Universidade do Minho
Escola de Economia, Gestão e
Ciência Política

Isabel Teresa Pereira Barros da Cunha Pereira

Projeto de Investimento para a Expansão da Clínica Saúde Plus: Análise Comparativa Numa Abordagem Financeira e Estratégica

Abril de 2026

Projeto de Investimento para a Expansão da Clínica Saúde Plus: Análise Comparativa Numa Abordagem Financeira e Estratégica

Isabel Teresa Pereira Barros da Cunha Pereira

UMinho | 2026

Universidade do Minho
Escola de Economia, Gestão e
Ciência Política

Isabel Teresa Pereira Barros da Cunha Pereira

Projeto de Investimento para a Expansão da Clínica Saúde Plus: Análise Comparativa numa Abordagem Financeira e Estratégica

Trabalho de Projeto
Mestrado em Gestão de Unidades de Saúde

Trabalho efetuado sob a orientação da
Professora Doutora Cristiana Cerqueira Leal

Abril de 2026

DIREITOS DE AUTOR E CONDIÇÕES DE UTILIZAÇÃO DO TRABALHO POR TERCEIROS

Este é um trabalho académico que pode ser utilizado por terceiros desde que respeitadas as regras e boas práticas internacionalmente aceites, no que concerne aos direitos de autor e direitos conexos. Assim, o presente trabalho pode ser utilizado nos termos previstos na licença abaixo indicada. Caso o utilizador necessite de permissão para poder fazer um uso do trabalho em condições não previstas no licenciamento indicado, deverá contactar o autor, através do RepositóriUM da Universidade do Minho.



Atribuição-NãoComercial-SemDerivações
CC BY-NC-ND
https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/

Aos meus filhos...

Dedico este trabalho a vocês, que tantas vezes sentiram a minha ausência e a minha atenção dividida, ao longo deste percurso. Agradeço-vos a resiliência e o amor com que, mesmo sem plena consciência do peso desta etapa, me permitiram continuar. Que um dia possam olhar para esta etapa não apenas como um período de maior distância, mas como um exemplo de empenho, esforço e dedicação. Que compreendam que a ambição por mais conhecimento exige sacrifício, disciplina e persistência, mas que é também uma forma de crescer, de servir melhor os outros e de construir um futuro com mais consciência e propósito.

Este trabalho também vos pertence, porque cada conquista aqui alcançada foi construída com o tempo que tantas vezes vos roubei e porque foi feito com o amor que vos tenho e com a esperança de vos deixar, como legado, a importância de nunca desistirem de aprender, de se superarem e de acreditarem no valor do trabalho realizado com compromisso e paixão.

AGRADECIMENTOS

A concretização deste trabalho representa o culminar de um percurso exigente, marcado por esforço, dedicação e muitos momentos de superação. Apesar de ser um caminho académico individual, nunca foi um caminho percorrido de forma solitária. Por isso, deixo aqui o meu sincero agradecimento a todos aqueles que, de diferentes formas, contribuíram para que esta etapa fosse possível.

Em primeiro lugar, agradeço ao meu marido, Tiago. Sem o seu apoio, compreensão e presença constantes, não teria sido possível chegar até aqui. Foi muitas vezes nele que encontrei a força necessária para continuar, mesmo nos momentos de maior cansaço, dúvida ou exigência. O seu suporte, silencioso em tantos momentos, mas sempre essencial, foi determinante para que eu conseguisse conciliar este percurso académico com as restantes dimensões da minha vida.

Ao meu colega e amigo Rui, agradeço o companheirismo, a motivação e o apoio constante ao longo desta caminhada. Foi um verdadeiro companheiro de luta, sempre presente nos momentos de maior pressão. A sua amizade e capacidade de tornar este percurso menos solitário foram fundamentais para manter o ânimo, a disciplina e a confiança até ao fim.

Agradeço, também, à minha família e aos meus amigos, que compreenderam, com tolerância, a minha ausência e me motivaram, em cada conversa, a continuar com determinação. O vosso apoio, as palavras de consolo e a compreensão nos momentos em que precisei de me afastar foram importantes para que me mantivesse firme e focada neste objetivo.

À minha orientadora, Professora Doutora Cristiana Cerqueira Leal, deixo o meu sincero agradecimento pela orientação, disponibilidade e rigor ao longo deste trabalho. As suas sugestões, comentários e exigência académica foram fundamentais para melhorar a qualidade deste projeto, ajudando-me a clarificar ideias, consolidar a estrutura do trabalho e aprofundar a reflexão crítica. Agradeço-lhe, em particular, o acompanhamento construtivo, que contribuiu de forma decisiva para a concretização desta etapa.

A todos, o meu profundo e sentido obrigada.

DECLARAÇÃO DE INTEGRIDADE

Declaro ter atuado com integridade na elaboração do presente trabalho académico e confirmo que não recorri à prática de plágio nem a qualquer forma de utilização indevida ou falsificação de informações ou resultados em nenhuma das etapas conducente à sua elaboração.
Mais declaro que conheço e que respeitei o Código de Conduta Ética da Universidade do Minho.

DECLARAÇÃO DE USO DE FERRAMENTAS DE INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL (IA)

Declaro ter atuado com integridade na elaboração do presente trabalho académico e confirmo que não recorri a qualquer forma de utilização indevida de ferramentas de Inteligência Artificial (IA), nem à falsificação ou omissão de informações, fontes, dados, resultados ou processos em nenhuma das etapas conducentes à sua elaboração.
Declaro ainda que qualquer utilização de ferramentas de IA foi feita de forma transparente e responsável, encontrando-se devidamente assinalada/descrita no trabalho, e que procedi à verificação crítica da exatidão do conteúdo produzido com o seu apoio, assumindo integralmente a responsabilidade pelo que submeto.
Mais declaro que conheço e que respeitei o Código de Conduta Ética da Universidade do Minho, bem como as normas aplicáveis de integridade académica e de proteção de dados.

RESUMO

O presente Trabalho de Projeto desenvolve uma análise comparativa de alternativas de expansão da Clínica Saúde Plus (CSP), num contexto em que a organização enfrenta limitações de capacidade instalada e necessita de tomar uma decisão estruturada sobre o seu crescimento futuro. O problema de gestão centra-se na identificação da alternativa de investimento e da respetiva estrutura de financiamento que melhor conciliam criação de valor, controlo do risco, exequibilidade estratégica e sustentabilidade financeira. Para tal, o estudo formula uma comparação entre cinco alternativas mutuamente exclusivas: fusão, aquisição, expansão orgânica para novas instalações e duas soluções híbridas que combinam integração horizontal com expansão física.

Metodologicamente, é um estudo de caso comparativo e aplicado, com predominância de análise quantitativa. A avaliação é desenvolvida com base em projeções de fluxos de caixa incrementais, estimação do custo médio ponderado do capital, aplicação do modelo Discounted Cash-Flow (DCF) e utilização complementar de indicadores como o VAL, a TIR, o *payback* e o índice benefício-custo. A robustez dos resultados é ainda testada por meio de análise de sensibilidade, análise de cenários e análise de *breakeven*, recorrendo a dados secundários e primários relevantes para a realidade da CSP e do seu contexto competitivo.

Os resultados permitem concluir que a expansão orgânica para novas instalações é a alternativa que melhor responde ao problema de gestão identificado, por apresentar a maior criação de valor incremental para os sócios, um perfil de risco mais controlável e maior compatibilidade com a preservação da autonomia estratégica e do controlo societário. Em contraste, a aquisição sem expansão evidencia destruição de valor incremental nas condições modelizadas, enquanto as alternativas de fusão, embora potencialmente geradoras de valor em certos cenários, permanecem mais dependentes de alinhamento societário e libertação efetiva de sinergias. As soluções combinadas de integração horizontal com expansão sugerem potencial adicional de criação de valor, mas também agravam materialmente o risco financeiro e a complexidade de execução. A análise de risco reforça esta conclusão, já que, na alternativa recomendada, a sensibilidade do VAL é particularmente elevada face à concretização das vendas e serviços prestados e ao controlo dos fornecimentos e serviços externos, sobretudo dos encargos com prestadores de serviços. Para além da sua utilidade prática no caso estudado, o trabalho oferece um contributo metodológico relevante para a análise de decisões de expansão em prestadores privados de cuidados de saúde em ambulatório de pequena e média dimensão.

Palavras-Chave: Avaliação económico-financeira; Clínicas privadas de ambulatório; Expansão orgânica; Integração horizontal.

ABSTRACT

This Work Project develops a comparative analysis of expansion alternatives for Clínica Saúde Plus (CSP), in a context in which the organisation faces installed capacity constraints and needs to make a structured decision regarding its future growth. The management problem focuses on identifying the investment alternative and corresponding financing structure that best reconcile value creation, risk control, strategic feasibility, and financial sustainability. To this end, the study compares five mutually exclusive alternatives: merger, acquisition, organic expansion to new premises, and two hybrid solutions combining horizontal integration with physical expansion.

Methodologically, this is an applied comparative case study, with a predominance of quantitative analysis. The evaluation is based on projections of incremental cash flows, estimation of the weighted average cost of capital (WACC), application of the Discounted Cash Flow (DCF) model, and the complementary use of indicators such as Net Present Value (NPV), Internal Rate of Return (IRR), payback period, and the benefit-cost ratio. The robustness of the results is further tested through sensitivity analysis, scenario analysis, and breakeven analysis, drawing on both secondary and primary data relevant to CSP's specific context and competitive environment.

The results support the conclusion that organic expansion to new premises is the alternative that best addresses the management problem identified, as it delivers the highest incremental value creation for the shareholders, a more controllable risk profile, and greater compatibility with the preservation of strategic autonomy and ownership control. By contrast, acquisition without expansion reveals incremental value destruction under the modelled conditions, while the merger alternatives, although potentially value-generating under certain scenarios, remain more dependent on shareholder alignment and the effective realisation of synergies. The combined solutions involving horizontal integration and expansion suggest additional value-creation potential, but they also materially increase financial risk and execution complexity. The risk analysis reinforces this conclusion, since, in the recommended alternative, NPV sensitivity is particularly high regarding the achievement of projected sales and service revenues and the control of external supplies and services, especially fees paid to service providers. Beyond its practical usefulness in the case under study, this work offers a relevant methodological contribution to the analysis of expansion decisions in small and medium-sized private outpatient healthcare providers.

Keywords: Economic and Financial Evaluation; Private Outpatient Clinics; Organic Expansion; Horizontal Integration.

ÍNDICE

Agradecimentos iv
Resumo vi
Abstract vii
Lista de Tabelas x
Lista de Figuras xiii
Lista de Abreviaturas e Siglas xiv
1. Introdução 1
1.1 Enquadramento 1
1.2 Apresentação da Organização 3
1.3 Problema de Gestão e Questão de Investigação 5
1.4 Objetivos 6
1.5 Hipóteses do Estudo 6
1.6 Estrutura do Trabalho 7
2. Caracterização da CSP e do Contexto Competitivo 8
2.1 Organização 8
2.2 Recursos 10
2.3 Portefólio de Serviços 12
2.4 Indicadores de Atividade e Desempenho 14
2.5 Contextualização de Mercado 16
2.6 Posicionamento da CSP 18
3. Revisão de Literatura 20
3.1 Decisões de Investimento e Avaliação Financeira 20
3.2 Estrutura e Custo de Capital 22
3.3 Risco e Robustez da Avaliação 27
3.4 Estratégias de Crescimento: Expansão Orgânica vs. Integração Horizontal 28
3.5 Análise Estratégica e SWOT 33
3.6 Lacunas na Literatura E Contribuição Esperada Do Trabalho 35
4. Metodologia 37
4.1 Desenho do Estudo 37
4.2 Fontes de dados e critérios de seleção 38

4.3 Construção das Alternativas 41
4.4 Modelo de Avaliação Económico-Financeira 43
4.5 Análise de Risco 51
4.6 Questões Éticas e de Confidencialidade 52
5. Resultados da análise de dados 53
5.1 Baseline 53
5.2 Alternativa 1: Fusão 61
5.3 Alternativa 2: Aquisição 64
5.4 Alternativa 3: Expansão Orgânica 67
5.5 Alternativa 4: Aquisição com Expansão 69
5.6 Alternativa 5: Fusão com Expansão 71
5.7 Comparação das Alternativas 74
5.8 Análise de Risco 75
6. Discussão e Recomendações 77
6.1 Comparação Final das Alternativas 77
6.2 Leitura Estratégica 80
6.3 Recomendações Práticas 83
6.4 Contributo dos Resultados para a Resolução do Problema 86
7. Conclusão 90
8. Referências 96
9. Apêndices 99

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Principais Indicadores Financeiros e Operacionais da CSP (2024) 4
Tabela 2 - Principais indicadores financeiros da CSP. 12
Tabela 3 - Principais especialidades por valor e número de atos. 13
Tabela 4 - Perfil do utente da CSP, segundo o critério padrão de utilização. 15
Tabela 5 - Despesa corrente (milhões de euros). Fonte: INE 17
Tabela 6 - Estimação do mercado de saúde de prestadores privados em Guimarães. 18
Tabela 7 - Estrutura de Capital do Setor de Hospitais e Infraestruturas de Saúde na Europa em 2025 (valores em USD). 26
Tabela 8 - Modelo das Estratégias Competitivas Genéricas de Porter (adapt. de Santos, 2008). 34
Tabela 9 - Critérios de seleção da amostra. 41
Tabela 10 - Resumo das características das diferentes alternativas. 42
Tabela 11 - Conversão das taxas de referência de USD para EUR. 44
Tabela 12 - Distribuição de custos de financiamentos e *spread* obtidos pelas empresas do setor em 2024. 47
Tabela 13 - Variáveis utilizadas em análise de sensibilidades 51
Tabela 14 - Variáveis utilizadas em análise de cenários. 51
Tabela 15 - Comparação de elementos do balanço das empresas da amostra, referentes a 2024. 54
Tabela 16 - Estimação do Custo do Capital Próprio, Custo do Capital Alheio e WACC. 55
Tabela 17 - Taxas de crescimento em perpetuidade usadas. 56
Tabela 18 - Taxas de variação anual das vendas e serviços prestados. 59
Tabela 19 - Avaliações das empresas. 60
Tabela 20 - *Equity Value* pós-fusão e quotas correspondentes aos sócios de cada empresa. 61
Tabela 21 - Taxas de variação anual das vendas e serviços prestados das projeções de fusão CSP + IP. 62
Tabela 22 - Custo de Capital do cenário de fusão CSP + IP. 63
Tabela 23 - Resultados da avaliação da Fusão CSP + IP. 63
Tabela 24 - Taxas de variação anual das vendas e serviços prestados da alternativa Aquisição. 65
Tabela 25 - Custo de Capital do cenário de aquisição do IP. 66
Tabela 26 - Resultados da avaliação da aquisição. 66
Tabela 27 - Custo de Capital do cenário de expansão orgânica. 67

Tabela 28 - Projeções de dados operacionais para estimar variação anual de vendas e serviços prestados. 68
Tabela 29 - Resultados da avaliação da expansão orgânica. 69
Tabela 30 - Taxas de variação anual das vendas e serviços prestados da aquisição com expansão. ... 70
Tabela 31 - Estimação dos custos de capital na alternativa de aquisição com expansão. 71
Tabela 32 - Resultados da avaliação da aquisição com expansão. 71
Tabela 33 - Estimação da taxa de juro no cenário de fusão com expansão. 72
Tabela 34 - Taxas de variação anual das vendas e serviços prestados das projeções de fusão com expansão. 73
Tabela 35 - Resultados da avaliação da fusão com expansão. 73
Tabela 36 - Quadro comparativo dos resultados das avaliações. 74
Tabela 37 - Quadro de Resultados da Análise de Sensibilidades à Expansão Orgânica. 75
Tabela 38 - Quadro resumo da análise de cenários à alternativa de expansão orgânica. 75
Tabela 39 - Estimação de *breakeven* operacional e de *breakeven* financeiro para expansão orgânica. 76
Tabela 40 - Análise SWOT clássica da CSP. 80
Tabela 41 - Matriz TOWS aplicada à CSP. 82
Tabela 42 - Proposta de KPIs 84
Tabela 43 - Roteiro para a integração temporal das recomendações estratégicas 85
Tabela 44 - Avaliação de cumprimento dos Objetivos Específicos 86
Tabela 45 - Avaliação de cumprimento das Questões de Investigação Específicas 87
Tabela 46 - Estimação dos Custos de Capital 100
Tabela 47 - Estimação do Balanço Resultante dos Projetos 100
Tabela 48 - Projeção dos FCD para *baseline* CSP 101
Tabela 49 - Projeção dos FCD para baseline Cruz Azul 102
Tabela 50 - Projeção dos FCD para baseline Casa de Saúde do Povo de Guimarães 103
Tabela 51 - Projeção dos FCD para baseline Instituto Piaget 104
Tabela 52 - Projeção dos FCD para Alternativa 1: Fusão, com Instituto Piaget 105
Tabela 53 - Projeção dos FCD para Alternativa 2: Aquisição de Instituto Piaget 106
Tabela 54 - Projeção dos FCD para Alternativa 3: Expansão Orgânica 107
Tabela 55 - Projeção dos FCD para Alternativa 4: Aquisição do Instituto Piaget com Expansão 108
Tabela 56 - Projeção dos FCD para Alternativa 5: Fusão com Instituto Piaget com Expansão 109
Tabela 57 - Projeção dos FCD para cálculo do *breakeven* operacional 110

Tabela 58 - Projeção dos FCD para cálculo do breakeven financeiro 111
Tabela 59 - Projeção dos FCD para Análise de Cenário Pessimista 112
Tabela 60 - Projeção dos FCD para Análise de Cenário Otimista 113
Tabela 61 - Projeção de mapa de pagamento de financiamentos para Alternativa 3: Expansão 114

Lista de Figuras

Figura 1 - Evolução do número de utentes da CSP e concelho de residência. 14
Figura 2 - Evolução dos utentes por idade média e com 65+ anos. 14
Figura 3 - Evolução das Vendas e Serviços Prestados da CSP (Fonte: IES). 15
Figura 4 - Representação da moderna teoria da estrutura ótima de capital (Abeywardhan, 2017). 25
Figura 5 - Síntese do fluxo das fases do trabalho. 43
Figura 6 - Size Premium segundo dimensão. Fonte: Harrington et al., 2024. 46

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B/C	Relação de Benefício-Custo
CAPEX	Custo do investimento de capital
CAPM	Modelo de avaliação de ativos financeiros (*Capital Assets Pricing Model*)
CSP	Clínica Saúde Plus
DCF	*Discounted Cash-Flow*
ERP	Software de gestão empresarial, formalmente, *Enterprise Resource Planning*
F&A	Fusões e Aquisições (M&A)
FCFF	Fluxos de caixa livres para a empresa (*Free Cash-Flow to the Firm*)
OPEX	Custo do investimento operacional
Payback	Período de recuperação de investimento
SNS	Serviço Nacional de Saúde
TI	Tecnologias da Informação
TIR	Taxa Interna de Rendibilidade
VAL	Valor Atual Líquido
WACC	Custo Médio Ponderado do Capital (*Weighted Average Cost of Capital*)

1. INTRODUÇÃO

1.1 Enquadramento

O tema de investigação proposto para o presente trabalho de projeto é a avaliação comparativa de alternativas de investimento e crescimento empresarial no setor privado da saúde, especificamente focado na decisão de expansão da Clínica Saúde Plus (CSP).

A relevância deste estudo assume especial importância dada a atual conjuntura do setor da saúde em Portugal, onde as decisões de investimento estratégico assumem particular criticidade face às pressões concorrenciais, às exigências crescentes da procura por cuidados de saúde de qualidade e à resposta pouco equitativa e até deficitária por parte do atual Sistema Nacional de Saúde (SNS). O setor privado da saúde em Portugal tem registado um crescimento substancial nas últimas décadas, consolidando-se como um pilar essencial do sistema de saúde português (Gouveia, 2022). A despesa corrente em saúde no país cresceu 8,7% em 2024, atingindo cerca de 29,2 mil milhões de euros, com um contributo significativo dos prestadores privados (Instituto Nacional de Estatística, 2025c). Em 2023, a despesa corrente em prestadores privados de cuidado de saúde em ambulatório registou um aumento de 7,3%, em contraste com uma diminuição de 12,7% nos prestadores públicos de cuidados de saúde em ambulatório (idem). Investigação sobre investimentos em cuidados de saúde em Portugal demonstra que cada €1 milhão investido no setor gera efeitos multiplicadores significativos, impulsionando o PIB em €20,45 milhões e criando 188 empregos líquidos (Pereira et al., 2019). Estes estudos concluem que, embora apenas 28,2% do aumento acumulado do PIB ocorra no primeiro ano, o investimento apresenta um efeito significativo de longo prazo. Esta evidência empírica reforça a importância de considerar não apenas os retornos diretos, mas também os impactos socioeconómicos mais amplos dos investimentos em saúde.

O relatório da Confederação Empresarial de Portugal (Mendes & André, 2017) sobre a organização, concorrência e regulação do setor da saúde português, evidencia características específicas que influenciam as decisões de investimento. O setor privado da saúde tem assumido um papel crescente, com forte presença em cuidados ambulatórios especializados e meios complementares de diagnóstico e terapêutica. Portugal surge como o quinto país da OCDE em que os pagamentos diretos das famílias (*out-of-pocket*) mais pesam no consumo final das famílias (4,9%), bem acima da média de 3,2% (OECD, 2025b). Portugal é também o país em que uma maior fatia destes pagamentos *out-of-pocket* é

direcionada para serviços de saúde de ambulatório (OECD, 2025b). Dados que demonstram que a crescente procura por cuidados privados decorre não apenas de estratégias empresariais, mas também de falhas estruturais do SNS, particularmente em termos de tempos de espera e acessibilidade a cuidados especializados.

Esta necessidade de recurso a cuidados de saúde privados reflete-se também nos seguros de saúde privados. Considerando que o SNS tem uma natureza universal, a OCDE classifica esta procura por seguros de saúde em Portugal como voluntária e duplicada (OECD, 2025b). Desde o final da pandemia, a despesa nominal com seguros de saúde voluntários tem crescido a uma taxa média superior a 10%, tanto a nível da despesa agregada, como medida *per capita* (OECD, 2025a). A OCDE demonstra também que, na década entre 2013 e 2023, a população com dupla cobertura de seguro de saúde cresceu de 20,9% para 35,4%, um aumento de quase 15 pontos percentuais (OECD, 2025a).

Verifica-se, portanto, que o setor da saúde privada atravessa um período de profunda transformação, caracterizado por uma dupla dinâmica de crescimento e intensificação da concorrência. Por um lado, a procura por cuidados de saúde privados tem registado um aumento sustentado, impulsionado por fatores estruturais como o envelhecimento demográfico, o aumento da prevalência de doenças crónicas e as limitações de capacidade de resposta do Serviço Nacional de Saúde (Barros, 2023). Por outro lado, o mercado assiste a um movimento de consolidação, com a expansão de grandes grupos hospitalares nacionais (Eco, 2025) que, através de aquisições e da construção de novas unidades, reconfiguram o panorama competitivo, especialmente na região Norte do país. Neste ambiente complexo e dinâmico, as decisões de investimento estratégico deixam de ser meras oportunidades de crescimento para se tornarem imperativos de sobrevivência e sustentabilidade a longo prazo para os operadores independentes. As unidades de saúde privadas de média dimensão enfrentam o desafio de encontrar estratégias empresariais que lhes permitam manter a competitividade, responder ao aumento da procura e assegurar a sua viabilidade futura num mercado em constante evolução.

Do ponto de vista da prática de gestão (relevância prática), o estudo desenvolve um modelo de análise para apoiar a administração da CSP na escolha da alternativa de expansão que maximize a criação de valor, ponderando retorno, risco e adequação estratégica. A utilidade do projeto decorre de um problema real: a capacidade instalada atual limita o crescimento da clínica e exige uma decisão estruturada sobre expansão. Assim, o trabalho procura reduzir a incerteza, apoiar a alocação de recursos e fundamentar tecnicamente a decisão. Isto corresponde à finalidade da investigação aplicada, que visa responder, melhorar e resolver problemas concretos de uma organização.

Do ponto de vista da investigação académica (relevância científica), o projeto contribui para o aprofundamento do conhecimento na área da gestão de unidades de saúde, particularmente no domínio das estratégias empresariais de prestadores privados de cuidados de saúde de pequena e média dimensão, contribuindo assim para a evidência científica, na área da gestão de unidades de saúde, ao focar-se num segmento menos explorado da literatura: as estratégias de crescimento de prestadores privados de cuidado de saúde de pequena e média dimensão.

A literatura existente tende a concentrar-se em grandes sistemas e unidades hospitalares, existindo uma lacuna no que toca à realidade de clínicas como a CSP. O trabalho demonstra compromisso académico ao integrar metodologias com aplicação de ferramentas de análise que integram modelos financeiros tradicionais, como o modelo dos *cash-flows* descontados (*Discounted Cash-Flow*, DCF), o custo de capital e a estrutura de financiamento (capital próprio vs. capital alheio), com abordagens que valorizam a flexibilidade estratégica em cenários de incerteza e análise de risco. Assim, constitui um contributo para a gestão de unidades de saúde, uma vez que enriquece o debate sobre como as unidades de saúde podem tomar decisões de investimento mais informadas e resilientes.

1.2 Apresentação da Organização

A organização objeto de estudo neste projeto é a CSP, uma unidade de saúde privada com atividade de ambulatório e com uma estrutura organizacional relativamente simples, o que reflete a sua dimensão e objetivos estratégicos. A CSP dispõe de uma oferta diversificada de especialidades médicas, valências técnicas, alguns exames complementares de diagnóstico e procedimentos minimamente invasivos, tendo em 2024 realizado 9720 consultas, sendo que 25% são relativas à especialidade de Psiquiatria, 16% à especialidade de Psicologia e 10% à especialidade de Nutrição.

A organização enfrenta, atualmente, desafios relacionados com a elevada taxa de ocupação, que limita a capacidade de resposta ao aumento da procura e à expansão da oferta de serviços, o que representa uma fraqueza que, por si só, torna a expansão uma necessidade estratégica. Com apenas seis consultórios numa área de 130m^2 e uma taxa de ocupação de 72%, a clínica opera próximo do limite operacional máximo, impossibilitando o crescimento do volume de utentes e a diversificação da oferta de serviços. Esta limitação é agravada pela dependência de parceiros externos para exames complementares de diagnóstico mais complexos e por uma elevada concentração da receita num número limitado de especialidades, o que potencia a incerteza, uma vez que gera riscos para a criação de valor com segurança e de forma consistente e estável.

As forças da CSP sustentam a sua capacidade para investir. Em termos de indicadores financeiros (resumidos na tabela 1), a CSP apresentou, em 2024, vendas e serviços prestados de 530 787€, um crescimento de 11,50% face ao ano anterior. Com capitais próprios de 98 583€, um ativo total de 142 461€ e um rácio de autonomia financeira de 69.20%, a CSP apresenta forte solidez e baixo endividamento. Esta saúde financeira é complementada pela excelência operacional da CSP que se materializa em indicadores de qualidade superiores, como uma reputação de excelência, evidenciada por um *Net Promoter Score* de 78, posicionando-a no quartil superior do setor no que à satisfação dos serviços prestados diz respeito, uma taxa de retenção de utentes de 69% e uma notável estabilidade do seu corpo clínico, com uma taxa de retenção de profissionais superior a 85%, indicadores que evidenciam a qualidade do serviço prestado e a confiança depositada tanto por utentes como por profissionais. Esta lealdade, tanto de utentes como do corpo clínico, é um ativo intangível de enorme valor.

Categoria	Indicador	Valor
Financeira	Volume de Negócios	530 787 €
	Ativo Total	142 461 €
	Capital Próprio	98 583 €
	Passivo Total	43 879 €
	Margem EBITDA	8,93%
	Rácio de Solvabilidade	224,67%
	Autonomia Financeira	69,20%
Operacional	N.º de Colaboradores Efetivos	4
	N.º de Profissionais de Saúde	45
	N.º de Consultórios	6
	Taxa de Ocupação	72%
Desempenho	N.º de Consultas	9 720
	Net Promoter Score	78

Tabela 1 - Principais Indicadores Financeiros e Operacionais da CSP (2024)

Ou seja, a situação atual da CSP é marcada por um paradoxo estratégico: as suas forças internas, a solidez financeira e reputação de excelência, conferem-lhe capacidade para investir, enquanto as suas fraquezas, como a limitação física e receita concentrada em poucas especialidades, tornam a expansão uma necessidade estratégica imperativa para assegurar a sua competitividade futura. A decisão de não expandir poderá resultar em estagnação e eventual perda de quota de mercado, enquanto a expansão inadequada poderá comprometer a solidez financeira que constitui uma das suas principais vantagens competitivas.

1.3 Problema de Gestão e Questão de Investigação

O problema de gestão que se coloca à administração da CSP e que este trabalho de projeto pretende abordar relaciona-se com a ausência de uma avaliação económico-financeira estruturada para a seguinte questão:

Perante as limitações de capacidade atuais e as oportunidades de crescimento do mercado, qual a alternativa de investimento e a respetiva estrutura de financiamento que oferece a combinação ótima de retorno financeiro, flexibilidade estratégica e mitigação de risco, de modo a assegurar o crescimento sustentável da CSP a longo prazo?

