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei\\_mostra\\_articulado.php?nid=4&tabela=leis&so\\_miolo=](http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=4&tabela=leis&so_miolo=)

Lei n.º 2/2014 de 16 de janeiro, Código de Imposto sobre Rendimento de Pessoas Coletivas. Disponível em [http://info.portaldasfinancas.gov.pt/NR/rdonlyres/7C883D2E-7D27-41DD-AD16-CA659BBADD82/0/Lei\\_2\\_2014.pdf](http://info.portaldasfinancas.gov.pt/NR/rdonlyres/7C883D2E-7D27-41DD-AD16-CA659BBADD82/0/Lei_2_2014.pdf)

Lei n.º 11/93, Estatuto do Serviço Nacional de Saúde. Disponível em <http://www.sg.min-saude.pt/sg/conteudos/legisauade/legis+sns.htm>. Acedido em 04-02-2015.

Lei n.º 48/90 de 24 de agosto, Lei de Bases da Saúde. Disponível em <http://www.portaldasauade.pt/portal/conteudos/a+saude+em+portugal/politica+da+saude/enquadramento+legal/leibasessaude.htm>

Lei n.º 56/79 de 15 de setembro, Serviço Nacional de Saúde. Disponível em <http://dre.pt/pdfgratis/1979/09/21400.PDF>

Lei n.º 157/2014 de 24 de outubro, Código dos Valores Mobiliários. Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/CodigosdosValoresMobiliarios/Pages/Codigo-dos-Valores-Mobiliarios.aspx?pg>

Millennium Investment Banking (2014). *Espírito Santo Saúde, initial coverage*.

Millennium Investment Banking (2014). *Espírito Santo Saúde, company update*.

Ministério da Saúde. História do SNS. Disponível em <http://www.portugal.gov.pt/pt/os-ministerios/ministerio-da-saude/quero-sabermais/quero-aprender/historia-sns.aspx>. Acedido em 17-02-2014.

Ministério das Finanças (2014). Documento de Estratégia Orçamental 2014-2018. Disponível em [https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalheActividadeParlamentar.aspx?BID=97647&ACT\\_TP=PEC](https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalheActividadeParlamentar.aspx?BID=97647&ACT_TP=PEC)

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico. (2015). OECD.Stat. Disponível em <http://stats.oecd.org/index.aspx?DatasetCode>. Acedido em 05-08-2015.

Organização Mundial da Saúde. (2015). Database. Disponível em <http://apps.who.int/nha/database/Home/Index/en>. Acedido em 09-08-2015.

Regulamento da CMVM n.º 3/2006. Disponível em [http://www.cmvm.pt/pt/legislacao/legislacaonacional/regulamentos/pages/reg.2006\\_3.aspx](http://www.cmvm.pt/pt/legislacao/legislacaonacional/regulamentos/pages/reg.2006_3.aspx)

Santander Global Banking & Markets (2014). *Espírito Santo Saúde, initiation of coverage*.

### **Web sites consultados**

Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública. Disponível em <http://www.igcp.pt>

Associação Portuguesa de Seguradores. Disponível em <https://www.apseguradores.pt>

Banco Central Europeu - Disponível em <https://www.ecb.europa.eu>

Banco de Portugal. Disponível em <https://www.bportugal.pt>

Bloomberg. Disponível em <http://www.bloomberg.com>

Bolsa de Valores de Lisboa. Disponível em <http://www.bolsadelisboa.com.pt>

Comissão de Mercados de Valores Mobiliários. Disponível em <http://www.cmvm.pt>

Damodaran web site. Disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Direção Geral da Saúde. Disponível em <https://www.dgs.pt>

Entidade Reguladora da Saúde. Disponível em <https://www.ers.pt>

Instituto Nacional de Estatística. Disponível em <https://www.ine.pt>

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico. Disponível em <http://www.oecd.org>

