

Avaliação da Luz Saúde, SA

Marta Cristina Geraldês Marques Gomes Brás

**Projeto submetido como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em
Finanças**

Orientador:

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

Outubro 2018

Avaliação da Luz Saúde, SA

Marta Cristina Geraldês Marques Gomes Brás

**Projeto submetido como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em
Finanças**

Orientador:

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

Outubro 2018

ABSTRACT

Finance deals with value creation. This can be mainly done by projecting cash flows and analyzing them from a risk-reward perspective. Mergers and Acquisitions are becoming more relevant and these operations must be assessed according to their value creation, in order to find out if the acquisition price was fair.

The objective of this project is to determine the value of Luz Saúde, SA. We've decided to analyze this company since it is one of the largest private Portuguese healthcare firms, a sector which has been presenting several M&A deals, most of them with the aim of increasing the market share of the acquirers. This is turning the healthcare market into a more consolidated business involving several large companies.

In February of 2014 Luz Saúde Group, became the first healthcare company to be listed in the Portuguese stock market. Between the 19th of August and the 14th of October Luz Saúde was the target of several bids for the acquisition of its share capital, made by 3 different groups, which ended in the acquisition of the company by Fidelidade – Companhia de Seguros S.A.

In this case study we perform a valuation exercise using several methods: discounted cash flow and relative valuation, trying to access the different advantages and shortcomings of each method. We are hoping to contribute to the development of the knowledge about valuation methods, due to the relevance of this case.

Therefore in this project we present: (i) an industry study integrated in a SWOT analysis of the company (ii) a company and financial statement historical analysis for the period 2014-2017, and finally, (iii) a company valuation using DCF and relative valuation.

JEL Classification: G30, G39

Keywords: DCF – Discounted Cash Flow; M&A – Mergers and Acquisitions; FCFF – Free Cash Flow to Firm; FCFE – Free Cash Flow to Equity

RESUMO

A atividade financeira foca-se na criação e gestão do valor. O apuramento do valor é efetuado através da projeção de *cash flows* e na sua base tem sempre o binómio risco – retorno. Atualmente as operações de fusão e aquisição assumem cada vez maior importância no panorama económico- financeiro. O apuramento do valor é assim fundamental quer para os investidores (perceber se o preço de aquisição de um ativo é justo), quer para os analistas a fim de fundamentarem decisões de investimento incluindo recomendações de compra ou venda.

O objetivo do presente estudo passa por realizar um exercício de avaliação económico financeira tendo em vista a utilização de vários modelos de avaliação. A avaliação será feita à Luz Saúde, SA. A escolha deste grupo teve na sua base, o fato de i) este ser um dos maiores grupos privados no setor da saúde (até há pouco tempo integrante do mercado regulamentado), e ii) por outro, por integrar um dos setores com maior dinamismo no movimento de aquisições. As aquisições neste setor têm em vista (na sua maioria) o crescimento (por parte dos adquirentes) em quota de mercado. Trata-se de um mercado que no passado recente se caracterizava por alguma atomização mas que tem evoluído no sentido da consolidação.

O Grupo Luz Saúde, em fevereiro de 2014, tornou-se a primeira empresa privada do setor da saúde cotada em bolsa. Durante o período entre 19 de agosto e 14 de outubro, a Luz Saúde foi alvo de várias ofertas públicas concorrentes para a aquisição do seu capital social, realizadas por três grupos económicos e que culminaram na aquisição da Sociedade pela Fidelidade – Companhia de Seguros S.A.

Através deste *case study* pretende-se levar a cabo um exercício de avaliação através da utilização de modelos de avaliação pelo *cash flow* atualizado e de avaliação comparativa com o mercado. Desta forma, pretende-se levantar dificuldades, vantagens e desvantagens subjacentes às várias metodologias.

Conscientes da importância da fase da avaliação num processo de aquisição, espera-se com este trabalho, contribuir para a sistematização das metodologias de avaliação.

Com este estudo proceder-se-á: (i) à análise da envolvente interna e externa da empresa através de *SWOT analysis* e também de um breve enquadramento setorial, (ii) análise da empresa (evolução da operação e análise patrimonial entre 2014 e 2017) e finalmente ao (iii)

apuramento do valor da empresa (incluindo a avaliação pelo método dos fluxos de caixa descontados levantamento de empresas e transações com empresas cotadas comparáveis).

Keywords: DCF - Discounted Cash Flow; - F&A – Fusões e Aquisições; FCFF – Free Cash Flow to Firm; FCFE – Free Cash Flow to Equity

Agradecimentos

Ao Professor Pedro Inácio pelo acompanhamento, tempo, encorajamento e otimismo.

À minha família, ao Pedro, o meu companheiro de sempre, e às minhas filhas Raquel e Catarina pela força, encorajamento e ajuda. Ao meu irmão Paulo pelo exemplo e pela ajuda. Aos meus pais, Lucinda e António pelo apoio, pela força e pelos valores. Aos meus sogros, Ana e Joaquim, pelo apoio. Ao meu sobrinho Nuno, longe mas sempre presente.

Lista de Abreviaturas

CAPEX – *Capital Expenditures*

CF – *Cash Flows*

CMVMC – *Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas*

DCF – *Discounted Cash Flows*

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes and Amortization*

EBIT – *Earnings Before Interest*

EV – *Enterprise Value*

FCFE – *Free Cash Flow to Equity*

FCFF – *Free cash Flow to Firm*

F&A – *Fusões e Aquisições*

M&A – *Mergers and Acquisitions*

SWOT – *Strenghts, Weakenesses Oportunities and Threats*

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

ÍNDICE

Abstract	I
Resumo	II
Agradecimentos	IV
Lista de Abreviaturas	V
1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura	3
2.1. Modelos de Avaliação	4
2.1.1. Modelos de <i>Discounted Free Cash Flows</i>	5
2.1.1.1. O modelo <i>Free Cash Flow to the Firm</i>	6
2.1.1.2. O modelo <i>Free Cash Flow to Equity</i>	7
2.1.2. Avaliação Relativa	8
3. Enquadramento Setorial	10
4. Apresentação do Grupo Luz Saúde	14
4.1. História do Grupo e <i>millestones</i>	15
4.2. Estrutura Acionista	18
4.3. Composição do Grupo (participadas e subsidiárias)	19
4.4. Modelo de Negócio	21
4.5. Especificidades do Acordo de Parceria Público Privada	24
5. Análise SWOT	25
6. Desempenho Económico – Financeiro – Luz Saúde	26
6.1. Indicadores Operacionais	26
6.2. Rendimentos	27
6.3. EBITDA e Margem EBITDA	31
6.4. Custos Operacionais	32
6.5. Juros	34
6.6. Investimento	34
6.7. Ativo Fixo	35
6.8. Investimentos em Associadas	35
6.9. Fundo de Maneio	35
6.10. Clientes e Outras Contas a Receber	36

6.11. Dívida Financeira	37
6.12. Instrumentos Financeiros	39
6.13. Indicadores de Análise Económica e Financeira	40
6.14. Demonstrações Financeiras Históricas	41
6.15. Estratégia do Grupo	43
7. Projeções Económico Financeiras	44
7.1. Pressupostos Operacionais	45
7.1.1. Capacidade Instalada	45
7.1.2. Volume de Negócios	46
7.1.3. Custos Operacionais	48
7.1.4. EBITDA	50
7.1.5. Provisões	50
7.1.6. Imparidades	50
7.1.7. EBIT	51
7.1.8. Função Financeira	51
7.1.9. Função Fiscal	52
7.1.10. Projeção da Demonstração de Resultados	53
7.2. Pressupostos do Balanço	53
7.2.1. Investimento em Ativos Fixos	53
7.2.2. Investimentos em Associadas	54
7.2.3. Fundo de Maneio	54
7.2.3.1. Fundo de Maneio – Ativo Circulante	54
7.2.3.2. Fundo de Maneio – Passivo Circulante	55
7.2.4. Passivo Financeiro	56
7.2.5. Projeção do Balanço	56
8. Avaliação	57
8.1. Metodologia DCF	57
8.2. Avaliação Relativa baseada no Método dos Múltiplos	59
9. Conclusão	61
Bibliografia	63

ÍNDICE DE QUADROS E FIGURAS

Quadro 1 – Setor da Saúde, dados a 8/02/2018.....	11
Quadro 2 – Despesas Correntes da Saúde por Financiador (2012-2016).....	12
Quadro 3 – Seguro Direto (estatística).....	13
Quadro 4 – Dados Operacionais (2014 – 2017).....	26
Quadro 5 – Rendimentos Operacionais por Segmento (2014 – 1º Sem 2018).....	27
Quadro 6 - Rendimentos por Tipo de Cliente (2016).....	30
Quadro 7 - Rendimentos por Tipo de Cliente (2017).....	30
Quadro 8 - Rendimentos por tipo de Prestador de Serviço (2017).....	30
Quadro 9 – EBITDA por Segmento.....	31
Quadro 10 – Margem EBITDA por Segmento.....	31
Quadro 11 – Custos Operacionais.....	32
Quadro 12 – FSE´s.....	33
Quadro 13 – Custos Financeiros.....	34
Quadro 14 – Detalhe da Conta de Clientes Conta Corrente.....	36
Quadro 15 – Detalhe da Dívida Financeira.....	37
Quadro 16 – Detalhe da Dívida Financeira (Papel Comercial).....	38
Quadro 17 – Detalhe da Dívida Financeira (Empréstimos).....	38
Quadro 18 – Detalhe da Dívida Financeira (Locação Financeira).....	39
Quadro 19 – Detalhe da Dívida Financeira (Maturidade das Linhas).....	39
Quadro 20 – Detalhe da Dívida Financeira (Maturidade das Linhas – 1º Semestre 2018).....	39
Quadro 21 – Indicadores de Análise Económica e Financeira.....	40
Quadro 22 – Demonstração de Resultados 2017 – 1º Semestre 2018-10-31.....	41
Quadro 23 – Balanço 2014 – 1º Semestre 2018.....	42
Quadro 24 – Pressupostos macroeconómicos.....	45
Quadro 25 – Pressupostos operacionais.....	45
Quadro 26 – Projeção de Rendimentos.....	46

Quadro 27 – Projeção de Inventários Consumidos e Vendidos	48
Quadro 28 – Projeção de Custos com Pessoal	49
Quadro 29 – Projeção de FSE´s.....	49
Quadro 30 – Projeção de Custos Financeiros.....	52
Quadro 31 – Projeção da Demonstração de Resultados.....	53
Quadro 32 – Projeção da Demonstração de Resultados.....	54
Quadro 33 – Projeção de Fundo de Maneio.....	55
Quadro 34 – Projeção de Financiamento.....	56
Quadro 35 – Projeção de Balanço.....	56
Quadro 36 – Avaliação da Luz Saúde.....	58
Quadro 37 – Avaliação da Luz Saúde – Múltiplos Implícitos.....	59
Quadro 38 - Múltiplos de mercado.....	60
Quadro 39 - Avaliação pelo Método dos Múltiplos	61
Quadro 40 – Múltiplos Implícitos	61
Quadro 41 - Múltiplos Comparáveis	62
 Figura 1 – Perfil de decisão e tipo de atividade.....	 3
Figura 2 - Volume de Negócios 2017 (Grupo Mello, Luz, Lusíadas, Trofa).....	14
Figura 3 – Cronograma Luz Saúde.....	18
Figura 4 – Grupo Luz Saúde.....	19
Figura 5 – Subsidiárias.....	21
Figura 6 – Segmentos de Atividade.....	22
Figura 7 – Análise SWOT.....	25
Figura 8 – Número de Camas e Unidades de Saúde (2014 – 2017).....	26
Figura 9 – Rendimentos Consolidados (2014 – 1º Semestre 2018).....	27
Figura 10 – Rendimentos por Segmentos (2014 – 2017).....	28
Figura 11 – Rendimentos Operacionais por Segmentos.....	29

Figura 12 – Custos Operacionais	33
Figura 13 – Volume de negócios projeção.....	46
Figura 14 – Margem Operacional projeção.....	48
Figura 15 – EBITDA e Margem EBITDA projeção.....	50
Figura 16 – EBIT e Margem EBIT projeção.....	51

1 - INTRODUÇÃO

O presente *case study* enquadra-se na análise do tema das avaliações de empresas e negócios. A análise do caso concreto pretende colocar em prática a técnica de avaliação de empresas com maior ênfase nas técnicas de atualização baseadas no valor temporal do dinheiro.

Este estudo de caso pretende assim, não só enquadrar do ponto de vista teórico este tipo de operações mas também, através da análise do resultado alcançado por esta operação em concreto, contribuir para o estudo da mensuração do valor.

A revisão de literatura contempla a revisão dos estudos académicos sobre o tema da Avaliação de Empresas.

O estudo deverá estruturar-se em quatro partes: enquadramento setorial; caracterização da empresa; análise SWOT e apuramento do valor.

Far-se-á um breve enquadramento setorial por forma a dar uma ideia do posicionamento da Luz Saúde, dimensão, estrutura e *players* do setor em Portugal. No quarto capítulo procurar-se-á caracterizar a Luz Saúde, recorrendo-se aos Relatórios e Contas divulgados pela empresa. Esta análise abrangerá a informação histórica da empresa entre 2014 e 2017. Procederemos neste capítulo, também, a uma comparação da performance com outros *players* do setor.

Outra temática a abordar passará pela descrição dos fatores internos (pontos fortes e pontos fracos) e externos (ameaças e oportunidades) que influenciam a empresa e a sua performance.

O objetivo do oitavo capítulo será chegar ao valor financeiro da empresa. Estimamos apurar este valor através da aplicação de diferentes metodologias: (i) valor atual dos fluxos de caixa futuros (ii) avaliação relativa baseada no método dos múltiplos.

Apesar da crescente adoção de F&A como via de desenvolvimento externo, os estudos empíricos revelam que a maioria das operações não atingem os seus propósitos, as razões mais citadas são: (i) estimativas excessivamente otimistas das sinergias que inflacionaram o preço de compra; (ii) eliminação de candidatos válidos pelo aumento da pressão para concluir o negócio; (iii) integração pós aquisição mal preparada reduzindo o potencial de atuação conjunta.

A fase de avaliação num processo de fusão e aquisição é uma das partes do processo com maior influência na conclusão do negócio e no sucesso do mesmo. A importância desta etapa e a possibilidade de aportar alguma mais-valia a este tipo de análise foi o fator predisponente que nos motivou à realização do presente estudo.

Para a realização do trabalho procedeu-se à consulta de diversa bibliografia científica sobre o tema em análise – avaliação de empresa e negócios – artigos da imprensa nacional e estrangeira sobre a Luz Saúde, documentos oficiais publicados pela empresa, pelos *players* do setor e da concorrência.

2 - REVISÃO DE LITERATURA

Na base da criação de valor Ferreira, (2002) identifica o seguinte perfil de decisões nas organizações: (i) decisões que conduzem a atividades de expansão, (ii) decisões de redução, (iii) reestruturação dos ativos e (iv) da propriedade do capital.

Ferreira, (2002) agrupa estas atividades da seguinte forma:

Figura 1 – Perfil de decisão e tipo de atividade

Perfil de Decisão	Tipo de Actividade
Expansão	Fusões e Aquisições, Alianças e <i>Joint Ventures</i>
Reestruturações	Alienações, Reformulações e Cisões
Controlo da empresa	Re-Compra com Prémio, Acordos de não atuação, Clausulas de anti-aquisição hostis ou amigáveis; tentativas de controlo ou de representação na administração.
Alterações na estrutura da propriedade	Ofertas de troca de ações, re-compra de ações, privatizações, ofertas públicas de venda iniciais (IPO) e posteriores, <i>spin-off</i> , <i>equity carve-outs</i> e <i>leverage buy outs</i> (LBO)

Ferreira, (2002)

Uma forma rápida de uma empresa conquistar novos mercados, consolidar e procurar uma expansão mais rápida é através do processo de fusão e aquisição.

A aquisição de uma empresa por outra é um investimento feito sob uma certa incerteza.

Os analistas usam com frequência uma variedade de modelos e de *inputs* que lhes permitam obter maior confiança na sua estimativa de valor. O uso de mais que um modelo poderá ajudar o analista a compreender a sensibilidade do valor apurado.

2.1 - Modelos de Avaliação

Ferreira, (2002) identifica os seguintes modelos de aproximação à avaliação:

- Modelos tradicionais – baseados no valor contabilístico ou histórico, no valor patrimonial e no valor substancial (valor contabilístico ou histórico; valor do património líquido ou contabilístico ajustado; valor de liquidação; valor substancial);
- Métodos compostos com inclusão do *goodwill* (método anglo saxónico ou direto; método indireto ou dos práticos; método da renda com período finito ou reduzida)
- Avaliação relativa por comparação, através de múltiplos;
- Com atualização de valores de tesouraria futuros (*discounted cash flows*):
 - Pelos dividendos distribuídos;
 - Pelos fluxos livres de tesouraria (*free cash flows*);
 - Pelos valores económicos acrescentados (EVA / MVA, CFROI, CVA);
- Valorização com utilização de opções reais.

Na utilização do modelo de avaliação deverá ter-se em conta: i) os objetivos de aquisição e ii) as óticas de avaliação (- ótica do capital próprio ou acionista, e – da empresa, entidade ou negócio).

Na ótica de avaliação do capital próprio ou dos acionistas, Ferreira, (2002) identifica os seguintes modelos (para avaliação do capital próprio):

- o modelo dos dividendos atualizados que define os dividendos como os fluxos de tesouraria em relação aos acionistas;
- avaliação através dos múltiplos PER e Price to Sales;
- o modelo dos fluxos livres de tesouraria na ótica do capital próprio ou dos acionistas que utiliza uma definição mais ampla e expansiva dos fluxos de tesouraria .

Na seleção do modelo a utilizar será importante saber se é expectável que os lucros da empresa sejam distribuídos pelos acionistas (*dividend discount models*) ou se, em termos do *cash flow* disponível para distribuir pelos acionistas, estamos a considerar o *cash flow* após fazer face às necessidades de fundo de maneio e de investimento (*free cash flow to equity models*).

2.1.1 - Modelos de Discounted Free Cash Flows

Os modelos de *discounted free cash flows* são utilizados para apurar o valor da empresa (EV – *Enterprise Value*) ou o valor do capital próprio (*Equity*) descontando os *cash flows* futuros gerados pela empresa aplicando o custo de capital apropriado (Dedi e Giraudon, 2013).

Na nossa pesquisa focamo-nos nos seguintes modelos de *discounted free cash flow*:

- *Free Cash Flow to Firm Model (FCFF)*
- *Free Cash Flow to Equity Model (FCFE)*

Estes modelos de avaliação (tal como outros modelos) estimam o valor da empresa dividindo as projeções económico financeiras da empresa em dois períodos. O primeiro período contém projeções detalhas das componentes do *free cash flow* (a prática atual passa por elaborar projeções para 5 anos de atividade). O segundo período, consiste no cálculo do *free cash flow* após o período de projeção designando-se esse período como (*terminal value*) valor residual / terminal (Jennergren, 2008). Uma das formas de apurar o valor residual poderá ser através do apuramento do valor de liquidação da empresa (Damodaran, 2012). Comumente o apuramento do valor residual / terminal deriva da aplicação da fórmula de Gordon ao *free cash flow* apurado no período final da projeção (Jennergren, 2008). Esta divisão temporal prende-se com o fato de as empresas não manterem a mesma velocidade de crescimento ao longo do seu ciclo de vida. Desta forma, projeta-se um ritmo de crescimento estável (no horizonte extra-projeção).

$$Terminal\ Value_n = \frac{Free\ cash\ flow\ to\ firm_{n+1}}{(Cost\ of\ capital_{n+1} - g_n)}$$

(1)

$$Terminal Value_n = \frac{Free\ cash\ flow\ to\ equity_{n+1}}{(Cost\ of\ equity_{n+1} - g_n)}$$

(2)

(Damodaran, 2012).