Esta questão relaciona o problema de gestão com a teoria existente, isto porque, o problema de gestão não é meramente descritivo (*intelligence gathering*), mas procura explicações e comparações para fundamentar uma decisão, o que o torna dependente da teoria.

A complexidade do problema reside na necessidade de avaliar múltiplas dimensões de forma integrada:

Dimensão Financeira: Viabilidade económica, estrutura de financiamento ótima, impacto no custo de capital e benefícios fiscais do endividamento.

Dimensão Operacional: Riscos de integração, disrupção das operações existentes, tempo de implementação e gestão da mudança.

Dimensão Estratégica: Flexibilidade futura, posicionamento competitivo, capacidade de resposta a alterações do mercado e opções de crescimento subsequentes.

Dimensão da Estrutura de Capital: A CSP opera atualmente com uma estrutura de capital extremamente conservadora (69,20% de autonomia financeira). A decisão de expansão representa uma oportunidade crítica para otimizar esta estrutura, aproveitando benefícios fiscais do endividamento e reduzindo o custo médio ponderado de capital.

A ausência de uma metodologia estruturada para esta avaliação comparativa multicritério constitui o problema de gestão específico que motiva este trabalho de projeto, dada a criticidade desta decisão para a sustentabilidade e competitividade futura da organização. Para resolver o problema espera-se responder, especificamente, às seguintes questões de investigação específicas:

Q1: Qual a viabilidade económico-financeira de cada uma das alternativas de expansão?

Q2: Que alternativa de expansão maximiza a criação de valor para os proprietários?

Q3: Quais os principais fatores de risco e as variáveis críticas de sucesso de cada alternativa?

Q4: Como se comparam os indicadores de rentabilidade e risco entre as alternativas?

Q5: Que recomendações estratégicas devem orientar a decisão de expansão da CSP?

1.4 Objetivos

O objetivo deste projeto é desenvolver uma avaliação de projetos de investimento com carácter estratégico, robusto, multicritério e aplicável à realidade da CSP, permitindo comparar de forma fundamentada as alternativas de expansão por integração horizontal (F&A) de uma unidade de saúde existente e/ou por expansão orgânica com passagem para novas instalações, de modo a fornecer à administração uma ferramenta de apoio à decisão para a escolha da alternativa mais adequada para maximizar o valor da CSP e consequente retorno do investimento aos proprietários.

Assim, pretende-se alcançar os seguintes objetivos específicos:

OE1: Caracterizar o contexto competitivo do mercado de saúde privada regional, identificando oportunidades de crescimento e fatores determinantes da procura.

OE2: Desenvolver projeções financeiras detalhadas para cada alternativa de expansão, incluindo investimento inicial, fluxos de caixa operacionais e valor residual.

OE3: Analisar as opções de financiamento (capital próprio vs. capital alheio) para cada alternativa, avaliando o impacto no WACC, no risco financeiro e nos benefícios fiscais.

OE4: Aplicar metodologias de avaliação económico-financeira tradicionais (valor atual líquido - VAL; taxa interna de rendibilidade – TIR; período de recuperação do investimento ou *payback*; índice de rendibilidade - B/C).

OE5: Realizar análises de risco para testar a robustez dos resultados face a variações nas premissas-chave, nomeadamente, análises de sensibilidade, cenários e *breakeven.*

OE6: Identificar as variáveis críticas de sucesso e os principais fatores de risco associados a cada alternativa de expansão.

OE7: Elaborar recomendações estratégicas fundamentadas para orientar a tomada de decisão da administração da CSP sobre a expansão do negócio, incluindo estratégias de mitigação de riscos e plano de implementação para a alternativa selecionada.

1.5 Hipóteses do Estudo

Face ao diagnóstico apresentado, o problema de gestão que se coloca à administração da CSP tem por base cinco hipóteses de expansão, a serem analisadas e estudadas, cada uma representando caminhos estratégicos distintos com perfis de risco e retorno diferenciados. Todas estas alternativas serão consideradas como projetos mutuamente exclusivos e com fluxos de caixa convencionais (Leal, 2025; Ross et al., 2018). No decorrer da análise vão-se eliminando as alternativas que não apresentem

vantagens até ser definida a melhor alternativa e será esta que será estudada aprofundadamente para definir as recomendações.

Alternativa 1: Fusão com unidade existente com integração nas instalações atuais

Envolve a união com outra clínica, com a operação centralizada nas instalações atuais da empresa com que se funde, para otimização de recursos.

Alternativa 2: Aquisição de unidade existente com integração nas instalações atuais

Implica a compra de uma clínica concorrente ou complementar, integrando a sua carteira de utentes, corpo clínico e serviços nas instalações já existentes da empresa adquirida.

Alternativa 3: Expansão Orgânica para Novas Instalações

Consiste na deslocalização da CSP para um novo espaço de maior dimensão, com provável necessidade de obra interior, permitindo a expansão da oferta através de crescimento interno.

Alternativa 4: Aquisição de Unidade Existente + Expansão Orgânica (Modelo Híbrido)

Combina a compra de outra clínica com a mudança de ambas as operações para uma nova infraestrutura comum.

Alternativa 5: Fusão com Unidade Existente + Expansão Orgânica (Modelo Híbrido)

Processo de fusão com outra clínica em instalações novas e ampliadas.

1.6 Estrutura do Trabalho

O trabalho remanescente segue a seguinte organização: o Capítulo 2 apresenta a CSP e o respetivo contexto competitivo, incluindo a organização, os recursos, o portefólio de serviços, os indicadores de atividade e desempenho, o mercado e o posicionamento da clínica; o Capítulo 3 desenvolve a revisão de literatura, incidindo sobre decisões de investimento e avaliação financeira, estrutura e custo de capital, risco e robustez da avaliação, estratégias de crescimento e análise estratégica; o Capítulo 4 expõe a metodologia adotada, incluindo o desenho do estudo, as fontes de dados, os critérios de seleção, a definição das alternativas, o modelo de avaliação económico-financeira, a análise de risco e as questões éticas e de confidencialidade; o Capítulo 5 apresenta os resultados da análise de dados, incluindo a avaliação *baseline*, a análise das alternativas de expansão, a comparação entre alternativas e a análise de risco; o Capítulo 6 procede à discussão dos resultados e à formulação de recomendações, articulando a comparação final das alternativas, a leitura estratégica e as implicações práticas para a administração da CSP. Por fim, o Capítulo 7 apresenta a conclusão do trabalho, sintetizando a resposta ao problema de gestão e os principais contributos do estudo.

2. CARACTERIZAÇÃO DA CSP E DO CONTEXTO COMPETITIVO

A CSP foi fundada em 2011 em Guimarães, com o objetivo de colmatar uma necessidade no mercado local: oferecer serviços de saúde especializados, integrados e holísticos, na área da medicina convencional e não convencional, com foco na qualidade e proximidade aos utentes.

A sua localização na Avenida de São Gonçalo, em pleno centro da cidade de Guimarães e nas traseiras do Hospital Nossa Senhora da Oliveira (unidade hospitalar da Unidade Local de Saúde do Alto Ave), confere-lhe uma posição estratégica que lhe confere fácil acesso à população da cidade e arredores, bem como ao corpo clínico que trabalha no Hospital e na CSP. Esta localização privilegiada representa um fator diferenciador no mercado da saúde local. Em termos de cobertura geográfica, a CSP tem como principal área de influência o concelho de Guimarães, embora também atraia utentes dos concelhos limítrofes como: Vizela, Fafe, Santo Tirso, Vila Nova de Famalicão e Braga. Esta capacidade de atração resulta da qualidade dos serviços prestados e da reputação positiva que a clínica tem construído ao longo dos anos.

Ao longo da sua trajetória, a CSP registou marcos evolutivos notáveis, refletindo uma consolidação progressiva no mercado regional. Iniciando com um volume de negócios modesto de aproximadamente 24 mil euros em 2011, a clínica expandiu-se de forma consistente, atingindo cerca de 531 mil euros em 2024, com uma taxa de crescimento médio anual composta de cerca de 25% entre 2011 e 2024. Estes valores superam a taxa de crescimento médio anual composta de 5% do total das empresas privadas prestadoras de cuidados de saúde em ambulatório em Portugal (Banco de Portugal, 2025).

2.1 Organização

2.1.1 Identidade

A identidade corporativa da CSP assenta em três pilares fundamentais que orientam a sua atuação estratégica e operacional no mercado da saúde privada.

A missão da CSP é prestar cuidados de saúde de excelência, potenciadores de bem-estar, melhoria da saúde e qualidade de vida, oferecendo, à população de Guimarães e região envolvente, assistência médica especializada e integrada, em ambiente institucional, ambulatório e domiciliário, com foco na personalização do atendimento e na proximidade ao utente, bem como, promover a prevenção de doenças e educação em saúde. Esta missão reflete o compromisso da CSP em oferecer serviços de saúde de alta qualidade, valorizando o atendimento personalizado como fator diferenciador, para

construir relações duradouras com os utentes, contribuir para a saúde e bem-estar da comunidade local, complementando a oferta de cuidados de saúde na região.

A visão da CSP é "Ser reconhecida como a clínica de referência em Guimarães na prestação de cuidados de saúde personalizados, aliando a excelência clínica à humanização do atendimento, e crescer de forma sustentada, mantendo os valores e a proximidade que nos distinguem", bem como, pretende posicionar-se como uma Unidade de Saúde reconhecida pela confiança. Esta visão traduz a ambição da CSP de se consolidar como referência no mercado local de saúde, crescendo de forma sustentada sem perder a essência e os valores que a caracterizam. A CSP destaca-se pela combinação de competência técnica com atendimento humanizado, através da personalização dos cuidados, sendo esta premissa a bandeira para manter a diferenciação face aos grandes grupos hospitalares.

No desenvolvimento da sua atividade, a CSP e os seus colaboradores regem-se pelos seguintes valores:

- **Excelência clínica**: Compromisso com os mais elevados padrões de qualidade na prestação de cuidados de saúde, apoiados na competência técnica dos profissionais e na atualização constante dos conhecimentos.
- **Humanização**: Tratamento dos utentes com dignidade, empatia e respeito, reconhecendo a dimensão humana da saúde e da doença.
- **Personalização**: Adaptação dos cuidados às necessidades específicas de cada utente, rejeitando abordagens padronizadas e valorizando a individualidade de cada pessoa.
- **Integridade:** Atuação baseada em princípios éticos e deontológicos rigorosos, com transparência em todos os processos e relações.
- **Confiança:** Construção de relações sólidas com os utentes, famílias, colaboradores e parceiros, baseada na credibilidade, consistência e segurança transmitidas ao longo do tempo, promovendo um ambiente de cuidado em que os *stakeholders* se sintam respeitados.
- **Responsabilidade social:** Contribuição ativa para a melhoria da saúde e bem-estar da comunidade, com sensibilidade para as questões sociais e ambientais.
- **Inovação:** Abertura a novas abordagens, tecnologias e metodologias que possam melhorar a qualidade dos serviços prestados e a experiência dos utentes.

2.1.2 Governação

A CSP está constituída como sociedade por quotas, com capital social detido por dois sócios, numa divisão de 51%/49%. Esta estrutura de responsabilidade limitada proporciona proteção patrimonial aos sócios enquanto mantém a flexibilidade característica das empresas de pequena e média dimensão. A

concentração acionista facilita o alinhamento estratégico e a rapidez na tomada de decisões, elementos críticos num mercado dinâmico como o da saúde privada.

O modelo de governança assenta em três órgãos diretivos complementares: a Direção Executiva, que é responsável pela gestão operacional e tomada de decisões com base nos dados disponibilizados pela Direção Financeira, que faz a gestão financeira e desenvolve indicadores para análise, e, depois, a Direção Técnica, responsável pela orientação técnica da clínica. A Direção Executiva está ao encargo de um dos sócios, que cumulativamente desenvolve atividade enquanto nutricionista, com a Direção Financeira sob responsabilidade do outro sócio. A Direção Técnica é responsável pela orientação técnica e qualidade clínica, sendo liderada por uma médica especialista, conforme exigência da ERS.

Abaixo dos órgãos de direção, a estrutura divide-se funcionalmente entre serviços clínicos e serviços de apoio. Os serviços clínicos englobam consultas de especialidade e valências técnicas, exames complementares de diagnóstico, procedimentos minimamente invasivos e análises clínicas. Os serviços de apoio incluem secretariado clínico, marketing e comunicação, contabilidade e sistemas de informação, com uma mistura de recursos humanos no quadro de pessoal, no secretariado clínico, e prestadores de serviços externos nos restantes.

A coordenação entre os diferentes serviços é assegurada através de reuniões periódicas entre a Direção Técnica, a Direção Executiva e os responsáveis de cada área. Esta abordagem permite manter a agilidade na tomada de decisões e garantir a coerência na prestação dos serviços.

2.2 Recursos

A CSP apresenta uma dimensão adequada ao posicionamento de clínica de proximidade e ambulatório multidisciplinar, com uma estrutura leve e flexível que permite responder rapidamente às necessidades do mercado local sem comprometer a qualidade assistencial.

2.2.1 Recursos Humanos

A gestão dos recursos humanos é assegurada num modelo híbrido de contratação que otimiza flexibilidade e custos. Em 2024, a CSP tinha um núcleo de 4 colaboradores efetivos em funções administrativas e de coordenação, aos quais se somavam 25 médicos especialistas em regime de prestação de serviços, 11 técnicos superiores de saúde (dos quais, 4 nutricionistas e 7 psicólogos), 1 técnico superior de diagnóstico e terapêutica (terapia da fala), 1 podologista, 1 psicomotricista, 1 enfermeira e 4 terapeutas não convencionais. Este modelo, baseado em acordos comissionais sobre

faturação mensal (prática *standard* no setor), permite oferecer uma diversidade de especialidades sem incorrer nos custos fixos associados à contratação permanente de especialistas.

A gestão da qualidade é uma preocupação transversal a toda a organização, sendo monitorizados regularmente indicadores como tempos de espera para entrada na consulta marcada, tempos de listas de espera, taxa de marcação de consultas subsequentes, taxa de desmarcação de consultas, satisfação dos utentes, reclamações e sugestões, e resultados clínicos.

A CSP mantém também parcerias estratégicas com laboratórios de análises clínicas e centros de imagiologia para complementar a sua oferta de serviços.

2.2.2 Infraestruturas e Equipamentos

A CSP opera em instalações situadas na Avenida de São Gonçalo, em Guimarães, com uma área útil de 130 m², que suporta atualmente 6 consultórios médicos, receção, sala de espera e área reservada a pessoal, possuindo uma taxa de ocupação de 72%. As instalações sanitárias são adaptadas a pessoas com mobilidade reduzida.

A localização central e a proximidade ao Hospital da Senhora da Oliveira conferem vantagens logísticas claras, facilitando a referenciação bidirecional de utentes e a colaboração com outras unidades de saúde.

2.2.3 Recursos Financeiros

A análise aprofundada da situação financeira da CSP revela uma dimensão estratégica que transcende a simples constatação de solidez. A sua estrutura financeira reflete a natureza de empresa de pequena dimensão com crescimento sustentado e gestão conservadora. Em 2024, o ativo total ascendia a aproximadamente 142 mil euros, com um rácio de autonomia financeira de 69,20%. Assim, a CSP financia a sua operação predominantemente com Capital Próprio (lucros acumulados), sendo o recurso a Capital Alheio (dívida) muito reduzido. Embora à primeira vista este rácio de autonomia financeira possa ser visto como um sinal de prudência e segurança, este indicador aponta para uma estrutura de capital extremamente conservadora e, potencialmente, subotimizada. Em finanças corporativas, esta abordagem acarreta um elevado custo de oportunidade, pois indica subutilização do potencial de alavancagem, embora confira à organização flexibilidade financeira para investimentos estratégicos.

A evolução dos principais indicadores financeiros entre 2021 e 2024 ilustra a trajetória de consolidação da clínica[1], conforme se ilustra na tabela 2. A recuperação pós-pandemia foi notória a partir de 2021, com taxas de crescimento do volume de negócios acima do setor. A margem EBITDA mantém-se estável, pese embora algumas oscilações, mas tem apresentado uma tendência crescente, se vista num horizonte temporal mais alargado, refletindo uma gestão eficiente dos custos operacionais e a capacidade de gerar resultados para reinvestimento futuro.

Ano	Volume de Negócios (€)	Ativo Total (€)	Capital Próprio (€)	Autonomia Financeira	EBITDA (€)	Margem EBITDA (%)
2019	338 559 €	35 237 €	20 107 €	57%	15 761 €	5%
2020	315 937 €	93 302 €	25 805 €	28%	10 533 €	3%
2021	422 560 €	119 867 €	47 341 €	39%	30 288 €	7%
2022	451 662 €	118 829 €	55 689 €	47%	19 597 €	4%
2023	476 136 €	118 066 €	73 375 €	62%	26 121 €	5%
2024	530 787 €	142 461 €	98 583 €	69%	47 395 €	9%

Tabela 2 - Principais indicadores financeiros da CSP.

As parcerias estratégicas com laboratórios de análises clínicas e centros de imagiologia permitem complementar a oferta sem necessidade de investimento direto em equipamentos de elevado custo, reforçando a sua agilidade e foco no *core business*: a consulta especializada e personalizada.

Com esta estrutura de recursos dimensionada, flexível e financeiramente sólida, a CSP encontra-se numa posição favorável para avaliar opções de expansão, seja orgânica (novos consultórios e especialidades) ou através de aquisição/fusão, como será analisado nos capítulos seguintes.

2.3 Portefólio de Serviços

A atividade da CSP centra-se na prestação de cuidados de saúde em ambulatório, abrangendo diversas especialidades médicas e técnicas, bem como serviços complementares. Não dispondo de internamento ou bloco operatório para atividade cirúrgica *major*, nem tendo muita procura para serviços ao domicílio, a clínica foca-se em três linhas principais de serviços: consultas externas, exames de diagnóstico (incluindo análises clínicas) e procedimentos minimamente invasivos.

A CSP disponibiliza várias consultas de especialidade, e são estas que constituem o seu *core business*, representando aproximadamente 70% da sua faturação anual. As cinco especialidades que constituem

[1] Neste projeto, optou-se por não incluir na análise financeira o ano de 2020 pelo enviesamento que causa, dada a especificidade e excecionalidade de um choque exógeno como a pandemia da COVID-19.

o *core* da atividade, em termos de volume de negócios têm sido, consistentemente, medicina dentária, neurologia, nutrição e psicologia. Já em número de atos realizados, repetem-se medicina dentária, nutrição e psicologia, sendo que, nestes quatro anos analisados, apenas em 2023 neurologia não constou da lista das cinco especialidades com mais atos. A tabela 3 sinaliza, para cada ano entre 2021 e 2024, o *ranking* das cinco especialidades com maior volume de faturação e atos realizados, a par com o peso relativo da soma destas especialidades no total da faturação e de atos da CSP.

	2021		**2022**		**2023**		**2024**	
	Faturação	**N.º de Atos**	**Faturação**	**N.º de Atos**	**Faturação**	**N.º de Atos**	**Faturação**	**N.º de Atos**
1	Psiquiatria	Nutrição	Psiquiatria	Nutrição	Psiquiatria	Psiquiatria	Psiquiatria	Psiquiatria
2	Nutrição	Psiquiatria	Nutrição	Psiquiatria	Nutrição	Nutrição	Medicina Dentária	Psicologia
3	Medicina Dentária	Psicologia	Medicina Dentária	Psicologia	Neurologia	Psicologia	Psicologia	Medicina Dentária
4	Neurologia	Medicina Dentária	Neurologia	Medicina Dentária	Psicologia	Medicina Dentária	Nutrição	Nutrição
5	Psicologia	Neurologia	Psicologia	Neurologia	Medicina Dentária	Hipnoterapia	Neurologia	Neurologia
Peso relativo	68%	68%	69%	68%	71%	70%	75%	70%

Tabela 3 - Principais especialidades por valor e número de atos.

A oferta de exames complementares de diagnóstico na CSP é limitada, mas estratégica. Alguns exames são realizados internamente, como colheitas de análises sanguíneas/urina e produtos para análises de anatomia patológica, eletrocardiograma, rastreio visual, raio-x mandibular e maxilar, ou avaliações de bioimpedância, entre outros menos expressivos. Para outros exames complementares de diagnóstico, em particular aqueles que exigem tecnologia de elevada complexidade ou equipamentos de grande porte, a CSP adotou uma estratégia de externalização seletiva baseada em parcerias regionais. De referir que nas análises sanguíneas e de anatomia patológica, apenas as colheitas são realizadas na CSP, sendo a análise laboratorial realizada nos laboratórios do parceiro.

Os atos médicos designados de procedimentos minimamente invasivos representam uma componente de complemento da CSP, permitindo realizar procedimentos simples, em regime de ambulatório, sem necessidade de internamento. Além destes, existem todos os procedimentos invasivos inerentes à especialidade de Medicina Dentária, que, neste caso específico, constituem grande parte da atividade da especialidade.

2.4 Indicadores de Atividade e Desempenho

A atividade da CSP tem registado um crescimento expressivo desde a sua fundação, refletindo a crescente procura por cuidados ambulatórios personalizados em Guimarães e na região Norte.

O perfil dos utentes da CSP é predominantemente local. Em 2024, 63% dos utentes residiam no concelho de Guimarães (Figura 1) mas existe, também, uma capacidade de atração de utentes residentes em concelhos limítrofes, como Fafe, Vila Nova de Famalicão, Vizela e Braga.

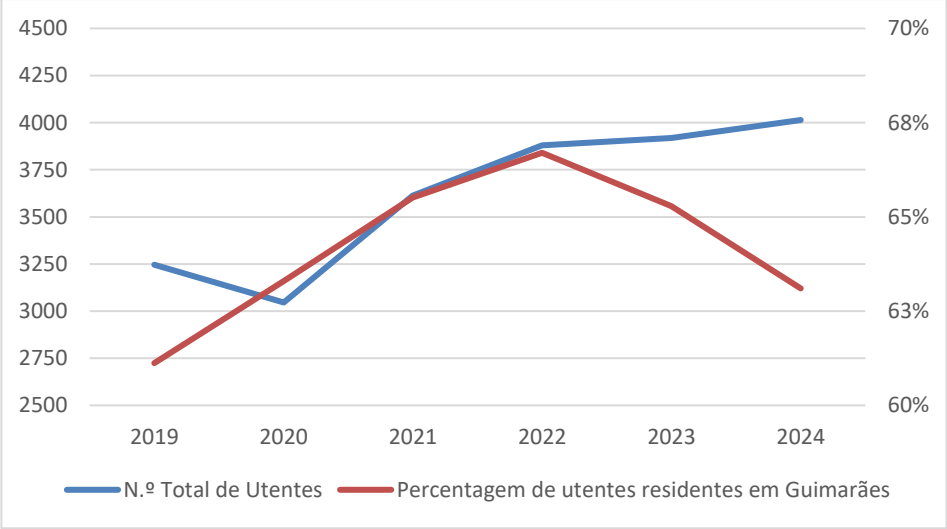


Figura 1 - Evolução do número de utentes da CSP e concelho de residência.

Verifica-se que a média de idades dos utentes em 2024 foi de 47,04 anos, valor que tem acompanhado o envelhecimento demográfico da população de Guimarães, como se visualiza na Figura 2.

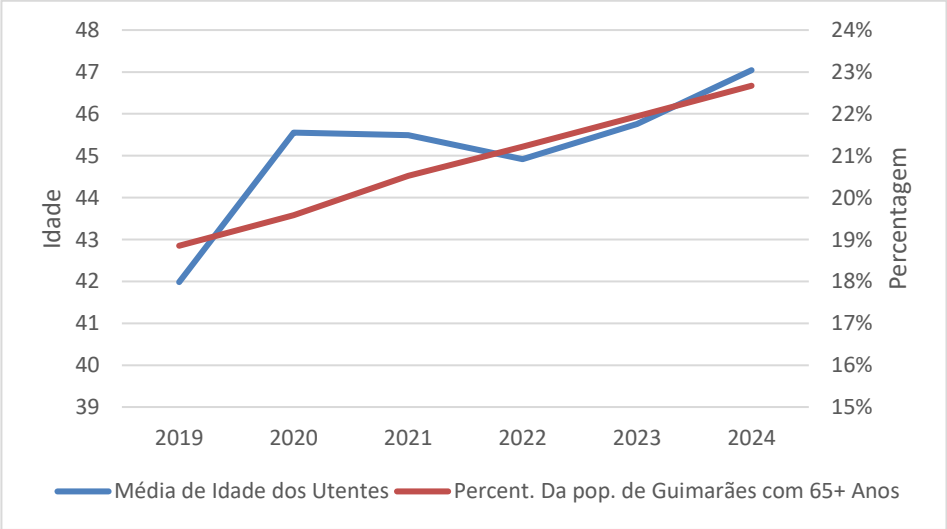


Figura 2 - Evolução dos utentes por idade média e com 65+ anos.

Já de acordo com o padrão de utilização dos serviços da CSP, verifica-se um agrupamento (*clustering*) de utentes que permite uma compreensão estratégica do mesmo (tabela 4).

Verifica-se que 60% dos utilizadores são classificados no segmento de utilizadores regulares programados, sendo os restantes, com igual peso (20%), segmentados entre utilizadores esporádicos reativos e utilizadores de prevenção e bem-estar.

Segmento	% Utentes	Padrão	Especialidades Chave
Utilizadores Regulares Programados	60%	Doenças crónicas, seguimento	Psiquiatria, Neurologia, Psicologia, Nutrição, Terapia da Fala, Medicina Dentária, Imuno-Alergologia, Endocrinologia, Hipnose Clínica, Homeopatia, Psicomotricidade, Pedopsiquiatria
Utilizadores Esporádicos Reativos	20%	Situações agudas	Medicina interna, MGF, Ortopedia, Dermatologia, Neurologia, Oncologia Médica, Cirurgia Geral, Cardiologia, Acupuntura, Osteopatia, Pediatria, Cirurgia Vascular, ORL, Urologia
Utilizadores de Prevenção e Bem-Estar	20%	Medicina preventiva e controlos de rotina	Medicina Dentária, Medicina do Trabalho, Oftalmologia, Nutrição, Dermatologia, Análise Clínicas

Tabela 4 - Perfil do utente da CSP, segundo o critério padrão de utilização.

O volume de negócios da CSP tem tido um crescimento sólido e paulatino. Usando os dados reportados anualmente à Autoridade Tributária na Informação Empresarial Simplificada, pode-se ver que a empresa teve, nos seus 15 anos de existência, apenas dois em que não registou crescimento: 2013 e 2020, anos de profunda recessão económica e disrupção pela pandemia da COVID-19, respetivamente (Figura 3). Estes dados permitem perceber que houve um crescimento médio anual composto (CAGR) de aproximadamente 25% desde a fundação, o que demonstra a capacidade da clínica em captar utentes, beneficiando da saturação do SNS e da preferência por proximidade e humanização.

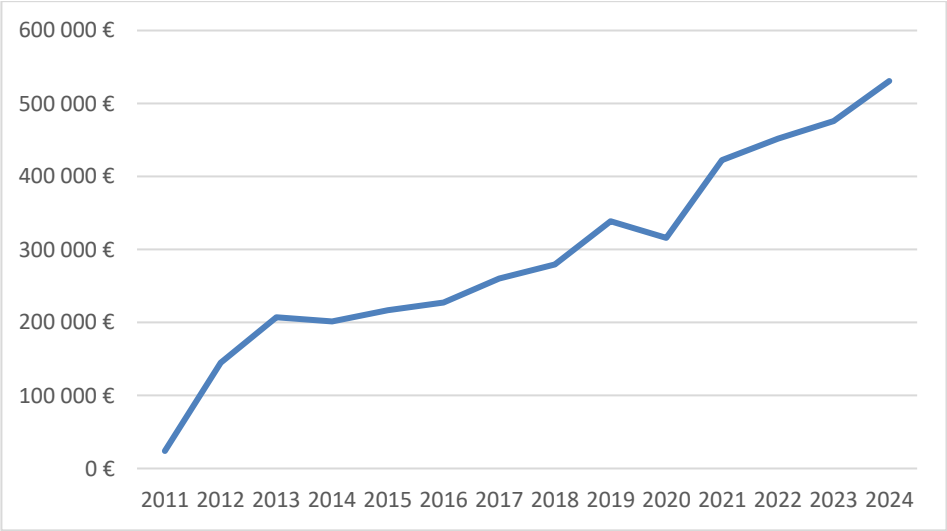


Figura 3 - Evolução das Vendas e Serviços Prestados da CSP (Fonte: IES).

2.5 Contextualização de Mercado

O mercado de saúde privada em ambulatório na região de Guimarães e Baixo Minho apresenta-se fragmentado, mas dinâmico, com uma procura crescente impulsionada por listas de espera prolongadas no SNS, envelhecimento demográfico local e preferência por cuidados personalizados e próximos. A população-alvo principal reside no concelho de Guimarães (156513 habitantes em 2024[2]), mas a clínica atrai utentes de concelhos limítrofes, ampliando o seu alcance geográfico para uma área de influência secundária com mais de 550 mil potenciais utentes.