Organização Mundial de Saúde. Disponível em <http://www.who.int/en/>

Portal das Finanças. Disponível em <https://www.portaldasfinancas.gov.p>

Yahoo Finance. Disponível em <http://finance.yahoo.com>

## Anexos

### Anexo 1 - Balanços sintéticos

(milhões de €)	2010	2011	2012	2013
<b>Ativo</b>				
<b>Ativo Não Corrente</b>				
Activos Fixos Tangíveis	292,1	272,5	271,2	253,9
Activos Fixos Intangíveis	94,6	94,6	94,6	95,7
Outros Ativos Fixos	47,4	0,9	1,8	1,5
<b>Ativo Não Corrente Total</b>	<b>434,0</b>	<b>368,0</b>	<b>367,6</b>	<b>351,2</b>
<b>Activo Corrente</b>				
Existências	5,5	5,4	7,9	7,4
Clientes	77,5	64,1	71,3	50,9
Outras Contas a Receber Extra Exploração	0,7	47,4	1,1	0,0
Diferimentos e Outras Contas a Receber de Exploração	18,8	22,4	20,7	33,5
Outros Instrumentos Financeiros	0,0	0,0	0,0	0,0
Caixa e Depósitos à Ordem	11,0	33,3	24,3	34,8
<b>Activo Corrente Total</b>	<b>113,4</b>	<b>172,7</b>	<b>125,2</b>	<b>126,6</b>
<b>Activo Total Líquido</b>	<b>547,4</b>	<b>540,6</b>	<b>492,8</b>	<b>477,7</b>
<b>Capital Próprio e Passivo</b>				
<b>Capital Próprio</b>				
Capital (Social Realizado)	88,5	88,5	88,5	88,5
Prémios de Emissão	81,6	47,7	47,7	47,7
Reservas e Resultados Transitados	-45,9	-10,6	-6,6	-8,6
Resultado Líquido do Exercício	1,5	5,0	-2,1	14,0
<b>Capitais Próprios do Grupo</b>	<b>125,7</b>	<b>130,6</b>	<b>127,5</b>	<b>141,7</b>
Interesses Minoritários	0,8	1,4	1,5	1,5
<b>Capitais Próprios Totais</b>	<b>126,5</b>	<b>132,0</b>	<b>128,9</b>	<b>143,2</b>
<b>Passivo</b>				
<b>Passivo Não Corrente</b>				
Provisões	3,4	4,0	5,6	7,9
Financiamentos Obtidos e Outros Passivos Financeiros	270,8	312,8	180,6	167,2
Outros Passivos não Financeiros	0,1	2,9	0,2	1,3
<b>Passivo Não Corrente Total</b>	<b>274,2</b>	<b>319,7</b>	<b>186,5</b>	<b>176,5</b>
<b>Passivo Corrente</b>				
Financiamentos Obtidos e Outros Passivos Financeiros	80,3	25,4	95,1	77,1
Fornecedores	27,0	20,1	29,1	23,6
Estado e Outros Entes Públicos	2,3	2,0	3,3	3,4
Diferimentos e Outras Contas a Pagar de Exploração	36,7	40,4	49,2	51,2
Estado: IRC a Pagar	0,5	1,0	0,7	2,7
Accionistas: Dividendos a Pagar	0,0	0,0	0,0	0,0
Outras Contas a Pagar Extra Exploração	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Passivo Corrente Total</b>	<b>146,7</b>	<b>88,9</b>	<b>177,4</b>	<b>158,1</b>
<b>Passivo Total</b>	<b>421,0</b>	<b>408,6</b>	<b>363,8</b>	<b>334,5</b>
<b>Capital Próprio e Passivo Totais</b>	<b>547,4</b>	<b>540,6</b>	<b>492,8</b>	<b>477,8</b>

Fonte: Autor com dados da empresa

Anexo 2 - Demonstração de resultados sintéticas

(milhões de €)	2010	2011	2012	2013
Volume de Negócios (Vendas e Serviços Prestados)	249,5	273,5	341,4	373,4
Gastos Variáveis (CMVMC + FSE Variáveis)	155,4	166,9	205,3	218,9
<b>Margem Bruta ou de Contribuição</b>	<b>94,1</b>	<b>106,6</b>	<b>136,2</b>	<b>154,5</b>
Despesas Fixas (FSE Fixos + Gastos com o Pessoal)	53,5	57,7	88,2	94,3
Outros Gastos Operacionais	3,0	2,5	9,1	1,0
<b>Meios Libertos Brutos = EBITDA</b>	<b>37,5</b>	<b>46,4</b>	<b>38,8</b>	<b>59,1</b>
Gastos de Depreciação e de Amortização	26,5	26,4	28,5	28,1
<b>Resultado Operacional</b>	<b>11,0</b>	<b>20,0</b>	<b>10,4</b>	<b>31,0</b>
Juros e Rendimentos Similares Obtidos	1,9	3,2	3,3	0,7
Juros e Gastos Similares Suportados	10,3	14,3	15,7	11,0
<b>Resultado Financeiro</b>	<b>-8,4</b>	<b>-11,1</b>	<b>-12,4</b>	<b>-10,4</b>
<b>Resultado Corrente = RAI (Resultado antes de Impostos)</b>	<b>2,7</b>	<b>9,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>20,7</b>
Impostos sobre o Rendimento do Período	1,2	4,3	0,0	6,5
<b>Resultado Líquido Global</b>	<b>1,5</b>	<b>4,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>14,2</b>
<b>Resultados Atribuíveis a Interesses Minoritários</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
<b>Resultado Líquido do Grupo</b>	<b>1,5</b>	<b>5,0</b>	<b>-2,2</b>	<b>14,0</b>
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultados Retidos do Grupo	1,5	5,0	-2,0	14,0