2.1.1.1 - O modelo *Free Cash Flow to the Firm*

Para calcular o FCFF podemos fazê-lo a partir desta aproximação:

$$FCFF = Res. Operacional * (1-t) + Amortizações - Despesas de Investimento em Capital Fixo - Variação de Fundo de Maneio$$

(3)

t= taxa de imposto

(Domingos, 2002)

O modelo do *Free Cash Flow to the Firm* destina-se a apurar o (“EV”) *Enterprise Value* (valor da empresa) através da apuramento do valor atual da componente operacional da empresa (Dedi e Giraudon, 2013). O valor atual da componente operacional corresponde à soma de todos os *cash flows* que a empresa espera gerar descontados à *weighted average cost of capital* (WACC). O primeiro passo passa, assim, por fazer uma projeção da operação. Assumindo-se um “going concern” da empresa, o passo seguinte, passa por calcular o valor residual / valor terminal.

O valor da operação é, assim, calculado descontando o *cash flow* resultante dos dois períodos à WACC. Finalmente, o *Enterprise Value* – Valor da Empresa – é apurado após soma dos ativos fora de balanço (ativos não operacionais) como por exemplo investimento em títulos e investimentos de longo prazo (Beneda, 2003).

O *free cash flow to firm model* pode ser aplicado para apurar o valor do capital da empresa subtraindo ao EV o valor de mercado da dívida remunerada. Dividindo o valor do capital pelo total de ações obtém-se o valor por ação (Dedi e Giraudon, 2013).

2.1.1.2 - O modelo *Free to Cash Flow to Equity*

Podemos sintetizar as principais diferenças entre o *free cash flow to firm model (FCFF)* e o *free cash flow to equity model (FCFE)* da seguinte forma: i) o FCFE é adotado para apurar o valor do Capital; ii) o FCFE estima o *equity value* descontando o cash flow futuro ao custo do capital (no FCFF desconta-se à WACC) (Dedi, Giraudon, 2013),

O modelo FCFE estima o valor do capital próprio como o valor actual dos fluxos de tesouraria livres em relação ao capital próprio ao longo do tempo (Ferreira, 2002).

A fórmula apropriada como apresenta Damodaran, é a seguinte:

$$FCFE = \text{Res. Líquidos} (-) (\text{Investimentos} - \text{Amortizações}) (-) (\text{Variação de Fundo de Maneio}) (+) (\text{Novas dívidas contraídas} - \text{Reembolsos de Empréstimos})$$

(4)

Saliente-se também que a fórmula de Gordon usada para estimar o valor futuro do *cash flow* depois do período da projecção, é também diferente quando estimamos o *equity value* (valor do capital):

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{Free cash flow to equity}_{n+1}}{(\text{Cost of equity } n+1 - g_n)}$$

(5)

(Damodaran, 2012)

2.1.2 - Avaliação relativa

Nos modelos de avaliação relativa por comparação entre empresas através de múltiplos o valor do ativo é obtido por comparação com o valor de ativos similares (Ferreira, 2002). A avaliação relativa através de múltiplos é um método muito utilizado na avaliação de *equity* (capital) e assume um papel muito destacado na avaliação de *Inicial Public Offerings* (IPO's), *Leverage Buyouts* (LBO's) e operações de *M&A*.

No processo de avaliação através da utilização de métodos de avaliação relativa o primeiro passo é criar uma lista de empresas comparáveis. A seleção de empresas com negócios e perfil financeiro semelhante são aspetos relevantes neste método. As comparáveis podem ser selecionadas tendo em conta critérios como o setor, produtos e serviços, dimensão, perfil de crescimento. Este método reduz a probabilidade de a avaliação da empresa poder ser muito díspar de outra comparável, no entanto, não elimina a hipótese de o analista estar a considerar a empresa sobre ou sub avaliada. (Ferreira, 2002)

Após selecionar-se uma lista de empresas comparáveis, o passo seguinte passa por fazer o levantamento da informação financeira das empresas. A informação é utilizada para calcular rácios e múltiplos de transação. Selecionam-se um conjunto de múltiplos apura-se a média e a mediana. O valor da empresa é apurado multiplicando o múltiplo pelos valores levantados na informação da empresa que se avalia.

Os múltiplos mais utilizados podem agrupar-se em i) *earning multiples*, ii) *revenue multiples*, iii) *book value multiples* (valor contabilístico)

Earning multiples

- *PER* (*price earning ratio*) – define a relação entre o preço de uma ação (P_m) e os resultados por ação (Ferreira, 2002).

$$PER = \frac{P_m}{EPS}$$

(6)

P_m – preço por ação

- *PEG (price earning to growth)* – estabelece a comparação entre o PER e a taxa de crescimento (Ferreira, 2002).

$$PEG = \frac{PER}{g} \quad (7)$$

Revenue multiples

- *Price to Sales* – suporta-se nos proveitos da empresa

$$Price\ to\ Book\ ratio = \frac{MV}{Vendas} \quad (8)$$

MV – market value / valor de mercado

- *Enterprise Value /Vendas*

$$EV / V = \frac{Capital\ próprio\ (V_m) + Dívida\ (V_m) - Caixa}{Vendas} \quad (9)$$

- *Enterprise Value /EBITDA*

Book Value multiples

Price to book ratio – o *market value* ou preço por ação é obtido no mercado e o valor contabilístico corresponde à diferença entre o ativo e o passivo (Ferreira, 2002).

$$Price\ to\ Book\ ratio = \frac{MV}{BV}$$

MV – *market value* / valor de mercado

BV – *book value* / valor contabilístico

3 - ENQUADRAMENTO SETORIAL

A classificação mais comum dos sistemas de saúde assenta na fonte de financiamento prevalecente. Assim, tendo em conta a fonte de financiamento, distinguem-se, geralmente dois modelos:

- Modelo Beveridgiano - neste modelo incluem-se os sistemas de saúde em que o Estado detém e gere as instalações de saúde. O financiamento destes sistemas de saúde ocorre através dos impostos. Os cuidados de saúde são, maioritariamente, realizados pelos agentes públicos e os cuidados de ambulatório são prestados por agentes públicos, privados ou por uma combinação dos mesmos.
- Modelo Bismarkiano – neste modelo existe um esquema de seguro social e coexistem entidades públicas e privadas na prestação de serviços de saúde. O estado intervém i) definindo os princípios gerais de funcionamento dos seguros e dos sistemas de prestação de serviço, ii) aprovando medidas de contenção de custos, iii) no controlo da qualidade, iv) responsabilizando-se pela gestão dos equipamentos públicos e no v) financiamento de cuidados de saúde para a população excluída do sistema de seguros.

Portugal tem um sistema misto onde coexiste a propriedade e gestão de equipamentos pelo setor público e os equipamentos privados.

Quadro 1 – Setor da Saúde (número de empresas, pessoal, Volume de Negócios, VAB) dados a 8/02/2018

Setor da Saúde	Nº de Empresas nº	Pessoal ao Serviço nº	Volume de Negócios milhões eur	VAB milhões eur
Atividades dos estabelecimentos de saúde com internamento	233	18.519	1.697,0	605,3
Atividades de prática clínica em ambulatório, de medicina dentária e de odontologia	35.130	59.031	2.971	1.460
Atividades de prática médica de clínica geral, em ambulatório	9.611	14.066	676	338
Atividades de prática médica de clínica especializada, em ambulatório	16.468	25.912	1.435	719
Atividades de medicina dentária e odontologia	9.051	19.053	860	403
Outras atividades de saúde humana	50.515	69.550	1.660	863
Laboratórios de análises clínicas	350	5.135	365	163
Atividades de ambulâncias	103	759	27	14
Atividades de enfermagem	21.966	22.250	162	124
Centros de recolha e bancos de órgãos	15	86	5	2
Sector da Saúde	85.878	147.100	6.328	2.929
Peso no total da Economia	7,2%	4,0%	2,8%	3,4%

Fonte: INE, Sistema de Contas Integradas das Empresas (última atualização destes dados 08 de fevereiro de 2018)

O setor privado da saúde em Portugal tem vindo a assumir um papel cada vez mais relevante na cobertura dos serviços de saúde. O setor complementa o Serviço Nacional de Saúde preenchendo, por vezes, algumas lacunas do mesmo. O caso da medicina dentária e as marcações de cirurgias são alguns exemplos onde a oferta privada complementa a oferta pública.

As formas de relacionamento entre o Estado e as Entidades de Saúde Privadas estão previstas na Lei de Bases da Saúde e podem ter formatos como i) convenções, ii) acordos e iii) contratação de serviços. Existem áreas de cooperação como: programa de combate às listas de espera cirúrgicas, Rede Nacional de Cuidados Integrados e Parcerias Público Privadas (PPP)

Quadro 2 – Despesas Correntes da Saúde por Financiador (2012-2016)

Despesa corrente em saúde, por agentes financiadores, 2012-2016					
	2012	2013	2014	2015 (Po)	2016 (Pe)
Agentes financiadores	10	10	10	10	10
Administrações públicas	10 322 103	10 357 378	10 319 246	10 664 835	10 960 212
Serviço Nacional e Regional de Saúde	8 991 885	9 070 198	9 086 268	9 236 225	9 461 627
Subsistemas de saúde públicos	662 693	642 590	586 504	601 969	641 662
Outras unidades da administração pública	484 812	462 879	447 598	627 372	638 115
Fundos de segurança social	182 713	181 711	198 876	199 269	218 808
Setor privado	5 420 167	5 119 326	5 296 514	5 440 965	5 585 075
Sociedades de seguros	538 270	542 768	566 426	598 244	657 248
Sociedades (exceto as de seguros de saúde)	146 354	128 900	129 586	135 830	138 211
Instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias (ISFLSF)	300 024	274 229	274 962	253 525	262 984
Subsistemas de saúde privados	293 426	266 606	268 626	245 483	254 551
Outras ISFLSF	6 598	7 623	6 336	8 042	8 433
Famílias	4 435 519	4 173 429	4 325 540	4 453 366	4 526 632
Despesa Corrente em Saúde	15 742 270	15 476 704	15 615 760	16 105 800	16 545 287

Fonte: INE, Conta Satélite da Saúde (dados publicados a 26 de junho de 2017)

Notas: Po - Dados provisórios; Pe - Dados preliminares

A despesa corrente em saúde é fundamentalmente suportada pelo Estado. A despesa das famílias representa já cerca de 28% do total. Do ponto de vista do financiamento a componente privada tem vindo a aumentar a sua relevância.

Quase 40% da população portuguesa, para além de ser beneficiária dos Serviços Nacional de Saúde (SNS) está coberta por um subsistema de saúde (exemplo ADM, ADSE), privado ou seguro de saúde.

Em 2017, o mercado de seguros de saúde registou, no número de apólices (grupo) emitidas, um crescimento de 14,1%, face ao período homólogo.

Quadro 3 – Seguro Direto (estatística)

Informação Estatística Geral - Seguro de Saúde Direto				
	2017	2016	2015	Var. 17/16
Número de Apólices				
Individual	819.797	837.574	834.295	-2,1%
Grupo	62.158	54.470	50.787	14,1%
Número de pessoas seguras				
Individual	1.169.574	1.175.749	1.190.101	-0,5%
Grupo	1.568.390	1.514.438	1.464.131	3,6%
Número Médio de Pessoas Seguras por Apólice				
Individual	1,4	1,4	1,4	1,6%
Grupo	25,2	27,8	28,8	-9,2%
Prémio médio por pessoa segura em euros				
Individual	307,2	289,1	260,9	6,3%
Grupo	240,8	221,5	202,9	8,7%

Fonte: Estatísticas Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

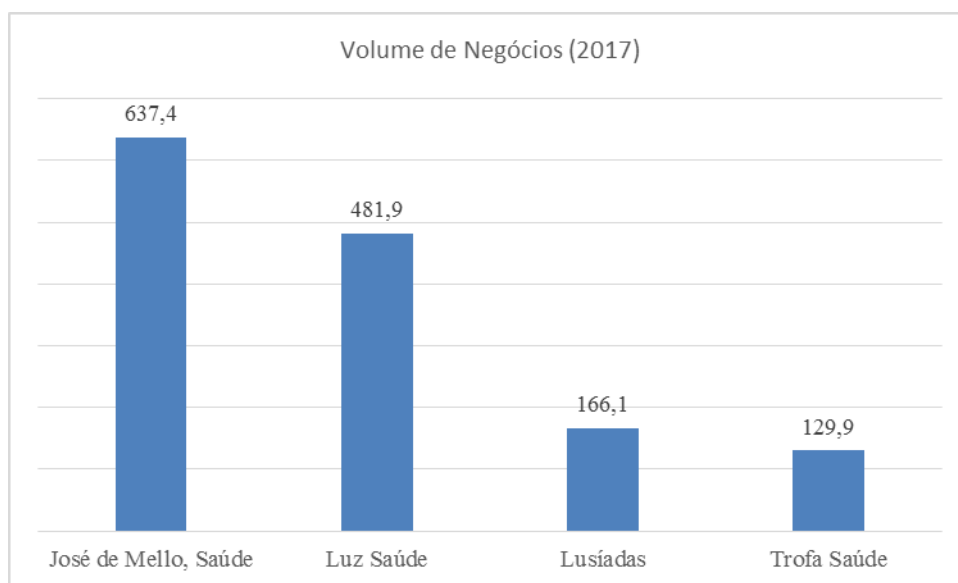
Em Portugal o setor público regista uma forte pressão orçamental sobre a base de custos do sistema que tem impactado nos serviços (qualidade e motivação dos colaboradores).

Os anos de crise travaram a trajetória de crescimento do setor privado da saúde. No entanto, o setor passa agora por uma nova fase verificando-se a passagem de um setor bastante atomizado para um setor onde se destacam grandes grupos económicos.

Em 2017 manteve-se o movimento de consolidação. Através deste movimento os operadores do setor têm vindo a alargar a sua quota de mercado.

No setor dos cuidados hospitalares destacam-se o Grupo José de Mello, o Grupo Luz Saúde, o Grupo Lusíadas e o Grupo Trofa Saúde. O Grupo José de Mello e Luz Saúde assumem a liderança de mercado.

Figura 2 - Volume de Negócios 2017 (Grupo Mello, Luz, Lusíadas, Trofa)



Fontes: Relatórios e Contas (2017), Mello Saúde, Luz Saúde; InsightView (informação de empresas) Lusíadas, Trofa Saúde.

Destacam-se ainda o Grupo HPA Saúde (Grupo Hospital Particular do Algarve), Sanfil e Idealmed (grupo adquirido em 2018 pelo Grupo Luz Saúde).

4 - APRESENTAÇÃO DO GRUPO LUZ SAÚDE

A Luz Saúde, SA, Sociedade Aberta (doravante “Luz Saúde”, ou “Empresa” e conjuntamente com as subsidiárias designada “Grupo”) é a empresa mãe do Grupo Luz Saúde. Trata-se de um grupo composto por empresas que atuam na área da prestação de cuidados de saúde, incluindo a gestão dos hospitais de agudos, clínicas de ambulatório, hospitais residenciais, um hospital do Sistema Nacional de Saúde (SNS) em regime de parceria público privada (PPP) e residências sénior com serviços. O Grupo tem uma presença muito expressiva, nas regiões com maior poder compra (em Lisboa e no Porto operam, respetivamente, o Hospital da Luz Lisboa - maior hospital privado português - e o Hospital da Luz Arrábida) e está presente nas regiões Norte, Centro – Sul de Portugal Continental e na Região Autónoma da Madeira.

O Grupo detém atualmente 30 unidades de saúde: i) 14 hospitais privados, ii) um hospital do SNS explorado em regime de Parceria Público Privada, iii) 13 clínicas privadas a operar em

regime de ambulatório, iv) e 2 residências sénior. As unidades de saúde do Grupo Luz saúde operam de forma complementar e integrada.

4.1 - História do Grupo e *millestones*

A Luz Saúde foi criada em 2000 e é um dos grupos de maior dimensão na área da prestação de serviços de saúde em Portugal.

Em fevereiro de 2014, tornou-se a primeira empresa privada do setor da saúde cotada em bolsa. A Espírito Santo Saúde (designação do Grupo Luz Saúde até 2015) iniciou o processo da Oferta Pública Inicial (IPO) em setembro de 2013, que culminou na admissão da empresa à Bolsa de Valores de Lisboa a 12 de fevereiro de 2014. A oferta combinada de aumento de capital e venda de ações permitiu i) a obtenção de aproximadamente Eur 23 milhões de capital para redução do nível de endividamento da Espírito Santo Saúde, com o objetivo de melhorar a posição financeira da empresa e ii) aumentar o nível de flexibilidade para investimentos futuros. Após o aumento de capital (e incluindo o lote suplementar), a Espírito Santo Saúde colocou 49% do seu capital no mercado de capitais, sendo 20% deste valor alocado através de uma oferta de retalho. A operação foi finalizada ao preço de Eur 3,20 e os acionistas vendedores foram a Rio Forte Investments, Espírito Santo Financial Group e a Companhia de Seguros Tranquilidade, ficando a Espírito Santo Healthcare Investments como acionista maioritário da empresa (51%). O free-float de 49% incluiu seis participações qualificadas: T. Rowe Price Associates (5,0%); HSBC Bank PLC (4,8%); Espírito Santo Financial Group (3,4%); Invesco Limited (3,0%); Fidelity International Limited (2,9%); e Fidelity Management and Research (2,6%). Relativamente aos resultados da parte institucional da oferta, foram 60 os investidores que participaram no IPO, com o capital adquirido distribuído por várias geografias (53% no Reino Unido, 16% em Portugal, 13% nos Estados Unidos, 12% em Espanha e o restante no resto da Europa).

No período compreendido entre 19 de agosto e 14 de outubro, a Luz Saúde foi alvo de várias ofertas públicas concorrentes para a aquisição do seu capital social, realizadas por três grupos económicos, que culminaram na aquisição da Sociedade pela Fidelidade – Companhia de Seguros S.A.. O processo desenrolou-se da seguinte forma:

- 19 de agosto – Anúncio preliminar pelo Grupo Ángeles Servicios de Salud de uma oferta de Eur 4,30 por ação
- 11 de setembro – Anúncio preliminar pela José de Mello Saúde de uma oferta de Eur 4,40 por ação
- 19 de setembro - Registo da oferta pelo Grupo Ángeles Servicios de Salud de uma oferta revista de Eur 4,50 por ação
- 23 de setembro – Anúncio preliminar pela Fidelidade – Companhia de Seguros de uma oferta de - Eur 4,72 por ação
- 26 de setembro – Revisão do preço da oferta da Fidelidade – Companhia de Seguros para - Eur 4,82 por ação
- 7 de outubro – Anúncio pela United Health Group da apresentação à Espírito Santo Health Care Investments S.A. de uma oferta vinculativa de aquisição de 51% do capital social da Luz Saúde, com um preço de Eur 5,00 por ação
- 9 de outubro – Revisão do preço da oferta da Fidelidade – Companhia de Seguros para Eur 5,01 por ação
- 15 de outubro – Sessão especial de mercado para determinação dos resultados da oferta da Fidelidade
- 17 de outubro – Liquidação financeira da oferta

Em outubro de 2014, a seguradora portuguesa Fidelidade adquiriu o controlo desta empresa.

Em Assembleia Geral Extraordinária ocorrida em 13 de abril de 2018, os acionistas da Luz Saúde deliberaram proceder aos atos necessários para que a Sociedade perdesse a qualidade de sociedade aberta, deixando de ter as suas ações admitidas à negociação na Bolsa de Valores de Lisboa.

No cronograma seguinte sintetizam-se os principais marcos na existência do Grupo desde a sua constituição.