A estrutura do mercado é caracterizada por uma mistura de clínicas independentes de pequena/média dimensão (como a CSP) e unidades de grupos maiores (por exemplo, Trofa Saúde Guimarães, Hospital da Luz Guimarães), com foco em ambulatório multidisciplinar.

A base de dados empresarial ORBIS Europe (Bureau van Dijk, 2026) contém registos de 253 empresas com Código de Atividade Económica principal de Atividades de Saúde Humana, 862 (Instituto Nacional de Estatística, 2007), com dados reportados em 2024, uma lista que não inclui entidades do setor público, como a ULS do Alto Ave. Segundo a mesma base de dados, estas entidades representavam um volume de negócios total de 77 milhões de euros e 893 postos de trabalho diretos.

A evolução recente reflete tendências favoráveis: crescimento sustentado da atividade de saúde privada, impulsionado por fatores como o aumento geral da despesa com saúde, tanto com financiamento público como privado, aumento da população com dupla cobertura de sistema ou seguro de saúde, transferência de utentes do SNS devido a tempos de espera médios superiores a 6-12 meses em especialidades chave, e envelhecimento populacional (proporção de >65 anos acima da média nacional).

As estatísticas nacionais acrescentam granularidade: segundo a Conta Satélite da Saúde, a evolução da despesa privada em saúde em Portugal caracteriza-se por uma dinâmica de crescimento constante, superando frequentemente a taxa de variação nominal da despesa em saúde do setor público (Instituto Nacional de Estatística, 2025a). A mesma fonte indica que os prestadores privados de cuidados de saúde em ambulatório apresentam um crescimento acima da média do setor, consolidando-se como um dos principais vetores de expansão do gasto privado em saúde em Portugal (Instituto Nacional de Estatística, 2025c, p. 4).

[2] Instituto Nacional de Estatística, População residente (N.º) por Local de residência (NUTS - 2024), Sexo e Grupo etário; Anual - INE, Estimativas anuais da população residente, disponível em https://www.ine.pt/.

Segundo a mesma fonte, a despesa corrente em saúde a prestadores de cuidados de saúde em ambulatório de prestadores privados foi de 4 895 milhões de euros em 2023 (preços correntes), um valor que cresceu 7,3% face a 2022. Um valor que inclui os operadores privados nas categorias de:

- consultórios ou gabinetes médicos
- consultórios ou gabinetes de medicina dentária
- consultórios ou gabinetes médicos de outros prestadores de cuidados de saúde
- Centros de saúde especializados em ambulatório (outros)
- prestadores de cuidados domiciliários
- prestadores de serviços auxiliares, que por sua vez inclui:
    - transporte de doentes e emergência
    - laboratórios médicos e de diagnóstico.

Assim, para uma estimação de mercado mais relevante, deve-se apenas considerar a soma dos valores relativos à atividade dos consultórios ou gabinetes médicos e de consultórios ou gabinetes médicos de outros prestadores de cuidados de saúde. 2023 é o último ano para o qual estão disponíveis dados completos, ainda que provisórios. Para 2024, o INE avança apenas com dados preliminares da despesa corrente privada em saúde, que apontam para uma taxa de variação nominal de 6,5% (Instituto Nacional de Estatística, 2025a). Fazendo a extrapolação dos valores de 2023 para 2024 utilizando esta taxa, obtém-se um valor de 1,6 mil milhões de euros para o total de despesa corrente privada em consultórios ou gabinetes médicos e de outros prestadores de cuidados de saúde a nível nacional (tabela 5).

Prestadores de cuidados de saúde	Prestadores de cuidados de saúde em ambulatório	Consultórios ou gabinetes médicos e de outros prestadores de cuidados de saúde
2023	4 895,29	1 537,79
2024	5 213,48	1 637,75

Tabela 5 - Despesa corrente (milhões de euros). Fonte: INE

Para estimar o valor de mercado de cuidados de saúde em ambulatório nos prestadores privados em Guimarães, é necessário recorrer a extrapolações. Um caminho possível é que essa extrapolação seja pela população de Guimarães no global nacional, que resulta numa dimensão de mercado de 22,6 milhões de euros em 2023, a preços correntes. Uma estimativa mais correta seria, em vez da extrapolação direta para a população, ajustar pela percentagem de poder de compra, indicador fornecido pelo INE no Estudo sobre o poder de compra concelhio, que aponta para uma percentagem de 1,314% para Guimarães em 2023 (Instituto Nacional de Estatística, 2025b). Este indicador resulta numa dimensão de mercado de 20,2 milhões de euros em 2023, a preços correntes. O valor de mercado de

2024 obtém-se através da aplicação da taxa de variação nominal para os dados preliminares da despesa corrente privada em saúde, resultando numa estimativa de 21,5 milhões de euros (tabela 6).

	População	Despesa corrente (milhões de euros)	Percentagem de Poder de Compra	Despesa corrente (milhões de euros)
2023	1,47%	22.66	1,314%	20,21
2024	1,46%	23.85		21,52

Tabela 6 - Estimação do mercado de saúde de prestadores privados em Guimarães.

O somatório do volume de negócios das empresas sedeadas em Guimarães com os CAE 8621 e 8622 (atividades de prática clínica geral e especializada em ambulatório) obtido através da plataforma ORBIS (Bureau van Dijk, 2026) indica um total de 19,1 milhões de euros para 2023. Trata-se de um valor bastante próximo da estimativa obtida através da extrapolação da despesa corrente em saúde obtida através dos dados do INE, e que, portanto, o valida. Os valores do INE parecem mais verosímeis pois não restringem a sua estimação à sede da empresa, que pode diferir do efetivo local de prestação dos serviços, caso relevante em particular quando se tratam de redes de estabelecimentos.

Seguindo como referência a estimação do mercado com base na percentagem do poder de compra, e considerando o valor das vendas e prestações de serviços da CSP em 2023 e 2024, obtemos, respetivamente, uma estimativa de quota de mercado de, 2,36% e de 2,47%.

De salientar que todas estas estimativas, devido à diversidade de fontes e extrapolações a partir de dados estatísticos de poder de compra relativo, são meras aproximações à dimensão real do mercado, pelo que devem ser lidos com cautela, apenas para uma indicação relativa da posição de mercado face aos demais agentes presentes no mercado local.

2.6 Posicionamento da CSP

A CSP opera num contexto de mercado caracterizado por transformações estruturais significativas. O setor privado da saúde na região Norte tem registado crescimento sustentado, impulsionado pelo envelhecimento demográfico, aumento da prevalência de doenças crónicas e limitações de capacidade de resposta do SNS (Barros, 2023; Gouveia, 2022; Mendes & André, 2017). Este ambiente competitivo cria ameaças e oportunidades diferenciadas para prestadores de média dimensão como a CSP, nomeadamente, pressão concorrencial crescente de grandes grupos, com maior poder financeiro e de negociação; concorrência direta de clínicas homólogas com oferta similar de especialidades; concorrência segmentada de clínicas de nicho que concorrem em áreas específicas; oportunidades de

parceria ou aliança com outras entidades, para otimizar a resposta à procura e oportunidades de aquisição ou fusão com outras unidades de saúde, eliminando a concorrência.

Assim, enquanto entidade prestadora de cuidados de saúde, em ambulatório e de média dimensão, a CSP insere-se num contexto de mercado regional dinâmico e exigente. Face à crescente sofisticação da procura (Gouveia, 2023) e ao processo contínuo de consolidação de concorrentes (Renascença, 2025), torna-se fundamental avaliar estratégias empresariais que permitam à organização melhorar a sua posição competitiva e explorar novas oportunidades de mercado.

3. REVISÃO DE LITERATURA

A fundamentação teórica deste projeto assenta na convergência de três domínios centrais e interligados da gestão financeira aplicada à saúde: os modelos tradicionais de avaliação de investimentos, as estratégias empresariais e a teoria da estrutura de capital. Esta revisão visa estabelecer o enquadramento académico e teórico que justifica a abordagem metodológica multicritério proposta, identificando as lacunas existentes na literatura específica sobre decisões de expansão em prestadores privados de saúde de média dimensão.

3.1 Decisões de Investimento e Avaliação Financeira

A avaliação económico-financeira de projetos de expansão empresarial constitui uma ferramenta fundamental para a tomada de decisão em contexto de investimento. No setor da saúde, estas análises assumem particular relevância dado o elevado investimento em tecnologia, recursos humanos especializados e infraestruturas específicas que caracterizam esta atividade. A avaliação económico-financeira de projetos de investimento implica um conjunto de metodologias que permite determinar a viabilidade económica de diferentes alternativas estratégicas, considerando os fluxos de caixa incrementais, o risco associado e o custo de capital, fornecendo critérios objetivos para a tomada de decisão empresarial (Ross et al., 2018).

A teoria financeira estabelece que o objetivo fundamental da gestão financeira empresarial consiste na maximização do valor para os acionistas através de decisões de investimento, financiamento e distribuição de dividendos (Fernandes et al., 2015; Leal, 2025; Ross et al., 2018). No contexto específico das decisões de investimento, estes autores destacam a importância da aplicação de critérios de avaliação económico-financeira que considerem o valor temporal do dinheiro e o risco associado aos fluxos de caixa futuros. Oliveira & Leal (2023) e Ross et al. (2018) enfatizam que a avaliação financeira de projetos de investimento deve assentar numa análise rigorosa dos fluxos de caixa incrementais, definidos como a diferença entre os fluxos de caixa da empresa com e sem o projeto. Esta abordagem é particularmente relevante em projetos de expansão empresarial, onde se torna necessário isolar os efeitos financeiros especificamente atribuíveis ao novo investimento (Ross et al., 2018).

Ross et al (2018) e Oliveira & Leal (2023) salientam a importância de, quando se avaliam diferentes projetos de investimento, caracterizá-los de acordo com:

- Tipo de *cash-flows*: projetos convencionais são aqueles em que o primeiro *cash-flow* (o investimento inicial) é negativo, e todos os outros positivos;

- Relação entre projetos: projetos mutuamente exclusivos, em que aceitar um implica não aceitar outro; projetos independentes, quando os fluxos de caixa de um projeto não são afetados pela aceitação ou rejeição de outro projeto.

Estas classificações impactam a escolha de indicadores e a sua interpretação, na avaliação de projetos.
A avaliação de projetos de investimento é um domínio central da gestão financeira, sendo que os modelos de descontos de *cash-flow* (*Discounted Cash Flow* - DCF, na sigla inglesa) constituem o fundamento metodológico mais amplamente utilizado e aceite para esta avaliação (Damodaran, 2012; Fernandes et al., 2015; Ross et al., 2018). Estas técnicas visam determinar a viabilidade económica de um projeto, convertendo os seus fluxos de caixa futuros esperados para o seu valor no presente. É a partir desta metodologia que emergem critérios de avaliação como o Valor Atual Líquido (VAL), Taxa Interna de Rendibilidade (TIR), o *payback period*, o B/C, e que permitem análises de risco e incerteza (Oliveira & Leal, 2023; Ross et al., 2018).

O VAL é considerado o critério teoricamente mais robusto por considerar o valor do dinheiro no tempo e medir diretamente a criação de valor do investimento (Damodaran, 2012). Este indicador calcula a diferença entre o valor presente dos fluxos de caixa futuros gerados pelo projeto e o investimento inicial. Um projeto é considerado viável se o seu VAL for positivo (VAL > 0), pois significa que a sua rentabilidade excede o custo de oportunidade do capital, criando valor para a empresa (Oliveira & Leal, 2023; Ross et al., 2018).

Para além do VAL, outros indicadores complementam a análise financeira. A TIR fornece uma medida intuitiva de rentabilidade, embora possa gerar resultados ambíguos em projetos com fluxos de caixa não convencionais (Ross et al., 2018), e representa a taxa de desconto que torna o VAL de um projeto igual a zero. A regra de decisão consiste em aceitar projetos cuja TIR seja superior à taxa mínima de atratividade da empresa (geralmente convencionado por recurso ao indicador WACC). Em projetos não convencionais, pode não haver TIR, ou haver mais do que uma. A TIR não pode ser usada para ordenar projetos mutuamente exclusivos, uma vez que a TIR mais elevada não resulta necessariamente na escolha do melhor investimento (Leal, 2025; Oliveira & Leal, 2023; Ross et al., 2018). Assim, embora intuitiva, a TIR pode gerar resultados ambíguos em projetos com fluxos de caixa não convencionais.

O índice de rendibilidade (B/C) mede a eficiência do investimento por cada euro investido, correspondendo à razão entre o valor presente dos fluxos de caixa futuros e o investimento inicial.

Um projeto é considerado viável quando $^{B}/_{C} > 1$, indicando que os benefícios superam os custos. Este indicador é particularmente útil na comparação de projetos mutuamente exclusivos e é

frequentemente utilizado na avaliação de projetos públicos, complementando a análise proporcionada pelo VAL (Ross et al., 2018).

O *payback period* mede o tempo necessário para que os fluxos de caixa acumulados igualem o investimento inicial. A sua utilização como regra implica a definição arbitrária de um período como limite temporal abaixo do qual se pode aceitar um projeto de investimento, o que o transforma num indicador com falhas (Oliveira & Leal, 2023; Ross et al., 2018). Oliveira & Leal (2023) identificam como grandes críticas ao *payback period* (ou período de recuperação), o facto de ser um indicador de risco e liquidez que ignora o valor do dinheiro no tempo (na sua versão simples) e os fluxos de caixa gerados após o período de recuperação. Estas autoras afirmam que este indicador "responde à pergunta errada (qual o tempo de recuperação do investimento inicial?) e por isso, quando usado isoladamente pode, com facilidade, conduzir a decisões de investimento erradas", defendendo que se "pode justificar a sua aplicação quando estão em causa investimentos pouco avultados" (Oliveira & Leal, 2023, p. 477).

O estudo empírico sobre a aquisição da empresa Obelisco S.A. em Portugal ilustra a aplicação prática destas metodologias (Gomes, 2021). O autor conclui que "a aplicação dos modelos financeiros não pode ser feita de forma transversal a todas as empresas" e reforça que "não é a melhor prática aplicar apenas uma metodologia", evidenciando a necessidade de abordagens multicritério na avaliação de fusões e aquisições (F&A).

3.2 Estrutura e Custo de Capital

A decisão de investimento encontra-se intrinsecamente ligada à decisão de financiamento, sendo a estrutura de capital um determinante fundamental do custo de capital e, consequentemente, da capacidade de criação de valor da empresa. Ross et al. (2018) definem a estrutura de capital como "a mistura específica de dívida de longo-prazo e capital próprio que a empresa usa para financiar as suas operações". Consequentemente, as duas principais preocupações do gestor nesta área são: qual o montante de dívida (capital alheio) que a empresa deve ter e qual a mistura ótima de dívida e capital-próprio?

Ross et al. (2018) definem o custo do capital próprio como o retorno que os detentores do capital próprio (acionistas ou sócios) exigem do seu investimento na empresa. Oliveira & Leal (2023) explicam que este não é um custo contratualizado, e depende do nível de risco da empresa, sendo que, quanto maior o risco, maiores as expectativas de rendibilidade dos investidores. Por isso, estas autoras apresentam o custo do capital próprio como o custo de oportunidade do capital. Os autores destes dois trabalhos

apresentam dois principais modelos para a estimação do custo do capital próprio: o modelo de crescimento de dividendos (modelo de Gordon) e o modelo de avaliação de ativos financeiros (CAPM).

O modelo de Gordon propõe que o valor atual de uma ação corresponde ao valor atual dos dividendos futuros: $P_e = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_e)^t}$, onde P_e é o preço de mercado da ação, D_t é o dividendo no momento t, e K_e é o custo do capital próprio. Segundo Oliveira & Leal (2023), o modelo de Gordon assume que os dividendos crescem a uma taxa de crescimento em perpetuidade (g), resultando daqui que o custo do capital próprio é dado por: $k_e = \frac{D_1}{P_e} + g$.

O modelo CAPM permite calcular o preço de equilíbrio de um ativo, relacionando a sua rentabilidade e risco (Fernandes et al., 2015). O CAPM define a rendibilidade de um ativo como: $Ke = r_f + \beta\left[E(r_M) - r_f\right]$, onde K_e é o custo do capital próprio, r_f representa a taxa de juro isenta de risco, $E(r_M)$ é a rendibilidade de carteira de mercado, β a sensibilidade da rendibilidade esperada da empresa face à rendibilidade de mercado e $\left[E(r_M) - r_f\right]$ o prémio de risco do mercado acionista (Oliveira & Leal, 2023).

Já o custo do capital alheio corresponde ao custo do endividamento, ou seja, "não é a taxa de juro paga, mas a rendibilidade implícita considerando todos os encargos desde o momento atual até à maturidade da dívida" (Oliveira & Leal, 2023, p. 496). Este custo é dado pela fórmula: $P_d = \sum_{t=1}^{t} \frac{E_t}{(1+K_d)^t}$, onde P_d é o preço de mercado do endividamento, E_t são os encargos financeiros relativos a juros e amortização de capital, e K_d é o custo do endividamento até à maturidade. De salientar que este custo do endividamento deve ser considerado líquido de custos fiscais (idem), resultando num custo de endividamento considerando o impacto fiscal de $K_{d,T} = K_d(1 - T)$, onde T é a taxa efetiva de impostos e $K_{d,T}$ o custo efetivo do endividamento após impostos (Oliveira & Leal, 2023).

A teoria moderna da estrutura de capital tem como ponto de partida o trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958, citados por Miller, 1988), que introduziu a proposição da irrelevância da estrutura de capital. Esta teoria baseia-se em pressupostos restritivos de mercados perfeitos: ausência de impostos, custos de transação e custos de falência; informação perfeita disponível a todos os investidores; e possibilidade de endividamento interno (*homemade leverage*) pelos investidores individuais (Abeywardhana, 2017). Sob estas condições idealizadas, a Proposição I de Modigliani e Miller estabelece que o valor de uma empresa é independente da sua estrutura de capital (Miller, 1988). Como observa (Abeywardhana, 2017, p. 134), a consequência desta proposição é que "o valor de uma empresa

endividada é o mesmo que o valor de uma empresa sem dívida", do que resulta que os gestores podem selecionar "livremente a composição de dívida e de capital próprio[3]" sem afetar o valor para os acionistas. No entanto, estes pressupostos são irrealistas, uma vez que, fora da teoria, as taxas de juro variam, gerando também variações nos custos de capital, em particular do capital alheio. Se as taxas de juro aumentam significativamente, o custo do capital alheio aumenta significativamente, podendo levar a um serviço de dívida, no limite, próximo do incomportável para as empresas. A Proposição II de Modigliani e Miller surgiu para resolver este paradoxo de indiferença, ao avançar que, "quando a Proposição I é válida, então o custo do capital próprio é uma função linear crescente do rácio dívida / capital próprio" (Miller, 1988, p. 100). Esta Proposição estabelece que, embora o aumento do endividamento eleve o risco e, consequentemente, o custo do capital próprio, o WACC permanece constante, uma vez que o menor custo da dívida compensa o maior custo do capital próprio (Abeywardhana, 2017). Reconhecendo a irrealidade dos pressupostos iniciais, Modigliani e Miller (1963, citados por Miller, 1988) introduziram uma correção fundamental: a incorporação dos impostos corporativos. Na presença de impostos, a dedutibilidade fiscal dos juros cria um escudo fiscal que aumenta o valor das empresas endividadas. Esta correção estabelece que o "valor da empresa aumenta com o endividamento devido ao escudo fiscal" (Abeywardhana, 2017, p. 134), e por isso cria um incentivo teórico para o endividamento máximo. Como inúmeras crises financeiras e falências corporativas demonstram, esta conclusão de prosseguir o máximo de endividamento é irrealista. Este reconhecimento conduziu à teoria do *Trade-Off* na estrutura de capitais, que considera simultaneamente os benefícios fiscais da dívida e os custos crescentes do endividamento. Myers (1984, citado por Abeywardhana, 2017) formalizou esta abordagem, propondo que existe um nível ótimo de endividamento, que corresponde ao ponto no qual "o benefício marginal de financiamento por dívida iguala o seu custo marginal". Os custos do endividamento incluem custos diretos e indiretos de dificuldades financeiras. Bradley et al. (1984, citados por Abeywardhana, 2017) explicam que os custos de falência englobam também custos legais e administrativos, bem como custos indiretos resultantes da perda de clientes e deterioração das relações com fornecedores devido às incertezas. A teoria incorpora ainda os custos de agência identificados por Jensen e Meckling (1976, citados por Abeywardhana, 2017), que surgem da separação entre propriedade e controlo. A representação gráfica desta teoria mostra que, inicialmente, o WACC da empresa diminui com o aumento do endividamento devido ao escudo fiscal. Contudo, a partir de um nível ótimo de endividamento, os

[3] *Equity.*

custos de dificuldades financeiras começam a superar os benefícios fiscais, fazendo com que o WACC aumente e o valor da empresa diminua (Abeywardhana, 2017).

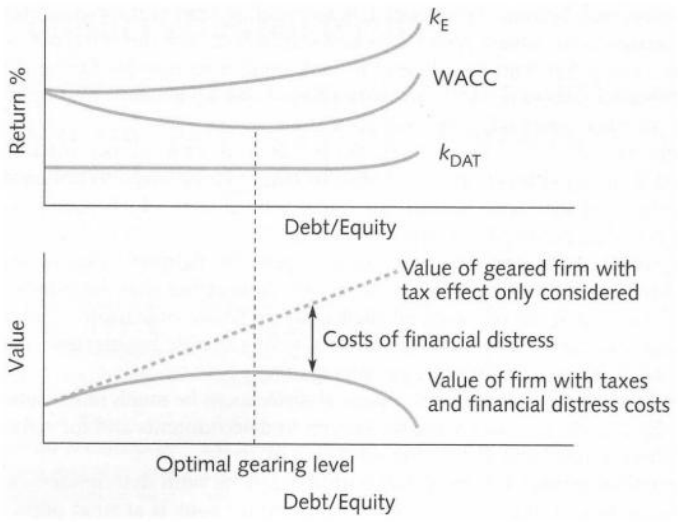


Figura 4 - Representação da moderna teoria da estrutura ótima de capital (Abeywardhan, 2017).

Myers e Majluf (1984, citados por Abeywardhana, 2017) desenvolveram a Teoria da *Pecking Order*, sobre as preferências de financiamento das empresas. Esta teoria assenta na premissa de que existe uma hierarquia de preferências de financiamento que resulta da minimização dos custos associados à assimetria de informação entre gestores e investidores externos. Esta teoria estabelece que as empresas preferem, por ordem de prioridade: (1) financiamento interno (lucros retidos), (2) dívida e (3) emissão de capital próprio como último recurso. O financiamento interno não envolve custos de seleção adversa, enquanto a dívida apresenta menores problemas informacionais que a emissão de capital próprio, que pode ser interpretada pelo mercado como um sinal de que as ações estão sobrevalorizadas.

Já a Teoria do *Market Timing*, desenvolvida por Baker e Wurgler (2002, citados por Abeywardhana, 2017), propõe uma perspetiva diferente, que se aplica a empresas de capitais abertos, argumentando que as empresas "emitem novo capital próprio quando o valor das suas ações está sobreavaliado e adquirem[4] ações próprias quando o preço das ações está subavaliado". Esta teoria sugere que a estrutura de capital atual resulta do acumular de decisões passadas de aproveitamento de condições favoráveis de mercado.

Especificamente, no que ao setor da saúde diz respeito, estudos recentes, como os de Damodaran (2026), indicam que as grandes empresas de capitais abertos no setor hospitalar e de instalações de cuidados de saúde apresentam um custo de capital próprio de 8,29%, um peso de dívida de 43,55% e

[4] *Buy back.*

um custo médio ponderado de capital de 6,57%, calculados em dólares americanos, como apresentados na tabela 7.

Variáveis	Hospitais / Infraestruturas de Cuidados de Saúde
Beta	0,86
Custo de Capital Próprio[5]	8,29%
E/(D+E)	56,45%
Custo da Dívida[6]	5,78%
Taxa de Imposto	9,05%
Custo de Dívida Após Impostos	4,34%
D/(D+E)[7]	43,55%
WACC	6,57%

Tabela 7 - Estrutura de Capital do Setor de Hospitais e Infraestruturas de Saúde na Europa em 2025 (valores em USD).

Existem muito poucos estudos empíricos para a realidade portuguesa do setor da saúde, principalmente desde que, em 2014, a então Espírito Santo Saúde (hoje, grupo Luz Saúde) abandonou a bolsa de valores portuguesa. A informação escasseia também quando olhamos para prestadores de média dimensão. Estudos demonstram que as empresas de capitais fechados enfrentam custos de capital alheio significativamente superiores ao das empresas cotadas, em grande parte devido à elevada assimetria de informação e aos custos de agência (Brav, 2009). O facto de empresas de capital aberto terem divulgações periódicas e padronizadas de divulgação de informação financeira, a par com auditorias e, frequentemente, *rating* por agências de crédito, torna mais célere e mais barato o acesso a dívida (Brav, 2009).

O mesmo efeito sucede em relação à dimensão de uma empresa. A literatura financeira clássica, nomeadamente o modelo de Fama & French, estabelece que a dimensão da empresa é um determinante inverso do custo de capital (Fama & French, 1992). O 'efeito dimensão' (SMB, *Small Minus Big*) dita que entidades de menor escala apresentam um perfil de risco sistemático superior, o que resulta em prémios de risco mais elevados exigidos tanto por investidores como por credores, justificando estruturas de capital mais conservadoras para mitigar o risco de insolvência. Estudos como o *Valuation Handbook*, anteriormente conhecido como Ibbotson (Harrington et al., 2024), analisam e estimam com regularidade este efeito dimensão para as empresas, estabelecendo com suporte em dados a referida relação inversa entre tamanho e custo de capital, em particular do capital próprio.

Assim, com custos de capital mais elevados nas empresas de capitais fechados (Brav, 2009) e de menor dimensão (Fama & French, 1993; Harrington et al., 2024), e considerando a menor variabilidade do

[5] $Custo\ de\ capital\ próprio = Taxa\ de\ Juro\ sem\ risco + \beta_{mercado} \times Prémio\ de\ Risco\ de\ Capital$

[6] Custo de empréstimos para o setor antes de impostos, estimado com base no desvio-padrão das ações.

[7] Medida de utilização de dívida, como proporção de financiamento total (baseado em valores de mercado). D Representa a Dívida Total (incluindo *leasing*) e E a Capitalização de Mercado.

custo do capital alheio face ao custo do capital próprio, verifica-se uma maior propensão para o recurso à dívida como fonte de financiamento para empresas pequenas e médias de menor dimensão.

Olhando aos estudos mais genéricos sobre F&A, nota-se também um impacto da dimensão para a estrutura de capitais. A investigação de Hansen demonstra que a probabilidade de o negócio observar uma troca de ações (ou quotas) diminui à medida que quem adquire aumenta em tamanho face à empresa adquirida (Hansen, 1987). Isto evidencia como a dimensão relativa e a estrutura de capitais influenciam as modalidades de transações.

3.3 Risco e Robustez da Avaliação

Os modelos de avaliação financeira tradicionais são determinísticos, o que limita a sua aplicação em casos reais. Assim, assume um papel fundamental proceder-se a uma análise de risco, uma componente essencial da avaliação de investimentos. Ross et al. (2018) apresentam as bases para proceder a esta avaliação do risco das estimativas. O risco, neste contexto, refere-se à variabilidade dos resultados possíveis de um projeto, decorrente de incertezas sobre as variáveis-chave. A análise de risco não elimina a incerteza, mas permite quantificar o seu impacto potencial e informar a tomada de decisão. A abordagem mais básica para avaliar as estimativas de fluxos de caixa e de VAL envolve colocar questões do tipo "e se"[8], e analisar as consequências dessas hipóteses se concretizarem. Esta é uma abordagem que permite uma análise para avaliar o grau de risco de estimativas e para identificar os componentes mais críticos para o sucesso ou insucesso de um investimento.

Estas análises passam por estimar o impacto para o VAL de variações positivas e negativas para o projeto das componentes do modelo DCF. Brealey et al. (2023) salientam que estas variações dependem do contexto específico e da tolerância ao risco dos investidores; não obstante, indicam que muitos analistas aplicam limites correspondendo ao 10.º e 90.º percentis dos valores esperados ou valores históricos, para um teste estatístico mais robusto, utilizar o intervalo de confiança de 95%, selecionando o limite superior em 97,5% e o inferior a 2,5%. A Associação Brasileira de Normas Técnicas apresenta as diretrizes para avaliação de empreendimentos, e propõe que a variação das variáveis-chave em análise de sensibilidade aconteça com uma "simulação única com variação em torno de 10%" para o grau de fundamentação mais simples (Grau I), "simulação com identificação de elasticidade por variável" para o grau de fundamentação intermédio (Grau II) e "simulações com apresentação do comportamento

[8] "*What if*", no original inglês.

gráfico" para o grau de fundamentação mais exigente (Grau III) (Associação Brasileira de Normas Técnicas, 2002).