Fonte: Autor com dados da empresa

Anexo 3 - Múltiplos de empresas comparáveis

Peer multiples													
Multiples	Company	EV/Sales				EV/EBITDA				Net Debt /EBITDA			
		2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E
	ES Saúde*	1.9	1.7	1.6	1.6	16.4	10.8	9.9	9.8	6.5	3.6	3.0	2.9
	RHON-KLINIKUM AG	1.5	1.4	2.0	2.9	14.3	15.1	21.9	21.3	2.7	2.9	-2.5	-1.1
	Fresenius SE & Co. KGaA	1.6	1.6	1.4	1.3	8.1	8.3	8.0	7.2	2.7	3.1	3.0	2.7
	MEDICLIN AG	0.6	0.6	0.6	0.5	13.8	15.0	13.2	10.8	4.5	5.0	4.5	3.7
	Orpea SA	3.3	2.9	2.5	2.1	18.3	15.5	13.4	11.5	7.0	5.8	5.2	4.3
	Korian SA	2.4	2.1	1.5	1.3	19.5	15.7	10.2	8.7	4.0	3.9	3.9	3.2
	Le Noble Age SA	1.0	1.4	1.0	1.0	11.9	10.9	9.6	9.9	5.4	6.3	5.8	6.1
	<b>EUA</b>												
	HCA Holdings, Inc.	1.6	1.5	1.4	1.3	8.1	7.9	7.5	6.8	4.3	4.3	4.0	3.5
	LifePoint Hospitals, Inc.	1.3	1.3	1.1	1.1	8.3	8.5	8.0	7.3	3.0	3.2	3.0	2.8
	Universal Health Services, Inc.	1.9	1.7	1.6	1.4	10.9	10.0	8.8	7.9	3.1	2.6	2.1	1.7
	Community Health Systems, Inc.	1.1	1.1	1.1	1.0	7.3	7.7	7.4	6.6	4.7	4.9	5.7	5.0
	Tenet Healthcare Corporation	1.0	1.4	1.0	0.9	7.9	11.5	8.4	7.3	4.1	8.0	5.8	5.1
	*Company data, Millennium investment banking estimates												
	Source: Company data and Millennium investment banking												
Multiples	Company	EPS				P/E				Div. Yield			
		2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E
	ES Saúde*	-0.02	0.16	0.20	0.20	neg	20.2	20.0	19.3	0.3%	0.0%	1.3%	1.3%
	RHON-KLINIKUM A	0.85	0.83	0.70	1.08	37.4	38.8	34.8	22.5	1.1%	1.0%	1.3%	1.8%
	Fresenius SE & Co.	5.42	5.84	6.18	7.09	20.1	18.7	17.7	15.4	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%
	MEDICLIN AG	-0.03	-0.05	0.01	0.10			410.6	41.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	Orpea SA	1.83	2.08	2.50	2.77	28.5	25.0	20.8	18.8	1.2%	1.3%	1.5%	1.7%
	Korian SA	0.75	1.21	1.23	1.59	36.5	22.8	22.4	17.2	2.2%	2.2%	2.3%	2.6%
	Le Noble Age SA	0.67	0.80	1.23	1.46	25.2	18.8	13.7	11.5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	Generale de Sante	0.99	1.98	0.74	0.77	17.2	8.6	23.0	22.2	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
	<b>EUA</b>												
	HCA Holdings, Inc.	2.89	2.47	2.67	3.10	15.0	16.4	15.2	13.1	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	LifePoint Hospitals	2.28	1.94	1.93	2.22	20.5	24.0	24.2	21.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	Universal Health Se	3.01	3.30	3.73	4.10	23.0	21.0	18.6	16.9	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
	Community Health	2.58	1.74	2.07	2.76	12.3	18.3	15.4	11.5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	Tenet Healthcare C	1.23	1.36	0.92	1.85	28.1	25.5	37.6	21.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	*Company data, Millennium investment banking estimates												
	Source: Company data and Millennium investment banking												

Fonte: Millennium investment banking (2014)