Figura 3 – Cronograma Luz Saúde



2016	2018
2016 O Hospital Privado de Guimarães e o Clihotel de Gaia passaram a ser explorados pelo Hospital da Luz Guimarães, SA (passam a denominar-se Hospital da Luz Guimarães e Hospital do Mar Cuidados Especializados de Gaia, respetivamente). Início das obras de expansão do Hospital da Luz (aumento de capacidade de 80%). Aquisição de um terreno em Vila Real para desenvolvimento de um hospital privado de referência na região. Abertura de unidade de ambulatório em Vila Real para funcionar durante o período das obras. Aquisição de Clínica em Odivelas para desenvolvimento de ambulatório. 2017 Aquisição da Clínica de Santa Catarina e Policlínica do Caniço na Madeira e do British Hospital, em Lisboa. Iniciaram as obras na nova clínica ambulatória em Odivelas – Hospital da Luz Clínica de Odivelas (com abertura prevista para Janeiro de 2018).	2018 (março) Aquisição do capital social e direitos de voto da sociedade Capital Criativo Healthcare II, que detém a totalidade do do capital da Idealmed III, Serviços de Saúde, SA, Imacentro – Clínica de Imagiologia Médica do Centro, SA e Idealmed Ponte Galante que detêm, respetivamente a Idealmed UHC – Unidade Hospitalar de Coimbra e quatro clínicas vocacionadas para cuidados em regime de ambulatório no centro de Coimbra, Figueira da Foz, Pombal e Cantanhede (o Grupo “Idealmed”). (abril) Em Assembleia Geral Extraordinária os acionistas da sociedade deliberaram dar início ao processo de perda de qualidade de sociedade aberta da Luz Saúde, SA.

Fonte: Relatório e Contas 2017

4.2 - Estrutura Acionista

Em 15 de outubro de 2014, decorrente do processo de oferta pública, a Fosun International Holdings Ltd, através da Fidelidade – Companhia de Seguros, SA, adquiriu o controlo sobre a Luz Saúde.

A Fidelidade – Companhia de Seguros, SA é presentemente detida a 84,986% pela Longrun Portugal SGPS, SA que por sua vez é detida a 100% pela Millenium Gain Limited sediada em Hong Kong. Esta última é detida a 100% pela Fosun Financial Holdings Limited (Hong Kong), a qual, por sua vez, é detida a 100% pela Fosun International Limited, empresa listada no mercado de capitais de Hong Kong (00656. HK). Esta é detida a 71,77% pela Fosun Holdings Limited, que por sua vez é detida pela Fosun International Holdings Ltd, cujo último beneficiário é o senhor Guo Guangchang.

Em janeiro de 2018, fruto de uma operação realizada entre a Fidelidade – Companhia de Seguros, SA e a Fosun International Ltd, esta última passou a deter diretamente 49% do capital social e direitos de voto da Luz Saúde, tendo a Fidelidade Companhia de Seguros, SA reduzido a sua participação para 49,7881%.

4.3 - Composição do Grupo (Participadas e Subsidiárias)

Figura 4 – Grupo Luz Saúde

Luz Saúde, SA			
		Localização	Segmento
90,41%	BMC – British Hospital Management Care, SA	Lisboa	Privado
100,00%	British Hospital Lisbon XXI	Lisboa	Privado
100,00%	Capital Critavo Health Care Investments, SA	Lisboa	Privado
100,00%	Casas da Cidade – Residências Sénior de Carnaxide, SA	Oeiras	Outras Atividades
100,00%	Casas da Cidade – Residências Sénior, SA	Lisboa	Outras Atividades
93,45%	Cliria – Hospital Privado de Aveiro, SA	Aveiro	Privado
100,00%	CRB – Clube Residencial da Boavista, SA	Porto	Outras Atividades
100,00%	GLSMED Learning Health, SA	Lisboa	Outras Atividades
100,00%	GLSMED Trade, SA	Lisboa	Outras Atividades
100,00%	HME – Gestão Hospitalar, SA	Évora	Privado
100,00%	Hospital da Arrábida – Gaia, SA	V.N. Gaia	Privado
100,00%	Hospital da Luz, SA	Lisboa	Privado
100,00%	Hospital da Luz – Centro Clínico da Amadora, SA	Amadora	Privado
100,00%	Hospital da Luz – Guimarães, SA	Guimarães	Privado
100,00%	Hospital da Luz – Oeiras, SA	Oeiras	Privado
75,00%	Hospital Residencial do Mar, SA	Loures	Privado
100,00%	HOSPOR – Hospitais Portugueses, SA	Povoa Varzim	Privado
100,00%	Ideamed III – Serviços de Saúde, SA	Coimbra	Privado
100,00%	Ideamed Ponte Galante, SA	Figueira da Foz	Privado
100,00%	Instituto de Radiologia Dr. Idílio de Oliveira – Centro de Radiologia Médica, SA	Lisboa	Privado
100,00%	Luz Saúde – Serviços, ACE	Lisboa	Centro Corporativo
100,00%	Luz Saúde – Un. Saúde e de Apoio à Terceira Idade, SA	Lisboa	Mix
100,00%	Microcular – Centro Microcirurgia Ocular, Laser Diagnóstico, SA	Lisboa	Privado
81,35%	NID – Núcleo de Imagem Diagnóstica, Lda	Funchal	Privado
75,00%	RML – Residência Medicalizada de Loures, SGPS, SA	Lisboa	Privado
81,35%	SCH – Sociedade de Clínica Hospitalar, SA	Funchal	Privado
99,99%	SGHL – Sociedade de Clínica Hospitalar, SA	Lisboa	Público
100,00%	Surgicare – Unidades de Saúde, SA	Lisboa	Público
75,00%	Vila Lusitano – Unidades de Saúde, SA	Lisboa	Público

Fonte: Relatório Intercalar 1º Semestre 2018

Em março de 2017, a Luz Saúde adquiriu 81,35% da S.C.H. Sociedade Clinica Hospitalar, SA e da Núcleo de Imagem Diagnóstica, Lda.

Em julho de 2017 a Luz Saúde adquiriu a totalidade do capital social e direitos de voto das sociedades Capital Criativo Health Care Investments, SA, British Hospital -Lisbon XXI, SA, Microcular - Centro Microcirurgia Ocular, Laser e Diagnóstico, SA, e 90,41% do capital social e direitos de voto da sociedade British Hospital Management Care, SA (em conjunto “Grupo British Hospital” ou “GBH”). Em 28 de dezembro de 2016, a Luz Saúde reforçou a participação na subsidiária CLIRIA fruto da aquisição de 2,86% das ações da mesma.

Aumento de capital na HLG e consequente diluição do interesse do Grupo e posterior incremento da participação ao longo de 2016

Em janeiro de 2016, e na sequência do processo de insolvência da entidade Casa de Saúde de Guimarães, a subsidiária HLG adquiriu os negócios e ativos das unidades de saúde anteriormente operados por esta empresa (Hospital Privado de Guimarães e Clihotel de Gaia), passando a opera-los sob as marcas Luz Saúde com a designação Hospital da Luz Guimarães e Hospital do Mar Gaia.

Em 30 de dezembro de 2016, a Luz Saúde adquiriu a totalidade dos interesses que ainda não controlava na HLG

No final do primeiro semestre de 2018, o Grupo adquiriu o controlo sobre o Grupo Idealmed, que opera a Idealmed UHC – Unidade Hospitalar de Coimbra e quatro clínicas vocacionadas para cuidados em regime ambulatorio no centro de Coimbra, Figueira da Foz, Pombal e Cantanhede.

Em 31 de dezembro de 2017 as empresas associadas são as seguintes:

Figura 5 - Subsidiárias

Genomed – Diagnósticos de Medicina Molecular, SA	Lisboa	37,50%
HL – Sociedade Gestora do Edifício, SA	Lisboa	10,00%
Capital Criativo	Lisboa	10,00%

Fonte: Relatório e Contas 2017

4.4 - Modelo de Negócio

O modelo de negócio da Luz Saúde organiza-se em três segmentos: i) segmento de cuidados de saúde privados (inclui as unidades hospitalares de prestação de cuidados agudos e a rede de clínicas em regime de ambulatório do Grupo); ii) segmento de cuidados de saúde públicos (corresponde à gestão do Hospital Beatriz Ângelo, contrato celebrado no âmbito da Parceria Publico Privada) e iii) o segmento de outras atividades (inclui, fundamentalmente, as residências sénior que atuam numa ótica de prestação integral de serviços a cidadão séniores independentes ou que necessitem de apoio no desempenho das suas atividades quotidianas). O grupo Luz Saúde dispõe de um centro corporativo cujo foco é a prestação de serviços centralizados às diversas unidades do grupo.

Figura 6 – Segmentos de Atividade



Fonte: Relatório e Contas 2017

O segmento de “Cuidados de Saúde Privados”, em 2017, incluiu as seguintes unidades de negócio:

- Onze hospitais vocacionados para cuidados diferenciados agudos, nomeadamente cirurgia, tratamentos em regime de internamento e diagnósticos especializados, os quais se complementam com uma forte capacidade ao nível da prestação de cuidados primários não agudos em regime de ambulatório. De destacar ainda a atividade desenvolvida ao nível da promoção e proteção da saúde, através da realização de exames de *check – up* e outras atuações de prevenção.
- Oito unidades ambulatoriais vocacionadas para cuidados primários não agudos, incluindo consultas externas num vasto leque de especialidades médicas e cirúrgicas, meios complementares de diagnóstico e terapêutica (nomeadamente na área da imagiologia e de análises clínicas), e atendimento médico permanente. Note-se que uma destas unidades

possui a capacidade de realização de todo o tipo de procedimentos cirúrgicos em regime de ambulatório.

- Dois hospitais residenciais, especializados na prestação de cuidados de saúde que envolvem reabilitação, convalescença médica ou pós cirúrgica, neuro-estimulação e apoio geral nas demências (em particular no caso da doença de Alzheimer), cuidados continuados, cuidados paliativos e cuidados geriátricos, em regime de Centro de Dia ou de Internamento.

- Uma unidade de radioterapia.

(No primeiro semestre de 2018, o Grupo adquiriu o controlo sobre o Grupo Idealmed, que opera a Idealmed UHC – Unidade Hospitalar de Coimbra e quatro clínicas vocacionadas para cuidados em regime ambulatório no centro de Coimbra, Figueira da Foz, Pombal e Cantanhede).

O segmento de “Cuidados de Saúde Públicos” incluiu o Hospital Beatriz Ângelo (“HBA”), em Loures, gerido pela subsidiária SGHL em regime de parceria com o Estado, e fazendo parte do Sistema Nacional de Saúde (SNS). O contrato de parceria tem um período de duração de 10 anos, com início na data de entrada em funcionamento do hospital (2012). Esta unidade serve as populações dos concelhos de Loures, Odivelas, Mafra e Sobral de Monte Agraço.

O segmento de “Outras Atividades” é onde se concentram as restantes áreas de negócio onde a Luz Saúde desenvolve a sua atividade. Neste segmento, o Grupo conta com duas unidades de residências sénior vocacionadas para pessoas com idade a partir dos 65 anos que procurem uma solução completa de serviços a nível hoteleiro, de lazer e de saúde, as quais funcionam numa lógica de integração e complementaridade com os hospitais residenciais e de agudos.

O “Centro Corporativo” inclui os recursos partilhados que prestam, entre outros, serviços de gestão nas seguintes áreas: consultoria estratégica e operacional, recursos humanos, serviços financeiros, certificação de qualidade, apoio jurídico, sistemas de informação, manutenção de

infraestruturas, formação, gestão de *call centers*, negociação e aprovisionamento, marketing e comunicação, às unidades dos diferentes segmentos de negócio.

4.5 - Especificidades do Acordo de Parceria Público Privada

A Luz Saúde gere o Hospital Beatriz Ângelo através da subsidiária SGHL ao abrigo de um contrato de Parceria Público-Privada com o Estado Português. A HL-SGE, na qual a Sociedade detém uma participação de 10%, é também parte do Acordo de PPP e é responsável pela construção (agora completa) e gestão do edifício do Hospital Beatriz Ângelo e das respetivas instalações.

Nos termos do Contrato de PPP, a SGHL está obrigada a prestar cuidados de saúde no âmbito do SNS, através do Hospital Beatriz Ângelo, pelo período de 10 anos, contados a partir da entrada em funcionamento do Hospital Beatriz Ângelo (a 19 de janeiro de 2012). O período de duração do Contrato de PPP pode ainda ser renovado por mútuo acordo por períodos sucessivos, sendo que cada período não pode ultrapassar 10 anos. Sem prejuízo, a duração total do Contrato de PPP, incluindo o período inicial e quaisquer períodos adicionais, não pode exceder 30 anos contados da data de produção de efeitos do Contrato de PPP.

No que diz respeito à gestão do Hospital, o Acordo de PPP regula as relações entre o Estado e a SGHL, define os preços e as formas de pagamento, os parâmetros de qualidade, deveres de comunicação e informação, níveis de cumprimento (clínicos e não clínicos), as regras de funcionamento do hospital (por exemplo, recursos humanos) e outras obrigações e responsabilidades de cada parte e sanções em caso de não-cumprimento das obrigações contratuais.

O Acordo de PPP estabelece ainda que os volumes anuais de tratamento de pacientes do Hospital Beatriz Ângelo (definidos por referência a consultas médicas, atendimentos de emergência e serviços de internamento e de ambulatório cirúrgicos e não cirúrgicos) são acordados através de um processo de negociação anual entre o Ministério da Saúde e a administração do hospital, com base em informação histórica respeitante à procura por serviços de saúde públicos pela população da área de influência do Hospital. No entanto, de notar que o referido nível de produção é definido com base em dados históricos relacionados

com os níveis de procura por serviços públicos de saúde por parte da população que vive na área de captação do Hospital.

Por outro lado, os preços a praticar pelo Hospital ao SNS estão contratualmente acordados e são ajustados anualmente pelo crescimento verificado ao nível da inflação.

O Acordo de PPP prevê ainda que no início de cada mês o Estado tenha que pagar 90% de 1/12 do valor anual de produção contratada (independentemente do valor real de produção verificado), sendo que o valor de acerto (que pode incluir os 10% remanescentes mais alguma eventual produção adicional realizada acima do valor contratado, já que existem áreas em que é permitido ultrapassar o limite definido de produção, tais como os atendimentos de emergência e os episódios de internamento) é liquidado no decurso do exercício seguinte.

5 – ANÁLISE SWOT

Figura 7 – Análise SWOT

Internos	Pontos Fortes	Pontos Fracos
	• Corpo clínico qualificado e experiente; • Equipa de Gestão experiente; • Estabilidade acionista; • Oferta de serviços especializada e diversificada; • Utilização de equipamentos tecnologicamente avançados; • Património hospitalar moderno; • Abrangência geográfica; • Relações de longo prazo com entidades pagadoras;	• Níveis de alavancagem elevados; • Elevada dependência da relação com entidades pagadoras (seguros de saúde, subsistemas de saúde públicos e privados, Ministério da Saúde);
Externos	Oportunidades	Ameaças
	• Envelhecimento populacional; • Aumento da incidência de doenças crónicas; • Impacto orçamental no sistema público (nos acessos, qualidade e motivação dos profissionais); • Crescimento dos planos de seguro privados; • Aposta em cuidados não disponibilizados (total ou parcialmente) pelo SNS; • Avanço digital;	• Concentração da atividade em Portugal com dependência dos desenvolvimentos financeiros, económicos e políticos do país; • Restrições orçamentais, mudanças na política de saúde (redução dos encargos do Estado com o subsistemas); • Intensificação da concorrência; • Pressão sobre os preços das empresas de seguros de saúde;

6 - DESEMPENHO ECONÓMICO - FINANCEIRO – LUZ SAÚDE

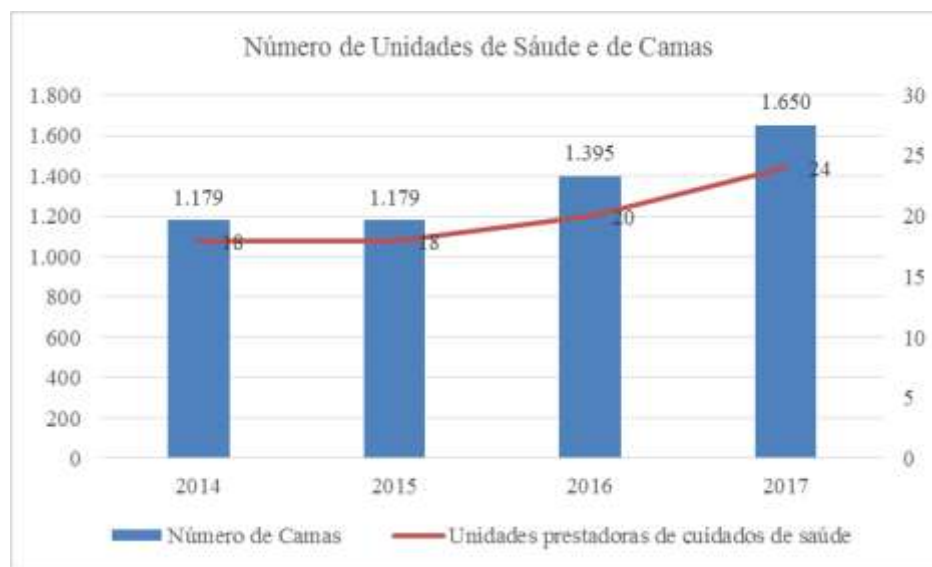
6.1 - Indicadores Operacionais

Quadro 4 – Dados Operacionais (2014 – 2017)

Volume de Atividade (milhares)	2014	2015	2016	2017	Var 16/17	CAGR14-17
Unidades prestadoras de cuidados de saúde	18	18	20	24	20,0%	10,1%
Consultas (milhares)	1.617	1.728	1.827	1.875	2,6%	5,1%
Atendimentos de Urgência (milhares)	540	552	611	610	-0,2%	4,1%
Cirurgias e Partos (milhares)	57	60	63	63	0,0%	3,5%
Exames de Imagiologia (milhares)	979	1.023	1.053	1.081	2,7%	3,4%
Número de Camas	1.179	1.179	1.395	1.650	18,3%	11,9%

Fonte: Relatórios e Contas Grupo Luz Saúde 2014 a 2017

Figura 8 – Número de Camas e Unidades de Saúde (2014 – 2017)



Fonte: Relatórios e Contas Grupo Luz Saúde 2014 a 2017

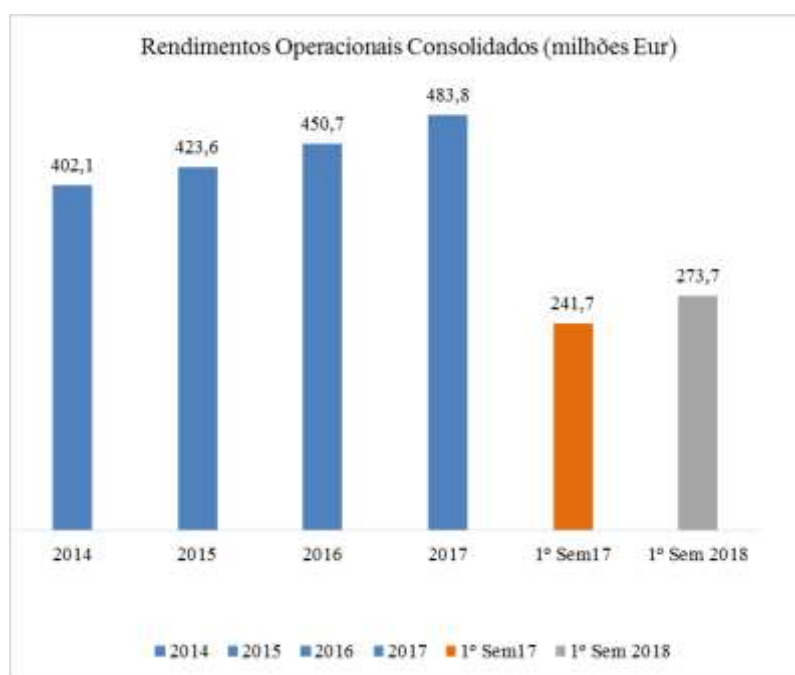
A 31 de dezembro de 2017, as unidades da Luz Saúde tinham, no seu conjunto, 1.650 camas (418 públicas e 1232 privadas), e 12.492 colaboradores, de entre os quais 4.631 médicos, 2.507 enfermeiros e 5.354 outros profissionais. Em 2017 a Luz Saúde realizou mais de 1,8 milhões de consultas e o número de cirurgias e partos foi de 63 mil.