A partir destes princípios base, é possível construir análises específicas. As mais comuns, e propostas por Ross et al. (2018), incluem análise de sensibilidade, análise de cenários e análise de *breakeven*. A análise de sensibilidade testa o impacto no VAL de variações numa única premissa de cada vez, mantendo as restantes constantes. Assim, permite identificar as variáveis mais críticas, a cuja variação o projeto é mais sensível. A análise de cenários consiste na construção de um número limitado de cenários consistentes (tipicamente, pessimista, base e otimista), alterando simultaneamente um conjunto de variáveis interrelacionadas. O cenário base, ou cenário central, é normalmente a estimativa inicial. Os cenários pessimista e otimista são aqueles em que as principais variáveis sofrem alterações significativas, respetivamente, negativas e positivas para o projeto. Esta abordagem fornece uma visão do intervalo de resultados possíveis para o projeto. A análise de *breakeven* determina o nível crítico de atividade operacional necessário para atingir a rentabilidade operacional nula. Representa o nível de atividade (em unidades vendidas, receitas ou tempo) em que as receitas totais igualam os custos totais (fixos e variáveis), resultando num resultado operacional nulo. Este indicador não desconta fluxos de caixa, mas é fundamental na análise de viabilidade.

3.4 Estratégias de Crescimento: Expansão Orgânica vs. Integração Horizontal

Com que opções se depara uma empresa quando pretende acelerar o crescimento? Thompson (2001, citado por Pasanen, 2007), apresenta quatro estratégias empresariais possíveis: crescimento orgânico, aquisição, aliança estratégica e *joint venture*. A literatura sobre estratégia empresarial distingue duas modalidades principais de expansão: a expansão orgânica e a expansão inorgânica, sendo que este trabalho foca-se na Expansão Orgânica e na Integração Horizontal (Pasanen, 2007; Postma & Roos, 2016).

3.4.1 Enquadramento do Crescimento e Ciclo de Vida Empresarial

A teoria do ciclo de vida organizacional constitui um enquadramento conceptual fundamental para compreender a evolução e desenvolvimento das organizações ao longo do tempo. Esta teoria baseia-se na analogia biológica proposta originalmente por Gardner (1965, citado por (Mosca et al., 2021), que estabeleceu que as organizações, tal como os organismos vivos, atravessam fases previsíveis de

nascimento, crescimento, maturidade e eventual declínio ou renovação. Como Gardner eloquentemente descreveu, as organizações possuem "uma juventude verde e flexível, um período de força florescente e uma velhice nodosa", estabelecendo assim o fundamento para décadas de investigação subsequente sobre o desenvolvimento organizacional.

O conceito central desta teoria, conforme definido por Hanks et al. (1993, citado por (Mosca et al., 2021), considera que cada fase do ciclo de vida representa "uma configuração única de variáveis relacionadas com o contexto ou estrutura organizacional". Esta perspetiva implica que o ciclo de vida organizacional não é meramente uma sequência temporal, mas antes um processo hierárquico de progressão através de diferentes configurações organizacionais, cada uma com características, desafios e oportunidades distintos (Quinn & Cameron, 1983; Van De Ven, 1992, citados por (Mosca et al., 2021).

Mosca et al. (2021) apresentam cinco modelos fundamentais que têm moldado o entendimento contemporâneo do ciclo de vida organizacional. O modelo de Lippitt e Schmidt (1967, citado por (Mosca et al., 2021) é pioneiro por se focar especificamente no setor privado, estabelecendo as bases para a análise sistemática do crescimento empresarial.

Posteriormente, o modelo apresentado por Greiner (1972) revolucionou o campo com o seu modelo de evolução e revolução organizacional, propondo que as organizações progridem através de cinco fases distintas de crescimento, cada uma culminando numa crise específica que deve ser resolvida para permitir a progressão para a fase seguinte. As cinco fases identificadas por Greiner (1972, citado por (Mosca et al., 2021) – crescimento através da criatividade, direção, delegação, coordenação e colaboração – cada uma seguida por uma crise correspondente (liderança, autonomia, controlo, burocracia e saturação), fornecem um mapa detalhado dos desafios previsíveis que as organizações enfrentam à medida que crescem e maturam. Como Greiner argumentou, a dissolução de cada intervalo revolucionário determina se a organização avançará para a próxima fase evolutiva, sendo que a finalização das fases de crescimento gera crises de gestão específicas de cada etapa (Greiner, 1972).

Adizes (1979, citado por (Mosca et al., 2021) expandiu esta conceptualização com um modelo mais detalhado de dez estágios, incorporando padrões comportamentais específicos em cada fase do desenvolvimento organizacional. O modelo de Adizes tem demonstrado particular resiliência e relevância ao longo do tempo, adaptando-se às mudanças tecnológicas e práticas organizacionais contemporâneas enquanto mantém os seus princípios fundamentais.

Galbraith (1982, citado por (Mosca et al., 2021) contribuiu com uma perspetiva focada na estrutura organizacional e na sua evolução ao longo do ciclo de vida, enquanto Churchill e Lewis (1983, citado por (Mosca et al., 2021) desenvolveram um modelo especificamente adaptado às pequenas e médias

empresas e ao seu crescimento, identificando cinco estágios críticos: existência, sobrevivência, sucesso, decolagem e maturidade. A teoria da Curva S, amplamente estabelecida na literatura de gestão estratégica, prevê que o desempenho organizacional segue um padrão característico ao longo do tempo. Na abordagem proposta por Churchill & Lewis (2000), esta evolução começa com uma fase inicial de crescimento lento enquanto a organização estabelece as suas bases e desenvolve as suas competências fundamentais, seguida por uma fase de crescimento acelerado à medida que o modelo de negócio ganha tração no mercado, e eventualmente uma fase de maturação onde o crescimento desacelera e atinge um plateau. O que distingue as organizações bem-sucedidas das demais não é a capacidade de evitar este padrão inevitável, mas sim a forma como gerem as transições entre diferentes curvas S. Como Nunes & Breene (2011) observaram, as empresas necessitam de desenvolver novos ciclos (*loops*, na expressão original inglesa) de crescimento ou novos produtos bem antes de quando são necessários para sustentar esse mesmo crescimento, porque o desenvolvimento destes leva consideravelmente mais tempo do que a melhoria de um *loop* existente. Esta antecipação estratégica é particularmente crítica no setor de saúde, onde os ciclos de investimento são longos e as barreiras regulamentares significativas.

3.4.2 Expansão Orgânica

A Expansão Orgânica através de novas instalações representa uma estratégia empresarial que permite à organização manter controlo total sobre o processo, personalizar as instalações às suas necessidades específicas e desenvolver uma operação integrada. Esta abordagem, contudo, requer investimentos significativos e apresenta risco de execução.

A expansão orgânica permite à organização manter controlo total sobre o processo de desenvolvimento, personalizar infraestruturas às suas necessidades específicas e preservar a cultura organizacional existente. Contudo, requer investimentos significativos, apresenta maior risco de execução, especialmente em mercados com elevada pressão competitiva, e pode exigir mais tempo para gerar retornos. Um estudo abrangente conduzido por analistas da McKinsey & Company[9], analisando as 1.000 maiores empresas dos Estados Unidos e Europa ao longo de 15 anos, demonstrou que, para um dado nível de crescimento de receitas, as empresas que dependem predominantemente de estratégias de crescimento orgânico tendem a gerar retornos superiores para os acionistas comparativamente aos seus pares focados em aquisições (Rehm et al., 2023). A principal explicação para este fenómeno reside no

[9] Artigo disponível em https://www.linkedin.com/pulse/organic-inorganic-growth-which-generates-more-value-werner-rehm-3orxe/, acedido a 14 de dezembro de 2025.

facto de que o crescimento orgânico não exige o investimento inicial substancial típico das aquisições, que frequentemente envolvem o pagamento de prémios significativos sobre o valor de mercado. Também a Teoria dos Ciclos de Vida encontra aplicação nas estratégias empresariais. A sua obra seminal *The Theory of the Growth of the Firm* (Penrose, 1959), estabeleceu os fundamentos teóricos para compreender o crescimento orgânico. Penrose argumentou que, embora o tamanho da empresa seja um subproduto do crescimento, não existe um limite necessário para o crescimento das empresas, que dependerá fundamentalmente de "gestores empreendedores" e da eficácia administrativa, sendo limitado principalmente pela extensão do crescimento do conhecimento dentro da empresa. Penrose (1959) identificou ainda que os lucros constituem uma condição necessária para a expansão, mantendo que as decisões financeiras e de investimento das empresas são geralmente controladas por um desejo de aumentar os lucros totais de longo prazo.

3.4.3 Integração Horizontal

A Integração Horizontal constitui uma estratégia empresarial de aquisição de unidades ou negócios a operarem na mesma cadeia de valor e, dentro desta, no mesmo nível (Pasanen, 2007). Assim, a empresa alarga a sua escala e alcance através de uma integração (aquisição ou fusão) com operadores do mesmo nível da cadeia de valor (Pasanen, 2007; Postma & Roos, 2016). Ou seja, esta integração ocorre entre competidores. Difere de integração lateral por esta se referir a negócios ou atividades não-relacionados entre si, o que representa por uma estratégia de diversificação (Pasanen, 2007). E difere da integração vertical por a expansão não ocorrer pela integração de unidades ou processos da mesma cadeia de produção, isto é, em que o *output* de produção de uma unidade é o *input* de produção de outra (Perry, 1989). A integração horizontal permite, assim, o aproveitamento de sinergias, acesso imediato a quota de mercado, economias de escala e redução da concorrência, proporcionando um crescimento mais rápido. Contudo, implica desafios significativos relacionados com a integração cultural, operacional, nomeadamente, harmonização de sistemas e processos, e gestão de equipas.

A expansão inorgânica, como a integração horizontal, através de F&A, permite crescimento mais rápido e acesso imediato a quota de mercado, tecnologias ou competências. A investigação de Karim & Mitchell (2000) sobre reconfiguração de recursos empresariais no setor médico norte-americano demonstra que as aquisições constituem um mecanismo-chave de mudança organizacional, permitindo tanto o reforço de competências existentes (*resource deepening*) como a obtenção de recursos substancialmente diferentes (*resource extension*). Os autores evidenciam que “as aquisições desempenham um enorme papel na reconfiguração de negócios, por oferecer oportunidades a firmas para construir sobre recursos

existentes e para obter recursos substancialmente diferentes" (Karim & Mitchell, 2000). Esta dualidade é particularmente relevante para prestadores de saúde de média dimensão, que podem utilizar aquisições tanto para consolidar a sua posição competitiva como para diversificar a sua oferta de serviços.

A evidência sugere que a fusão tem vários motivos que a levam a ser considerada como uma estratégia de sucesso. O estudo de Postma & Roos (2016) sobre os motivos que levam os prestadores de saúde a fundirem-se na Holanda identifica cinco dimensões principais: prestação de cuidados (69%), posição de mercado/negociação (63%), eficiência (46%), razões financeiras (28%) e pressão externa (12%). Estes autores identificam várias fontes potenciais de sinergias, incluindo economias de escala, economias de gama, melhorias de eficiência operacional e aumento do poder negocial. Estas sinergias podem manifestar-se através da partilha de equipamentos médicos, centralização de funções administrativas, melhoria da utilização de recursos humanos especializados e otimização da gestão de stocks. Esta investigação revela que os motivos dominantes transcendem as considerações puramente financeiras, incorporando objetivos de melhoria da qualidade e amplitude dos serviços prestados. O facto de mais de 60% dos executivos mencionarem motivos relacionados com o fortalecimento da posição de mercado confirma que "mudanças de medidas política com o objetivo de aumentar a competição são importantes impulsionadores para as fusões" (Postma & Roos, 2016, p. 4). Mas nota-se uma evolução significativa ao longo do tempo. Entre 2005-2008, o foco centrava-se na prestação de cuidados e posicionamento de mercado, enquanto no período de 2009 a 2012, se verifica um crescente peso da eficiência, considerações financeiras e expansão geográfica, refletindo a influência das mudanças no ambiente regulatório e económico (a grande crise financeira). Como observam os autores, "entre 2005 e 2012 os prestadores de cuidados de saúde fundem-se principalmente por motivos relacionados com a sua posição de mercado (...) à medida que as pressões de competidores, seguradoras de saúde e municípios aumenta" (Postma & Roos, 2016, p. 17).

A concretização efetiva das sinergias esperadas constitui um desafio crítico em F&A no setor da saúde. Gray (1986) sublinha que sistemas multi-institucionais beneficiam de menores riscos devido à "profundidade de gestão e diversificação de fontes de receita", refletindo-se em melhores *ratings* de obrigações e menor custo de capital. Esta vantagem competitiva dos sistemas integrados constitui um fator-chave no crescimento de arranjos multi-institucionais no setor. Contudo, estudos empíricos mostram resultados mistos quanto à realização efetiva destas sinergias. Karim & Mitchell (2000) demonstram que as empresas adquiridas se "transformam mais que as adquirentes, que por seu turno se transformam mais que não-adquirentes", confirmando que as aquisições funcionam como

mecanismos de mudança organizacional, mas com diferentes graus de sucesso na integração de recursos e processos. Estes autores destacam a importância de uma gestão cuidadosa do processo de integração. A investigação sublinha que as sinergias, vistas enquanto o fortalecimento de recursos ou aquisição de novos recursos, são mais facilmente realizáveis quando existe complementaridade estratégica entre as organizações envolvidas e quando o processo de integração é cuidadosamente planeado, executado e monitorizado ao longo do tempo. O sucesso depende da capacidade de gestão para integrar eficazmente recursos complementares e gerir a mudança organizacional resultante.

A literatura de integração pós-fusão (Cartwright & Cooper, 1993; Weber & Camerer, 2003) documenta que fusões em que haja uma paridade de poder entre sócios ou organizações gera um "choque de culturas organizacionais" que se manifesta em três dimensões concretas: dificuldade de convergência das políticas de gestão; resistência à racionalização de recursos humanos; e inércia na harmonização da estrutura de custos.

O estudo empírico português de Gomes, que estuda um caso de aquisição de empresas em Portugal (embora não no setor da saúde), ilustra esta realidade, confirmando a criação de valor através de sinergias operacionais e evidenciando que "em ambos os casos foi criado valor (...), a empresa gera excedentes superiores aos necessários para remunerar os capitais investidos" (Gomes, 2021, p. 33). O autor conclui que a dificuldade em isolar o impacto específico das sinergias decorre da complexidade dos processos de integração e da influência de múltiplos fatores externos.

3.5 Análise Estratégica e SWOT

“Mais do que a atratividade de determinada indústria, a questão fulcral para a estratégia competitiva é o posicionamento da organização nessa indústria” (Santos, 2008, p. 264). Para analisar essa estratégia competitiva, Santos (2008) apresenta o modelo de Porter, que analisa esse posicionamento com base no âmbito concorrencial e no tipo de vantagem competitiva de cada empresa. Porter caracteriza três tipos de estratégias competitivas genéricas: 1 – liderança no custo; 2 – diferenciação; e 3 – foco, que pode ser por focalização com custos mais baixos ou por focalização com diferenciação (Santos, 2008; Tanwar, 2013), conforme representação da tabela 8.

		Tipo de Vantagem Competitiva	
		Custos mais baixos	**Diferenciação**
Âmbito Concorrencial	**Largo**	Liderança de custo	Diferenciação
	Estreito	Focalização com custos mais baixos	Focalização com diferenciação

Tabela 8 - Modelo das Estratégias Competitivas Genéricas de Porter (adapt. de Santos, 2008).

Uma das ferramentas mais reputadas na análise estratégica é o modelo SWOT (*Strengths*, *Weaknesses*, *Opportunities*, e *Threats*) clássico. Trata-se de uma matriz "que relaciona os pontos fortes e fracos de uma organização, com as oportunidades e ameaças provenientes do seu meio envolvente" (Santos, 2008, p. 209). Este modelo conheceu inúmeras variações, como a de Pearce e Robinson (1991, cit. por Santos, 2008, p. 210), que recomenda estratégias específicas (diversificação, crescimento, defesa ou abandono, e ressegmentação e focalização), consoante o posicionamento da organização na matriz. Outra relevante apresentada por Santos (2008, pp 212-213) é a nova análise SWOT, em que as ameaças (*Threats*) são substituídas pelo fator tempo (*Time*), ao constatar que, "na grande maioria dos casos, a diferença entre uma ameaça e uma oportunidade não radica tanto na natureza positiva ou negativa do fator ambiental externo em presença, mas na criatividade, visão e discernimento dos gestores, nos recursos e competências internas da organização e, muito especialmente, no fator tempo (entendido como capacidade das organizações para tirarem partido das oportunidades e ameaças do meio envolvente no *timing* mais adequado)".

Contudo, a literatura aponta frequentemente a natureza estática da análise SWOT tradicional como uma limitação à sua eficácia operacional. Para colmatar esta lacuna, Weihrich (1982) introduziu a Matriz TOWS, formalizando o conceito de análise SWOT dinâmica. Segundo o autor, a utilidade desta ferramenta não reside apenas na listagem de fatores, mas na análise sistemática das suas interações. Ao cruzar as dimensões internas e externas, Weihrich propõe quatro categorias de posturas estratégicas:

1. Estratégia SO (Maxi-Maxi): utiliza as forças internas para potenciar as oportunidades externas;

2. Estratégia ST (Maxi-Mini): mobiliza as forças da organização para minimizar o impacto das ameaças do meio;
3. Estratégia WO (Mini-Maxi): foca-se na superação de fraquezas internas para que a organização possa capturar oportunidades identificadas;
4. Estratégia WT (Mini-Mini): uma postura defensiva que visa simultaneamente reduzir fraquezas e evitar ameaças, sendo crítica em cenários de reestruturação ou desinvestimento.

Esta abordagem dinâmica pressupõe que a estratégia é um processo evolutivo. Ao introduzir a dimensão temporal na matriz TOWS, Weihrich (1982) sustenta que as organizações devem projetar diferentes matrizes para diversos horizontes temporais, permitindo antecipar mudanças no ambiente competitivo e ajustar os recursos internos preventivamente. Desta forma, a integração da análise quantitativa (como o DCF) com a análise qualitativa dinâmica permite uma fundamentação mais robusta das recomendações estratégicas, assegurando que estas não respondem apenas a uma "fotografia" do momento, mas sim a uma trajetória de criação de valor.

3.6 Lacunas na Literatura E Contribuição Esperada Do Trabalho

Identifiquei, assim, na literatura três lacunas que este trabalho pretende colmatar. Embora a literatura aborde extensivamente a avaliação de investimentos hospitalares de grande dimensão, existe uma escassez de estudos específicos sobre metodologias de avaliação adaptadas a clínicas privadas de ambulatório de média dimensão, que apresentam perfis de risco e estruturas de capital significativamente diferentes dos grandes sistemas hospitalares.

Vi, também, que a falta de estudos comparativos sistemáticos entre estratégias de crescimento orgânico versus integração horizontal especificamente para prestadores de saúde de média dimensão representa outra limitação relevante. A maioria dos estudos foca-se em grandes transações ou em análises setoriais agregadas, e não fornece instrumentos adequados para decisões estratégicas em organizações de dimensão intermédia.

Sobre as estratégias de integração horizontal por F&A em saúde, a literatura existente concentra-se predominantemente em grandes sistemas hospitalares e transações de *private equity*. Existe também aqui uma lacuna significativa no estudo de estratégias empresariais específicas para clínicas privadas de média dimensão em mercados regionais, particularmente na comparação sistemática entre crescimento orgânico e integração horizontal.

Por fim, existe uma carência de análise sobre otimização da estrutura de capital em prestadores de média dimensão, particularmente no contexto de decisões de expansão que requerem financiamento significativo, o que representa uma limitação prática relevante para gestores e investidores no setor.

Este trabalho pretende colmatar estas lacunas através da aplicação de DCF tradicional com projeções detalhadas de fluxos de caixa incrementais, o que fornecerá a base quantitativa para a avaliação de cada alternativa. A otimização da estrutura de capital para a estratégia escolhida assegurará que as decisões de financiamento reflitam adequadamente o custo de capital específico dessa estratégia. A análise de sensibilidade e cenários testará a robustez dos resultados face a variações nas premissas-chave. Este estudo aplicado, especificamente, ao contexto de uma clínica privada portuguesa de média dimensão, oferecerá uma ferramenta replicável para decisões de expansão estratégica neste segmento particular do mercado de saúde.

4. METODOLOGIA

4.1 Desenho do Estudo

Este trabalho de projeto, de natureza aplicada, enquadra-se na filosofia do pragmatismo, na medida em que privilegia a produção de conhecimento útil para responder a um problema concreto de gestão (Saunders et al., 2023). Nesta perspetiva, a questão de investigação orienta a escolha da ontologia, epistemologia e axiologia, valorizando o conhecimento em função da sua utilidade prática e das suas consequências na ação (Tashakkori & Teddlie, 1998). No presente estudo, esta orientação traduz-se na seleção dos métodos mais adequados para apoiar a decisão estratégica da clínica. Embora predominem ferramentas quantitativas, como a modelização financeira, o DCF e a análise de risco, o pragmatismo admite também a integração de elementos qualitativos, sempre que relevantes para a compreensão do problema (Saunders et al., 2023). Acresce que a posição da investigadora enquanto gestora e sócia da clínica introduz uma dimensão axiológica que, longe de invalidar a investigação, pode reforçá-la através do conhecimento interno da organização (*insider knowledge*) (Coghlan & Brannick, 2005). Assim, apesar do recurso a técnicas associadas à tradição positivista, a filosofia subjacente permanece pragmática, por estar centrada na resolução eficaz de um problema do mundo real.

A abordagem metodológica adotada neste projeto é predominantemente dedutiva (*top-down)*, uma vez que parte de teorias e modelos já consolidados nas áreas da gestão financeira e da estratégia empresarial para analisar um caso concreto. O estudo não procura desenvolver uma nova teoria, mas antes aplicar enquadramentos existentes, como o DCF, a teoria da estrutura de capital e as estratégias de crescimento, à avaliação comparativa das alternativas de expansão da CSP. Neste contexto, as cinco alternativas em análise são avaliadas com base em critérios previamente definidos, como o VAL, a TIR e outros indicadores de viabilidade, seguindo um processo estruturado e replicável. A natureza dedutiva da investigação resulta, assim, da operacionalização de conceitos teóricos e da sua aplicação empírica para identificar a alternativa que melhor responde ao problema de gestão.

O desenho de investigação adotado é o de estudo de caso, entendido como uma estratégia que envolve a análise empírica de um fenómeno contemporâneo no seu contexto de vida real, com recurso a múltiplas fontes de evidência (Robson, 2002, citado por Saunders et al., 2023). Esta opção é adequada ao objetivo do trabalho, uma vez que permite analisar de forma aprofundada a decisão estratégica de expansão da CSP no seu contexto específico, incluindo a realidade do mercado de saúde de Guimarães, a situação económico-financeira da clínica e o seu ambiente competitivo. Trata-se de um estudo de caso

comparativo e aplicado, centrado na comparação de cinco alternativas estratégicas mutuamente exclusivas, com o propósito de apoiar a resolução de um problema concreto de gestão e produzir recomendações executáveis para a administração da CSP. Para esse efeito, recorrem-se a múltiplas fontes de dados, cuja triangulação reforça a robustez e validade das conclusões, em linha com as boas práticas metodológicas defendidas por Saunders et al. (2023). Embora a análise assuma natureza predominantemente transversal, por incidir sobre uma decisão tomada num determinado momento, integra, também, elementos de análise documental e de bases de dados, permitindo análises longitudinais, que permitem contextualização histórica e suporte às projeções futuras. Em síntese, este desenho é o mais adequado porque privilegia uma compreensão aprofundada e contextualizada do caso, permitindo capturar nuances do setor da saúde privada em Portugal, assegura aplicabilidade prática dos resultados, em contexto real, e pode gerar contributos relevantes para organizações semelhantes.

4.2 Fontes de dados e critérios de seleção

Tratando-se de um estudo de caso único, centrado na CSP, o método de amostragem adotado é não-probabilístico e intencional, uma vez que a seleção da organização não é aleatória, mas deliberada. A CSP foi escolhida por constituir um caso relevante para o problema em análise: uma clínica privada de média dimensão perante uma decisão estratégica de expansão, num segmento ainda pouco explorado na literatura. Assim sendo, este será um estudo que se caracteriza como um caso extremo ou exemplar, uma vez que é apenas analisado um exemplo, o da CSP. No que respeita à identificação de empresas comparáveis, a seleção segue igualmente uma lógica não-probabilística, neste caso uma amostragem de caso típico, orientada por critérios de semelhança setorial, geográfica e dimensional. O objetivo não é construir uma amostra estatisticamente representativa, mas antes identificar casos ilustrativos e úteis para a estimação de parâmetros financeiros e para a avaliação de potenciais alvos de aquisição ou fusão. Esta opção metodológica é coerente com os objetivos do trabalho, que privilegiam a análise aprofundada de um problema de gestão concreto e o desenvolvimento de uma solução aplicável à realidade da CSP, em detrimento da generalização estatística.

A recolha de dados deste trabalho assenta predominantemente em dados secundários, adequados à natureza da investigação, uma vez que a avaliação económico-financeira comparativa exige informação objetiva, estruturada e verificável. Estes dados incluem variáveis discretas (p. ex., números de consultórios, de profissionais, de consultas), rácios ou intervalos (valores financeiros, como receitas, custos, investimentos, fluxos de caixa, e indicadores ocupacionais, como taxas de ocupação) e algumas variáveis categóricas (nominais/dicotómicas) usadas para segmentação ou comparação, e constituem a

base necessária para a aplicação dos modelos de avaliação de investimento, projeções financeiras, cálculo do WACC e análise de risco. As principais fontes utilizadas incluem registos contabilísticos, financeiros e operacionais internos da CSP (via ERP Kiclinic e TOConline), bem como bases de dados empresariais (ORBIS Europe, Bureau van Dijk, 2026) e estatísticas oficiais (INE, ACSS, ERS, Banco de Portugal), relatórios setoriais (APHP, CIP), informação de mercado, orçamentos de fornecedores e outras fontes documentais relevantes. O recurso a estas fontes permite sustentar a caracterização da organização, contextualizar o mercado e apoiar a modelização das alternativas de expansão com base em dados já existentes e validados. Esta opção é também a mais exequível face ao calendário do projeto e ao acesso privilegiado da investigadora à informação interna da organização. Não se previu, por isso, a realização de entrevistas formais, sendo a componente qualitativa assegurada pelo conhecimento direto do contexto organizacional e utilizada sobretudo na interpretação, validação e contextualização dos resultados quantitativos.

A análise de dados deste trabalho é predominantemente quantitativa e centra-se na modelização financeira prospetiva das alternativas de investimento em estudo. Atendendo à natureza do problema de gestão e aos dados disponíveis, o foco analítico incide na construção, projeção e comparação de indicadores económico-financeiros que permitam avaliar a viabilidade e robustez de cada alternativa estratégica. Numa primeira fase, procede-se à análise descritiva de dados históricos da CSP, do mercado e das entidades comparáveis utilizadas como referência. Esta análise permite caracterizar a situação de partida e sustentar a definição dos pressupostos do modelo, recorrendo à apresentação de dados em tabelas, quadros-síntese e gráficos, bem como ao cálculo de indicadores financeiros e operacionais relevantes. Numa segunda fase, desenvolve-se a modelização financeira das diferentes alternativas, com base em projeções de fluxos de caixa e na estimação dos respetivos indicadores de avaliação, nomeadamente VAL, TIR, *Payback*, B/C e WACC. O objetivo não é realizar inferência estatística no sentido clássico, nem testar hipóteses para generalização populacional, mas sim apoiar uma decisão concreta através de uma análise estruturada, comparável e replicável. Complementarmente, a análise incorpora instrumentos de avaliação do risco e robustez, designadamente análise de sensibilidade, análise de cenários e análise de *breakeven*, que permitem observar de que modo alterações nas principais variáveis de entrada influenciam os resultados do modelo. Estas técnicas são particularmente adequadas ao tipo de estudo em causa, na medida em que permitem testar a estabilidade das conclusões face à incerteza associada aos pressupostos utilizados. A componente qualitativa assume um papel complementar, sobretudo na validação, contextualização e interpretação dos resultados quantitativos. Neste caso, essa dimensão decorre do conhecimento direto da organização e do contexto

de decisão, contribuindo para a definição de pressupostos, identificação de riscos não diretamente quantificáveis e formulação de recomendações estratégicas mais consistentes.

4.2.1 Seleção da Amostra de Caso Típico

A seleção das empresas a estudar no âmbito das alternativas obteve-se através de uma pesquisa na base de dados ORBIS Europe (Bureau van Dijk, 2026), por critérios, ilustrado na tabela 9. O primeiro critério é a seleção de empresas com sede fiscal localizada no concelho de Guimarães, resultando em 10 202 empresas. O segundo critério é a área de atividade, segundo o CAE Rev. 2, selecionando empresas com o CAE 862 – Atividades de prática clínica em ambulatório e de medicina dentária e odontologia e com o CAE 869 – Outras atividades de saúde humana, que resultou na identificação de 309 entidades. Excluem-se as empresas que não têm dados reportados dados no último ano (2024), o que reduz a seleção para 239 empresas. Nesta fase, entra-se numa análise individualizada da população. Foram selecionadas as 50 maiores por volume de negócios, localizadas no perímetro urbano da cidade de Guimarães (freguesias de Oliveira do Castelo, São Paio e São Sebastião, Creixomil, Azurém, Urgezes, Silvares, Mesão Frio, Santiago de Candoso e Mascotelos). Quando as empresas se encontram associadas em grupos com várias empresas nesta área geográfica, a escolha recai sobre a maior que preste serviços de cuidados de saúde em ambulatório. Destas 50, faz-se uma pesquisa sobre cada uma das entidades, para excluir as de medicina dentária (14). Das 36 empresas remanescentes, 31 assumem uma estratégia competitiva genérica de focalização com diferenciação (vulgo, nicho) de Porter (Tanwar, 2013), focando-se, por exemplo, numa única especialidade, como saúde mental ou pediatria, ou empresas de prestação de serviços de saúde sem um espaço físico correspondente. Por último, aplica-se um critério de exclusão de empresas com capitais próprios negativos ou resultados líquidos negativos nos últimos dois anos, o que resulta num grupo de quatro empresas, uma delas a CSP. Foi esta a amostra alvo de consideração para o presente estudo.

Critério	**Número de empresas**
Empresas com sede fiscal localizada no concelho de Guimarães	10202
Área de Atividade (NACE Rev. 2 – CAE): 86.2 - Atividades de prática clínica em ambulatório e de medicina dentária e odontologia, e 86.9 - Outras atividades de saúde humana	309
Com dados de 2024	239
50 maiores por volume de negócios do perímetro urbano da cidade de Guimarães	50
Retirar as de medicina dentária	36
Retirar as de foco na diferenciação	5
Critério de Exclusão: Capitais Próprios negativos e Resultado Líquido negativo nos últimos dois anos	4

Tabela 9 - Critérios de seleção da amostra.

Desta seleção resulta um *dataset* de demonstrações financeiras para cada uma das quatro empresas a analisar, que serve de base para a modelação financeira.

4.3 Construção das Alternativas

Para as alternativas de integração horizontal é necessário proceder a uma avaliação de cada uma das empresas da amostra. A avaliação feita para CSP nesse âmbito, e com critérios uniformes às das restantes entidades, serve de referencial para o cálculo do valor incremental das restantes alternativas.

Para garantir comparabilidade entre alternativas, o exercício é suportado por um conjunto de pressupostos, tanto quanto possível, transversais às alternativas, identificando e isolando apenas as premissas específicas de cada alternativa. Em termos operacionais, isto implicou:

- Adoção de um horizonte temporal comum (projeções para um período de 10 anos) e alinhamento do ano 0 (correspondendo aos dados de 2024) como ponto de partida para todas as alternativas;
- Aplicação consistente do princípio incremental, considerando apenas os fluxos de caixa que resultam diretamente da decisão de investir (isto é, excluindo efeitos não atribuíveis à alternativa em análise);
- Definição explícita do que é comum ou específico em cada alternativa (por exemplo, a natureza do investimento, o tempo de implementação e os riscos dominantes diferem estruturalmente entre aquisição/fusão e expansão orgânica);
- No caso das alternativas de aquisição e da fusão, tratamento da identificação da entidade-alvo como uma condição necessária para estabilizar pressupostos comuns e operacionalizar, de forma concreta, a alternativa de integração horizontal.

A tabela 10 apresenta uma matriz comparativa preliminar das cinco alternativas de expansão consideradas.

Em termos de natureza do investimento, as alternativas distribuem-se entre alternativas assentes na integração horizontal (aquisição e fusão), em que o foco recai na incorporação de ativos intangíveis e relacionais (por exemplo, carteira de clientes e posição competitiva) e na integração operacional; e alternativa de crescimento interno (expansão orgânica), em que o foco recai sobre ativos físicos (instalações, obras e equipamento) e sobre a capacidade instalada. As alternativas híbridas combinam estes dois vetores, ao incorporam simultaneamente a integração de entidades/ativos e o investimento em novas instalações, elevando a complexidade de implementação.

O tempo de implementação é entendido como o intervalo entre a decisão e o início de operação em "regime normal". Em geral, a aquisição tende a permitir uma entrada mais rápida, por envolver sobretudo transação e integração. A fusão exige normalmente maior esforço de negociação e alinhamento entre entidades, e por isso tende a ser mais demorada. A expansão orgânica depende de processos como o arrendamento de espaço, licenciamento e obras, o que alonga o ciclo de implementação. Nas alternativas híbridas, estes fatores acumulam-se, tornando o tempo de implementação mais exigente.

Dimensão Estratégica	Aquisição	Fusão	Expansão orgânica	Aquisição + Expansão	Fusão + Expansão
Natureza do investimento	Integração horizontal e incorporação de ativos	Integração entre entidades e alinhamento organizacional	Crescimento interno com investimento em ativos físicos	Integração horizontal + investimento em ativos físicos	Fusão + investimento em novas instalações
Tempo de implementação	Rápido	Moderado	Lento	Lento	Muito lento
Investimento inicial (CAPEX)	Moderado, concentrado no início	Reduzido a moderado, concentrado no início	Elevado, frequentemente faseável	Muito elevado	Elevado, frequentemente faseável
Flexibilidade de design e operação	Limitada	Limitada	Alta	Alta	Moderada
Risco de integração	Moderado	Elevado	Baixo	Elevado	Muito elevado
Risco operacional/mercado	Baixo a moderado	Moderado	Elevado	Muito elevado	Muito elevado
Potencial de sinergias	Moderado	Elevado	Reduzido a moderado	Elevado	Muito elevado

Tabela 10 - Resumo das características das diferentes alternativas.

O potencial de sinergias sintetiza a expectativa de ganhos de escala, otimização de custos e potencial de receita. A aquisição e fusão apresentam sinergias associadas a escala e racionalização, sendo geralmente superiores no caso da fusão pela oportunidade de reestruturar processos de forma mais profunda. A expansão orgânica gera sobretudo sinergias internas por otimização e aumento de capacidade, tendendo a ser mais limitada no curto prazo. Nas alternativas híbridas, o potencial de sinergias pode ser elevado, dado que combinam escala, reorganização e melhoria de eficiência, mas dependem fortemente da execução.

4.4 Modelo de Avaliação Económico-Financeira

O procedimento metodológico deste trabalho de projeto foi desenhado para suportar uma decisão de investimento estratégico na CSP, através de uma avaliação comparativa, multicritério e replicável de cinco alternativas de expansão.

O desenvolvimento do estudo encontra-se organizado em cinco fases sequenciais e interligadas, em que os outputs de cada fase alimentam a fase seguinte. A Figura 5 apresenta o fluxograma do procedimento metodológico, explicitando a lógica *inputs*–processos–*outputs* e as ligações entre fases.

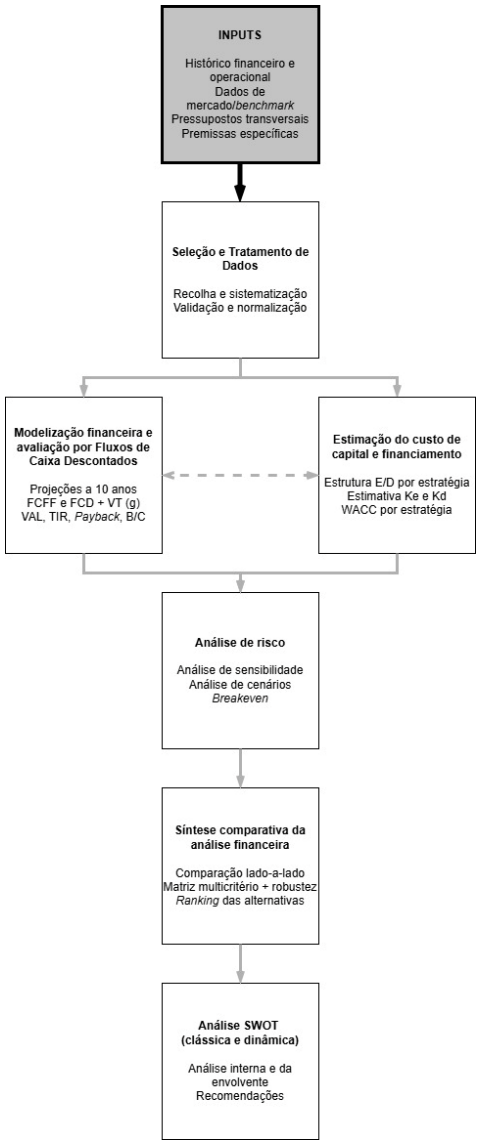


Figura 5 - Síntese do fluxo das fases do trabalho.

Para garantir comparabilidade entre as alternativas, a modelização assenta num conjunto de pressupostos, tanto quanto possível, transversais às alternativas, identificando e isolando apenas as pressupostos específicas de cada alternativa (por exemplo, no caso de alternativas de fusão/aquisição,

a identificação da entidade-alvo é tratada como uma condição necessária para estabilizar pressupostos comuns).

4.4.1 Estimação Dos Custos De Capital E Financiamento

A estimação dos custos de capital foca-se na definição do *mix* de financiamento (capital próprio e/ou capital alheio) para cada alternativa e na consequente estimação do custo de capital, condição necessária para a avaliação económico-financeira. Em linha com o enquadramento teórico, considera-se que a decisão de investimento está intrinsecamente ligada à decisão de financiamento, na medida em que a estrutura de capital é determinante para o custo médio ponderado de capital e, consequentemente, para a capacidade de criação de valor.

Para estes cálculos foram utilizados os dados publicados por Damodaran (2026), relativos a janeiro de 2026, para o setor *Hospitals/Healthcare Facilities* para a Europa. Escolheu-se este setor por ser aquele que mais se aproxima da realidade da CSP, e também por ser o que, de entre os do setor da saúde, apresentava uma correlação menor com o mercado (beta). Os dados apresentados por Damodaran (2026) são medidos em dólares americanos. Assim, dá-se a necessidade da conversão para euros, recorrendo-se ao método da paridade de poderes de compra, através da fórmula:

$$1 + r_{EUR} = (1 + r_{USD}) \times \frac{1+\pi_{EUR}}{1+\pi_{USD}},$$

$$r_{EUR} = (1 + r_{USD}) \times \frac{1+\pi_{EUR}}{1+\pi_{USD}} - 1,$$

Onde r representa a taxa a calcular nas diferentes moedas, e π a taxa de inflação em cada região. A taxa de inflação homóloga dos EUA foi obtida através do *Consumer Price Index – Urban* (U. S. Bureau of Labor Statistics, 2026) para dezembro de 2025, de 2,7%. Para a Zona Euro, recorreu-se ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, para o mesmo mês, 2,0% (Eurostat, 2026). Os dados a usar, apresentados em dólares americanos e convertidos para euros, estão apresentados na tabela 11.

Moeda	Taxa de Inflação	N.º de Empresas	Beta alavancado médio	Custo do Capital Próprio	Custo do Capital Alheio	Taxa de Imposto	E / (D + E)	WACC
USD	2.70%	29	0.71	7.67%	5.52%	22%	34%	4.29%
EUR	2.00%	29	0.71	6.94%	4.80%	22%	34%	4.82%

Tabela 11 - Conversão das taxas de referência de USD para EUR.

Estrutura de financiamento e variável "D" (Dívida)

Para cada projeto, foi estimada uma estrutura de capital coerente com a natureza da alternativa e com a respetiva necessidade (ou não) de financiamento externo. É necessário distinguir três conceitos de dívida (D), com funções metodológicas diferentes:

1. Dívida Onerosa: financiamentos obtidos correntes e não correntes. Trata-se de uma fonte de capital com custo explícito (Kd), utilizada nos pesos da estrutura de capital do WACC.
2. Dívida Total (Dívida Onerosa + Dívida Não Onerosa): inclui passivos não onerosos, como suprimentos de sócios ou outros passivos não correntes sem remuneração. É a medida de endividamento económico, utilizada na estimação do custo de capital (Kd via risco de crédito; Ke via alavancagem).
3. Dívida Líquida (Dívida Total – Caixa e Equivalentes): Utilizada na transição *Enterprise Value* (EV) ou o *Equity Value* (E), e em contextos de refinanciamento integral.

Esta separação fundamenta-se no princípio de que o risco de crédito e o risco financeiro suportados pelo acionista dependem do endividamento total, enquanto o WACC pondera exclusivamente fontes com custo explícito (Dívida Onerosa), assegurando consistência com os fluxos de caixa descontados.

Este cálculo assentou na interpretação dos dados financeiros e contabilísticos (ORBIS Europe, Bureau van Dijk, 2026), que permitiu a separação entre dívida financeira e passivos não bancários e/ou não onerosos (por exemplo, suprimentos).

Estimação do Custo do Capital Próprio (Ke)

A estimação do custo de capital próprio feita através do modelo CAPM, como estabelecido na Revisão de Literatura, exige adaptação para ser aplicado a empresas de capitais fechados e pequena dimensão, como são as empresas em análise. Assim, recorreu-se ao CAP modificado, incorporando explicitamente um *Size Premium*:

$$K_e = r_f + \beta\left[E(r_m) - r_f\right] + Size\ Premium$$

A taxa de juro sem risco de referência usada foi de 2,84%, correspondendo à taxa de rendibilidade de obrigações do Tesouro da Alemanha com taxa fixa e prazo residual de 10 anos, à data de 31 de dezembro de 2025 (Banco de Portugal, 2026a)

O prémio de risco de mercado usado foi o publicado por Damodaran (2026), estimado para Portugal com base no *rating* da dívida soberana, um *Equity Risk Premium* de 5,79%.

Para a estimação do *Size Premium* recorreu-se ao estudo de Harrington et al. (2024), *Valuation Handbook* (anteriormente conhecido como Ibbotson), que indica que, para o mercado acionista europeu, um prémio de risco médio sobre o CAPM, *Size Premium*, varia entre 0,2% para o 1º decil e 8,6% para o 10º decil.

As empresas avaliadas consideradas incluem-se todas no 10º decil (empresas com uma capitalização de mercado inferior a 350 milhões de dólares/euros). Assume-se então como valor de referência para o *Size Premium* 8,6% (Harrington et al. (2024).

Exhibit 7.5: Composite Average of Arithmetic Average "Risk Premium Over CAPM" (i.e., Size Premia) (December 2022)

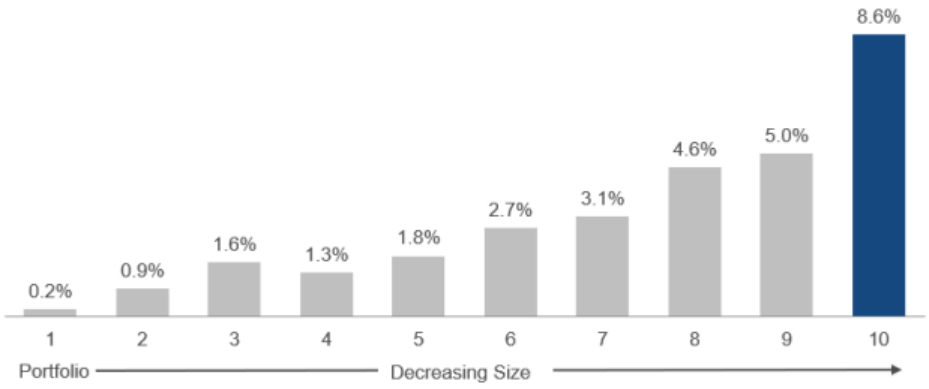


Figura 6 - Size Premium segundo dimensão. Fonte: Harrington et al., 2024.

Para a estimação dos betas, parte-se da desalavancagem do beta alavancado médio do setor, publicado por Damodaran (2026), 0,71, aplicando esses dados de referência do setor à seguinte fórmula do beta desalavancado:

$$\beta_U = \frac{\beta_{L,setor}}{1 + (1 - T_{setor}) \times \left(\frac{D}{E}\right)_{setor}}$$

Este β_U resultante foi de 0,28, e é realavancado utilizando o endividamento total (Dívida Total) de cada empresa:

$$\beta_{L,empresa} = \beta_U \times \left[1 + \left(1 - T_{empresa}\right) \times \left(\frac{D}{E}\right)_{empresa}\right]$$

A utilização da Dívida Total, por oposição à Dívida Onerosa, fundamenta-se no princípio de que o risco financeiro suportado pelos sócios ou acionistas é amplificado por toda a alavancagem económica, independentemente da natureza onerosa ou não dos passivos. Passivos não remunerados, embora não gerem encargos financeiros correntes, aumentam a volatilidade dos fluxos de caixa disponíveis para remunerar os sócios ou acionistas em cenários de *stress* ou liquidação, devendo por isso ser considerados na realavancagem do beta.

Assim, foi possível estimar betas específicos para cada projeto, conforme se verá nas secções seguintes deste capítulo, e observando a respetiva estrutura de capitais.

Estimação do Custo do Capital Alheio (Kd)

Para a estimação do Custo de Capital Alheio de cada empresa fez-se uma primeira aproximação através do cálculo de uma taxa de juro observada, ao calcular o rácio entre o total dos Juros e Gastos Similares Suportados e a média da Dívida Financeira observada em 2023 e 2024 (ORBIS Europe, Bureau van Dijk,

2026). No entanto, esta metodologia reveste-se das mesmas limitações que levaram à necessidade de harmonização das rubricas do passivo, nomeadamente a existência de dívida não onerosa, que não acarreta pagamento de juros, mas conta para o endividamento total. Nas empresas que apresentam valores para o cálculo deste rácio, verificou-se que a taxa de juro observada através deste rácio não era consistente com os níveis de endividamento, ao apresentar um *spread* muito baixo (inferior a 1 ponto percentual) face à taxa de juro sem risco. Assim, revelou-se necessário recorrer a outras abordagens.

Para tal análise, recorreu-se aos dados específicos para as empresas do setor em Portugal. O Banco de Portugal apresenta os Quadros do Setor, para os quais apresenta o valor médio observado do conjunto das empresas, por dimensão e por atividade económica (Banco de Portugal, 2026a). Assim, foi possível selecionar as micro, pequenas e médias empresa de atividades de prática médica de clínica especializada, em ambulatório (CAE 8622), para o ano de 2024. Nesse ano, o valor médio do custo de financiamentos obtidos em novas operações de empréstimos para estas empresas foi de 6,20%. A distribuição de valores observado para as empresas deste ramo de atividade em 2024 está representada na tabela 12. Considerando que os dados apresentados são relativos ao ano de 2024, fez-se um cálculo dos *spreads* entre o custo dos financiamentos obtidos e a taxa de juro sem risco, aqui considerada a média mensal das obrigações a 10 anos do tesouro alemão em 2024 (2,34%).

	Quartil 1	**Quartil 2**	**Quartil 3**	**Média**
Custo dos financiamentos obtidos	2.70%	5.52%	7.72%	6.22%
Spread	0.36%	3.18%	5.38%	3.88%
Autonomia Financeira Correspondente	92.27%	75.43%	40.84%	67.83%

Tabela 12 - Distribuição de custos de financiamentos e *spread* obtidos pelas empresas do setor em 2024.

No entanto, a referência setorial do Banco de Portugal reflete empresas com autonomia financeira relativamente elevada, mas nem todas as empresas estudadas têm esse perfil.

Considerando os *spreads* de crédito observados e os dados de Autonomia Financeira, desenvolveu-se um modelo simples para ajustar o *spread* de forma linear em função do seu nível de Autonomia Financeira relativamente às âncoras setoriais: o valor médio setorial (AF de 67,93%, *spread* de 3,88%, definido como Âncora 1) e o primeiro quartil (AF de 40,84%, *spread* de 5,38%, definido como Âncora 2), correspondente ao limiar do quartil de empresas com maior risco de crédito. Empresas com Autonomia Financeira superior à média setorial beneficiam de spreads inferiores, enquanto empresas com autonomia financeira inferior apresentam penalizações progressivas no spread. O Custo de Capital Alheio final para 2026 foi então obtido pela adição do spread ajustado à taxa livre de risco vigente no final de

2025, refletindo assim as condições de mercado atuais aplicáveis a operações de refinanciamento ou aquisição.

$$AF_{normalizada} = \frac{AF_{empresa} - AF_{\hat{a}ncora2}}{AF_{\hat{a}ncora1} - AF_{\hat{a}ncora2}}$$

$$Spread = Spread_{\text{âncora2}} + (Spread_{\hat{a}ncora1} - Spread_{\hat{a}ncora2}) \times AF_{normalizada}$$

O rácio de Autonomia Financeira utilizado no ajustamento de spread incorpora o endividamento total, refletindo que o custo marginal de financiamento bancário é determinado pelo perfil de risco de crédito integral da empresa. As instituições financeiras avaliam a capacidade de endividamento considerando o passivo total, independentemente da sua natureza onerosa, pelo que o spread aplicável a nova dívida internaliza este risco. O Kd resultante representa o custo ao qual a empresa poderia contrair financiamento bancário adicional nas condições de mercado vigentes.

Cálculo do WACC

Com Ke, Kd e os pesos de capital próprio e dívida, foi calculado para cada alternativa o WACC, segundo a formulação:

$$WACC = \frac{E}{E + D_{onerosa}} \times K_e + \frac{D_{onerosa}}{E + D_{onerosa}} \times K_d \times (1 - T)$$

A utilização exclusiva de Dívida Onerosa no denominador $E/(E + D)$ assegura consistência entre o custo de capital aplicado e os fluxos de caixa operacionais descontados, uma vez que os passivos não onerosos não geram encargos financeiros que impactem os FCFF. Esta estruturação garante que o custo de capital alheio e o custo de capital próprio internalizam o risco do endividamento total (via ajustamento de *spread* por AF e realavancagem de beta com Dívida Total), ao mesmo tempo que os pesos no WACC refletem apenas capital com custo explícito. Na implementação prática, enfrenta-se um problema de circularidade: é necessário um valor de referência do WACC para descontar os fluxos de caixa futuros e apurar o EV ou o E, mas sem um valor para E não é possível estimar com precisão os pesos de E e D e, portanto, o próprio WACC.

A solução adotada consistiu em recorrer a um valor de referência (por exemplo, um WACC de mercado) para uma primeira estimação e, posteriormente, corrigir esse valor através da função *Goal Seek* na folha de cálculo. Para tal, utilizou-se uma "célula semente" (com um WACC inicial estimado) para permitir "germinar" o cálculo, uma célula com o WACC calculado com os pesos E/D, e uma célula de diferença entre ambos. A função Goal Seek foi então aplicada para forçar a diferença a convergir para zero, ajustando o valor da célula semente. A mesma metodologia foi utilizada para estabilizar a estimação da dívida e do capital próprio em cada projeto.

4.4.2 Projeções de Fluxos de Caixa

A modelização corresponde à construção do modelo de projeções que suporta a avaliação económico-financeira das alternativas. O primeiro passo da análise quantitativa consistiu na construção de projeções de fluxos de caixa para um horizonte temporal de 10 anos para cada uma das alternativas, tendo por base o princípio da análise incremental, isto é, considerando apenas os fluxos de caixa que resultam diretamente da decisão de investir.

Todas as projeções partiram de uma análise cuidada aos dados de cada empresa para os anos de 2022, 2023 e 2024, pelo que 2024 corresponde ao ano 0.

O modelo foi estruturado para permitir, por alternativa:

i. parametrização explícita de pressupostos (transversais e específicos);
ii. projeção das principais rubricas operacionais e financeiras; e
iii. apuramento dos fluxos de caixa livres para a empresa (FCFF) em cada período.

Esta construção assegura rastreabilidade entre pressupostos e resultados e permite isolar de forma transparente os impactos de cada alternativa, preservando a consistência comparativa.

Cálculo do FCFF

Com base nas projeções das rubricas operacionais e financeiras, procedeu-se ao apuramento do Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCFF), anual, para cada alternativa. Em termos operacionais, o FCFF foi calculado segundo a formulação padrão:

$$FCFF = EBIT \times (1 - T) + Depreciações\ e\ Amortizações - CAPEX - \Delta FM,$$

onde EBIT corresponde ao resultado antes de juros e impostos e T à taxa de imposto aplicável no período. Esta abordagem assegura a coerência com a lógica "Free Cash Flow to the Firm", isto é, fluxos de caixa antes do financiamento, evitando incluir nos fluxos operacionais itens diretamente associados à estrutura de capital (por exemplo, juros ou amortização de dívida), os quais são refletidos indiretamente pela taxa de desconto utilizada.

O Valor Temporal do Dinheiro e Risco Associado: O Desconto

Todas as projeções foram construídas em termos nominais, utilizando preços correntes, e taxas de atualização nominais.

A avaliação económico-financeira foi realizada através do método de Fluxos de Caixa Descontados, que permitiu incorporar explicitamente o valor temporal do dinheiro e o risco associado, ao descontar os

FCFF projetados pelo WACC nominal estimado para cada alternativa (conforme definido na estimação de custo de capital e financiamento).

Os fluxos são descontados ao WACC estimado para cada alternativa, que reflete a estrutura de financiamento e o risco subjacente, obtendo-se o Valor Atual Líquido (VAL) como medida central de criação de valor. Para projetos mutuamente exclusivos, o VAL assume um papel prioritário por permitir comparar alternativas em termos de valor criado, em unidades monetárias, de forma consistente com a lógica do investimento.

$$VAL = \sum_{t=1}^{n} \frac{FC_t}{(1+t)^t} - I_0$$

Como indicadores complementares, e para enriquecer a leitura dos resultados, foram também considerados a Taxa Interna de Rentabilidade (TIR), o *Payback* (tempo de recuperação) e o Índice Benefício-Custo (B/C). Estes indicadores são usados como suporte interpretativo, reconhecendo-se que podem apresentar limitações em determinadas configurações de fluxos (por exemplo, fluxos não convencionais no caso da TIR, ou ignorar fluxos após o período de recuperação no caso do *Payback*).

Valor Terminal e Consistência de Longo-Prazo

Dado que o horizonte explícito de projeção é finito, mas prevê-se que o investimento tenha continuidade indefinida para além desse período, a avaliação por DCF inclui a estimação de um Valor Terminal (VT) no final do período projetado, permitindo capturar o valor económico para além do horizonte.

Para o cálculo do VT foi aplicada a fórmula do Modelo de Gordon, utilizando o FCFF do último ano de projeção atualizado pela taxa de crescimento em perpetuidade, conforme descrito na subsecção "Taxa de Crescimento em Perpetuidade". Em termos operacionais, o VT foi calculado como:

$$VT = FCFF_{10} \times \frac{(1+g)}{(WACC-g)},$$

O EV resulta da soma do valor presente dos FCFF explícitos e do valor presente do VT. Para obter o E, foi deduzida a Dívida Líquida (quando aplicável), em coerência com a definição adotada no estudo.

Com este processo, garantiu-se que a taxa g permanece consistente com o custo de capital, respeitando a condição g < WACC, de forma a evitar inconsistências matemáticas e económicas na estimativa do VT.

Como resultado desta fase, para cada alternativa obtiveram-se os principais indicadores económico-financeiros (VAL, e indicadores complementares como TIR, *Payback* e B/C), e o Valor Terminal e a decomposição do valor entre horizonte explícito e VT.

4.5 Análise de Risco

Reconhecendo que os resultados do DCF dependem de pressupostos de projeção e de condições de implementação, procede-se a uma análise de risco estruturada com o objetivo de identificar variáveis críticas para a criação de valor e testar a robustez dos resultados sob incerteza. Esta análise é operacionalizada através de três ferramentas complementares:

Análise de sensibilidade (one-way): avaliação do impacto no VAL de variações isoladas de variáveis relevantes, mantendo as restantes constantes. Esta análise permite hierarquizar drivers (por exemplo, Vendas e Serviços Prestados, Fornecedores e Serviços Externos - incluindo honorários - e Gastos com Pessoal), identificando quais as variáveis com maior elasticidade sobre o valor do projeto. A análise feita previu uma variação de 10% no valor de cada uma destas rubricas (tabela 13).

Variáveis	Impacto no RL	Limite inferior	Limite Superior
Vendas e Serviços Prestados	+	-10%	+10%
FSE	-	-10%	+10%
Gastos com pessoal	-	-10%	+10%

Tabela 13 - Variáveis utilizadas em análise de sensibilidades

Análise de cenários (multivariada): construção de cenários consistentes (pessimista/base/otimista) que alteram simultaneamente um conjunto de variáveis interrelacionadas. Esta abordagem permite incorporar, de forma mais realista, a coexistência de choques (por exemplo, crescimento e preço médio, custos de investimento/obra, tempo de implementação e parâmetros operacionais como ocupação inicial), avaliando o comportamento do VAL em combinações plausíveis de condições. Os cenários trabalhados passaram por uma variação de 5% no valor das rubricas, com uma diminuição das vendas e aumentos de custos no cenário pessimista, e o inverso no cenário otimista (tabela 14).

	Cenário Pessimista	Cenário Otimista
Vendas e Serviços Prestados	-5%	5%
FSE	5%	-5%
Gastos com pessoal	5%	-5%

Tabela 14 - Variáveis utilizadas em análise de cenários.

Análise de *breakeven* (limiares): determinação de limiares operacionais mínimos (por exemplo, volume de atividade ou nível de receita) necessários para atingir um resultado económico nulo, permitindo traduzir a viabilidade do projeto em condições concretas de execução e monitorização. Esta análise é especialmente útil para apoio à gestão, ao converter resultados financeiros em metas operacionais observáveis.