Os indicadores operacionais do grupo Luz Saúde apresentam, entre 2016 e 2017, uma evolução positiva (à semelhança dos últimos anos em que apresentam um crescimento de 10,1% no número de unidades prestadoras de cuidados de saúde, e 11,9% no número de

camas, CAGR 14-17). Em 2017, foram integradas no Grupo Luz Saúde três novas unidades (o British Hospital em Lisboa e um hospital e uma clínica na Madeira). O Grupo totalizou assim 24 unidades (1 pública e 23 privadas).

6.2 - Rendimentos

Figura 9 – Rendimentos Consolidados (2014 – 1º Semestre 2018)



Fonte: Relatórios e Contas Luz Saúde 2014 a 2017; Resultados do 1º Semestre de 2017 e 2018

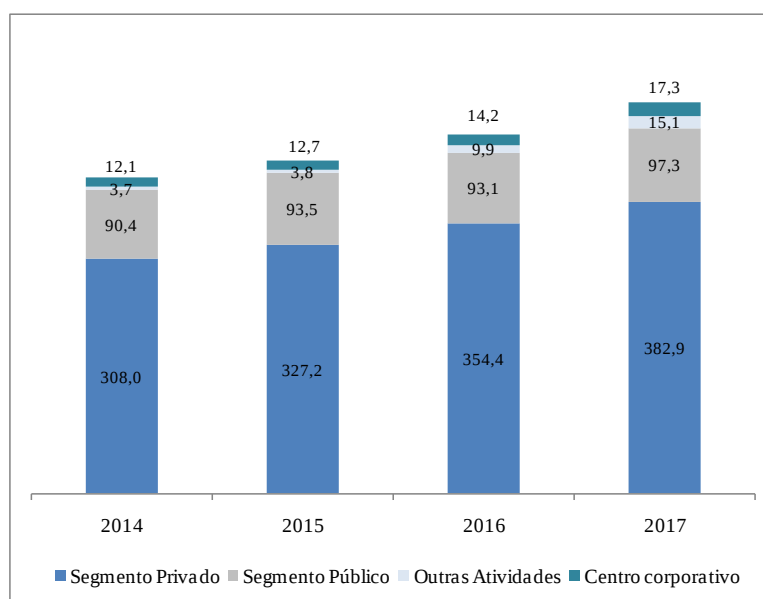
Em 2017, a Luz Saúde apresenta um volume de rendimentos consolidados total de Eur 483,8 milhões o que traduz um incremento de 7,3% face ao período homólogo (6,4%, CAGR 14-17). A evolução registada foi impulsionada, sobretudo, pelo crescimento de 8,0% no segmento privado e 4,5% no segmento público.

Quadro 5 – Rendimentos Operacionais por Segmento (2014 – 1º Sem 2018)

(milhões euros)									
Rendimentos Operacionais por segmen	2014	2015	2016	2017	Var 16/17	CAGR14-17	1º Sem17	1º Sem 2018	Var 17/18
Consolidado	401,6	423,6	450,7	483,8	7,3%	6,4%	241,2	273,6	13,4%
Segmento Privado	308,0	327,2	354,4	382,9	8,0%	7,5%	190,5	220,5	15,7%
Segmento Público	90,4	93,5	93,1	97,3	4,5%	2,5%	48,8	51,3	5,1%
Outras Atividades	3,7	3,8	9,9	15,1	51,9%	59,5%	7,5	8,8	17,3%
Centro corporativo	12,1	12,7	14,2	17,3	21,6%	12,6%	8,0	9,6	20,0%
Eliminações	-12,6	-13,6	-21,0	-28,8	37,0%	31,6%	-13,6	-16,6	22,1%

Fonte: Relatórios e Contas Luz Saúde 2014 a 2017; Resultados do 1º Semestre de 2017 e 2018

Figura 10 – Rendimentos por Segmentos (2014 – 2017)



Fonte: Relatórios e Contas Luz Saúde 2014 a 2017

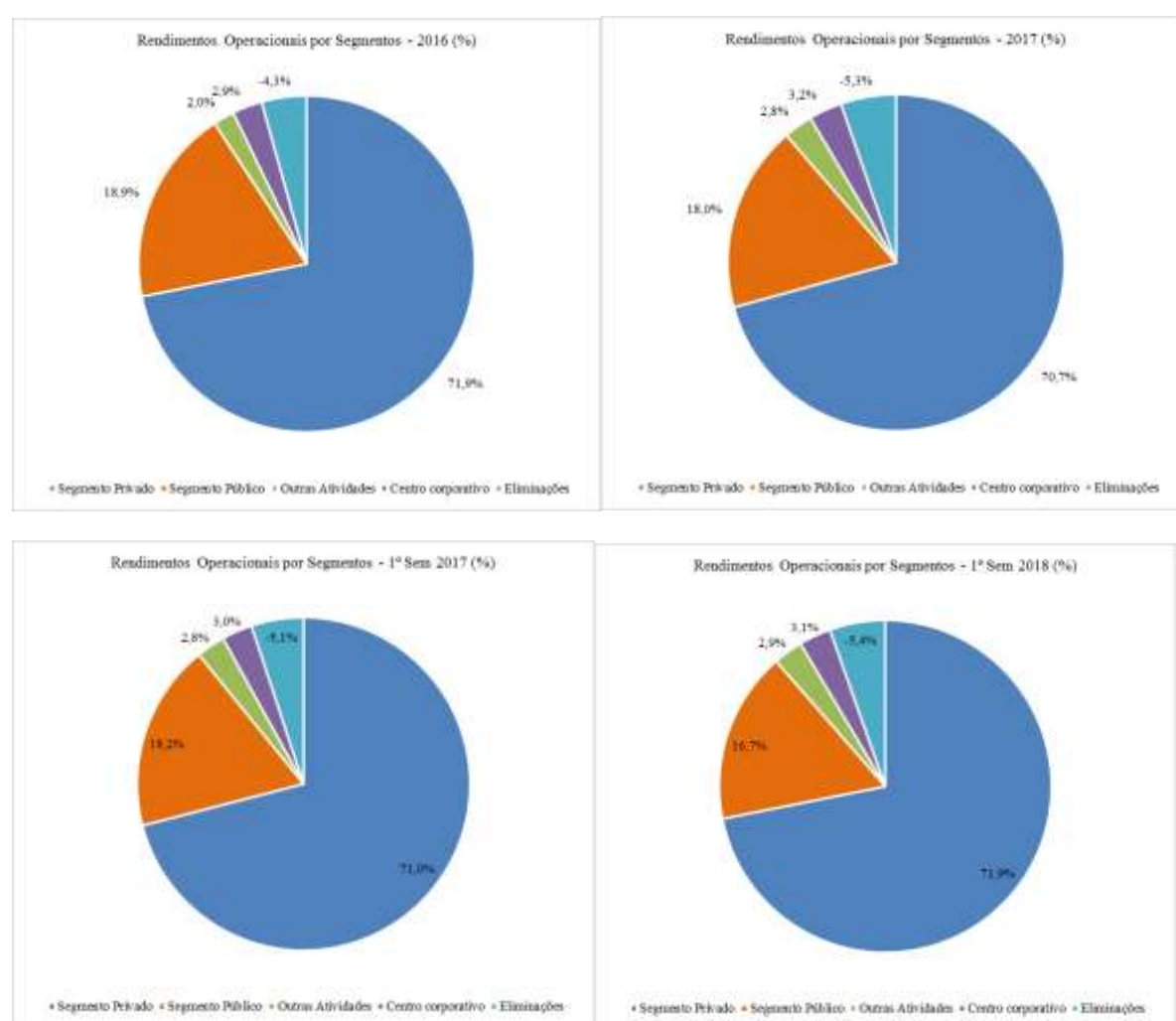
Os cuidados de Saúde privados atingiram, em 2017, um valor total de Eur 382,9 milhões (8,0% acima do valor registado no período homólogo). Esta evolução está relacionada, de acordo com o Relatório e Contas de 2017, com i) a aquisição de duas unidades na Madeira, ii) aquisição do British Hospital em Lisboa, iii) processo de *turn around* no Hospital da Luz – Guimarães (aquisição realizada em 2016) e iv) o crescimento orgânico nas unidades existentes. No primeiro semestre de 2018 o segmento de cuidados de saúde totalizou Eur 220,5 milhões (+15,8% que o registado no primeiro semestre de 2017). O volume de receitas obtido no primeiro semestre de 2018 acomoda os efeitos da atividade gerada pelas unidades adquiridas em 2017 e 2018 (duas unidades na Madeira, British Hospital e Idealmed em Coimbra) e, adicionalmente, a boa performance das unidades existentes.

Os rendimentos no segmento de cuidados de saúde públicos atingiram um valor total de Eur 97,3 milhões (o que representa um crescimento de 4,5% face ao período homólogo). Esta evolução está relacionada com a evolução registada na atividade do Hospital Beatriz Ângelo. No primeiro semestre de 2018 o segmento de saúde pública registou um crescimento de 5,1% face ao registado no primeiro semestre de 2017, atingindo um valor total de Eur 51,3 milhões. Esta evolução incorpora por um lado o incremento registado ao nível dos preços (que acompanharam a inflação) e nível de complexidade da atividade desenvolvida no Hospital Beatriz Ângelo.

As Outras Atividades apresentam, em 2017, um volume total de rendimentos de Eur 15,1 milhões. Este crescimento está associado ao crescimento das operações da GLSMED Trade (empresa de logística do Grupo), início da GLS Learning Health (empresa ligada à formação, investigação clínica e inovação). Este segmento regista no primeiro semestre de 2018 um volume total de rendimentos de Eur 8,8 milhões.

O centro corporativo atingiu, no primeiro semestre de 2018, um valor de Eur 9,6 milhões fruto da centralização de funções bem como do incremento de equipas centrais focadas em projetos estratégicos para o Grupo.

Figura 11 – Rendimentos Operacionais por Segmentos



Fonte: Relatórios e Contas Luz Saúde 2014 a 2017; Resultados do 1º Semestre de 2017 e 2018

O segmento privado detém uma expressividade superior a 70% no total do volume de negócio.

No segmento privado (em 2017) a ADSE é responsável por cerca de um terço dos rendimentos operacionais deste segmento (incluindo o copagamento realizado diretamente pelos clientes). No segmento público a entidade pública contratante representa 99% dos rendimentos do segmento.

Composição dos rendimentos tendo em conta o perfil do Cliente:

Quadro 6 - Rendimentos por Tipo de Cliente (2016)

2016						(milhões euros)
Rendimentos Op. - Tipo de Cliente	Segmento Privado	Segmento Público	Outras Atividades	Centro Corporativo	Eliminações	Consolidado
Clientes Externos	352,3	92,7	3,7	0,0	0,3	449,1
Intersegmentais	0,9	0,0	6,2	14,0	-21,2	0,0
Outros Proveitos Operacionais	1,2	0,4	0,0	0,2	-0,4	1,3
Total de Rendimentos	354,4	93,1	9,9	14,2	-21,3	450,4

Fonte: Relatório e Contas Luz Saúde 2016

Quadro 7 - Rendimentos por Tipo de Cliente (2017)

2017						(milhões euros)
Rendimentos Op. - Tipo de Cliente	Segmento Privado	Segmento Público	Outras Atividades	Centro Corporativo	Eliminações	Consolidado
Clientes Externos	379,7	96,7	5,3	0,0	0,2	481,9
Intersegmentais	2,0	0,0	9,6	17,0	-28,6	0,0
Outros Proveitos Operacionais	1,3	0,5	0,1	0,3	-0,3	1,9
Total de Rendimentos	382,9	97,3	15,1	17,3	-28,8	483,8

Fonte: Relatório e Contas Luz Saúde 2017

Composição dos rendimentos tendo em conta o perfil da entidade que presta o serviço:

Quadro 8 - Rendimentos por tipo de Prestador de Serviço

Rendimentos Operacionais - Tipo de Entidade Prestadora do Serviço										(milhões euros)
	2014	2015	2016	2017	Var 16/17	CAGR14-17	1º Sem17	1º Sem 2018	Var 17/18	
Hospitais e Clínica Ambulatórias	298,6	316,5	340,1	368,1	8,2%	7,2%	183,3	213,4	16,4%	
Hospitais SNS	89,8	93,2	92,7	96,7	4,3%	2,5%	48,7	50,5	3,8%	
Hospitais Residenciais	6,2	7,7	11,1	11,5	2,9%	22,7%	5,7	5,5	-4,3%	
Residências Sénior com Serviços	3,8	3,8	4,1	4,3	3,4%	4,3%	2,1	2,4	13,9%	
Outros Serviços	1,1	1,1	1,3	1,4	6,7%	7,4%	0,7	0,7	-1,7%	

Fonte: Relatórios e Contas Luz Saúde 2014 a 2017; Resultados do 1º Semestre de 2017 e 2018

No primeiro semestre de 2018, o incremento registado na rubrica de hospitais e clínicas ambulatórias está relacionada com os efeitos (i) da inclusão das unidades de saúde operadas pelo Grupo Idealmed a partir de março de 2018, (ii) a consolidação da atividade dos negócios adquiridos em 2017, (Clínica de Santa Catarina e Policlínica do Caniço, na Madeira, e as unidades de saúde que integravam o Grupo British Hospital).

A rubrica de Outros serviços inclui essencialmente os valores relativos à exploração dos parques de estacionamento das unidades do Grupo.

6.3 - EBITDA e Margem EBITDA

Quadro 9 – EBITDA por Segmento

(milhões euros)									
EBITDA por Segmento	2014	2015	2016	2017	Var 16/17	CAGR14-17	1º Sem17	1º Sem 2018	Var 17/18
Consolidado	57,0	60,6	52,1	53,7	3,1%	-2,0%	26,6	28,7	7,9%
Segmento Privado	60,0	62,9	60,0	59,2	-1,3%	-0,4%	31,0	31,3	1,0%
Segmento Público	1,5	0,7	-6,3	-3,4	-46,0%		-2,9	-1,8	162,1%
Outras Atividades	0,1	-0,1	0,3	0,4	33,3%	58,7%	0,2	-0,1	-150,0%
Centro corporativo	-4,6	-2,9	-1,9	-2,5	31,6%	-18,4%	-1,7	-0,7	141,2%

Fonte: Relatórios e Contas Luz Saúde 2014 a 2017; Resultados do 1º Semestre de 2017 e 2018

Quadro 10 – Margem EBITDA por Segmento

(milhões euros)						
Magem EBITDA por Segmento	2014	2015	2016	2017	1º Sem17	1º Sem 2018
Consolidado	14,2%	14,3%	11,6%	11,1%	11,0%	10,5%
Segmento Privado	19,5%	19,2%	16,9%	15,5%	16,3%	14,2%
Segmento Público	1,7%	0,7%	-6,8%	-3,5%	-5,9%	-3,5%
Outras Atividades	2,7%	-2,6%	3,0%	2,6%	2,7%	-1,1%
Centro corporativo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fonte: Relatórios e Contas Luz Saúde 2014 a 2017; Resultados do 1º Semestre de 2017 e 2018

Em 2017, o EBITDA do Grupo Luz Saúde apresenta um valor total de Eur 53,7 milhões o que representou um crescimento de 3,1% face a 2016. A margem EBITDA foi de 11,1% (-0,5 p.p face a 2016). No primeiro semestre de 2018, o EBITDA consolidado da Luz Saúde foi de Eur 28,7 milhões e a margem EBITDA regista um decréscimo face ao período homólogo passando de 11,1% em 2017 para 10,5% no primeiro semestre de 2018.

No segmento privado o EBITDA regista, em 2017, um valor total de Eur 59,2 milhões (vs Eur 60,0 milhões em 2016). A margem EBITDA situa-se nos 15,5% vs 16,9% (atingidos em 2016). O decréscimo na margem EBITDA deveu-se sobretudo à pressão para redução dos preços, incremento registado ao nível dos custos com pessoal relacionado com i) o investimento operacional para reforço das estruturas de apoio às unidades adquiridas; ii) desenvolvimento de novas áreas de negócios; iii) formação especializada e centralização de

serviços; iv) reestruturações de pessoal (em linha com a estratégia de crescimento). O comportamento no primeiro semestre de 2018 está em linha com o registado no primeiro semestre de 2017.

No segmento público, o EBITDA regista, em 2017, um valor total de Eur -3,4 milhões. A margem EBITDA regista uma melhoria passando de - 6,8% em 2016 para -3,5% em 2017. A melhoria registada neste segmento está relacionada com i) aumento da eficiência (com impacto nos custos com consumíveis e fármacos e nos custos com pessoal) menor nível de provisionamento líquido para penalidades relacionadas com o contrato de gestão. No primeiro semestre de 2018 o comportamento mantém-se. O aumento dos custos com pessoal, o aumento dos custos com terapêutica antiretroviral para o VIH e o aumento de casos sociais internados no Hospital penalizaram, (de acordo com o relatório intercalar do primeiro semestre), as melhorias.

6.4 - Custos Operacionais

A evolução dos custos operacionais tem acompanhado a evolução da atividade. Destaca-se o peso dos FSE's que detêm uma representatividade de 45% no total dos custos operacionais.

A margem operacional tem-se mantido historicamente nos 85%.

Quadro 11 – Custos Operacionais

	(milhões euros)								
Custos Operacionais	2014	2015	2016	2017	Var 16/17	CAGR14-17	1º Sem17	1º Sem 2018	Var 17/18
Inventários consumidos e vendidos	57,2	62,1	69,7	76,0	9,0%	10,0%	37,3	44,1	18,2%
Custos com Pessoal	102,8	110,7	122,0	132,1	8,3%	8,7%	66,2	74,1	12,0%
FSE	181,6	186,5	203,3	217,7	7,1%	6,2%	108,5	124,4	14,6%
Outros Gastos e Perdas Operacionais	1,9	1,6	1,7	3,3	97,7%	19,0%	0,5	1,0	86,8%

Fonte: Relatórios e Contas Luz Saúde 2014 a 2017; Resultados do 1º Semestre de 2017 e 2018

Figura 12 – Custos Operacionais



Fonte: Relatórios e Contas Luz Saúde 2016 e 2017

Quadro 12 – FSE's

(milhões euros)									
FSE's	2014	2015	2016	2017	Var 16/17	CAGR14-17	1º Sem17	1º Sem 2018	Var 17/18
Subcontratos	86,5	90,2	92,1	97,5	5,8%	4,0%	47,6	56,7	19,2%
Honorários	53,5	57,6	64,6	68,9	6,6%	8,8%	34,4	39,0	13,4%
Trabalhos Especializados	10,5	8,0	12,5	12,5	0,4%	6,0%	7,7	6,4	-16,5%
Conservação e Reparação	8,4	8,0	8,7	9,4	7,7%	3,9%	4,8	5,5	15,8%
Rendas e Alugueres	6,7	6,2	7,3	9,0	22,7%	10,2%	4,3	5,2	19,3%
Eletricidade	4,7	5,0	5,3	6,0	11,5%	8,1%	2,7	3,0	11,3%
Vigilância e Segurança	2,1	2,1	2,4	2,6	11,3%	8,7%	1,2	1,4	16,1%
Comunicação	1,5	1,5	1,6	1,7	3,6%	3,0%	0,8	0,9	21,5%
Combustíveis e Outros Flúidos	1,5	1,4	1,5	1,4	-2,9%	-2,1%	0,8	1,0	25,1%
Publicidade	1,1	1,5	1,4	1,8	35,7%	19,7%	0,9	1,0	5,6%
Deslocações e Estadas	0,7	1,0	1,3	1,9	41,3%	40,0%	0,9	0,7	-18,9%
Seguros	1,0	1,0	1,1	1,3	11,4%	7,8%	0,6	0,7	7,5%
Água	0,8	0,9	0,9	1,0	6,7%	6,0%	0,4	0,5	10,7%
Materiais	0,8	0,8	0,9	1,1	27,4%	12,5%	0,5	0,6	26,7%
Outros materiais e serviços consumido:	1,7	1,3	1,5	1,7	7,8%	-1,7%	0,9	1,7	92,6%
Total	181,6	186,5	203,3	217,7	7,1%	6,2%	108,5	124,4	14,6%

Fonte: Relatórios e Contas Luz Saúde 2014 a 2017

As rubricas de honorários e subcontratos registam, essencialmente, os montantes pagos a profissionais de saúde das diversas unidades do Grupo. Os trabalhos especializados respeitam à contratação de consultores externos (nomeadamente relativos a custos com sistemas informáticos). Os custos com conservação e reparação estão relacionados com os principais contratos de manutenção.