Estas análises permitem obter um conjunto de resultados de risco (sensibilidades, cenários e *breakeven*) que alimentam a síntese comparativa, suportando a construção de um *ranking* e a avaliação da robustez da decisão.

4.6 Questões Éticas e de Confidencialidade

A condução deste trabalho de projeto respeita rigorosamente os princípios éticos e de confidencialidade, conforme as diretrizes da Universidade do Minho.

Os dados financeiros e estratégicos da CSP são tratados com confidencialidade absoluta, sendo utilizados exclusivamente para fins académicos. Todas as informações comercialmente sensíveis serão anonimizadas no relatório final para proteger a posição competitiva da organização. Isto inclui a pseudoanonimização dos nomes e outras identificações das empresas mencionadas, quando não se tratar de empresas de capital aberto.

Foi solicitada uma autorização formal à administração da CSP para a utilização dos seus dados para fins académicos. Os dados primários foram armazenados de forma segura e destruídos após conclusão do projeto, respeitando as melhores práticas de proteção de informação empresarial. O trabalho não envolve dados pessoais de utentes, focando-se exclusivamente em dados agregados de gestão.

5. RESULTADOS DA ANÁLISE DE DADOS

Da aplicação da metodologia ao estudo de caso concreto resulta um conjunto de projeções económico-financeiras associadas às alternativas de investimento. Essas alternativas, conforme visto anteriormente, constituem projetos mutuamente exclusivos, o que "implica inevitavelmente a rejeição dos restantes na medida em que os diferentes projetos constituem formas alternativas de alcançar um mesmo objetivo" (Oliveira & Leal, 2023, p. 470). Nestas condições, a decisão assenta na comparação entre a situação da empresa com a implementação de cada alternativa e a situação da empresa sem a implementação dessa alternativa (Oliveira & Leal, 2023, p. 452). No presente estudo, a "situação da empresa sem projeto" é operacionalizada como a avaliação *baseline* da CSP, calculada no âmbito das alternativas de Fusão e de Aquisição, por assegurar a comparabilidade, uma vez que as quatro empresas da amostra são avaliadas sob os mesmos pressupostos homogéneos. Assim, o *output* comparável é o valor gerado por cada alternativa, face a este referencial "base" da CSP.

5.1 Baseline

O primeiro passo é a avaliação de cada empresa analisada, que permite a seleção daquela(s) que cumpra(m) os critérios requeridos para a fusão e para a aquisição.

Para este fim, são avaliadas, de forma independente, as demonstrações financeiras destas empresas, e também o seu histórico e atividade recentes. As projeções de fluxos de caixa têm como ponto de partida uma continuidade das tendências recentes (2022-2024) e das políticas de gestão de cada uma destas empresas.

5.1.1 Pressupostos Gerais das Avaliações

Estimação do Custo de Capital

Para a avaliação independente das empresas na sua situação atual, a estrutura de capital considerada reflete a composição observada no momento de reporte dos dados. A dívida financeira onerosa, representada nas rubricas de financiamentos obtidos (passivos corrente e não corrente), constitui a base para o cálculo dos pesos na estrutura de capital utilizada no WACC. Não obstante, a Casa de Saúde do Povo de Guimarães e o Instituto Piaget apresentam valores elevados em outros passivos não correntes (600 000€ e 337 776€, respetivamente), que não representam dívida onerosa, parecendo constituir-se como suprimentos de sócios não remunerados. Estes passivos, designados por *Debt-like*, não geram encargos financeiros correntes, não sendo contabilizados como dívida onerosa para efeitos de

ponderação no WACC. São, porém, considerados no cálculo do endividamento total relevante para estimação de Kd (via Autonomia Financeira) e Ke (via beta realavancado), bem como no cálculo da Dívida Líquida para transição de *Enterprise Value* para *Equity Value*.

A tabela 15 representa as rubricas consideradas para este apuramento.

		Cruz Azul	Casa de Saúde do Povo de Guimarães	Instituto Piaget	CSP
Capital Próprio		1 124 503 €	355 657 €	148 073 €	98 583 €
Passivo Não Corrente	1 = 2 + 3	38 035 €	1 424 470 €	337 776 €	20 370 €
Financiamentos obtidos	2	38 035 €	824 470 €		20 370 €
Outros passivos não correntes	3		600 000 €	337 776 €	
Passivo Corrente	4 = 5 + 6 + 7	339 891 €	462 727 €	36 222 €	23 509 €
Financiamentos obtidos	5	67 771 €			
Fornecedores	6	69 559 €	203 966 €	23 923 €	4 767 €
Outros passivos correntes	7	202 561 €	258 761 €	12 299 €	18 742 €
Total do Passivo	8 = 1 + 4	377 926 €	1 887 197 €	373 998 €	43 879 €
Dívida Onerosa	9 = 2 + 5	105 806 €	824 470 €	0 €	20 370 €
Debt-like	10 = 3 + 7	0 €	600 000 €	337 776 €	0 €
Dívida Total	11 = 9 + 10	105 806 €	1 424 470 €	337 776 €	20 370 €
Caixa, Depósitos à Ordem e Equivalentes	12	112 121 €	7 196 €	46 293 €	125 474 €
Dívida Líquida	13 = 11 - 12	-6 315 €	1 417 274 €	291 483 €	-105 104 €

Tabela 15 - Comparação de elementos do balanço das empresas da amostra, referentes a 2024.

Apesar de os passivos *Debt-like* não representarem dívida onerosa, refletem endividamento económico da entidade, sendo considerados para o cálculo da Autonomia Financeira na estimação do custo do capital alheio. Esta abordagem fundamenta-se no princípio de que o custo marginal de financiamento de uma empresa é determinado pelo seu perfil de risco de crédito total, não apenas pela dívida remunerada. As instituições financeiras avaliam a capacidade de endividamento considerando o passivo integral, pelo que o spread de crédito aplicável reflete esta realidade.

Por referência aos dados das empresas do setor em Portugal em 2024 (Banco de Portugal, 2026a), calcula-se a Autonomia Financeira de cada empresa avaliada, que depois é normalizada tendo por base os valores âncora das empresas do mercado, resultando numa extrapolação do *spread* face à taxa de juro sem risco no momento de realização da avaliação (final de 2025, em que $r_f = 2{,}84\%$, Banco de Portugal, 2026b).

O custo de capital alheio daqui resultante reflete assim o endividamento total da empresa, aumentando inversamente com a autonomia financeira apresentada, resultando em Kd a variar entre 6,33% (Cruz Azul, com autonomia financeira superior à do valor âncora superior), e 9,61% (Casa de Saúde do Povo de Guimarães, que apresenta uma autonomia financeira muito baixa). Este custo de capital alheio

representa o custo marginal ao qual cada empresa poderia contrair financiamento bancário adicional, internalizando o risco de crédito total.

Para a estimação do custo do capital próprio de cada empresa é calculado o beta realavancado de cada empresa, utilizando o endividamento total (Dívida Total = Dívida Onerosa + *Debt-like*) como medida do risco financeiro suportado pelos acionistas. Esta metodologia reflete que, independentemente da natureza onerosa ou não dos passivos, a alavancagem total amplifica a volatilidade dos fluxos de caixa disponíveis para remunerar os sócios ou acionistas, devendo ser considerada na realavancagem do beta.

O WACC é calculado considerando exclusivamente as fontes de capital remuneradas, ou seja, no cálculo do rácio $E/(E+D)$, o valor considerado para D é apenas o da Dívida Onerosa. Os passivos *Debt-like* não integram o denominador, assegurando consistência entre o custo de capital aplicado e os fluxos de caixa descontados, o que garante que Kd e Ke internalizam o risco do endividamento total, os pesos no WACC refletem apenas capital com custo explícito, e que passivos *Debt-like* são deduzidos na transição de EV para E, capturando o seu impacto no valor para o acionista.

As estimativas do custo do capital próprio para as empresas avaliadas são apresentadas na tabela 16.

	Autonomia Financeira	Autonomia Financeira Normalizada	*Spread*	Kd	Beta realavancado	Ke	E / (E + D)	WACC
Cruz Azul	74.85%	1.26	3.49%	6.33%	0.29	13.10%	0.98	12.93%
Casa de Saúde Guimarães	15.86%	-0.93	6.77%	9.61%	0.45	14.03%	0.71	12.24%
Instituto Piaget	28.36%	-0.46	6.07%	8.91%	0.36	13.51%	1.00	13.51%
CSP	69.20%	1.05	3.80%	6.64%	0.29	13.09%	0.98	12.97%

Tabela 16 - Estimação do Custo do Capital Próprio, Custo do Capital Alheio e WACC.

A Taxa de Crescimento em Perpetuidade

Para o cálculo do valor terminal foi aplicada a fórmula do Modelo de Gordon, atualizando o fluxo de caixa do último período pelo WACC e pela taxa de crescimento em perpetuidade, g.

A estimação desta última merece algumas considerações diferentes, mediante o caso. Para garantir comparabilidade, foram considerados níveis âncora para o valor da taxa de crescimento em perpetuidade. Para casos de mais elevada maturidade do ciclo de vida do investimento, o valor âncora selecionado é de 2,00%, semelhante ao valor da taxa de inflação (Índice Harmonizado de Preços no Consumidor) indicada para o longo prazo (2028) pelo Banco de Portugal (2025), e também ao valor-alvo da taxa de inflação do Banco Central Europeu. Projetos com esta taxa de crescimento em perpetuidade acompanham a evolução do nível de preços, não apresentando por isso um crescimento real, mas também não decréscimo ou declínio.

Já nos casos em que há uma forte renovação no ciclo de vida do projeto, posicionando-se o investimento ainda numa fase em que se apresentam oportunidades de expansão, o valor âncora obtém-se por aplicação da equação de Fisher à taxa de inflação esperada de longo prazo e à taxa de crescimento real do PIB português, 1,8% (Banco de Portugal, 2025).

$$(1+i) = (1+\pi) \times (1+r)$$

De onde,

$$g \approx (1+\pi) \times (1+r) - 1,$$

$$g \approx (1+1{,}8\%) \times (1+2{,}0\%) - 1 \approx 3{,}84\%$$

A escolha desta taxa de 3,84% significa também que se espera, no médio a longo prazo, um abrandamento nas taxas de crescimento do setor, cujas taxas de anos recentes se esperam que não continuarão perpetuamente.

A seleção específica da taxa de crescimento em perpetuidade para cada projeto é escolhida por comparação com estes valores âncora de cada entidade e modelo, através de uma análise da atividade da empresa ou projeto, a taxa de crescimento anual composta (CAGR) no período entre 2021 e 2024, as taxas de variação anuais de 2023 e 2024. A tabela 17 apresenta as taxas escolhidas em cada um dos modelos realizados.

Modelo	**Taxas de crescimento das vendas e serviços prestados**			**g**
	CAGR 2021-2024	**2023**	**2024**	
Avaliação CSP	5.87%	5.42%	11.48%	3.84%
Avaliação Cruz Azul	3.48%	1.52%	2.17%	1.80%
Avaliação Instituto Piaget	4.71%	1.77%	7.66%	3.00%
Avaliação Casa de Saúde do Povo de Guimarães	4.46%	-1.05%	6.15%	2.00%
Fusão				3.84%
Aquisição				3.84%
Expansão Orgânica				3.84%
Aquisição com Expansão				3.84%
Fusão com Expansão				3.84%

Tabela 17 - Taxas de crescimento em perpetuidade usadas.

Assim, e por referência aos valores âncora, considera-se que a Cruz Azul deverá ter uma taxa de crescimento em perpetuidade ligeiramente abaixo da taxa de inflação de longo-prazo, por se tratar de um negócio com elevada maturidade que tem apresentado uma variação do volume de negócios inferior ao da empresa média do setor. Para além disso, as pressões da envolvente competitiva deverão colocar pressão acrescida sobre unidades como esta, principalmente num cenário de manutenção relativa das políticas de gestão. A Casa de Saúde do Povo de Guimarães apresenta grandes variações no volume de negócios, de crescimento e contração, mas estas parecem resultar de mudanças internas no grupo

empresarial em que está integrada, e não tanto por mudanças operacionais da própria unidade. A análise realizada aponta para uma atividade *core* consolidada e madura, o que conduz à escolha de uma taxa de crescimento em perpetuidade igual à taxa de inflação de longo-prazo.

Já o Instituto Piaget apresenta-se como um negócio ainda em crescimento, embora as políticas de gestão em vigor, como a inexistência de parcerias com seguros de saúde, limite o seu potencial de crescimento futuro, pois não é plausível que continue a crescer a tendência recente de pagamentos *out-of-pocket* por parte dos utentes, considerando os elevados níveis em que Portugal já se encontra na comparação internacional, e o envelhecimento populacional. A opção recai então pela escolha de uma taxa de crescimento em perpetuidade intermédia entre os dois valores âncora, de 3,00%. No caso da CSP, pese embora o problema de gestão da exiguidade de espaço, tem apresentado forte consistência em taxas anuais de variação de vendas e serviços prestados elevadas, acima das restantes empresas analisadas. Assim, a escolha da taxa de crescimento em perpetuidade mais plausível continua a ser a aproximação do valor âncora superior, de 3,84%.

Projeção de custos operacionais e rubricas de exploração

As principais rubricas de custos são projetadas a partir de uma combinação de rácios operacionais estáveis face às vendas (quando apropriado) e taxas de crescimento quando a natureza da rubrica o justifica (por exemplo, variações esperadas em estrutura de pessoal). Por exemplo, em cenários onde se parte da soma das entidades envolvidas (casos de integração), o ponto de partida do ano 0 resulta da soma dos valores individuais, e rácios como FSE/Vendas e Serviços Prestados são usados como referência base de projeção. O caso dos FSE é particularmente relevante pois é nesta rubrica que são contabilizados os pagamentos de honorários aos profissionais de saúde, que são prestadores de serviços independentes, na esmagadora maioria dos casos. Assim, considera-se no período de projeção um rácio FSE / Vendas e Serviços Prestados igual ao do ano de 2024 nas avaliações das empresas, e do "ano 0" (a soma dos valores das entidades participantes) nos casos em que houve integração por fusão ou aquisição.

O mesmo raciocínio é aplicado para os Gastos com o Pessoal, em que se considera a manutenção dos valores de 2024 nas projeções das avaliações *baseline*, ou da soma dos valores de 2024 no caso de entidades participantes em integração. Durante o período de projeção opta-se por atualizar esta rubrica à taxa anual de 3%, para refletir um aumento de encargos com recursos humanos. Este valor é superior à taxa de inflação de longo-prazo, e por isso representa um aumento real progressivo nos encargos com

pessoal, acompanhando assim a tendência dos últimos anos de ganhos salariais reais para os trabalhadores.

Esta lógica assegura que as diferenças entre alternativas emergem dos *drivers* específicos (escala, integração, novas instalações), e não de escolhas arbitrárias de parametrização.

Depreciações, ativo fixo e coerência temporal

As depreciações e amortizações são tratadas de forma consistente com a dinâmica do ativo fixo: partindo de um rácio de depreciações/ativo fixo e atualizando o stock de ativo fixo em função do CAPEX e das depreciações do período, garantindo coerência intertemporal entre investimento e encargos económicos reconhecidos.

Nos casos em que há um investimento específico em ativo fixo tangível, como nas alternativas com expansão, há uma separação nas depreciações da obra (amortizadas a 10 anos) e de equipamentos (amortizado a 5 anos).

Fundo de Maneio

Para além das rubricas de resultados e do investimento em capital fixo, a projeção do fluxo de caixa livre para a empresa (FCFF) exige a consideração das necessidades de financiamento do ciclo de exploração através do Fundo de Maneio (FM). Neste trabalho, o FM é entendido como a diferença entre ativos correntes operacionais e passivos correntes operacionais, excluindo componentes de natureza financeira (nomeadamente Caixa e Equivalentes e dívida financeira), de forma a refletir apenas a parcela do capital circulante necessária ao funcionamento da atividade.

Na prática, entre os projetos avaliados, o Fundo de Maneio revela-se negligenciável, por se concluir que as empresas a avaliar eram empresas com ciclo de tesouraria favorável, sem necessidades significativas de fundo de maneio. Isto porque as empresas analisadas apresentam uma atividade assente no serviço a particulares, e não em subsistemas e seguros de saúde; nestes casos, o ciclo de recebimento de clientes é semelhante ao do comércio a retalho, imediato, e anterior à necessidade de proceder a pagamentos a fornecedores e prestadores de serviços. Este é o caso, também, da CSP, em que o fundo de maneio tem um valor muito baixo, uma fração das suas disponibilidades de Caixa e Equivalentes.

5.1.2 Pressupostos Específicos da Avaliação *Baseline*

Vendas e Serviços Prestados

A rubrica das vendas e serviços prestados representa a principal rubrica de receita destas empresas. Por isso, merece uma atenção crítica na preparação de cada projeção. As respetivas taxas de variação anual usadas nas projeções estão representadas na tabela 18.

	CSP	Cruz Azul	Instituto Piaget	Casa de Saúde do Povo de Guimarães
2023		1.52%	2.24%	-3.06%
2024		2.17%	4.86%	7.64%
1	8.45%	1.84%	3.55%	2.29%
2	8.45%	1.84%	3.55%	2.29%
3	8.45%	1.84%	3.55%	2.29%
4	8.45%	1.84%	3.55%	2.29%
5	8.45%	1.84%	3.55%	2.29%
6	7.68%	1.84%	3.47%	2.24%
7	6.76%	1.83%	3.38%	2.20%
8	5.83%	1.83%	3.29%	2.15%
9	4.91%	1.82%	3.20%	2.10%
10	3.99%	1.81%	3.10%	2.05%
g	3.84%	1.80%	3.00%	2.00%

Tabela 18 - Taxas de variação anual das vendas e serviços prestados.

Os dados obtidos da base de dados ORBIS Europe (Bureau van Dijk, 2026) são financeiros e contabilísticos, não havendo dados operacionais para as empresas analisadas, à exceção da CSP. Assim, usam-se como valores de base para as projeções as vendas e serviços prestados em 2023 e 2024. Os anos anteriores não são diretamente considerados para evitar distorção com efeitos da pandemia da COVID-19.

Para a avaliação das empresas parte-se do valor médio da taxa de crescimento anual de 2023 e 2024, valor que se aplica nos primeiros cinco do horizonte de projeção. Nos cinco últimos anos estima-se uma convergência progressiva da taxa de variação anual média de 2023 e 2024 com o valor de g selecionado para cada empresa.

Para garantir a consistência metodológica, aplica-se o mesmo princípio para as projeções da CSP. Como neste caso existem dados operacionais, estas projeções foram validadas através da análise de consistência destes valores com os dados operacionais. Para tal, foram feitas projeções para o número de atos em linha com a evolução histórica, resultando numa evolução do preço médio por ato consistente com a tendência histórica e inflação recente dos serviços de saúde.

5.1.3 Resultados das Avaliações

As projeções de fluxos de caixa para cada uma destas empresas são apresentadas nos Apêndices, tendo servido de base à comparação apresentada na tabela 19, na qual se apresentam os dados contabilísticos das vendas e serviços prestados, dívida líquida, EBITDA e margem EBITDA, relativos a 2024, bem como os cálculos de *Enterprise Value*, *Equity Value* e *Enterprise Value* de cada empresa / *Enterprise Value* da CSP.

	Cruz Azul	Casa de Saúde Guimarães	Instituto Piaget	CSP
Vendas	2 675 651 €	2 458 306 €	687 028 €	530 787 €
Dívida Líquida	-6 315 €	1 417 274 €	291 483 €	-105 104 €
EBITDA	251 420 €	146 114 €	76 072 €	47 395 €
Margem EBITDA	9.40%	5.94%	11.07%	8.93%
Quota de Mercado	12.43%	11.42%	3.19%	2.47%
EV	4 784 346 €	3 411 099 €	1 332 749 €	1 136 890 €
Equity Value	4 790 661 €	1 993 825 €	1 041 266 €	1 241 994 €
EV / (EV CSP)	4.21	3.00	1.17	1.00

Tabela 19 - Avaliações das empresas.

Verifica-se que se tratam de empresas bastante diferentes, principalmente na sua estrutura de financiamento. A Cruz Azul é a empresa mais madura e mais antiga, tendo sido fundada em 1987. Apresenta resultados sólidos e consistentes, com uma margem EBITDA confortável. A sua estrutura financeira é sólida, com uma dívida líquida negativa, ou seja, tem um excesso de capital disponível em caixa e depósitos a prazo face à dívida financeira. É a empresa com maior quota de mercado entre as analisadas, com 12,43% da estimativa do mercado de prestadores privados de cuidados de saúde de ambulatório em consultórios ou gabinetes médicos e de outros prestadores de cuidados de saúde no concelho de Guimarães.

A Casa de Saúde do Povo de Guimarães tem as suas raízes num grupo de saúde privada de Guimarães, com origem em 1991. O projeto atual remonta a 2017, quando a empresa foi adquirida à massa insolvente da sociedade anterior, da qual adotou a marca e os ativos. Esta sociedade está fortemente alavancada em dívida, registando em 2024 um passivo próximo dos 2 milhões de euros. É também a empresa com a estrutura mais pesada, refletido na menor margem EBITDA entre as empresas analisadas. O *Enterprise Value* reflete o valor total do negócio, considerando a sua dimensão (vendas e serviços prestados), margem e ativo. A grande diferença entre o *Enterprise Value* e o respetivo *Equity Value* resulta precisamente do peso da dívida para financiar a atividade.

O Instituto Piaget é a mais recente das empresas selecionadas, tendo sido fundado em 2015, por dois médicos especialistas, que dão consultas no espaço. Contrariamente à Cruz Azul e Casa de Saúde do Povo de Guimarães, o Instituto Piaget faz uma aposta clara nos clientes de particular, não servindo seguros de saúde. A nível de estrutura financeira, a empresa apresenta uma autonomia financeira de 28,36%, significativamente abaixo do valor médio das empresas do setor.

Por seu lado, a CSP apresenta-se como a empresa com menor endividamento, apresentando até excesso de liquidez e ineficiência de alocação de capital. Tal posição tem o seu reflexo na diferença entre o

Enterprise Value e o *Equity Value* da CSP, em que o segundo é mais elevado que o primeiro, refletindo precisamente a dívida líquida negativa.

5.2 Alternativa 1: Fusão

Com o resultado das avaliações obtido no ponto anterior, consegue-se estimar o resultado dos diferentes cenários de fusão, do ponto de vista de estrutura societária. Considera-se a avaliação das quotas atribuíveis aos sócios de cada uma das entidades a fundir pelo método do *Equity Value*, uma vez que este representa o valor atribuível ao acionista, por oposição ao *Enterprise Value*, que representa o valor da operação e dos ativos, ignorando por isso a forma como estes são financiados.

Para efeitos de avaliação das quotas que cabem aos sócios de cada entidade participante na sociedade pós-fusão, considera-se a soma "à partida" dos *Equity Values* das duas empresas. Assim, a quota atribuível aos sócios de cada empresa participante é o rácio entre o *Equity Value* da entidade de partida e o *Equity Value* da soma das duas entidades à partida. As sociedades resultantes da fusão da CSP com cada uma das outras empresas analisadas, com as quotas respetivas para os sócios das entidades participantes, está representado na tabela 20.

	Soma dos *Equity Values*	**Quota CSP**	**Quota Outra Empresa**
Cruz Azul	6 032 655 €	21%	79%
Casa de Saúde Guimarães	3 235 819 €	38%	62%
Instituto Piaget	2 283 260 €	54%	46%

Tabela 20 - *Equity Value* pós-fusão e quotas correspondentes aos sócios de cada empresa.

De salientar que os sócios da CSP impuseram uma condição para avançar com esta alternativa: que mantivessem a maioria do capital social da entidade fusionada, por forma a terem controlo sobre a sociedade. Assim, apenas uma única opção cumpre o requisito: a fusão da CSP com o Instituto Piaget, no qual os sócios da CSP passam a deter 54% da entidade resultante, com um Equity Value pós fusão de 2,8 milhões de euros.

5.2.1 Pressupostos Específicos da Fusão

O cenário de partida para a projeção da Fusão (ano 0) resulta da soma simples dos valores de 2024 da CSP e do Instituto Piaget. A modelização da fusão assume deliberadamente uma absorção limitada de sinergias operacionais, uma vez que é uma operação entre duas entidades independentes, sem que nenhuma das partes exerça domínio hierárquico sobre a outra, ao contrário do que sucede numa aquisição. O choque de culturas organizacionais documentado na literatura de integração pós-fusão

(Cartwright & Cooper, 1993; Weber & Camerer, 2003) revela-se na dificuldade de convergência das políticas de gestão clínica. Tal leva a que cada "parte" procure manter os seus protocolos, fornecedores preferenciais e critérios de referenciação; a uma grande dificuldade na racionalização de recursos humanos, em que a reestruturação de equipas é politicamente difícil e gera atrito interno. Este "choque de culturas" conduz a um estado de alguma inércia na harmonização da estrutura, estado no qual os rácios operacionais de cada entidade tendem a perpetuar-se, pois a renegociação de contratos com prestadores exige consenso entre as duas gestões.

Em consequência, a projeção assume que a entidade fusionada opera, no essencial, como a soma das duas operações preexistentes, com as respetivas estruturas de custos mantidas. Não são consideradas sinergias de custos ao longo das projeções, mantendo-se, assim, a estrutura de custos (exceto Gastos com Pessoal, que se mantêm iguais), com variação proporcional às vendas, incluindo o custo da renda. Para a alternativa de fusão projetou-se a taxa de variação anual das vendas e serviços prestados diretamente a partir da soma dos dados históricos das duas entidades (tabela 21).

Alternativa	Avaliação CSP	Avaliação Instituto Piaget	Fusão CSP com Instituto Piaget
2023		2.24%	0.00%
2024		4.86%	0.00%
1	8.45%	3.55%	-10.00%
2	8.45%	3.55%	3.00%
3	8.45%	3.55%	6.00%
4	8.45%	3.55%	6.72%
5	8.45%	3.55%	7.44%
6	7.68%	3.47%	8.17%
7	6.76%	3.38%	7.30%
8	5.83%	3.29%	6.44%
9	4.91%	3.20%	5.57%
10	3.99%	3.10%	4.70%
g	3.84%	3.00%	3.84%

Tabela 21 - Taxas de variação anual das vendas e serviços prestados das projeções de fusão CSP + IP.

Espera-se que no primeiro ano haja uma quebra significativa das vendas, por fricções de adaptação à nova entidade, que resultem em perdas de utentes. O crescimento projetado para o ano 3 representa a média das taxas de crescimento projetadas para o ano 1 de cada uma das entidades fusionadas. Assume-se que o pico de crescimento acontece no ano 6, ano em que a taxa de crescimento projetada é a da média do crescimento de cada entidade em 2024. Entre os anos 3 e 6, há um crescimento linear. Assume-se que a taxa de crescimento em perpetuidade é de 3.84%, assumindo-se existir potencial de crescimento em resultado da fusão. Entre os anos 6 e 10, a taxa de crescimento das vendas decresce linearmente, até à taxa de crescimento em perpetuidade. O potencial de crescimento das vendas revela-

se, assim, mais pela capacidade acrescida de complementaridade de serviços e *cross-selling*, e menos pela racionalização de recursos.

Para o cálculo do custo de capital alheio, foi considerado que o passivo da entidade resultante mantinha os passivos existentes, e a partir daí aplicado o mesmo método de estimação definido anteriormente, usando por base os valores âncora das micro, pequenas e médias empresas do mesmo setor, em Portugal, resultando num custo do capital alheio de 7,14%. O custo do capital próprio foi estimado tendo por base a estrutura de capital das entidades participantes, o beta realavancado da entidade resultante (de 0,31), resultando num custo de capital próprio de 13,27% e WACC de 13,21% (tabela 22).

	Autonomia Financeira	**Autonomia Financeira Normalizada**	***Spread***	**Kd**	**Beta realavancado**	**Ke**	**E / (E + D)**	**WACC**
Instituto Piaget	28.36%	-0.46	6.07%	8.91%	0.36	13.51%	1.00	13.51%
CSP	69.20%	1.05	3.80%	6.64%	0.29	13.09%	0.98	12.97%
Fusão CSP + IP	37.12%	-0.14	5.59%	8.43%	0.32	13.27%	0.99	13.21%

Tabela 22 - Custo de Capital do cenário de fusão CSP + IP.

5.2.2 Resultado da Fusão

A fusão resulta numa operação com um VAL total de aproximadamente 1,1 milhões de euros, dos quais cerca de 590 mil euros são atribuíveis aos sócios da CSP (tabela 23).

	Fusão CSP + IP	**Atribuível aos sócios CSP**
Investimento	0 €	0 €
VAL (FCFF)	1 082 767 €	588 978 €
Enterprise Value	2 575 376 €	1 400 892 €
Equity Value	2 388 997 €	1 112 643 €
Payback Period	0.00	0.00
TIR	N.A.	N.A.
Índice de Rendibilidade	4.55	
Valor Terminal / Equity Value	0.62	0.73
Dívida Líquida / EBITDA	2.29x	
Quota de Mercado	5.09%	

Tabela 23 - Resultados da avaliação da Fusão CSP + IP.

As vendas estimadas para a entidade resultante no primeiro ano de atividade (ano 0) corresponderia a uma quota de mercado de cuidados de saúde em ambulatório nos prestadores privados em Guimarães de 5,09% (estimação de mercado de 2024). De salientar que a presente avaliação resulta num *Enterprise Value* e num *Equity Value* superior à soma simples das entidades participantes, num cenário *baseline.*

5.3 Alternativa 2: Aquisição

A alternativa de expansão 2, Aquisição, parte da possibilidade da aquisição de uma empresa competidora. Esta alternativa pressupõe a aquisição da totalidade do capital social da entidade a adquirir. O valor da aquisição foi estimado com base no *Enterprise Value* da empresa-alvo, assumindo-se uma transação em base *cash-free / debt-free*. Assim, para efeitos de modelização, considera-se que, à data da operação, a entidade adquirida não apresenta dívida financeira líquida nem caixa excedentária, tendo sido a dívida financeira existente liquidada.

O valor da aquisição é pelo *Enterprise Value* das entidades, as três empresas estudadas como possíveis alvo da operação dispõem todas de instalações próprias, mais amplas que as da CSP. Assim, a aquisição das empresas, com os seus ativos, permitiria a transferência das operações da CSP para estas instalações, sem custo de renda associado.

Parte-se das avaliações *Baseline* para Integração Horizontal. Um pressuposto adicional é a não disposição de recursos financeiros adicionais por parte dos sócios atuais, para financiar a aquisição, o que significa que esta se fará com o capital existente na CSP e recurso a dívida. Assim, da dimensão relativa do *Enterprise Value* de cada empresa, pode-se, à partida, descartar duas das hipóteses, a Cruz Azul e a Casa de Saúde do Povo de Guimarães, por terem uma avaliação superior ao dobro do valor estimado para a CSP (tabela 19). Tal múltiplo representa um indicador base que demonstra a dificuldade de financiar a aquisição por recurso a dívida bancária, na sua totalidade ou quase. Resta o Instituto Piaget, que tem uma avaliação superior à da CSP, em *Enterprise Value*, o que poderá ser um fator limitador. Não obstante, é a opção mais viável a analisar.

5.3.1 Pressupostos Específicos da Aquisição

Nesta alternativa são assumidas sinergias específicas que decorrem do facto de os sócios da CSP assumirem o controlo total da entidade adquirida, ao contrário da fusão, em que a paridade de poder limita a imposição de uma cultura de gestão dominante.

Na aquisição, o adquirente detém autoridade hierárquica para implementar, desde o primeiro momento, as suas políticas de gestão, o que abre dois grandes canais de geração de sinergias:

1. **Sinergias de custos**: a estrutura de custos da entidade adquirida é reconfigurada segundo os rácios operacionais da CSP, nomeadamente através da reorganização do quadro de pessoal para a escala necessária, da renegociação dos contratos com prestadores de saúde para

convergir com os termos praticados pela CSP, e da eliminação do custo de renda da CSP (por transferência das operações para as instalações próprias da adquirida).

2. **Sinergias de receita**: o controlo da gestão comercial permite implementar a estratégia de *cross-selling* da CSP, expansão das especialidades existentes, e explorar a base de utentes da entidade adquirida, potenciando um crescimento das vendas superior ao da fusão após a fase inicial de canibalização por existir uma hierarquia de governação que permite uma definição de política de gestão mais clara.

Estas sinergias são, assim, condicionais à efetiva adoção das políticas de gestão da CSP, o que constitui um pressuposto forte cuja concretização depende da capacidade de execução da integração. Essa sensibilidade é testada na análise de risco. Isto é particularmente sensível nos Gastos com Pessoal, em que se assume uma estrutura de recursos humanos à semelhança da existente na CSP, o que significa a contratação de 2 rececionistas adicionais, aos custos salariais da CSP, e a saída dos recursos humanos existentes no Instituto Piaget. Os valores estimados para o ano 1 são depois atualizados à taxa de crescimento anual de 3%.

Também nos FSE (para além da renda, que deixa de existir), em particular nos pagamentos aos prestadores de saúde, assume-se que os custos se aproximarão do peso sobre as vendas e serviços prestados da CSP. As restantes rubricas são projetadas de acordo com os rácios respetivos para as vendas e serviços prestados da CSP.

Vendas e Serviços Prestados

Para esta alternativa, considerou-se um efeito inicial de canibalização das vendas e serviços prestados, em igual magnitude ao da alternativa de fusão. Espera-se que este efeito se dilua no tempo, também à medida que mais sinergias são criadas, e se potencia o *cross-selling* e outros serviços. No ano 2 começa-se a observar um aumento moderado do volume das vendas e serviços prestados. A taxa de variação anual começa então a acelerar, atingindo o pico no ano 6. Entre os anos 7 e 10 há uma aproximação linear da taxa de crescimento nominal em perpetuidade, 3,84% (tabela 24).

Alternativa	CSP	Instituto Piaget	Aquisição	Alternativa	CSP	Instituto Piaget	Aquisição
2023		2.24%		**5**	8.45%	3.55%	10.50%
2024		4.86%		**6**	7.68%	3.47%	13.00%
1	8.45%	3.55%	-10.00%	**7**	6.76%	3.38%	11.17%
2	8.45%	3.55%	3.00%	**8**	5.83%	3.29%	9.33%
3	8.45%	3.55%	5.50%	**9**	4.91%	3.20%	7.50%
4	8.45%	3.55%	8.00%	**10**	3.99%	3.10%	5.67%

Tabela 24 - Taxas de variação anual das vendas e serviços prestados da alternativa Aquisição.

Custo do Capital

Através de uma projeção simples do balanço da entidade resultante, em que a CSP absorve o ativo do Instituto Piaget e financia a operação com recurso a dívida bancária, a CSP fica com um ativo fixo intangível (*goodwill*) de sensivelmente 770 mil euros, valor necessário para fazer o acerto para o equilíbrio contabilístico (Ativo = Passivo + Capital Próprio). Com este balanço, a CSP imediatamente após aquisição apresenta uma autonomia financeira de 6,68%. Aplicando a este rácio o mesmo método de estimação do custo do capital alheio definido anteriormente, resulta num *spread* de 7,28% e num custo de capital alheio total de 10,12%. Dada a nova estrutura do balanço, o beta realavancado é de 0,42, o que, conjugado com o *size premium* definido anteriormente, resulta num custo do capital próprio de 13,85%. Olhando à estrutura de capitais, resulta num WACC de 12,48%. (tabela 25).

	Autonomia Financeira	**Autonomia Financeira Normalizada**	***Spread***	**Kd**	**Beta realavancado**	**Ke**	**E / (E + D)**	**WACC**
Instituto Piaget	28.36%	-0.46	6.07%	8.91%	0.36	13.51%	1.00	13.51%
CSP	69.20%	1.05	3.80%	6.64%	0.29	13.09%	0.98	12.97%
Aquisição IP	6.68%	-1.27	7.28%	10.12%	0.42	13.85%	0.63	12.48%

Tabela 25 - Custo de Capital do cenário de aquisição do IP.

5.3.2 Resultados da Aquisição

Os resultados da avaliação da alternativa aquisição estão representados na tabela 26, e revelam que esta estratégia representa um VAL de sensivelmente 327 mil euros. O valor das vendas estimado para a entidade resultante no primeiro ano de atividade corresponderia a uma quota de mercado de cuidados de saúde em ambulatório nos prestadores privados em Guimarães de 5,09% (estimativa de mercado de 2024).

Aquisição Instituto Piaget	
Investimento (EV)	1 332 749 €
VAL (FCFF)	326 805 €
Enterprise Value	3 512 032 €
Equity Value	2 330 679 €
Payback Period	> 10
TIR	3.48%
Índice de Rendibilidade	0.61
Valor Terminal / Equity Value	1.37
Dívida Líquida / EBITDA	10.02x
EBIT/Juros	0.59x
Quota de mercado	5.09%

Tabela 26 - Resultados da avaliação da aquisição.

5.4 Alternativa 3: Expansão Orgânica

Nesta alternativa foi estudada a possibilidade de uma expansão orgânica. Esta expansão passa pela mudança de instalações, para instalações com sensivelmente 300 m². O valor da renda por m² é superior ao valor pago atualmente, mas está alinhado com o valor que se encontra em diversas plataformas de imobiliário.

5.4.1 Pressupostos Específicos da Expansão Orgânica

Novas instalações

Esta alternativa considera um investimento total e 126 000 €, numa área total de 300 m² a 9,50€/m², com custo de obra de reabilitação de 300€/m². Esta obra deverá resultar na criação de 14 gabinetes, com um investimento esperado de 1 500 € por gabinete (31 000€), e custos *one-off* de 5 000 €.

Custo do Capital

Assumindo que esta operação de expansão orgânica é financiada com recurso a dívida, o passivo total da CSP passa a ascender a 169 879€, e o ativo a um total estimado de 268 462€. Tal corresponde a um rácio de autonomia financeira de 36,72%. Recorrendo à mesma metodologia de estimação do custo do capital alheio, obtém-se um *spread* de 5,61%, num custo de capital alheio total de 8,45%.

Com os novos valores do balanço, o beta realavancado fica em 0,30, o que estima um custo do capital próprio em 13,17%, resultando num WACC de 12,75% (tabela 27).

	Autonomia Financeira	Autonomia Financeira Normalizada	*Spread*	Kd	Beta realavancado	Ke	E / (E + D)	WACC
Instituto Piaget	28.36%	-0.46	6.07%	8.91%	0.36	13.51%	1.00	13.51%
CSP	69.20%	1.05	3.80%	6.64%	0.29	13.09%	0.98	12.97%
Expansão Orgânica	36.72%	-0.15	5.61%	8.45%	0.30	13.17%	0.93	12.75%

Tabela 27 - Custo de Capital do cenário de expansão orgânica.

Evolução das vendas e serviços prestados

As vendas e serviços prestados são nesta alternativa estimadas para o período de projeção com base em dados operacionais, históricos e projetados (tabela 28). Atualmente a CSP dispõe de 6 gabinetes, com uma receita média por gabinete de 88 465 € em 2024. A existência de mais espaço e menor ocupação permite ter uma maior oferta de serviços de saúde com procura, mas com preço unitário mais baixo que consultas médicas, como por exemplo, fisioterapia. Assim, espera-se que o crescimento do preço médio por ato seja inferior neste cenário que na situação estacionária.

	Vendas e serviços prestados		N.º atos realizados		Gabinetes	Receita por Gabinete		Preço Médio por ato	
Ano	**Valor**	**Tx. Var. anual**	**Valor**	**Tx. Var. anual**	**N.º**	**Valor**	**Tx. Var. anual**	**Valor**	**Tx. Var. anual**
2022	451 662 €	6.63%	9867		6	75 277 €		46 €	2.08%
2023	476 136 €	5.42%	9594	-2.77%	6	79 356 €	5.42%	50 €	8.42%
2024	530 787 €	11.48%	9720	1.31%	6	88 465 €	11.48%	55 €	10.03%
0	530 787 €		9720		14	37 913 €	-57.14%		
1	680 543 €	28.21%	11664	20.00%	14	48 610 €	28.21%	58 €	6.84%
2	844 468 €	24.09%	13608	16.67%	14	60 319 €	24.09%	62 €	6.36%
3	1 013 274 €	19.99%	15422	13.33%	14	72 377 €	19.99%	66 €	5.88%
4	1 174 681 €	15.93%	16964	10.00%	14	83 906 €	15.93%	69 €	5.39%
5	1 339 109 €	14.00%	18434	8.67%	14	95 651 €	14.00%	73 €	4.91%
6	1 500 888 €	12.08%	19786	7.33%	14	107 206 €	12.08%	76 €	4.42%
7	1 653 580 €	10.17%	20973	6.00%	14	118 113 €	10.17%	79 €	3.94%
8	1 790 458 €	8.28%	21951	4.66%	14	127 890 €	8.28%	82 €	3.45%
9	1 905 012 €	6.40%	22682	3.33%	14	136 072 €	6.40%	84 €	2.97%
10	1 991 334 €	4.53%	23135	2.00%	14	142 238 €	4.53%	86 €	2.48%

Tabela 28 - Projeções de dados operacionais para estimar variação anual de vendas e serviços prestados.

Projeta-se a sua evolução com início na média da taxa de variação anual do preço médio por ato de 2022 a 2024, convergindo progressivamente com a taxa de inflação de longo-prazo. Já em relação ao número de atos, projeta-se que a fidelidade dos utentes na CSP e o aumento da oferta de serviços disponíveis fará aumentar significativamente o número de atos, logo desde o primeiro ano. Assim, e ao contrário dos cenários de fusão ou aquisição, em que há canibalização, estima-se que o número de atos comece com um crescimento de 20% no ano 1, um valor não inédito no contexto da CSP dentro das suas instalações atuais. O número de atos continua a crescer a dois dígitos até ao ano 4, período a partir do qual começa a decrescer, até 2%. A taxa de crescimento em perpetuidade assume-se em 3,84%. Com a estimação do número de atos e do preço médio por ato, é possível projetar as vendas e serviços prestados para o conjunto dos 10 anos.

Fornecimentos e Serviços Externos

Assume-se que a percentagem das vendas e serviços prestados que reverte para os profissionais de saúde se mantém estável no período de projeção face a 2024. A renda começa pelo valor definido na análise do investimento (2850€/mês), sendo atualizada anualmente a 2%. Em relação a outros custos, assume-se o valor de 2024, acrescido da avença do serviço financeiro e um aumento de 5% dos custos variáveis (p. ex., água, luz); este valor total é atualizado anualmente à taxa de 3%.

Gastos com Pessoal

Partindo da situação atual (2 Diretores + 2 rececionistas), estima-se que o aumento do número de gabinetes exija sensivelmente duas rececionistas para além das atuais. Perante a projeção do valor desta rubrica para o ano 1, os valores do período de projeção são atualizados anualmente a 3%.

Depreciações e amortizações

As benfeitorias realizadas são depreciadas em 10 anos, enquanto os equipamentos adquiridos (iniciais + CAPEX) são-no em 5 anos.

CAPEX

Começa à taxa de 0,50% das vendas e serviços prestados no ano 1, e projeta-se crescimento linear até 2,75% das vendas e serviços prestados no ano 10.

5.4.2 Resultados da Expansão

A presente alternativa resulta num VAL de cerca de 1,2 milhões de euros, com uma TIR de 52,38%, e um *Enterprise Value* de sensivelmente 2 milhões de euros (tabela 29).

Expansão	
Investimento	126 000 €
VAL (FCFF)	1 233 934 €
Enterprise Value	2 021 268 €
Equity Value	2 000 371 €
Payback Period	4.02
TIR	52.38%
Índice de Rendibilidade	4.90
Valor Terminal / Equity Value	0.39
Dívida Líquida / EBITDA	1.03x
EBIT/Juros	0.42x
Quota de Mercado	3.16%

Tabela 29 - Resultados da avaliação da expansão orgânica.

O valor das vendas estimado para a entidade resultante no primeiro ano de atividade corresponderia a uma quota de mercado de cuidados de saúde em ambulatório nos prestadores privados em Guimarães de 3,16% (estimativa de mercado de 2024). O rácio EBIT/Juros apresenta-se inferior a 1 no primeiro ano, passando nos anos seguintes para um rácio que assegura uma cobertura efetiva dos juros pelo EBIT.

5.5 Alternativa 4: Aquisição com Expansão

A alternativa 4 conjuga a aquisição, analisada através da Alternativa 2, com um investimento que permita acelerar o crescimento.

5.5.1 Pressupostos Específicos da Aquisição com Expansão

Para comparabilidade entre projetos, assume-se que a aquisição ocorre nos termos previstos para a alternativa 2: Aquisição, e que a expansão é feita com um investimento igual ao da alternativa 3: Expansão Orgânica, ou seja, 126 000 €. Com estes pressupostos preserva-se a comparabilidade entre as alternativas. Assim, o investimento inicial total é de 1 458 749 €.

O investimento adicional face à alternativa de aquisição "simples" resulta numa acrescida capacidade operacional. Mas a expansão adicional não foi calculada como se fosse necessário criar uma nova infraestrutura proporcional à soma da CSP + Instituto Piaget. Foi tratada como uma expansão incremental semelhante à que a CSP precisaria mesmo sem aquisição.

Evolução Das Vendas E Serviços Prestados

A consequência deste pressuposto quanto aos efeitos operacionais do investimento em expansão é que a taxa de variação anual do volume de negócios captura, e mistura, efeitos da aquisição e da expansão. Assume-se para o primeiro ano um efeito dominante da fricção de integração, refletindo-se numa taxa de variação anual semelhante à considerada para outras alternativas de integração horizontal (-10%). A partir do segundo ano, os efeitos combinados da aquisição com a expansão resultam na consideração de taxas de variação anuais de 50% do valor considerado nas alternativas 2 (aquisição) e 3 (expansão), apresentadas na tabela 30.

Estratégia	Avaliação CSP	Avaliação Instituto Piaget	Aquisição Instituto Piaget	Expansão Orgânica	Aquisição Instituto Piaget com Expansão
2023		2.24%			
2024		4.86%			
1	8.45%	3.55%	-10.00%	28.21%	-10.00%
2	8.45%	3.55%	3.00%	24.09%	13.54%
3	8.45%	3.55%	5.50%	19.99%	12.74%
4	8.45%	3.55%	8.00%	15.93%	11.96%
5	8.45%	3.55%	10.50%	14.00%	12.25%
6	7.68%	3.47%	13.00%	12.08%	12.54%
7	6.76%	3.38%	11.17%	10.17%	10.67%
8	5.83%	3.29%	9.33%	8.28%	8.81%
9	4.91%	3.20%	7.50%	6.40%	6.95%
10	3.99%	3.10%	5.67%	4.53%	5.10%
g	3.84%	3.00%	3.84%	3.84%	3.84%

Tabela 30 - Taxas de variação anual das vendas e serviços prestados da aquisição com expansão.

Custo do Capital

Assumindo que esta operação de expansão orgânica é financiada com recurso a dívida, o passivo total da CSP passa a ascender a sensivelmente 1,5 milhões de euros, e o ativo a um total estimado a 1,6

milhões de euros. Tal corresponde a um rácio de autonomia financeira de 6,16%, o que resulta num *spread* de 7,31% e a um custo de capital alheio total de 10,15%. A entidade resultante da aquisição com expansão tem um beta realavancado estimado de 0,36, valor que resulta num custo de capital próprio de 13,54%, e um WACC de 12,66% (tabela 31).

Todos os restantes pressupostos mantêm-se iguais aos da alternativa 2: aquisição.

	Autonomia Financeira	Autonomia Financeira Normalizada	*Spread*	Kd	Beta realavancado	Ke	E / (E + D)	WACC
Instituto Piaget	28.36%	-0.46	6.07%	8.91%	0.36	13.51%	1.00	13.51%
CSP	69.20%	1.05	3.80%	6.64%	0.29	13.09%	0.98	12.97%
Aquisição IP	6.68%	-1.27	7.28%	10.12%	0.42	13.85%	0.63	12.48%
Expansão Orgânica	36.72%	-0.15	5.61%	8.45%	0.30	13.17%	0.93	12.75%
Aquisição c/ Expansão	6.16%	-1.29	7.31%	10.15%	0.37	13.60%	0.72	12.63%

Tabela 31 - Estimação dos custos de capital na alternativa de aquisição com expansão.

5.5.2 Resultados da Aquisição com Expansão

Os resultados da avaliação da alternativa aquisição com expansão revelam que esta estratégia representa um VAL de sensivelmente 835 mil euros (tabela 32).

Aquisição com Expansão	
Investimento	1 458 749 €
VAL (FCFF)	838 095 €
Enterprise Value	5 088 870 €
Equity Value	3 781 518 €
Payback Period	10
TIR	7.41%
Índice de Rendibilidade	0.76
Valor Terminal / Equity Value	1.12
Dívida Líquida / EBITDA	11.09x
EBIT/Juros	0.59x
Quota de Mercado	4.71%

Tabela 32 - Resultados da avaliação da aquisição com expansão.

O valor das vendas estimado para a entidade resultante no primeiro ano de atividade corresponderia a uma quota de mercado de cuidados de saúde em ambulatório nos prestadores privados em Guimarães de 4,71% (estimativa de mercado de 2024).

5.6 Alternativa 5: Fusão com Expansão

A alternativa 5 conjuga a fusão, analisada através da alternativa 1, com um investimento conjunto que permita desbloquear crescimento, analisado na alternativa 3.

5.6.1 Pressupostos Específicos da Fusão com Expansão

Para comparabilidade entre projetos, assume-se que a fusão ocorre nos termos previstos para a alternativa 1: Fusão, e que a expansão é feita com um investimento igual ao da alternativa 3: Expansão Orgânica, ou seja, num total de 126 000 €. No entanto, a parcela de investimento inicial atribuível aos sócios da CSP é proporcional à quota na fusão (54%), ou seja, 68 539 € (126 000 € x 54%). Este é o investimento inicial relevante para a análise incremental. Com estes pressupostos preserva-se a comparabilidade entre as alternativas.

Contrariamente ao que acontece na alternativa de aquisição com expansão, esta alternativa partilha as dificuldades na apropriação de sinergias analisadas na alternativa 1. E o investimento beneficia o global da entidade fusionada.

Custo do Capital

Assumindo que esta operação de expansão orgânica é financiada com recurso a dívida, o passivo total da entidade resultante é simplificado para a soma dos passivos das duas entidades participantes, acrescido do montante do investimento. O ativo passa a ser a soma dos ativos de ambas as entidades, acrescido dos investimentos em equipamentos e mais-valias das obras de expansão (tabela 33).

	Autonomia Financeira	Autonomia Financeira Normalizada	*Spread*	Kd	Beta realavancado	Ke	E / (E + D)	WACC
Instituto Piaget	28.36%	-0.46	6.07%	8.91%	0.36	13.51%	1.00	13.51%
CSP	69.20%	1.05	3.80%	6.64%	0.29	13.09%	0.98	12.97%
Fusão CSP + IP	37.12%	-0.14	5.59%	8.43%	0.32	13.27%	0.99	13.21%
Fusão c/ Expansão	31.20%	-0.36	5.92%	8.76%	0.32	13.30%	0.95	13.00%

Tabela 33 - Estimação da taxa de juro no cenário de fusão com expansão.

Assim, temos um rácio de autonomia financeira de 31,20%, o que resulta numa estimação do custo do capital alheio total de 8,76%. A entidade resultante da fusão com expansão tem um beta realavancado estimado de 0,31, valor que resulta num custo de capital próprio de 13,30%, e um WACC de 13,00%.

Vendas e Serviços Prestados

Esta alternativa conjuga a fusão com um investimento que permite desbloquear algum crescimento e sinergias. Assim, tal como na fusão, espera-se que no primeiro ano haja uma quebra significativa das vendas, por fricções de adaptação à nova entidade, que resultem em perdas de utentes, estimada aqui numa contração de 10% face à soma das vendas e serviços prestados das duas clínicas no ano de 2024. A taxa de crescimento para os anos seguintes (tabela 34) é superior à do cenário de fusão, partindo, no ano 2, da taxa de crescimento média de 2023 e 2024 da CSP e do Instituto Piaget, acelerando

moderadamente até atingir, no ano 5, a taxa de crescimento máxima observada entre as duas clínicas em 2023 e 2024. Assume-se que a taxa de crescimento em perpetuidade é superior à de outras alternativas, sendo igual ao valor dado pela Equação de Fisher com base na taxa de inflação e de crescimento do PIB português de longo prazo. Entre estes anos âncora, a variação anual é linear.

As restantes rubricas seguem os mesmos pressupostos da Alternativa 1.

	Avaliação CSP	Avaliação IP	Fusão CSP com IP	Aquisição IP	Expansão Orgânica	Fusão com Expansão
2023		2.24%	0.00%			
2024		4.86%	0.00%			
1	8.45%	3.55%	-10.00%	-10.00%	27.50%	-10.00%
2	8.45%	3.55%	3.00%	3.00%	23.47%	6.00%
3	8.45%	3.55%	6.00%	5.50%	19.45%	7.20%
4	8.45%	3.55%	6.72%	8.00%	15.47%	8.40%
5	8.45%	3.55%	7.44%	10.50%	13.61%	11.48%
6	7.68%	3.47%	8.17%	13.00%	11.76%	9.95%
7	6.76%	3.38%	7.30%	11.17%	9.92%	8.42%
8	5.83%	3.29%	6.44%	9.33%	8.09%	6.89%
9	4.91%	3.20%	5.57%	7.50%	6.28%	5.36%
10	3.99%	3.10%	4.70%	5.67%	4.47%	4.09%
g	3.84%	3.00%	3.84%	3.84%	3.84%	3.84%

Tabela 34 - Taxas de variação anual das vendas e serviços prestados das projeções de fusão com expansão.

5.6.2 Resultados da Fusão com Expansão

A fusão com expansão resulta numa operação com um VAL de aproximadamente 1,1 milhões de euros, dos quais cerca de 604 mil euros são atribuíveis aos sócios da CSP (tabela 35). O valor das vendas estimado para a entidade resultante no primeiro ano de atividade corresponderia a uma quota de mercado de cuidados de saúde em ambulatório nos prestadores privados em Guimarães de 5,09% (estimativa de mercado de 2024).

	Total	Atribuível aos sócios CSP
Investimento	126 000 €	68 539 €
VAL (FCFF)	1 109 604 €	603 576 €
Enterprise Value	3 110 549 €	1 692 003 €
Equity Value	2 798 169 €	1 335 215 €
Payback Period	3.13	
TIR	65.52%	
Índice de Rendibilidade	4.74	
Valor Terminal / Equity Value	0.72	0.82
Dívida Líquida / EBITDA	3.87	
EBIT/Juros	3.02	
Quota de mercado	5.09%	

Tabela 35 - Resultados da avaliação da fusão com expansão.

5.7 Comparação das Alternativas

Uma análise comparativa dos resultados das projeções dos fluxos de caixa descontados de cada alternativa permite uma clara hierarquização das alternativas mutuamente exclusivas (tabela 36).

	CSP	Fusão CSP + IP	Aquisição IP	Expansão Orgânica	Aquisição c/ Expansão	Fusão c/ Expansão
Investimento	0 €	0 €	1 332 749 €	126 000 €	1 458 749 €	68 539 €
Enterprise Value	1 136 890 €	1 400 892 €	3 512 032 €	2 021 268 €	5 088 870 €	1 692 003 €
Equity Value	1 241 994 €	1 112 643 €	2 330 679 €	2 000 371 €	3 781 518 €	1 335 215 €
VAL	512 323 €	588 978 €	326 805 €	1 233 934 €	838 095 €	603 576 €
VAL incremental	0 €	76 655 €	-185 518 €	721 612 €	325 773 €	91 254 €
Payback Period	0	0	> 10	4.02	> 10	3.13
TIR	0.00%	0.00%	3.48%	52.38%	7.41%	65.52%
Índice de Rendibilidade	0.00	4.55	0.61	4.90	0.76	4.74
Valor Terminal / Equity Value	0.50	0.73	1.37	0.39	1.12	0.82
Dívida Líquida / EBITDA	-2.17x	2.29x	10.02x	1.03x	11.09x	3.87x
EBIT/Juros	56.45x	0.00x	0.59x	0.42x	0.59x	3.02x
Quota de Mercado (2024)	2.47%	5.09%	5.09%	3.16%	5.09%	5.09%

Tabela 36 - Quadro comparativo dos resultados das avaliações[10].

Usando o critério mais sólido, o VAL, verifica-se que a alternativa que claramente se destaca pelo valor gerado para os acionistas é a alternativa 3: Expansão Orgânica. Do lado oposto da equação está a alternativa 2: Aquisição do Instituto Piaget, que apresenta um VAL incremental negativo face à *baseline*, revelando destruição de valor para a CSP nas condições modelizadas.

Pela análise dos indicadores verifica-se com clareza que a Alternativa 3: Expansão Orgânica, é a que apresenta maior criação de valor para os sócios da CSP, medido pelo VAL incremental. Também é aquela que apresenta maior índice de rendibilidade. Apenas no *payback period* e na TIR é vencida, pela Alternativa 5: Fusão com Expansão, alternativa que é batida, no critério da criação de valor incremental, pela Alternativa 4: Aquisição com Expansão. Segue-se a Alternativa 1: Fusão com IP. Já a Alternativa 2: Aquisição IP, revela ser a que menos valor gera para a CSP, apresentando os piores indicadores.

Comparando o valor gerado por cada projeto, medido através do VAL Incremental, lidera a expansão orgânica a longa distância, seguida pela aquisição com expansão, e ainda mais distantes, mas próximas uma da outra, a fusão com expansão e a fusão. Ainda assim, o retorno que advém do investimento adicional da expansão revela-se, em todos os casos à exceção da avaliação dos indicadores de dívida, geradora de maior valor.

[10] Os valores apresentados na Alternativa 1: Fusão com IP, e na Alternativa 5: Fusão com Expansão, são os valores atribuíveis aos sócios da CSP, e não os valores globais da entidade.