6.5 - Juros

Quadro 13 – Custos Financeiros

	(milhões euros)			
	2 014	2 015	2 016	2 017
Juros e Outros gastos e perdas financeiras				
Juros suportados	6,4	5,7	4,5	5,1
Papel Comercial			3,1	3,8
Locação Financeira			0,7	0,8
Empréstimos Bancários			0,6	0,5
Encargos com instrumentos financeiros derivados			0,6	1,3
Outros gastos e perdas financeiras	1,6	1,5	0,9	0,7
Total	8,0	7,3	6,0	7,1

Fonte: Relatórios e Contas Luz Saúde 2014 a 2017

O Grupo iniciou, em 2015, a utilização de instrumentos financeiros derivados para cobrir riscos de taxa de juro que afetam o valor dos fluxos de caixa futuros esperados.

Os custos associados a Papel Comercial registam, em 2016 e 2017, uma taxa média de 2%. Os custos com outros empréstimos comerciais registam, 2016-2017, uma taxa média de 3%.

6.6 – Investimento

Em 2017, o investimento consolidado realizado pelo Grupo Luz Saúde atingiu um total de Eur 69 milhões. O investimento realizado foi sobretudo para expansão da rede (cerca de Eur 50 milhões) através de aquisições (Unidades da Madeira e British Hospital), construção da unidade de Vila Real, abertura da unidade de Odivelas, obras para aumento da capacidade no Hospital da Luz Lisboa. O valor remanescente (Eur 19 milhões) foi aplicado em investimentos de reposição e actualização tecnológica (área de diagnóstico e imagem).

No primeiro semestre de 2018 o investimento totalizou Eur 34,5 milhões. O investimento relacionou-se com atividades de expansão do Grupo (Eur 24,2 milhões), nomeadamente a construção da unidade de Vila Real, expansão das unidades da Luz Lisboa e Oeiras e abertura da unidade da Luz Odivelas, e operações de reposição e atualização tecnológica das várias unidades do Grupo (Eur 10,3 milhões). No ativo intangível registou-se, um valor adicional no goodwill de Eur 24,3 milhões relacionado com a aquisição do grupo Idealmed (primeira consolidação do grupo Idealmed).

6.7 - Ativo Fixo

O ativo fixo atingiu, em 2017, um total de Eur 420,6 milhões (o Grupo Luz Saúde detém a maioria dos seus ativos detendo um património imobiliário significativo). Nos Ativos Fixos Tangíveis a componente de Terrenos e edifícios é a mais representativa (53% do total de ativos fixos). Ao nível do ativo intangível, o *goodwill* é a componente com maior peso (Eur 110,5 milhões em 31 de Dezembro de 2017).

6.8 - Investimentos em Associadas

Em 2017 esta rubrica regista um valor total de Eur 27,1 milhões (vs Eur 1,0 milhões em 2016). Este incremento deve-se à aquisição de 10% das ações na Capital Health Care Investments II, SA e à realização de suprimentos (Eur 6,2 milhões) e prestações acessórias (Eur 19,6 milhões) a esta participada no âmbito da aquisição das operações do Grupo Idealmed.

6.9 – Fundo de Maneio

O fundo de maneio, em 2017, passa de Eur 50,8 milhões para Eur 28,6 milhões. Esta quebra deve-se ao facto de se ter registado uma redução no Prazo Médio de Recebimento (PMR) e aumento do Prazo Médio de Pagamento (PMP) a fornecedores.

6.10 - Clientes e Outras Contas a Receber

Quadro 14 – Detalhe da Conta de Clientes Conta Corrente

	(milhões de euros)		
	2016	2017	1º Sem 2018
Clientes CC	101,3	80,9	99,5
Cliente entidades relacionadas	6,2	10,8	11,1
Clientes - cobrança duvidosa	7,0	9,7	9,6
Imparidades para saldos a receber	-8,9	-11,5	-18,7
Total Clientes CC	105,6	89,9	101,5
Acréscimos de rendimentos	38,1	42,2	59,1
Outros acréscimos e rendimentos			4,1
Estado e Outros entes públicos	2,7	2,4	3,1
Adiantamentos a fornecedores	0,6	0,6	1,9
Outros devedores	1,7	1,7	2,2
Imparidades para outras contas a receber	-1,1	-1,1	-3,0
Gastos diferidos	3,2	3,7	5,4
Ativos disponíveis para venda	0,2	0,4	0,5
Total Outras Contas a Receber	45,4	50,0	73,4
Gastos diferidos não correntes	1,1	1,0	3,4
Total	152,0	140,9	178,2

Fonte: Relatórios e Contas Luz Saúde 2016, 2017; Resultados do 1º Semestre de 2017 e 2018

O decréscimo da rubrica de clientes, em 2017, resulta de uma operação de factoring sem recurso realizada em dezembro de 2017 que originou o desreconhecimento de ativos no montante aproximadamente de Eur 28,3 milhões, em virtude do Grupo ter transferido os riscos de crédito e mora no pagamento a partir de 180 dias.

Não foram desreconhecidos saldos a receber no montante de Eur 2.412 milhares dado o Grupo reter o risco de mora até 180 dias

A rubrica de Rendimentos a Reconhecer, no âmbito do contrato de gestão do HBA, diz respeito ao diferencial entre o valor da produção efetiva anual e os montantes faturados mensalmente (1/12 de 90% do valor anual acordado), no exercício corrente, e os valores em discussão com a Entidade Pública Contratante sobre os pagamentos de reconciliação de anos anteriores.

6.11 - Dívida Financeira

Em Dezembro de 2017 a dívida financeira registava um total de 296,4 milhões.

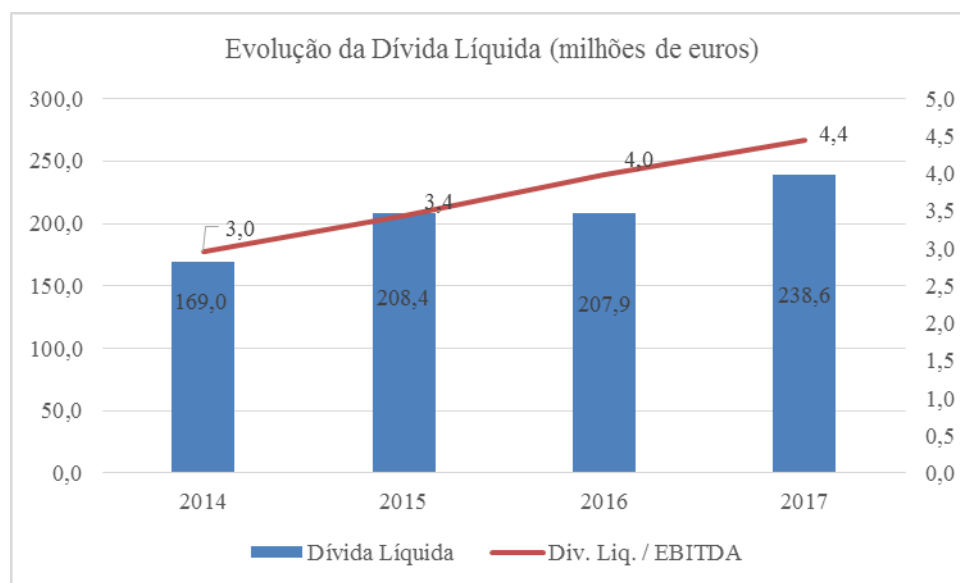
Quadro 15 – Detalhe da Dívida Financeira

	(milhões euros)				
Passivos Remunerados	2014	2015	2016	2017	1º Sem 2018
Não Corrente					
Empréstimos e descobertos bancários					
Papel Comercial Empréstimos bancários	149,4	176,4	189,5	207,9	191,8
Empréstimos bancários			18,2	32,7	30,8
Instrumentos Financeiros derivados					
Passivos por locação financeira	19,9	15,6	22,4	27,5	26,0
Total Não Corrente	169,3	192,2	230,0	268,1	248,7
Corrente					
Empréstimos e descobertos bancários					
Papel Comercial	43,2	19,0	8,7	15,3	36,0
Empréstimos bancários			1,4	4,6	5,9
Factoring				2,4	5,8
Outros empréstimos			3,3	1,0	1,1
Passivos por locação financeira	8,6	5,8	5,9	5,1	7,4
Total Corrente	51,8	24,8	19,4	28,4	56,2
Passivo Total	221,1	217,0	249,4	296,4	304,9
Caixa e Seus Equivalentes					
Caixa	0,6	0,4	0,3	0,2	0,2
Depósitos bancários	19,5	28,4	40,8	57,3	42,5
Equivalentes a caixa	0,6	0,6	0,4	0,3	0,4
Dívida Líquida	200,4	187,6	207,9	238,7	261,8

Fonte: Relatórios e Contas Luz Saúde 2014 a 2017; Resultados do 1º Semestre de 2017 e 2018

A dívida líquida totalizava Eur 238,6 milhões (+ Eur 31 milhões face a 2016). O aumento da dívida líquida está relacionado com os investimentos realizados. O rácio Dívida Líquida / EBITDA atingiu as 4,4x (vs 4,0x em 2016).

Figura 12 – Evolução da Dívida (2014-2017)



Fonte: Relatórios e Contas Luz Saúde 2014 a 2017

Composição da Dívida

Quadro 16 – Detalhe da Dívida Financeira (Papel Comercial)

Papel Comercial 2017					
Data de início	Data de fim	Tomada garantida	Valor da linha em 31/12/2017	Valor utilizado em 31/12/2017	Valor utilizado em 31/12/2016
10/02/2011	26/04/2025	Sim	150 000 000	150 000 000	150 000 000
22/12/2014	17/03/2022	Não	20 000 000	4 000 000	
12/08/2014	30/09/2022	Sim	30 000 000	30 000 000	30 000 000
15/03/2016	15/03/2021	Sim	5 000 000	5 000 000	
18/05/2016	18/05/2021	Sim	25 000 000	15 000 000	
04/08/2017	04/02/2025	Sim	25 000 000	14 500 000	
22/12/2017	23/12/2018	Sim	5 000 000	5 000 000	
23/12/2014	12/04/2017	Sim			5 000 000
26/06/2013	19/12/2017	Sim			7 500 000
12/08/2014	29/12/2017	Sim			5 000 000
Juros corridos			260 000 000	223 500 000	197 500 000
				-256 820	742 787
				223 243 180	198 242 787

Fonte: Relatório e Contas Luz Saúde 2017

Quadro 17 – Detalhe da Dívida Financeira (Empréstimos)

Empréstimos Bancários 2017				
Data de início	Data de fim	Valor da linha em 31/12/2017	Valor utilizado em 31/12/2017	Valor utilizado em 31/12/2016
04/06/2009	12/12/2022	10 000 000	10 000 000	10 000 000
09/06/2005	19/09/2020	3 500 000	3 500 000	4 375 000
11/02/2016	24/11/2030	2 155 198	2 155 198	2 284 027
09/10/2017	09/10/2022	10 000 000	10 000 000	
31/10/2017	31/10/2025	11 000 000	11 000 000	
29/12/2009	30/12/2021			2 500 000
		36 655 198	36 655 198	19 159 027
Juros corridos e outras linhas de menor valor			570 882	411 588
			37 226 080	19 570 615

Fonte: Relatório e Contas Luz Saúde 2017

Quadro 18 – Detalhe da Dívida Financeira (Locação Financeira)

Passivos por Locação Financeira							Euros
	31/12/2017			31/12/2016			
	Pagamentos mínimos	Juros	Capital	Pagamentos mínimos	Juros	Capital	
Inferior a um ano	5 575 115	510 219	5 064 896	6 501 589	638 593	5 862 996	
Entre um a cinco anos	25 033 309	1 631 392	23 401 917	19 246 111	1 275 588	17 970 523	
Superior a 5 anos	4 284 310	208 343	4 075 967	4 620 133	229 959	4 390 174	
	34 892 734	2 349 954	32 542 780	30 367 833	2 144 140	28 223 693	

Fonte: Relatório e Contas Luz Saúde 2017

Quadro 19 – Detalhe da Dívida Financeira (Maturidade das Linhas)

Maturidades das linhas de financiamento Bancário 2017									Euros
	Até 12 meses	12-24 meses	24-36 meses	36-48 meses	Mais de 48 meses	Total 2017	Total 2016	Taxa Média	
Papel Comercial	15.309.777	27.000.000	27.400.000	47.468.912	106.064.491	223.243.180	198.242.787	2,0%	
Empréstimos Bancários	4.561.427	6.962.788	7.855.271	6.105.271	11.741.323	37.226.080	19.570.615	3,2%	
	19.871.204	33.962.788	35.255.271	53.574.183	117.805.814	260.469.260	217.813.402		

Fonte: Relatório e Contas Luz Saúde 2017

Quadro 20 – Detalhe da Dívida Financeira (Maturidade das Linhas – 1º Semestre 2018)

Maturidades das linhas de financiamento Bancário 30 Jun 2018									Euros
	Até 12 meses	12-24 meses	24-36 meses	36-48 meses	Mais de 48 meses	30 Jun 2018	2017		
Papel Comercial	35.976.409	27.400.000	57.375.877	27.400.000	79.645.520	227.797.806	223.243.180		
Empréstimos Bancários	5.926.055	7.360.079	6.922.579	7.917.579	8.849.107	36.975.399	37.226.080		
	41.902.464	34.760.079	64.298.456	35.317.579	88.494.627	264.773.205	260.469.260		

Fonte: Relatório e Contas Luz Saúde 1ª Semestre 2018

6.12 - Instrumentos Financeiros

O Grupo iniciou, em 2015, a utilização de instrumentos financeiros derivados para cobrir risco de taxa de juro que afeta o valor dos fluxos de caixa futuros esperados. O risco coberto é o da variação do indexante da taxa variável aos quais se encontram associados os contratos de financiamento do Grupo.

Os instrumentos financeiros derivados de taxa de juro que são contraídos para fins de cobertura do risco de variação de taxa de juro dos empréstimos são denominados como sendo de “cobertura de fluxo de caixa”.

O justo valor destes instrumentos financeiros é estimado com base na atualização dos fluxos de caixa esperados de capital e de juros, considerando que as prestações ocorrem nas datas contratualmente definidas. A taxa de desconto utilizada é a que reflete as taxas atuais obtidas pelo Grupo para instrumentos com características similares.

Os derivados de negociação são classificados no ativo ou passivo corrente de acordo com o seu justo valor na data de relato. O justo valor do derivado de cobertura é classificado no

ativo ou passivo não corrente, quando a maturidade da operação alvo de cobertura é superior a 12 meses, e como ativo ou passivo corrente quando a maturidade da operação alvo de cobertura for inferior a 12 meses. O nocional dos contratos de *Swap* de taxa de juro em aberto a 31 de dezembro de 2017, ascendia a Eur180 milhões (vs Eur180 milhões em 2016), sendo estes considerados na totalidade como de cobertura de fluxo de caixa. Estes contratos originaram o reconhecimento de uma variação do justo valor nos capitais próprios do Grupo, no exercício de 2017, decorrente da parte considerada como eficiente para efeitos de cobertura de aproximadamente Eur 1.365 milhares negativos (vs Eur 3.877 milhares, negativo em 2016), tendo sido reconhecidos na demonstração dos resultados um efeito positivo decorrente da variação de justo valor de Eur 280 milhares negativos (vs Eur 318 milhares, negativos, em 2016), relativos à parte considerada como de negociação ou ineficiente em termos de cobertura, e cerca de Eur 303 milhares relativos a juros corridos. Na demonstração de rendimento integral, estes valores são apresentados líquidos do efeito de imposto

6.13 - Indicadores de análise económica e financeira

Quadro 21 – Indicadores de Análise Económica e Financeira

INDICADORES DE ANÁLISE ECONÓMICA	def.	2014	2015	2016	2017
Rendibilidade das Vendas (%)	$(\text{Resultado líquido} / \text{Vendas}) \times 100$	4,5%	5,2%	3,8%	3,6%
Rendibilidade dos Capitais Próprios (%) a)	$(\text{Resultado líquido} / \text{Capital próprio}) \times 100$	11,0%	12,1%	8,5%	7,9%
Rendibilidade do Ativo (%)	$(\text{Resultado líquido} / \text{Activo}) \times 100$	3,6%	4,2%	2,9%	2,6%
Rendibilidade do Activo Não Corrente (%)	$(\text{Resultado líquido} / \text{Activo não corrente}) \times 100$	6,5%	8,7%	5,8%	4,7%
Rotação dos Capitais Próprios	$\text{Vendas} / \text{Capital próprio}$	2,2	2,1	2,1	2,0
Rotação do Activo Não Corrente	$\text{Vendas} / \text{Activo não corrente}$	1,1	1,2	1,2	1,1
Rotação do Activo Corrente	$\text{Vendas} / \text{Activo corrente}$	2,6	2,4	2,2	2,3

a) Para este indicador, ao total dos Capitais Próprios é deduzido o Resultado Líquido do Exercício

INDICADORES DE ANÁLISE FINANCEIRA		2014	2015	2016	2017
Liquidez Geral (%)	$\text{Activo Corrente} / \text{Passivo Corrente}$	106,0%	144,9%	166,7%	147,5%
Liquidez Reduzida (%)	$(\text{Activo corrente} - \text{Inventários} - \text{Activos biológicos} - \text{ANCDV}) / \text{Passivo corrente}$	100,6%	138,1%	158,6%	139,4%
Autonomia Financeira (%)	$(\text{Capital próprio} / \text{Activo}) \times 100$	36,3%	38,9%	37,3%	35,7%
Endividamento (%)	$(\text{Passivo} / \text{Activo}) \times 100$	63,7%	61,1%	62,7%	64,3%
Cobertura do activo não corrente	$((\text{Capital próprio} + \text{Passivo não corrente}) / \text{Activo não corrente}) \times 100$	64,6%	61,9%	58,2%	57,3%
Solvabilidade (%)	$(\text{Capital próprio} / \text{Passivo}) \times 100$	57%	64%	60%	56%
Net Debt/EBITDA	$(\text{Financiamentos obtidos} - \text{Meios financeiros líquidos}) / \text{EBITDA}$	3,5	3,1	4,0	4,4
EBITDA / Juros	$\text{EBITDA} / \text{Juros}$	7,25	8,59	8,96	7,66

Em 2016 e 2017 denota-se uma quebra nos indicadores de rendibilidade (Rendibilidade das Vendas, dos Capitais Próprios e do Ativo) que se relacionam com a quebra registada ao nível dos Resultado Líquido. Ao nível da análise financeira realçamos os níveis de autonomia

financeira que se têm situado, historicamente, sempre acima dos 35%. Os níveis de endividamento têm vindo a crescer o que se relaciona com o plano de expansão do Grupo.

6.14 - Demonstrações Financeiras Históricas (2014 – 1º Semestre 2018)

Quadro 22 – Demonstração de Resultados 2014 – 1º Semestre 2018

Demonstração de Resultados EUR	2014	2015	2016	2017	1º Sem 2018
Proveitos	399.315.006	422.276.753	449.370.489	481.924.599	272.635.715
Outros Rendimentos Operacionais	2.279.342	1.297.621	1.327.289	1.894.147	1.075.560
Total de rendimentos e ganhos	401.594.348	423.574.374	450.697.778	483.818.746	273.711.275
Inventários consumidos e vendidos	57.150.434	62.140.925	69.719.444	76.009.755	44.114.730
Custos com Pessoal	102.819.076	110.742.011	121.952.969	132.128.536	74.088.250
FSE	181.596.962	186.549.032	203.270.465	217.692.984	124.352.194
Outros Gastos e Perdas Operacionais	1.934.442	1.636.933	1.650.481	3.262.444	994.553
EBITDA	58.093.434	62.505.473	54.104.419	54.725.027	30.161.548
<i>margem EBITDA</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,8%</i>	<i>12,0%</i>	<i>11,4%</i>	<i>11,1%</i>
Depreciações e Amortizações	26.445.804	23.404.357	24.200.997	25.703.004	13.148.033
Activos Tangíveis	26.190.477	23.135.021	23.658.920	24.802.759	13.148.033
Activos Intangíveis	255.327	269.336	542.077	900.245	
Provisões Líquidas	364.019	1.559.857	1.533.271	294.367	582.745
Imparidades de dívidas a receber	720.046	261.367	440.753	686.298	791.555
EBIT	30.563.565	37.279.892	27.929.398	28.041.358	15.639.215
<i>margem EBIT</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,8%</i>	<i>6,2%</i>	<i>5,8%</i>	<i>5,7%</i>
Outros Rendimentos e Ganhos Financeiros	463.654	347.479	61.739	80.563	54.916
Juros e Perdas Financeiras	8.010.232	7.272.323	6.041.335	7.146.198	4.049.049
Resultado antes de Imposto	23.016.987	30.355.048	21.949.802	20.975.723	11.645.082
Imposto sobre o Rendimento	-4.917.078	-8.383.805	-4.964.650	-3.711.052	-2.122.360
Outro rendimento (Justo Valor Inst. Cobertura de fluxos caixa)		-170.662			
RESULTADO LÍQUIDO	18.099.909	21.971.243	16.985.152	17.264.671	9.522.722
<i>margem líquida</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,2%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,5%</i>
<i>Outro rendimento integral</i>					
<i>Itens que poderão ser reclassificados para resultados:</i>					
<i>Justo valor dos instrumentos de cobertura dos fluxos de caixa, líquido de imposto</i>			-3.062.624	1.078.228	-196.763
<i>Outro rendimento integral do exercício</i>					
<i>Rendimento Integral do Exercício</i>	18.099.909	21.971.243	13.922.528	18.342.899	9.325.959
<i>Resultado líquido atribuível a:</i>					
<i>Accionistas da empresa</i>	18.089.040	21.764.687	17.368.194	17.013.998	9.409.365
<i>Interesses que não controlam</i>	10.869	206.556	-383.042	250.673	113.357
<i>Rendimento integral Integral atribuível a:</i>					
<i>Accionistas da empresa</i>	18.089.040	21.594.025	14.305.570	18.092.226	9.212.602
<i>Interesses que não controlam</i>	10.869	206.556	-383.042	250.673	113.357
Resultado por acção - básico	0,191	0,228	0,182	0,178	0,098
Resultado por acção - diluído	0,191	0,228	0,182	0,178	0,098

Fonte: Relatórios e Contas de 2014 a 1º Semestre 2018

Quadro 23 – Balanço 2014 – 1º Semestre 2018

Balanço EUR	2014	2015	2016	2017	1º Sem 2018
ACTIVO					
Activo não Corrente	352 984 839	349 387 019	379 314 687	448 964 305	473 733 715
Activos Fixos Tangíveis	256 009 329	251 343 639	263 142 893	294 142 028	316 409 872
Activos Intangíveis	95 502 330	95 720 527	113 101 625	125 484 486	150 124 280
Activos por Impostos Diferidos	0	0	997 906	1 267 038	2 837 477
Investimentos em Associadas	1 473 180	1 200 459	1 007 433	27 063 481	958 954
Outras contas a Receber	0	1 122 394	1 064 830	1 007 272	3 403 132
Activo Corrente	151 168 761	174 137 186	202 265 138	210 254 087	230 054 081
Existências	7 709 088	8 145 428	9 828 795	11 538 902	12 126 152
Clientes	82 372 786	87 749 052	105 570 792	89 903 021	174 826 109
Outras Contas a Receber	40 406 204	48 835 016	45 378 717	51 033 243	0
Disponibilidades	20 680 683	29 407 690	41 486 834	57 778 921	43 101 820
TOTAL DO ACTIVO	504 153 600	523 524 205	581 579 825	659 218 392	703 787 796

Balanço EUR	2014	2015	2016	2017	1º Sem 2018
CAPITAL PRÓPRIO					
Capital Social	95 542 254	95 542 254	95 542 254	95 542 254	95 542 254
Acções Próprias	-205 804	-1 312 777	-656 388	0	0
Prémios de Emissão	61 795 793	61 795 793	61 795 793	61 795 793	61 795 793
Reservas e Resultados Transitados	24 554 227	45 949 380	58 745 821	76 181 659	85 326 366
Interesses que não controlam	1 525 104	1 731 660	1 619 692	1 857 794	1 976 712
Total do Capital Próprio	183 211 574	203 706 310	217 047 172	235 377 500	244 641 125
PASSIVO					
Passivo de MLP	178 282 179	199 614 089	243 174 560	281 266 487	262 773 237
Provisões	8 304 076	6 894 017	8 427 083	10 080 600	10 765 391
Empréstimos Bancários de MLP	149 420 741	176 606 472	207 655 198	240 598 056	222 670 741
Instrumentos Financeiros Derivados	0	0	4 731 582	3 109 947	3 316 145
Passivos por locação financeira	19 864 336	15 609 877	22 360 697	27 477 884	26 020 960
Passivos por Impostos Diferidos	293 965	503 723	0	0	0
Passivo de CP	142 659 847	120 203 806	121 358 093	142 574 405	196 373 434
Empréstimos Bancários de CP	43 235 815	18 988 357	13 501 947	23 290 974	48 808 711
Fornecedores	28 173 687	31 569 678	34 966 322	42 440 136	42 266 440
Estado e Outros Entes Públicos	1 441 138	2 393 249	221 216	358 009	2 290 144
Outras Contas a Pagar	61 257 156	61 478 365	66 805 612	71 420 390	95 628 720
Passivos por locação financeira	8 552 051	5 774 157	5 862 996	5 064 896	7 379 419
Total do Passivo	320 942 026	319 817 895	364 532 653	423 840 892	459 146 671
TOTAL DO PASSIVO E CAPITAL PRÓPRI	504 153 600	523 524 205	581 579 825	659 218 392	703 787 796

Fonte: Relatórios e Contas 2014 a 1º Semestre 2018

6.15 – Estratégia do Grupo Luz Saúde

De acordo com o Relatório e Contas de 2017, o Grupo Luz Saúde prosseguirá os planos de expansão da sua capacidade instalada, nomeadamente i) duplicação da capacidade instalada do Hospital da Luz Saúde Lisboa e ii) desenvolvimento de um novo hospital em Vila Real. Adicionalmente, a Luz Saúde concentrar-se-á na dinamização das unidades recentemente adquiridas (Grupo British Hospital, Madeira e Idealmed) e das unidades resultantes de expansão orgânica (aumento de capacidade e portfólio de serviços no Hospital da Luz Oeiras e abertura do Hospital da Luz Clínica de Odivelas). O principal objetivo do grupo é potenciar o crescimento e melhorar a rentabilidade.

No segmento de cuidados de saúde públicos, “o grupo estará focado na manutenção dos elevados padrões de qualidade e eficácia clínica dos elevados padrões de qualidade dos serviços prestados aos seus utentes a par da continuação da implementação de iniciativas de aumento de eficiência, em particular a capacidade de referenciação para a rede de cuidados continuados e de resolução de casos sociais que pressionam a capacidade de internamento e os custos com pessoal médico e de enfermagem, a fim de melhorar os níveis de rentabilidade do Hospital Beatriz Ângelo”. (1)

Relativamente à expansão internacional da Luz Saúde, o Grupo prossegue com o desenvolvimento de uma unidade privada de saúde em Luanda em articulação com o seu acionista Fidelidade (presente nesse mercado através da seguradora Fidelidade Angola). Em simultâneo, mantém a análise ativa de oportunidades de expansão para outras geografias, no contexto do acionista Fidelidade / Fosun.

(1) Relatório e Contas 2017

7 – PROJEÇÕES ECONÓMICO - FINANCEIRAS

O presente capítulo tem como objetivo apresentar os principais pressupostos utilizados nas projeções económico-financeiras da Luz Saúde.

A projeção dos *cash flows* gerados pelo Grupo Luz Saúde para o período 2018-2022, ponto fulcral da avaliação, foi desenvolvida a partir de um conjunto de pressupostos relativos à atividade / operação da empresa, à sua política de investimento e à sua política de financiamento. Estes pressupostos foram estabelecidos tendo em conta a informação previsional disponibilizada pela Empresa (perspetivas para 2018 explicitadas no Relatório e Contas de 2017, informações consultada no site do grupo na internet *luzsaude.pt*, informação recolhidas na comunicação social).

Em termos gerais, foram considerados níveis de atividade operacional e de *cash flows* gerados a partir da exploração da empresa consistentes com os dados históricos, refletindo no entanto uma tendência de melhoria do negócio da saúde resultante do aumento de capacidade e expectável crescimento do negócio, fruto da estratégia de desenvolvimento em curso.

Não se considerou a aquisição de novas unidades / negócios.

Assumiu-se a renovação do contrato de PPP e /ou manutenção deste volume de receitas ao longo da projeção

A Luz saúde tem um diferendo com o Estado no tocante ao reconhecimento do direito do Hospital Beatriz Ângelo ao financiamento das prestações de saúde adicionais realizadas no âmbito dos cuidados em regime de ambulatório aos doentes VIH / Sida. A entidade gestora do hospital despoletou os mecanismos de resolução de litígios previstos no Contrato de Gestão para a resolução desta questão. De acordo com a informação constante no Relatório e Contas esta medida tem um impacto financeiro significativo nas contas do Hospital Beatriz Ângelo. O reconhecimento deste direito pela Estado teria um impacto estimado em Eur 4,5 milhões (valor apurado em 2017). Por prudência optou-se por não incorporar nas projeções qualquer impacto relacionado com este diferendo.

Não se consideram quaisquer poupanças, nos custos, resultantes da saída do Grupo do mercado regulamentado.

Em termos de horizonte de projeções foi considerado um período de 5 anos.

Os pressupostos de carácter geral utilizados nas projeções económico-financeiras da Empresa foram os seguintes:

Quadro 24 – Pressupostos macroeconómicos

Pressupostos Macroeconómicos					
	2018 P	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Tx. Crescimento PIB	2,3%	1,8%	1,5%	1,4%	1,4%
Inflação	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
IRC	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Derrama	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%

Fonte: FMI

7.1 - Pressupostos Operacionais

7.1.1 - Capacidade Instalada

Quadro 25 – Pressupostos operacionais

(milhares unidades)									
Pressupostos Operacionais									
	2014	2015	2016	2017	2018 P	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Nº de camas	1 179	1 179	1 395	1 650	1 650	1 833	1 843	1 843	1 843
<i>Tx de crescimento</i>		0,0%	18,3%	18,3%	0,0%	11,1%	0,5%	0,0%	0,0%

Em 2019, prevê-se a finalização da ampliação do Hospital da Luz (a previsão em 2017 apontava para final 2018).

A ampliação do Hospital da Luz permitirá o seguinte reforço na oferta do grupo:

- oferecer mais 183 camas para internamento (das quais 32 serão de cuidados intensivos e intermédios)

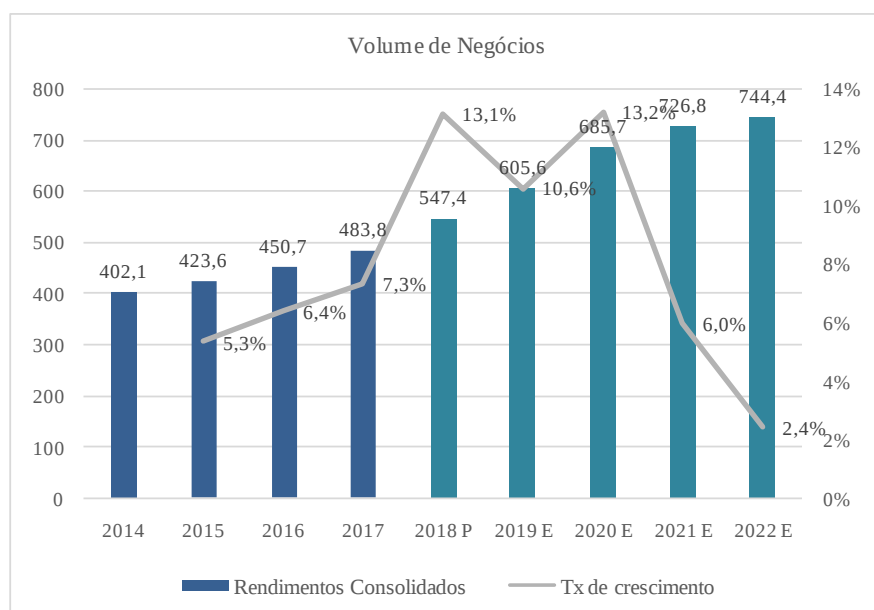
- 23 salas de cirurgia e parto
- 110 salas de exame e tratamentos
- 165 salas de consulta
- 1800 lugares de estacionamento

7.1.2 - Volume de Negócios

Quadro 26 – Projeção de Rendimentos

(milhões euros)									
Rendimentos Operacionais									
	2014	2015	2016	2017	2018 P	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Rendimentos Consolidados	402,1	423,6	450,7	483,8	547,4	605,6	685,7	726,8	744,4
<i>Tx de crescimento</i>		5,3%	6,4%	7,3%	13,1%	10,6%	13,2%	6,0%	2,4%
Segmento Privado	308,0	327,2	354,4	382,9	441,0	497,5	575,8	615,2	631,1
<i>Tx de crescimento</i>		6,2%	8,3%	8,0%	15,2%	12,8%	15,8%	6,8%	2,6%
Segmento Público	90,4	93,5	93,1	97,3	102,6	104,3	105,9	107,6	109,4
<i>Tx de crescimento</i>		3,4%	-0,4%	4,5%	5,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Outras Atividades	3,7	3,8	9,9	15,1	17,7	18,0	18,2	18,5	18,8
<i>Tx de crescimento</i>		2,6%	160,5%	51,9%	17,1%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Centro corporativo	12,1	12,7	14,2	17,3	19,2	19,5	19,8	20,1	20,5
<i>Tx de crescimento</i>		4,9%	12,0%	21,6%	11,0%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Eliminações	-12,6	-13,6	-21,0	-28,8	-33,1	-33,6	-34,2	-34,7	-35,3

Figura 13 – Volume de negócios projeção (milhões euros)



Segmento Privado

Em 2018 prevê-se que o volume de negócios seja consistente com o valor obtido no primeiro semestre. O valor obtido no primeiro semestre de 2018 incorpora já em grande medida os efeitos da aquisição do grupo Idealmed. Não se estimam impactos adicionais nas receitas resultantes da abertura da nova unidade em Vila Real em Setembro de 2018 (o Hospital de Vila Real reabriu com atendimento médico, consultas e exames de várias especialidades - incluindo medicina dentária, análises clínicas e meios de diagnóstico esperando-se até ao final do ano arrancar com o internamento médico).

Os crescimento projetado a partir de 2019 suporta-se no seguinte:

- prevê-se o arranque da atividade do Hospital da Luz Saúde com o funcionamento em pleno da capacidade obtida com as obras de ampliação em 2019;
- estima-se que o aumento de capacidade do Hospital da Luz permita, em cruzeiro, a duplicação das receitas no Hospital da Luz e um incremento do peso do Hospital da Luz no total das receitas para 40% (tendo em conta os dados históricos consultados, nomeadamente Relatórios e Contas de 2012 e 2013, o Hospital da Luz apresenta um peso histórico de 30%, pressupõe-se que este peso no volume de faturação persista em 2018 e cresça nos anos seguintes);
- estima-se um crescimento das receitas no segmento privado de 13% em 2018, 11% em 2019, 13% em 2020, 6% em 2021 e 3% em 2022

Segmento de Cuidados de Saúde Públicos

Em 2018 as receitas decorrentes deste segmento são projetadas tendo em conta a performance do 1º semestre (manutenção de comportamento semelhante ao longo do semestre seguinte).

Estima-se uma taxa de crescimento das receitas, entre 2019 - 2022 consistente com a evolução da inflação.

Outros Segmentos

Estima-se uma taxa de crescimento das receitas consistente com a evolução da inflação.

7.1.3 – Custos Operacionais

CMVMC / Inventários Consumidos e Vendidos

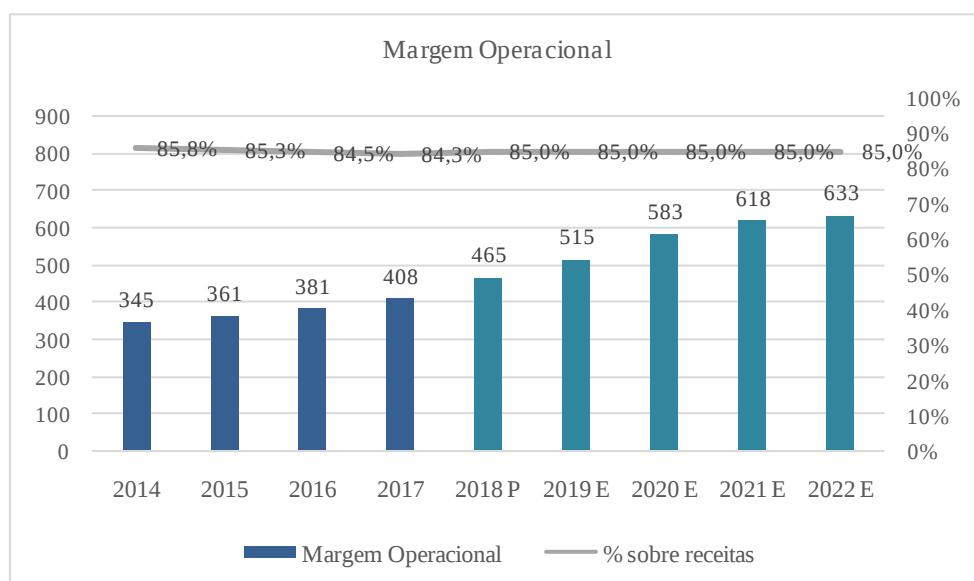
Os inventários são na sua maior parte constituídos por fármacos e consumíveis clínicos utilizados pelas várias unidades clínicas do Grupo na sua atividade de prestação de serviços clínicos.

Para estimar a evolução dos CMVMC's, assumiu-se a manutenção da margem bruta registada em 2017, i.e., 85%.

Quadro 27 – Projeção de Inventários Consumidos e Vendidos

	2014	2015	2016	2017	2018 P	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Inventários Consumidos e Vendidos	57,2	62,1	69,7	76,0	82,1	90,8	102,8	109,0	111,7
% sobre Receitas	14,2%	14,7%	15,5%	15,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Margem Operacional	85,8%	85,3%	84,5%	84,3%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%

Figura 14 – Margem Operacional projeção



Custos com Pessoal

Admite-se que os custos com pessoal acompanhem o crescimento do negócio (o peso no total de receitas situa-se nos 27% ao longo da projeção).

Quadro 28 – Projeção de Custos com Pessoal

	(milhões euros)								
	2014	2015	2016	2017	2018 P	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Custos com Pessoal	102,8	110,7	122,0	132,1	148,2	163,9	185,6	196,7	201,5
<i>Tx crescimento</i>		7,7%	10,1%	8,3%	12,1%	10,6%	13,2%	6,0%	2,4%
<i>% sobre Receitas</i>	25,6%	26,1%	27,1%	27,3%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%

FSE's

Quadro 29 – Projeção de FSE's

	(milhões euros)								
	2014	2015	2016	2017	2018 P	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
FSE's	181,6	186,5	203,3	217,7	247,4	276,9	313,6	332,4	340,5
<i>Tx crescimento</i>		2,7%	9,0%	7,1%	13,6%	12,0%	13,2%	6,0%	2,4%
<i>% sobre Receitas</i>	45,2%	44,0%	45,1%	45,0%	45,2%	45,7%	45,7%	45,7%	45,7%
Subcontratos	86,5	90,2	92,1	97,5	113,5	125,5	142,1	150,6	154,3
<i>% sobre Receitas</i>	21,5%	21,3%	20,4%	20,1%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%
Honorários	53,5	57,6	64,6	68,9	78,0	90,8	102,8	109,0	111,7
<i>% sobre Receitas</i>	13,3%	13,6%	14,3%	14,2%	14,2%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Trabalhos Especializados	10,5	8,0	12,5	12,5	12,8	12,3	13,9	14,7	15,1
<i>% sobre Receitas</i>	2,6%	1,9%	2,8%	2,6%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Conservação e Reparação	8,4	8,0	8,7	9,4	11,1	11,4	13,0	13,7	14,1
<i>% sobre Receitas</i>	2,1%	1,9%	1,9%	1,9%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Rendas e Alugueres	6,7	6,2	7,3	9,0	10,3	11,4	13,0	13,7	14,1
<i>% sobre Receitas</i>	1,7%	1,5%	1,6%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Electricidade	4,7	5,0	5,3	6,0	6,1	6,7	7,6	8,1	8,3
<i>% sobre Receitas</i>	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Vigilância e Segurança	2,1	2,1	2,4	2,6	2,9	3,2	3,6	3,8	3,9
<i>% sobre Receitas</i>	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Comunicação	1,5	1,5	1,6	1,7	1,9	2,1	2,3	2,5	2,5
<i>% sobre Receitas</i>	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Combustíveis e Outros Flúidos	1,5	1,4	1,5	1,4	1,9	2,1	2,4	2,5	2,6
<i>% sobre Receitas</i>	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Publicidade	1,1	1,5	1,4	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6	2,7
<i>% sobre Receitas</i>	0,3%	0,4%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Deslocações e Estadas	0,7	1,0	1,3	1,9	1,5	1,6	1,8	1,9	2,0
<i>% sobre Receitas</i>	0,2%	0,2%	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Seguros	1,0	1,0	1,1	1,3	1,3	1,5	1,6	1,7	1,8
<i>% sobre Receitas</i>	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Água	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3
<i>% sobre Receitas</i>	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Materiais	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7
<i>% sobre Receitas</i>	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Outros materiais e serviços consumidos	1,7	1,3	1,5	1,7	2,0	3,7	4,2	4,5	4,6
<i>% sobre Receitas</i>	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%

Para estimar a sua evolução, foi assumido que os FSE's representam um custo variável e que tenderão a evoluir de acordo com o crescimento das prestações de serviços (manteve-se, portanto, a estrutura de FSE's e a representatividade dos mesmos / peso no volume de negócios).

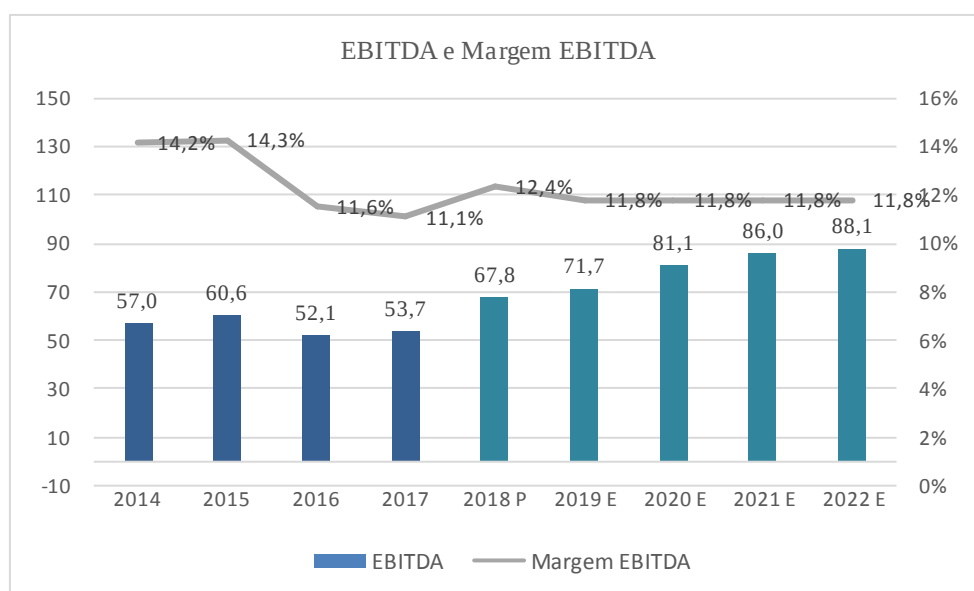
Outros Gastos e Perdas Operacionais

Para efeitos de estimativas, assumiu-se que os outros custos operacionais representarão em média, 0,36% das vendas (ou seja, assumiu-se um rácio médio consistente com o obtido no histórico).

7.1.4 - EBITDA

De acordo com os pressupostos assumidos estimou-se a seguinte evolução do EBITDA:

Figura 15 – EBITDA (milhões eur) e Margem EBITDA projeção (%)



7.1.5 - Provisões

Para efeitos de estimativas, assumiu-se que as provisões representarão em média, 0,11% das vendas (em linha com o rácio médio no período histórico, 2014 -2017).

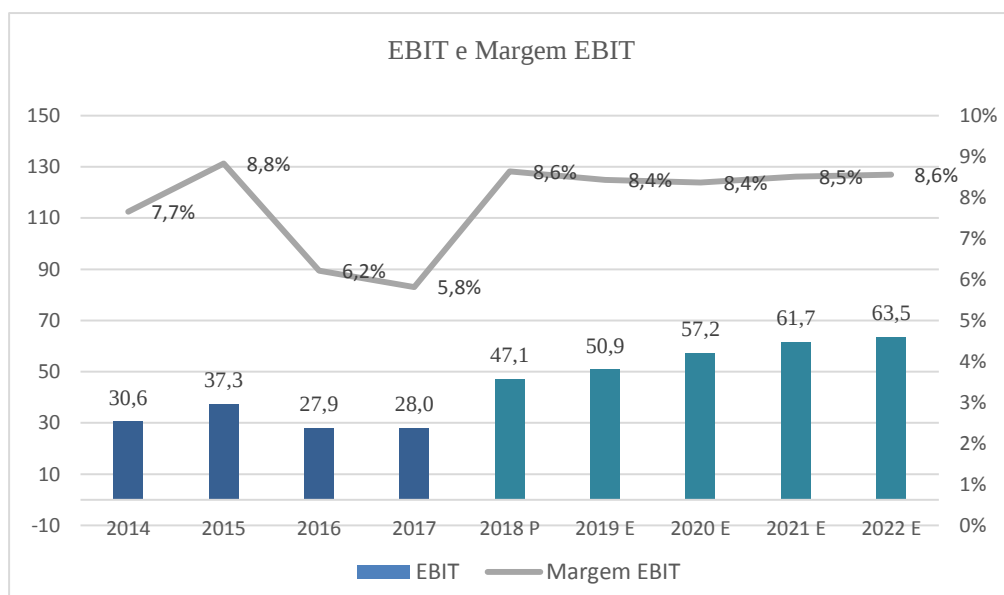
7.1.6 - Imparidades

Para efeitos de estimativas, assumiu-se que as imparidades representarão em média, 0,29% das vendas (em linha com o rácio médio no período histórico, 2014 -2017).

7.1.7 - EBIT

De acordo com os pressupostos assumidos estimou-se a seguinte evolução do EBIT:

Figura 16 – EBIT (milhões eur) e Margem EBIT projeção (%)



7.1.8 - Função Financeira

A evolução dos juros recebidos reflete a evolução do total de depósitos bancários e caixa (ver balanço) e a evolução estimada das taxas de juro passivas (0,14% ao longo da projeção).

Por sua vez, a evolução dos juros pagos reflete a evolução do total do passivo financeiro (ver balanço) e da evolução estimada das taxas de juro ativas. Todas as linhas de financiamento contratadas pela empresa são remuneradas com base em taxas variáveis dadas pelo índice de referência acrescido de um *spread*.

No exercício de 2017 o Grupo Luz saúde contratou alguns instrumentos de cobertura de risco de fluxo de caixa (swap taxa de juro) com o objetivo de fixar as taxas de juro de algumas das linhas de financiamento de que dispõe, e assim mitigar a exposição ao risco de variação de taxa de juro.

Os instrumentos contratados, atendendo ao nível de dívida financeira de que o grupo dispõe em 31 de dezembro de 2017 e considerando o nível de eficácia que se prevê que estes tenham

(atendendo à expectável evolução futura positiva das taxas de juro na União Europeia) permitem dizer, de acordo com a informação constante no Relatório e Contas de 2017, que o Grupo terá cerca de 60,8% da sua dívida financeira em 31 de dezembro de 2017 exposta a taxa de juro fixa (em 2016 cerca de 72%).

Assumiui-se assim:

- Papel Comercial – Taxa média de 2%
- Locação Financeira – Taxa média de 2%

Quadro 30 – Projeção de Custos Financeiros

(milhões euros)									
Custos Financeiros	2014	2015	2016	2017	2018 P	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Juros E Custos Financeirc	8,0	7,3	6,0	7,1	7,1	5,7	4,8	3,7	2,7
% sobre Receitas	2,0%	1,7%	1,3%	1,5%	1,3%	0,9%	0,7%	0,5%	0,4%

7.1.9 - Função Fiscal

Para estimar o imposto sobre os lucros do exercício foi assumida a taxa máxima de imposto (21% acrescida de 7% de derrama), ou seja, 28% tendo sido igualmente assumido que:

- não existem quaisquer reportes fiscais;
- a matéria coletável em cada ano é idêntica ao resultado antes de impostos apurado pelo modelo financeiro desenvolvido.

Assumiui-se que os interesses minoritários representarão 0,15% das vendas durante o período de projeções.

7.1.10 – Projeção da Demonstração de Resultados

De acordo com os pressupostos assumidos apresenta-se a Demonstração de Resultados:

Quadro 31 – Projeção da Demonstração de Resultados (euros)

Demonstração de Resultados	2014	2015	2016	2017	1º Sem 2018	2018 P	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
EUR										
Proveitos	399.315.006	422.276.753	449.370.489	481.924.599	272.635.715	545.271.430	603.368.955	683.445.766	724.537.198	742.155.433
Outros Rendimentos Operacionais	2.279.342	1.297.621	1.327.289	1.894.147	1.075.560	2.151.120	2.185.538	2.220.507	2.256.035	2.292.131
Total de rendimentos e ganhos	401.594.348	423.574.374	450.697.778	483.818.746	273.711.275	547.422.550	605.554.493	685.666.272	726.793.233	744.447.564
Inventários consumidos e vendidos	57.150.434	62.140.925	69.719.444	76.009.755	44.114.730	82.113.383	90.833.174	102.849.941	109.018.985	111.667.135
Custos com Pessoal	102.819.076	110.742.011	121.952.969	132.128.536	74.088.250	148.176.500	163.911.672	185.596.352	196.728.610	201.507.290
FSE	181.596.962	186.549.032	203.270.465	217.692.984	124.352.194	247.358.718	276.949.698	313.588.735	332.398.106	340.472.296
Outros Gastos e Perdas Operacionais	1.934.442	1.636.933	1.650.481	3.262.444	994.553	1.989.106	2.200.333	2.491.426	2.640.865	2.705.013
EBITDA	58.093.434	62.505.473	54.104.419	54.725.027	30.161.548	67.784.844	71.659.616	81.139.818	86.006.667	88.095.831
<i>margem EBITDA</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,8%</i>	<i>12,0%</i>	<i>11,4%</i>	<i>11,1%</i>	<i>12,4%</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,9%</i>
Depreciações e Amortizações	26.445.804	23.404.357	24.200.997	25.703.004	13.148.033	18.510.549	18.375.979	21.258.714	21.475.161	21.606.212
Activos Tangíveis	26.190.477	23.135.021	23.658.920	24.802.759	13.148.033	17.545.397	17.229.615	20.105.176	20.314.449	20.438.326
Activos Intangíveis	255.327	269.336	542.077	900.245		965.152	1.146.364	1.153.538	1.160.712	1.167.886
Provisões Líquidas	364.019	1.559.857	1.533.271	294.367	582.745	582.745	644.628	729.909	773.690	792.483
Imparidades de dívidas a receber	720.046	261.367	440.753	686.298	791.555	1.583.110	1.751.224	1.982.902	2.101.838	2.152.893
EBIT	30.563.565	37.279.892	27.929.398	28.041.358	15.639.215	47.108.440	50.887.785	57.168.294	61.655.978	63.544.243
<i>margem EBIT</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,8%</i>	<i>6,2%</i>	<i>5,8%</i>	<i>5,7%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,6%</i>
Outros Rendimentos e Ganhos Financeiros	463.654	347.479	61.739	80.563	54.916	56.541	44.580	35.649	35.076	38.945
Juros e Perdas Financeiras	8.010.232	7.272.323	6.041.335	7.146.198	4.049.049	7.110.351	5.684.906	4.845.179	3.749.347	2.653.514
Resultado antes de Imposto	23.016.987	30.355.048	21.949.802	20.975.723	11.645.082	40.054.631	45.247.459	52.358.764	57.941.707	60.929.673
Imposto sobre o Rendimento	-4.917.078	-8.383.805	-4.964.650	-3.711.052	-2.122.360	-5.300.914	-5.988.143	-6.929.268	-7.668.127	-8.063.560
Outro rendimento (Justo Valor Inst. Cobertura de fluxos caixa)		-170.662								
RESULTADO LÍQUIDO	18.099.909	21.971.243	16.985.152	17.264.671	9.522.722	34.753.717	39.259.316	45.429.496	50.273.580	52.866.113
<i>margem líquida</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,2%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,5%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,9%</i>	<i>7,1%</i>

7.2 – Pressupostos do Balanço

O modelo financeiro desenvolvido para estimar a evolução do balanço da Luz Saúde é constituído por dois vetores fundamentais:

- Projeção dos investimentos em ativos fixos e das respetivas amortizações
- Projeção das rubricas que constituem o fundo de maneio da Luz Saúde

7.2.1 - Investimento em Ativos Fixos

Não se projetaram investimentos relevantes em ativos fixos tangíveis e intangíveis (“capex”) para o período de 2018 - 2022. O investimento projetado para 2018 reflete o valor apresentado na Apresentação de Contas do Primeiro Semestre (divulgado pelo Grupo no site). Assim, assumiu-se um capex médio anual de 2% das receitas.

De acordo com os pressupostos assumidos, estima-se a seguinte evolução do investimento em ativos fixos tangíveis e intangíveis:

Quadro 32 – Projeção do Investimento em Ativo Fixo

	2015	2016	2017	2018 P	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
(milhões euros)								
Investimento em Ativo Fixo Tangível	16,3	32,8	55,2	34,5	21,3	26,3	26,3	26,3
% sobre Receitas	3,9%	7,3%	11,4%	6,3%	3,5%	3,8%	3,6%	3,5%
Terrenos e Edifícios	9,6	7,4	8,0	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Equipamento básico e de transporte	4,3	16,6	14,6	8,4	10,0	27,5	15,0	15,0
Equipamento Administrativo	0,6	0,7	0,6	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Outros	0,1	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Em curso	1,7	7,6	31,7	25,1	10,0	-2,5	10,0	10,0
Investimento em Ativo Fixo Intangível	0,5	17,9	13,3	25,3	0,1	0,2	0,2	0,2
% sobre Receitas	0,12%	3,98%	2,75%	4,61%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%

7.2.2 - Investimentos em Associadas

O valor projetado em 2018 está em linha com o valor apresentado no Balanço do 1º semestre de 2018. Não se projetam oscilações neste valor para o período 2019-2022.

7.2.3 – Fundo de Maneio

Para projetar a evolução das rubricas de ativo que constituem fundo de maneio, assumiu-se que a sua evolução estaria indexada às rubricas de proveitos ou de custos mais adequadas tendo em conta o seu carácter específico.

7.2.3.1 - Fundo de Maneio – Ativo Circulante

Relativamente às rubricas de existências assumiu-se que:

- As existências de produtos acabados e intermédios representarão em média, 55 dias de CMVMC's durante todo o período de projeções (em linha com o rácio médio no período 2014-2017)

Para estimar as rubricas de dívidas de terceiros, assumiu-se que:

- As dívidas de clientes cc representarão em média 76 dias de prestações de serviços;
- Os outros devedores representarão em média, 11% das vendas durante todo o período de projeções (em linha com rácio médio no período 2014-2017)

7.2.3.2 - Fundo de Maneio – Passivo Circulante

Para projetar a evolução das rubricas de passivo que constituem fundo de maneio, assumiu-se que a sua evolução estaria indexada às rubricas de proveitos ou de custos mais adequadas tendo em conta o seu carácter específico:

Fornecedores: foram indexadas à evolução das rubricas mais adequadas, tendo em conta o seu carácter específico:

- Fornecedores c/c: o saldo de fornecedores c/c foi indexado aos CMVMC. Prevê-se que até 2022 o rácio se situe nos 180 dias.
- Outras contas a pagar estimou-se que os saldos desta rubrica mantivessem um peso médio sobre as receitas de 15%.

Estado e outros entes públicos estimou-se que os saldos desta rubrica mantivessem um peso médio sobre as receitas de 0,3%.

Quadro 33 – Projeção de Fundo de Maneio

	(milhões euros)								
Fundo de Maneio	2014	2015	2016	2017	2018 P	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Fundo de Maneio Ativo	130,5	144,7	160,8	152,5	197,1	216,8	243,9	257,9	263,9
Inventários	7,7	8,1	9,8	11,5	12,5	13,8	15,6	16,5	17,0
<i>Permanência média de existências em armazém (dias)</i>	49	48	51	55	55	55	55	55	55
Clientes	82,4	87,7	105,6	89,9	125,9	138,1	154,8	163,4	167,1
<i>Prazo médio de recebimentos (dias)</i>	75	76	85	68	76	76	76	76	76
Outras Contas a Receber	40,4	48,8	45,4	51,0	58,7	64,9	73,5	77,9	79,8
<i>% Vendas</i>	10%	12%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Fundo de Maneio Passivo	90,9	95,4	102,0	114,2	122,6	136,6	154,8	163,6	167,3
Fornecedores	28,2	31,6	35,0	42,4	40,7	45,4	51,6	54,2	55,3
<i>Prazo médio de pagamentos (dias)</i>	184	179	179	199	180	180	180	180	180
Outras contas a pagar	61,3	61,5	66,8	71,4	80,5	89,6	101,4	107,5	110,1
<i>% Vendas</i>	15,2%	14,5%	14,8%	14,8%	14,7%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Estado e Outros Entes Públicos	1,4	2,4	0,2	0,4	1,4	1,6	1,8	1,9	1,9
<i>% Vendas</i>	0,4%	0,6%	0,0%	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Fundo de Maneio Ativo	130,5	144,7	160,8	152,5	197,1	216,8	243,9	257,9	263,9
Fundo de Maneio Passivo	90,9	95,4	102,0	114,2	122,6	136,6	154,8	163,6	167,3
Investimento em Fundo de Maneio	39,6	49,3	58,8	38,3	74,5	80,2	89,1	94,2	96,5
<i>% Vendas</i>	10%	12%	13%	8%	14%	13%	13%	13%	13%
Variação do Fundo de Maneio		9,7	9,5	-20,5	36,3	5,7	8,9	5,1	2,3

7.2.4 – Passivo Financeiro

O passivo financeiro no final de 2017 corresponde a 296 milhões. Prevê-se a sua redução (não utilização de linhas disponíveis) tendo em conta o cenário adotado que prevê a estabilização do plano de investimentos.

Quadro 34 – Projeção de Financiamento

	2014	2015	2016	2017	2018 P	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
(milhões euros)									
Dívida Não Corrente									
Papel Comercial Empréstimos bancário	149	176	190	208	192	170	160	140	115
Empréstimos bancários			18	33	31	27	23	19	15
Instrumentos Financeiros derivados		0							
Passivos por locação financeira	20	16	22	27	21	16	10	5	0
Corrente									
Papel Comercial	43	19	9	15	36	25	20	10	5
Empréstimos bancários			1	5	0	0	0	0	0
Factoring				2	2	2	2	2	2
Outros empréstimos			3	1					
Passivos por locação financeira	9	6	6	5	7				
Dívida total	221	217	249	296	289	240	216	176	137
Disponibilidades	21	29	41	58	38	26	25	25	31
Dívida Líquida	200	188	208	239	231	202	190	151	112
Net Debt / EBITDA (x)	3,5	3,1	4,0	4,4	3,4	2,8	2,3	1,8	1,3

7.2.4 – Projeção do Balanço

De seguida apresenta-se o Balanço Previsional da Luz Saúde:

Quadro 35 – Projeção de Balanço (eur)

Balanço EUR	2014	2015	2016	2017	1º Sem 2018	2018 P	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
ACTIVO										
Activo não Corrente	352.984.839	349.387.019	379.314.687	448.964.305	473.733.715	469.316.060	472.693.036	478.144.459	483.344.784	488.385.775
Activos Fixos Tangíveis	256.009.329	251.343.639	263.142.893	294.142.028	316.409.872	315.175.676	318.699.016	324.303.977	329.665.013	334.873.890
Activos Intangíveis	95.502.330	95.720.527	113.101.625	125.484.486	150.124.280	149.778.298	149.631.934	149.478.396	149.317.684	149.149.798
Activos por Impostos Diferidos	0	0	997.906	1.267.038	2.837.477	0	0	0	0	0
Investimentos em Associadas	1.473.180	1.200.459	1.007.433	27.063.481	958.954	958.954	958.954	958.954	958.954	958.954
Outras contas a Receber	0	1.122.394	1.064.830	1.007.272	3.403.132	3.403.132	3.403.132	3.403.132	3.403.132	3.403.132
Activo Corrente	151.168.761	174.137.186	202.265.138	210.254.087	230.054.081	235.063.791	242.715.341	269.117.566	282.992.032	294.593.666
Existências	7.709.088	8.145.428	9.828.795	11.538.902	12.126.152	12.465.483	13.789.218	15.613.462	16.549.973	16.951.984
Clientes	82.372.786	87.749.052	105.570.792	89.903.021	174.826.109	125.940.736	138.094.561	154.843.778	163.442.319	167.133.365
Outras Contas a Receber	40.406.204	48.835.016	45.378.717	51.033.243	0	58.657.604	64.886.577	73.470.741	77.877.591	79.769.294
Disponibilidades	20.680.683	29.407.690	41.486.834	57.778.921	43.101.820	37.999.968	25.944.985	25.189.585	25.122.149	30.739.024
TOTAL DO ACTIVO	504.153.600	523.524.205	581.579.825	659.218.392	703.787.796	704.379.851	715.408.378	747.262.025	766.336.816	782.979.440

Balanço EUR	2014	2015	2016	2017	1º Sem 2018	2018 P	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
CAPITAL PRÓPRIO										
Capital Social	95.542.254	95.542.254	95.542.254	95.542.254	95.542.254	95.542.254	95.542.254	95.542.254	95.542.254	95.542.254
Ações Próprias	-205.804	-1.312.777	-656.388	0	0	0	0	0	0	0
Prêmios de Emissão	61.795.793	61.795.793	61.795.793	61.795.793	61.795.793	61.795.793	61.795.793	61.795.793	61.795.793	61.795.793
Reservas e Resultados Transitados	24.554.227	45.949.380	58.745.821	76.181.659	85.326.366	119.599.697	158.348.408	203.225.646	252.925.596	305.208.913
Interesses que não controlam	1.525.104	1.731.660	1.619.692	1.857.794	1.976.712	2.236.778	2.475.102	2.803.588	2.972.150	3.044.423
Total do Capital Próprio	183.211.574	203.706.310	217.047.172	235.377.500	244.641.125	279.174.522	318.161.556	363.367.280	413.235.793	465.591.383
PASSIVO										
Passivo de MLP	178.282.179	199.614.089	243.174.560	281.266.487	262.773.237	256.884.254	225.858.665	206.654.473	177.065.733	142.653.045
Provisões	8.304.076	6.894.017	8.427.083	10.080.600	10.765.391	10.080.600	10.080.600	10.080.600	10.080.600	10.080.600
Empréstimos Bancários de MLP	149.420.741	176.606.472	207.655.198	240.598.056	222.670.741	222.670.741	196.849.344	182.849.344	158.849.344	129.849.344
Instrumentos Financeiros Derivados	0	0	4.731.582	3.109.947	3.316.145	3.316.145	3.316.145	3.316.145	2.931.597	2.723.101
Passivos por locação financeira	19.864.336	15.609.877	22.360.697	27.477.884	26.020.960	20.816.768	15.612.576	10.408.384	5.204.192	0
Passivos por Impostos Diferidos	293.965	503.723	0	0	0	0	0	0	0	0
Passivo de CP	142.659.847	120.203.806	121.358.093	142.574.405	196.373.434	168.321.075	171.388.156	177.240.271	176.035.290	174.735.013
Empréstimos Bancários de CP	43.235.815	18.988.357	13.501.947	23.290.974	48.808.711	38.388.284	27.411.875	22.411.875	12.411.875	7.411.875
Fornecedores	28.173.687	31.569.678	34.966.322	42.440.136	42.266.440	40.661.612	45.447.243	51.620.146	54.224.628	55.266.976
Estatado e Outros Entes Públicos	1.441.138	2.393.249	221.216	358.009	2.290.144	1.423.299	1.574.442	1.782.732	1.889.662	1.935.564
Outras Contas a Pagar	61.257.156	61.478.365	66.805.612	71.420.390	95.628.720	80.468.461	89.575.178	101.425.518	107.509.124	110.120.598
Passivos por locação financeira	8.552.051	5.774.157	5.862.996	5.064.896	7.379.419	7.379.419	7.379.419	0	0	0
Total do Passivo	320.942.026	319.817.895	364.532.653	423.840.892	459.146.671	425.205.329	397.246.821	383.894.744	353.101.023	317.388.058
TOTAL DO PASSIVO E CAPITAL PRÓPRIO	504.153.600	523.524.205	581.579.825	659.218.392	703.787.796	704.379.851	715.408.378	747.262.025	766.336.816	782.979.440

8 – AVALIAÇÃO

Utilizou-se a metodologia dos *cash flows* descontados (DCF) e dos múltiplos de mercado para aferir o valor da Luz Saúde.

8.1 – Metodologia DCF

O *cash flow* operacional livre previsional da Luz Saúde foi estimado de acordo com os pressupostos económico-financeiros anteriormente apresentados. Esta variável representa o fluxo de caixa gerado pelas operações correntes antes da função financeira, líquido de impostos e deduzido do investimento em ativos fixos e fundo de maneoio.

A metodologia DCF contempla a atualização para a data de referência da avaliação de 31 de Dezembro de 2017, do fluxo de *cash flows* previsionais gerados pela Luz Saúde, a uma taxa de desconto que traduz o custo médio ponderado do capital, designado na terminologia anglo-saxónica por *weighted average cost of capital* ou, abreviadamente, por WACC, a que a Empresa pode recorrer para financiar a sua atividade.

Estima-se que o WACC da Luz Saúde seja de 5,7%, de acordo com os pressupostos constantes do quadro seguinte:

Quadro 36 – Avaliação da Luz Saúde (milhões de eur)

Descrição	2017	2018 P	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Taxa de Crescimento	7%	13%	11%	13%	6%	2%
Margem Operacional	84%	85%	85%	85%	85%	85%
Capital Fixo Líquido de Exploração (% das Vendas)	14%	11%	4%	4%	4%	4%
Fundo Maneio Necessário (% das Vendas)	10%	12%	13%	8%	14%	13%
Taxa de Impostos sobre os Lucros	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Determinação do Cash Flow (FCFF)						
Receitas	402,1	423,6	450,7	483,8	547,4	605,6
Resultado Operacional (antes de impostos)	28,0	47,1	50,9	57,2	61,7	63,5
Capital Fixo Líquido de Exploração	68,5	59,8	21,5	26,5	26,5	26,5
Fundo Maneio Necessário	38,3	74,5	80,2	89,1	94,2	96,5
Resultado Operacional (depos de impostos)		13,2	33,9	36,6	41,2	44,4
Investimento em CFLE (var. CFLE)		8,7	38,3	-5,0	0,0	0,0
Investimento em FMN (var. FMN)		-36,3	-5,7	-8,9	-5,1	-2,3
FCFF		-14,4	66,6	22,7	36,0	42,1
Determinação do Custo de Capital						
Beta desalavancado*		0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Beta (com efeito do endividamento) (D+E)		0,62	0,62	0,62	0,62	0,62
D/(D+E) Objetivo		25%	25%	25%	25%	25%
Rácio de "leverage" (End. / Cap. Próprio) implícito		0,33	0,33	0,33	0,33	0,33
Taxa de imposto		28%	28%	28%	28%	28%
Taxa média de juro do endividamento		3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Taxa de OT's a longo prazo **		1,98%	1,98%	1,98%	1,98%	1,98%
Prémio de Risco		7,88%	7,88%	7,88%	7,88%	7,88%
Risco País*		2,88%	2,88%	2,88%	2,88%	2,88%
Prémio de Mercado		5%	5%	5%	5%	5%
Custo do Capital Próprio		6,87%	6,87%	6,87%	6,87%	6,87%
Rácio de endividamento		25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Rácio de Autonomia Financeira		75,00%	75,00%	75,00%	75,00%	75,00%
Custo Médio ponderado dos capitais		5,69%	5,69%	5,69%	5,69%	5,69%
Taxa de Crescimento Perpétuo		2%				
Perpetuidade					42,934	
Valor Residual					1.163,8	
Valor Actual Cash Flows Futuros	1.058,7	1.133,3	1.131,2	1.172,9	39,8	
Valor Actual CF Futuros + CF ano n		1.119,0	1.197,8	1.195,6	1.239,6	
Determinação do Valor dos Capitais Próprios						
Valor Rendimento Negócio = VA FCFF	1.058,7					
Activo Extra-exploração	0,0					
Passivo de Financiamento Líquido	238,7					
Valor dos Capitais Próprios	820,1					
Valor por Acção	8,58	95.542.254 (nº de Acções)				

Fontes: ** Bloomberg / * Damodaran – Stern EDU

O cálculo dos *cash flows* atualizados resulta da aplicação do custo médio ponderado do capital aos *cash flows* libertos.

O valor do negócio obtém-se adicionando o valor actual dos *cash flows* livres descontados no período considerado ao valor actual da perpetuidade. Desta forma, decorre que o valor do negócio da Luz Saúde ascende a Eur 1.058 milhões.

O valor do capital acionista corresponde ao somatório do valor do negócio deduzido da dívida financeira líquida ou acrescido do excedente de tesouraria (líquido), conforme a situação financeira da empresa.

Desta forma e pelo método pelo método dos *cash flows* descontados, o valor do capital acionista da Luz Saúde ascende a Eur 820 milhões.

Os múltiplos implícitos apurados são os seguintes:

Quadro 37 – Avaliação da Luz Saúde – Múltiplos Implícitos

Múltiplos Implícitos na Avaliação	2018 P	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
EV (Cash Flow Livre) / Vendas	1,9 x	1,7 x	1,5 x	1,5 x	1,4 x
EV (Cash Flow Livre) / EBITDA	15,6 x	14,8 x	13,0 x	12,3 x	12,0 x
Net Debt /EBITDA	3,4 x	2,8 x	2,3 x	1,8 x	1,3 x
EPS	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6

8.2 - Avaliação Relativa baseada no Método dos Múltiplos

Recorreu-se também ao método dos múltiplos de mercado de empresas comparáveis para avaliar a Luz Saúde no contexto das atuais condições dos mercados de capitais a nível internacional. Esta metodologia consiste na identificação de empresas comparáveis cotadas em bolsa e, tendo em conta os seus indicadores financeiros, no cálculo dos respetivos múltiplos de mercado, que serão subsequentemente aplicados aos indicadores da Luz Saúde.

Assim, a partir da valorização implícita das empresas comparáveis cotadas em bolsa, procura-se chegar à valorização da Luz Saúde com vista a obter uma avaliação relativa complementar à desenvolvida pelo método DCF.

Dada a sua simplicidade e facilidade de aplicação, esta metodologia é geralmente utilizada por investidores na avaliação de empresas presentes em países com mercados de capitais eficientes, em que as cotações do mercado tendem a traduzir de forma aproximada o valor das mesmas. Todavia, existem limitações nesta abordagem, decorrentes da fraca comparabilidade dos diferentes mercados de capitais, enquadramentos institucionais e conjunturas macroeconómicas. Adicionalmente, esta metodologia assume explicitamente a existência de características idênticas entre a Luz Saúde e as empresas selecionadas como comparáveis.

Consultámos na Bloomberg um conjunto de empresas do setor da saúde (europeias) com enfoque na prestação de serviço de saúde com internamento.

Optamos por utilizar múltiplos baseados no valor do negócio. Nesse sentido, para esta avaliação foram considerados os múltiplos EV/Sales que indicam o valor de negócio (i.e. *enterprise value* ou EV) de uma empresa através das Vendas / Prestações de Serviço.

Na avaliação por múltiplos da Luz Saúde foi considerada a estimativa das Receitas para 2018 e 2019.

Quadro 38 - Múltiplos de mercado

Designação	EV / Sales	
	2018P	2019 E
Rhön klinikum AG	1,06	1,02
Orpea SA	3,42	3,20
Korian	1,61	1,53
Le Noble Age SA	1,28	1,23
Mediclin	1,50	1,43
Média	1,77	1,68
Mediana	1,56	1,48

Fonte: Bloomberg

Quadro 39 - Avaliação pelo Método dos Múltiplos (milhões eur).

	EV/Sales	
	2018P	2019 E
Luz Saúde		
Indicador (eur)	547,42	605,55
Multiplo (x)	1,77	1,68
Valor do Negócio (eur M)	971,13	1018,54

Pelo método dos múltiplos de mercado, o valor do negócio da Luz Saúde situa-se entre Eur 971,1milhões e Eur 1.018,5 milhões.

Considerando o múltiplo EV/Sales chegamos a um valor de avaliação da Luz Saúde, SA muito próximo do valor apurado através metodologia dos *cash flows* descontados.

9 – CONCLUSÃO

O Valor da Empresa (EV), para a Luz Saúde, calculado pelo método dos *Cash Flows* Descontados com data de referência de 31 de Dezembro de 2017 é de Eur 1.058 milhões e resulta da soma das seguintes parcelas:

- Valor Actual dos Cash Flows Livres: Eur 1.058 milhões

Os Passivos a deduzir ao EV para chegar ao valor dos Capitais Próprios são os seguintes:

- Passivo Bancário Líquido: Eur 238,7 milhões

Deduzindo ao EV o valor dos Passivos, chegamos a um valor dos Capitais Próprios de Eur 820 milhões.

Os múltiplos implícitos resultantes da avaliação são:

Quadro 40 – Múltiplos Implícitos

Múltiplos Implícitos na Avaliação	2018 P	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
EV (Cash Flow Livre) / Vendas	1,9 x	1,7 x	1,5 x	1,5 x	1,4 x
EV (Cash Flow Livre) / EBITDA	15,6 x	14,8 x	13,0 x	12,3 x	12,0 x
Net Debt /EBITDA	3,4 x	2,8 x	2,3 x	1,8 x	1,3 x
EPS	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6

Quadro 41 - Múltiplos Comparáveis

	Ano de Referência 2018		
	EV / Sales	EV / EBITDA	EPS
Rhöen klinikum AG	1,06	13,46	0,63
Orpea SA	3,42	19,39	3,52
Korian	1,61	11,66	1,27
Le Noble Age SA	1,28	11,89	2,69
Mediclin	1,50	12,46	0,27

O EV / EBITDA implícito na avaliação da Luz Saúde por DCF está ligeiramente acima dos valores do sector (valores referentes ao ano de 2018) nos anos 2018-2019, convergindo nos anos 2020/2022.

A aplicação dos múltiplos das empresas seleccionadas aos dados da Luz Saúde (EV / Sales) resultariam num *Enterprise Value* estimado entre Eur 971,1milhões e Eur 1.018,5 milhões.

O valor das avaliações apurados através das metodologias DCF e avaliação relativa baseada no método dos múltiplos não revelam diferenças substanciais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARTIGOS CIENTÍFICOS

Beneda, N. 2003b). Estimating free cash flows and valuing a growth company. ***Journal of Asset Management***, 4(4), 247-257.

Bhojraj, S. and Lee, C. M. C. 2002. Who is my peer? A valuation-based approach to the selection of comparable firms. ***Journal of Accounting Research***, 40(2), 407-439.

Dedi, L. and Giraudon, P. 2013. Valuation and investment profession. ***Journal of Economics***, 4 (2), 93-100.

Jennergren, L. P. 2008. Continuing value in firm valuation by the discounted cash flow model. ***European Journal Of Operational Research***, 185(3), 1548-1563.

Roll, R. 1986. The Hubris Hypothesis of Corporate Take Overs. ***Journal of Business***, 59

LIVROS

Brealey, R. A, Myers, S. C. and Allen, F. 2011. ***Principles of corporate finance***. New-York: The McGraw-Hill companies.

Damodaran, A. 2012. ***Investment Valuation, Tools and techniques for determining the value of any asset***, Jonh Wiley and Sons, Inc. Wiley Frontiers in Finance, University Edition.

Damodaran, A. 2011. ***The little book of valuation: How to value a company, pick a stock and profit***, John Wiley & Sons.

Damodaran, A. 2002. ***A Face Oculta da Avaliação***, São Paulo, Makron Book, Ltda

Das Neves, João Carvalho. 2000. ***Análise Financeira***, Vol. I e Vol. II, Lisboa, Texto Editora

Depamphilis, D. 2010. ***Mergers, acquisitions and other restructuring activities***, (5th ed.), Academic Press

Ferreira, D, 2002. ***Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas***. Vol. I e Vol. II, (1^a Ed.), Lisboa, Sílabo

Freire, A. 2001 , ***Estratégia, Sucesso em Portugal***, (1^a Ed.), Verbo

Menezes, H. Caldeira, 1985. ***Principios de Gestão Financeira***, (5^a Ed.), Lisboa, Editorial Presença

Ross S., Westerfield R., Jaffe J. (1999) ***Corporate Finance***. (5th ed.), McGraw-Hill International Editions, Finance Series

Scott, D. L. 2003 *Wall Street Words: An a to Z Guide to Investment Terms for today's Investor* (3rd ed.). Boston: Houghton Mifflin Company

RELATÓRIOS E COMUNICADOS

CMVM. CMVM Webpage. www.cmvm.pt

ESSaúde

Luz Saúde <https://www.luzsaude.pt/pt/>

Damodaran <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

Bloomberg. <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds>

FMI <https://www.imf.org/en/data>

INE https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpgid=ine_main&xpid=INE

APS <https://www.apseguradores.pt/Portal/>