5.8 Análise de Risco

Estabelecido que a expansão orgânica é a alternativa que apresenta melhores indicadores de viabilidade e retorno financeiros, é o momento de proceder à análise de risco dos seus pressupostos, para aferir da sua viabilidade, variáveis chave e desempenho em situações de *stress*. Para tal é necessário realizar projeções para cada uma das análises realizadas, que se encontram nos Apêndices deste trabalho.

5.8.1 Análise de Sensibilidade

A tabela 37 analisa o impacto no VAL das variações unidimensionais nas variáveis críticas definidas na metodologia. Verifica-se que uma contração de 10% transversal nas vendas e serviços prestados ao longo do período de projeção prejudica o VAL do projeto em sensivelmente 94%. Já um aumento de 10% perante a projeção base para cada ano dos FSE reduz a rentabilidade do projeto em 73%. Um aumento longitudinal de 10% dos gastos com pessoal reduz a rentabilidade do projeto em 9%. Assim, notam-se como principais variáveis críticas, as Vendas e Serviços Prestados, seguidas de perto pelos FSE.

	Variação	**Expansão Orgânica**
Vendas e Serviços Prestados	-10%	-93.65%
FSE	+10%	-72.44%
Gastos com pessoal	+10%	-8.83%

Tabela 37 - Quadro de Resultados da Análise de Sensibilidades à Expansão Orgânica.

5.8.2 Análise de Cenários

Partindo também da Alternativa 3: Expansão Orgânica, aplica-se aqui uma análise de risco na construção de cenários em que diferentes variáveis sofrem alterações em simultâneo. No caso, traça-se um cenário pessimista em que as vendas e serviços prestados quebram, e os FSE e Gastos com Pessoal aumentam. No cenário otimista, pelo contrário, há um aumento das vendas e serviços prestados, redução de custos nos FSE e Gastos com Pessoal. O resultado é apresentado na tabela 38.

	Cenário Pessimista	**Cenário Base**	**Cenário Otimista**
VAL	159 260 €	1 233 934 €	2 287 815 €
Payback Period	9.27	4.02	2.31
TIR	8.35%	52.38%	77.61%
Índice de Rendibilidade	1.04	4.90	11.72
Valor Terminal / Equity Value	0.87	0.69	0.66

Tabela 38 - Quadro resumo da análise de cenários à alternativa de expansão orgânica.

5.8.3 Análise de *Breakeven*

Da análise de sensibilidade verifica-se a rubrica das vendas e serviços prestados como a principal variável chave. É desta variável que depende a receita das empresas. Considerando também a sua volatilidade, que depende de fatores externos, importa avaliar o nível mínimo das vendas e serviços prestados que viabiliza o investimento, que é o *breakeven*. Considerando a perspetiva adotada na projeção dos fluxos de caixa, que ignora os custos e fontes de financiamento, o *breakeven* operacional é o nível das vendas e serviços prestados que conduz a FCFF = 0.

No entanto, a alternativa a estudar, de expansão orgânica, pressupõe que a CSP deixa as instalações atuais e muda toda a sua operação para as novas instalações. Assim, esta alternativa não é independente da forma como a mesma se financia. Para uma análise mais completa, deve-se estimar o *breakeven* financeiro, ou seja, incluindo na estimação os encargos com juros e amortizações de capital (tabela 61 - Apêndices), por ser o limiar mínimo das vendas que viabiliza o investimento.

Considerando o aumento de custos previsto nas projeções, nomeadamente a nível de renda e custos variáveis, a tabela 39 apresenta o volume de vendas e serviços prestados e respetiva taxa de variação anual que, em cada ano, correspondem ao limiar de *breakeven* operacional e *breakeven* financeiro.

Observa-se que a taxa de variação anual média do *breakeven* operacional (4,93%) e a do *breakeven* financeiro (5,11%) são superiores à taxa de crescimento em perpetuidade (g = 3,84%) utilizada na avaliação da alternativa.

	Expansão Orgânica		***Breakeven* operacional**		***Breakeven* financeiro**	
	Vendas e serviços prestados	**Taxa de variação anual**	**Vendas e Serviços Prestados**	**Taxa de variação anual**	**Vendas e Serviços Prestados**	**Taxa de variação anual**
1	680 543 €	28.21%	615 528 €	15.97%	656 335 €	23.65%
2	844 468 €	24.09%	632 682 €	2.79%	670 732 €	2.19%
3	1 013 274 €	19.99%	656 618 €	3.78%	692 017 €	3.17%
4	1 174 681 €	15.93%	681 534 €	3.79%	713 972 €	3.17%
5	1 339 109 €	14.00%	707 474 €	3.81%	736 611 €	3.17%
6	1 500 888 €	12.08%	734 484 €	3.82%	759 945 €	3.17%
7	1 653 580 €	10.17%	762 613 €	3.83%	783 986 €	3.16%
8	1 790 458 €	8.28%	791 912 €	3.84%	808 742 €	3.16%
9	1 905 012 €	6.40%	822 433 €	3.85%	834 222 €	3.15%
10	1 991 334 €	4.53%	854 235 €	3.87%	860 432 €	3.14%
Média	1 389 335 €	14.37%	725 951 €	4.93%	751 699 €	5.11%

Tabela 39 - Estimação de *breakeven* operacional e de *breakeven* financeiro para expansão orgânica.

6. DISCUSSÃO E RECOMENDAÇÕES

6.1 Comparação Final das Alternativas

A análise de dados do Capítulo 5 parte de uma perspetiva financeira, com limitações notórias, assentes em pressupostos e projeções. Fora das folhas de cálculo, o mundo é ditado por incerteza. Por mais análises de risco que sejam feitas, estas são sempre limitadas no seu escopo. Daí a importância de complementar a análise financeira com uma análise estratégica, que vise a integração da experiência da gestão e das suas melhores práticas para salvaguardar que a execução de um investimento em expansão e crescimento seja bem-sucedido, garantindo assim uma visão holística da empresa, da sua realidade interna e envolvente.

É oportuno recuperar a proposta da evolução dos ciclos de vida empresarial de Churchill & Lewis (2000) e a necessidade de gestão de novos ciclos para gerir as transições entre as fases da curva "S", em particular, o desenvolvimento de novos ciclos de crescimento proposta por Nunes & Breene (2011). A CSP, pela evolução das suas taxas de variação anual das vendas e serviços prestados, aproxima-se do *plateau* da maturidade, necessitando, assim, de um novo investimento que a relance para um novo ciclo de expansão e crescimento.

A recomendação não deve ser interpretada como um exercício meramente descritivo, mas como uma conclusão aplicada, orientada para a resolução do problema de gestão identificado: selecionar a alternativa de expansão que melhor combina criação de valor, robustez face à incerteza e exequibilidade. Posto isto, é possível determinar recomendações para o projeto em estudo. Desta forma, a recomendação estratégica principal é avançar com a Alternativa 3, Expansão Orgânica, por se tratar da alternativa que melhor combina a maximização de criação de valor económico (VAL superior ao cenário atual) e perfil de rentabilidade atrativo (TIR elevada e *payback* compatível com o horizonte temporal definido para o investimento, de 10 anos) com coerência estratégica, respondendo diretamente ao diagnóstico do constrangimento estrutural de capacidade, permitindo a eliminação do principal gargalo estrutural, a capacidade instalada.

Esta recomendação tem por base o VAL desta alternativa, superior em mais de 720 mil euros face à situação de *baseline*. O *payback period* é inferior a metade do período de projeção, sendo o investimento diretamente recuperado ao fim de cerca de 4 anos. A TIR é bastante superior quer ao WACC desta alternativa, quer ao custo de capital. Assim, nos critérios de rentabilidade e geração de valor a expansão

orgânica ganha espaço face às restantes alternativas, por ser aquela que, claramente, mais valor acrescenta para os atuais sócios da CSP.

Considerando também o critério adicional de manutenção de controlo por parte dos acionistas, a Expansão Orgânica é também a alternativa que melhor preserva este objetivo, dado que, em sociedades por quotas, é sempre partilhado, principalmente quando existem outros sócios com mais de 25% do capital social.

A aquisição com expansão do Instituto Piaget, que é a segunda alternativa que mais valor gera para os sócios da CSP, apresenta-se como particularmente arriscada, por exigir uma alavancagem muito elevada, conduzindo a empresa a uma situação muito frágil do ponto de vista de solidez financeira. Considerando a dependência da viabilidade do projeto da evolução das vendas e serviços prestados na trajetória de crescimento definida, conforme definido nas análises de risco, verifica-se que qualquer oscilação nesta variável (por natureza, volátil) poria a empresa em sério risco de solvabilidade. A Aquisição (sem expansão) não é recomendada nas condições modelizadas, por evidenciar destruição de valor face à situação *baseline* (VAL incremental) e por aumentar significativamente a exposição a risco financeiro, sendo que esta opção só deve ser reconsiderada se ocorrer pelo menos uma das condições de forma clara e verificável: preço de aquisição/materialidade do EV mais favorável (*discount*), sinergias mensuráveis (custos/receitas) validadas em *due diligence* ou desenho de financiamento que não degrade cobertura de juros para níveis críticos.

As alternativas que envolvem fusão apresentam um risco sério de não revelarem sinergias significativas, exceto se forem reunidas condições muito sólidas de alinhamento societário quanto às políticas de gestão. Sempre que exista capacidade de bloqueio de decisões de gestão por parte de sócios minoritários (o que sucede no caso modelizado, em que os sócios oriundos de cada entidade participante têm posições muito próximas entre si) há um risco sério de impasse de governação que inviabiliza a criação de sinergias necessária a libertar valor. Nesses casos, alternativas de fusão tornam-se em alternativas não exequíveis, pelo que a discussão deve ser encerrada ou reconduzida a um modelo de parceria ou cooperação que não comprometa o controlo.

A leitura comparativa entre a situação atual e as alternativas com evidência quantitativa consolidada permite extrair três conclusões centrais:

1. Criação de valor (VAL): a situação atual apresenta um VAL positivo (indicando valor económico do negócio no cenário base), enquanto a aquisição apresenta VAL incremental negativo e a expansão orgânica apresenta VAL claramente superior ao cenário atual.

2. Rentabilidade (TIR) e recuperabilidade (*payback*): na expansão orgânica, a TIR apresenta-se elevada e o *payback* situa-se num horizonte compatível com a natureza do investimento e com o ciclo de vida esperado.
3. Risco financeiro: a aquisição (com ou sem expansão) revela um perfil de risco financeiro substancialmente mais pressionado (com rácios de endividamento e cobertura de juros mais restritivos), enquanto a expansão orgânica, apesar de aumentar a alavancagem, mantém um perfil de risco mais controlável.

As análises de risco elaboradas permitem aferir que a expansão orgânica se apresenta como resistente às variações estudadas, tanto unidimensionais (análise de sensibilidade) como multidimensionais (análise de cenários). Já a análise de *breakeven* permite verificar qual o limiar mínimo das vendas e serviços prestados que viabiliza o investimento, quer do ponto de vista operacional, quer financeiro.

Na análise de sensibilidade da Expansão Orgânica, a elasticidade do VAL evidencia uma hierarquia clara de *drivers*, com uma elevada dependência das vendas e serviços prestados (-10%: -94% VAL) e FSE (+10%: -72% VAL), e mais moderada em relação à variação do peso dos recursos humanos (+10%: -9% VAL).

Assim, a implicação central é que a recomendação de expansão é tão robusta quanto for a capacidade de proteger a margem operacional, sobretudo via controlo e gestão contratual de FSE (em particular, honorários de profissionais de saúde).

As análises de sensibilidade, de cenários, e de *breakeven*, devem ser interpretadas como instrumentos de validação da recomendação, já que uma recomendação é tanto mais sólida quanto maior for a sua estabilidade face à incerteza. Quanto à análise de sensibilidade, o desenho definido testa variações isoladas em variáveis críticas (vendas e serviços prestados, FSE e gastos com pessoal), permitindo identificar quais os parâmetros cujo desvio altera de forma mais material o valor do projeto. Dada a estrutura de custos evidenciada nas projeções (peso significativo de custos variáveis associados a prestadores), importa tratar a gestão de custos variáveis e a estabilidade operacional como condicionantes centrais para a manutenção do VAL em território positivo.

A análise de cenários, multivariada, testando a robustez da Alternativa 3, sob choques simultâneos mostra que no cenário pessimista, o projeto pode cair significativamente, mas mantém-se positivo e no cenário otimista, o valor cresce substancialmente. Desta forma, a decisão deve ser acompanhada por um plano de mitigação e por critérios de monitorização que evitem a convergência simultânea de choques (queda de receitas com subida de FSE e aumento de gastos com pessoal).Esta análise de

cenários reforça que o sucesso da expansão depende, sobretudo, de duas dimensões: força das vendas e serviços prestados e controlo de custos operacionais e de implementação.

A análise de *breakeven* mostra-nos que, para ser financeiramente viável, a alternativa 3 tem de crescer pelo menos à taxa de crescimento em perpetuidade (g = 3,84%), ou, se considerado o financiamento, pelo efeito do *tax shield*, a uma taxa anual um pouco acima de 3,15%.

Em suma, as análises de robustez não alteram o sentido do ranking identificado, mas explicitam que a Alternativa 3 exige um plano de mitigação orientado para execução, aumento da taxa de ocupação e disciplina de custos.

6.2 Leitura Estratégica

A formulação da recomendação final para a CSP exige uma integração sistemática entre os resultados quantitativos obtidos na modelização financeira e a análise qualitativa do seu posicionamento estratégico. Para este efeito, procedeu-se a uma análise em dois tempos: primeiro, o diagnóstico estático da situação atual (SWOT Clássica) e, subsequentemente, o cruzamento dinâmico de variáveis para a definição de posturas estratégicas (Matriz TOWS).

A análise SWOT clássica (tabela 40) sintetiza o "ponto de inflexão" em que a CSP se encontra. O diagnóstico revela uma organização com fundamentos internos extremamente sólidos (evidenciados por um *Net Promoter Score* de 78 e elevadas taxas de retenção de utentes e profissionais), mas que enfrenta um estrangulamento físico crítico (72% de ocupação em apenas 130m²), dependência de parceiros e concentração de receita, contrapostos por indicadores de solidez financeira.

	Fatores internos	**Fatores externos**
Positivos	**Forças (S)**: • reputação e satisfação elevadas (NPS 78); • estabilidade do corpo clínico (retenção >85%); • *Know-how* operacional e agilidade de gestão; • solidez e autonomia financeira (rácio de autonomia financeira de 69,20%); • crescimento de Vendas (2024: +11,50%).	**Oportunidades (O)**: • Crescimento sustentado da despesa privada em saúde; • Saturação e tempos de espera elevados no SNS; • Possibilidade de ampliação de oferta; • Melhores desenho de fluxos, processos e jornada do utente, explorando maior capacidade instalada.
Negativos	**Fraquezas (W)**: • constrangimento físico/operacional, limitando capacidade de resposta (taxa de ocupação 72%); • dependência de parceiros externos para MCDT; • concentração de receita em poucas especialidades e poucos prestadores; • Estrutura de apoio reduzida para volumes crescentes	**Ameaças (T)**: • Consolidação de grupos hospitalares e de saúde na região; • incerteza sobre custos de implementação, escalada de custos operacionais (pessoal/serviços) e risco de execução (prazos/atrasos de obra/licenças); • risco de aceitação de nova localização, caso aplicável; • volatilidade do mercado de trabalho clínico; risco de pressão de custos variáveis.

Tabela 40 - Análise SWOT clássica da CSP.

A leitura desta matriz suporta que a decisão de expansão deve ser interpretada como resposta a um gargalo estrutural (capacidade instalada), num contexto em que a manutenção do *status quo* pode resultar em custo de oportunidade (procura não capturada, congestionamento de agendas e risco de degradação da experiência).

Desta leitura da "fotografia atual" podem-se tirar algumas conclusões sobre a validade da Expansão Orgânica como resposta à situação da CSP.

1. **Transição Desejável (WS): Eliminação de Gargalos**

   A Expansão Orgânica apresenta um racional consistente com a conversão do principal constrangimento interno (capacidade instalada) numa vantagem operacional. O aumento do espaço e do número de gabinetes potencia uma maior produção e diversificação de serviços, melhor organização de fluxos e redução da pressão operacional. Consequentemente, a expansão orgânica tende a reduzir a probabilidade de a taxa de ocupação se transformar num fator limitativo permanente, convertendo uma debilidade atual numa força de escala.

2. **Riscos de Transição (SW): Vulnerabilidade Financeira**

   Inversamente, a principal força financeira (a estrutura de capital conservadora) corre o risco de se degradar se a estratégia de crescimento a seguir induzir uma alavancagem excessiva ou margens insuficientes. Caso ocorram derrapagens de CAPEX ou uma sub-realização de receitas no período de rampa (*ramp-up*), a robustez financeira da CSP pode transitar para uma situação de fragilidade. Esta perspetiva reforça a necessidade de mecanismos de disciplina orçamental e controlo de execução integrados na recomendação.

3. **Ameaças da Transição: Risco de Execução**

   Uma leitura horizontal permite identificar que o risco de execução assume contornos críticos, onde atrasos em obra ou licenciamento podem comprometer a captura de valor no curto prazo. Este fator torna o desenho faseado do investimento e os mecanismos de monitorização de KPIs operacionais elementos determinantes para a viabilidade da estratégia.

Para elevar a análise ao nível dinâmico, utilizou-se a abordagem de Weihrich (1982), para fazer uma interpretação dirigida às ações a partir da informação recolhida na matriz SWOT. Esta abordagem foca-se na interatividade estratégica, cruzando forças e fraquezas internas com as ameaças e oportunidades externas, respetivamente, para identificar vetores de ação. A SWOT dinâmica, também conhecida por matriz TOWS (tabela 41), permite ver da fotografia atual ao "futuro provável", acrescentando dimensão temporal, interação entre quadrantes e leitura prospetiva, sendo especialmente adequada em contextos

de incerteza e mudança estrutural como um projeto de expansão no setor da saúde. Desta forma explicita o carácter processual da transformação, uma vez que as recomendações não dependem apenas da atratividade de uma alternativa "em abstrato", mas da capacidade de converter fraquezas em forças e de reduzir a exposição a ameaças ao longo do tempo, para potenciar o sucesso da sua implementação.

		Fatores ambientais	
		Oportunidades (O): • Crescimento sustentado da despesa privada em saúde; • Saturação e tempos de espera elevados no SNS; • Possibilidade de ampliação de oferta; • Melhores desenho de fluxos, processos e jornada do utente, explorando maior capacidade instalada.	**Ameaças (T)**: • Consolidação de grupos hospitalares e de saúde na região; • incerteza sobre custos de implementação, escalada de custos operacionais (pessoal/serviços) e risco de execução (prazos/atrasos de obra/licenças); • risco de aceitação de nova localização, caso aplicável; • volatilidade do mercado de trabalho clínico; risco de pressão de custos variáveis.
Fatores Internos	**Forças (S)**: • reputação e satisfação elevadas (NPS 78); • estabilidade do corpo clínico (retenção >85%); • *Know-how* operacional e agilidade de gestão; • solidez e autonomia financeira (rácio de autonomia financeira de 69,20%); • crescimento de Vendas (2024: +11,50%).	**SO (Maxi-Maxi) – Estratégias Ofensivas** • Alavancar a reputação e satisfação elevadas para acelerar crescimento após investimento • Alavancar reputação junto do corpo clínico para angariar novos profissionais e especialidades • Aproveitar a solidez financeira para mobilizar o investimento, capaz de gerar crescimento	**ST (Maxi-Mini) – Estratégias de Confronto** • Procurar fortalecer a diferenciação pela qualidade clínica e humanização do serviço • Solidez financeira permite endividamento cauteloso e mitigar risco de taxas de juro • Mobilizar investimento de marketing para alcançar novos públicos
	Fraquezas (W): • constrangimento físico/operacional, limitando capacidade de resposta (taxa de ocupação 72%); • dependência de parceiros externos para MCDT; • concentração de receita em poucas especialidades e poucos prestadores; • Estrutura de apoio reduzida para volumes crescentes	**WO (Mini-Maxi): Estratégias de Ajuste** • O investimento da expansão orgânica responde à maior fraqueza, permitindo capturar procura reprimida • Aumento de escala justifica reforço da estrutura de apoio • Aumento de capacidade permite diversificação de especialidades, reduzindo concentração	**WT (Mini-Mini) – Estratégias Defensivas** • Outras alternativas para ultrapassar constrangimento físico representam riscos acrescidos, ou de perda de controlo societário • Falta de capacidade atual ameaça aumentar dependências e ausência de respostas • Risco de perda de qualidade de serviço se estrutura de apoio sofrer revés

Tabela 41 - Matriz TOWS aplicada à CSP.

Estratégias Ofensivas (SO - Maxi-Maxi): Alavancar Forças para Maximizar Oportunidades

A CSP deve mobilizar a sua reputação (S) e base de utentes fiéis (S) para garantir o *ramp-up* acelerado da nova unidade. A recomendação utiliza o capital de confiança da marca para atrair novos profissionais de saúde, facilitado pela solidez financeira (S) que permite investir em tecnologia e infraestrutura, capitalizando sobre a ineficiência do SNS (O).

Estratégias de Ajuste (WO - Mini-Maxi): Corrigir Fraquezas para Capturar Oportunidades

Este é o vetor central para a CSP. A principal Fraqueza (W) da clínica é o seu limite físico. A Alternativa 3 de Expansão Orgânica atua diretamente aqui: ao passar para 14 gabinetes, a CSP elimina o seu maior estrangulamento. Esta estratégia permite capturar a procura reprimida (O) que a clínica hoje rejeita por falta de agendas, convertendo o crescimento potencial em VAL incremental (estimado em 721 612 €).

Adicionalmente, o novo espaço permite internalizar valências (ex: fisioterapia), reduzindo a dependência de parceiros externos (W).

Estratégias de Confronto (ST - Maxi-Mini): Usar Forças para Mitigar Ameaças

Perante a pressão competitiva de grandes grupos (T), a CSP utiliza a sua agilidade e humanização (S) como diferenciação. A expansão física permite atingir uma escala crítica que desencoraja entradas de novos concorrentes de proximidade, sem que a clínica perca a sua autonomia societária. A solidez financeira (S) mitiga o risco de volatilidade das taxas de juro (T), permitindo uma alavancagem prudente.

Estratégias Defensivas (WT - Mini-Mini): Reduzir Fraquezas e Evitar Ameaças

Esta estratégia justifica o descarte da Alternativa 2 (Aquisição). A aquisição de outra unidade aumentaria o risco financeiro (T) e a complexidade de integração, sem necessariamente resolver a limitação física (W) com a mesma eficiência de uma obra de raiz. Na Alternativa 3, a postura WT foca-se na gestão do risco de execução (T), recomendando um controlo rigoroso de prazos e custos para evitar que a expansão degrade a liquidez da empresa.

6.3 Recomendações Práticas

Tendo em vista a coerência estratégica do investimento, do presente estudo resultam algumas recomendações específicas para a manutenção da coerência estratégica.

A implementação deve ser desenhada para minimizar o risco de subocupação e maximizar a flexibilidade. Assim, propõe-se um foco na arquitetura de fluxos e experiência do utente, para que o desenho do novo espaço priorize a "jornada do utente", com circuitos que reduzam tempos mortos e otimizem a ocupação dos gabinetes. A receção e as áreas comuns devem ser dimensionadas para o volume projetado no cenário otimista, evitando novas saturações precoces. Em simultâneo, deve ser pensada uma ativação faseada (modularidade), sendo recomendável que o apetrechamento dos gabinetes ocorra por fases. Recomenda-se, assim, começar por equipar os gabinetes necessários para a atividade atual e crescimento imediato (por exemplo, 10 gabinetes), deixando os restantes (4 gabinetes) para uma fase posterior, assim que a procura (medida através da taxa de ocupação média) o justifique. Tal medida permite ajustar o CAPEX à velocidade de realização das receitas, e reduzir as necessidades imediatas de capital para investimento inicial.

Considerando que a solvabilidade financeira é uma das principais forças da CSP, importa salvaguardar que tal se mantém, através de uma reserva de liquidez correspondente a aproximadamente 6 meses de custos fixos da nova unidade, para garantir a solvabilidade durante o período de *ramp-up* das vendas.

Ao mesmo tempo, recomenda-se um foco particular na gestão de custos e blindagem da margem, para proteger os *drivers* críticos. Sendo os FSE, em particular os honorários dos profissionais de saúde, uma variável chave na análise de sensibilidade, a implementação deve incluir contratos de parceria por desempenho e mecanismos de capacidade-produto.

Uma componente importante ainda não abordada é o desenho de uma estratégia e plano de marketing abrangente, para reforçar a comunicação da CSP, em particular fruto da estratégia de crescimento em análise. Tal estratégia deve assentar nas forças da CSP, em particular a reputação e nível de satisfação de utentes, bem como na qualidade do corpo clínico, cruzando com a conveniência e o seu posicionamento no mercado local.

Os contratos de parceria por desempenho permitem aproveitar a nova infraestrutura (força) para renegociar percentagens de honorários com prestadores de baixo volume, ou introduzir modelos de remuneração que incluam incentivos à produtividade e fidelização de utentes. Os mecanismos de capacidade-produto são uma recomendação de reforço do sistema de gestão de agendas, para combate às faltas (*no-show*) e *overbooking* inteligente. Numa estrutura com custos fixos superior à atual (renda superior e mais recursos humanos de suporte), cada hora de gabinete vazio tem um custo de oportunidade superior ao atual, pelo que estas medidas ganham particular relevo.

Sugere-se também a adoção permanente de *Key Performance Indicators* (KPIs) estratégicos, que funcionem como "gatilhos" de monitorização, para garantir que a estratégia se mantém na trajetória do cenário otimista e apoiar a administração na monitorização.

A tabela 42 apresenta estes KPIs, com uma mistura de indicadores financeiros, operacionais e de qualidade. Entre os indicadores financeiros, propõem-se como KPIs o rácio EBIT/Juros, que monitorizam a solvabilidade e o endividamento, a margem contributiva por especialidade e a monitorização mensal do *breakeven*.

KPI	Objetivo Estratégico	Gatilho de Alerta
Breakeven das vendas	Garantir a cobertura dos custos fixos	Faturação abaixo do *breakeven* financeiro
Margem contributiva por especialidade	Otimizar o *mix* de serviços	Margem abaixo da média do setor (40%)
Taxa de utilização por gabinete	Maximizar o uso do ativo físico	Ocupação <50% após meio ano
Rácio EBIT/Juros	Blindar a solvabilidade	Valor inferior a 1,5x
NPS e taxa de repetição de utentes	Aumentar ou manter as taxas de satisfação de utentes	NPS < 70%; diminuições na taxa de repetição de consultas por especialidade.

Tabela 42 - Proposta de KPIs

A taxa de utilização por gabinete permite medir a ocupação mensal, para permitir uma intervenção rápida e acionamento de planos de contingência a definir, caso estas quebrem nalgum momento. Estabelecido

que está que a qualidade do serviço e satisfação dos utentes é uma das principais forças da CSP, importa manter e, se possível, melhorar os indicadores, o que exige uma monitorização permanente e intervenção imediata quando houver uma quebra relevante nas taxas de resposta do NPS ou de repetição ou remarcação de atos por parte dos utentes.

A implementação bem-sucedida de uma estratégia de crescimento depende, assim, não só da seleção da alternativa que maximize o valor para a CSP e para os seus sócios, mas também, ou até principalmente, das ações implementadas para procurar maximizar as forças, minimizar as fraquezas, e transformar estas últimas em oportunidades e evitar riscos que possam transformar as primeiras em ameaças.

O fator tempo é fundamental para ultrapassar as limitações tradicionais da SWOT clássica, sendo uma componente fundamental das suas variantes e evoluções (Santos, 2008; Weihrich, 1982). A integração do tempo na análise estratégica permite transformar o diagnóstico num roteiro acionável. Esse esforço é expresso na tabela 43, com a implementação temporal das recomendações do presente capítulo.

Fase	Horizonte temporal	Foco TOWS	Ações Chave
I. Preparação e Execução	Curto prazo (Mês 0 – 6)	WT (Defensiva)	• Preparação do projeto • Arquitetura de fluxos e "jornada do utente" • Conclusão do licenciamento • Obra de reabilitação • Controlo de execução orçamental da obra • Negociação de financiamento com taxa fixa/ *cap* • Contratação e formação de 2 rececionistas • Implementação do investimento faseado (10 gabinetes) • Desenho de campanha de marketing • Montagem da monitorização mensal do painel de KPIs
II. Lançamento e Rampa (*Ramp-up*)	Médio prazo (Mês 7 – 18)	WO (Ajuste)	• Abertura com 10 gabinetes • Lançamento de campanha de marketing • Reforço da gestão ativa de agendas • Ativação da reserva de liquidez • Início da monitorização de KPIs • Arranque de expansão de especialidades e integração de novas valências
III. Consolidação e escala	Longo prazo (Ano 2+)	SO (Ofensiva)	• Ativação dos restantes 4 gabinetes, conforme ocupação • Internalização progressiva de MCDT e outras especialidades como Fisioterapia • Otimização final do mix de margens por especialidade

Tabela 43 - Roteiro para a integração temporal das recomendações estratégicas

Este planeamento das recomendações no tempo permite fechar a dinâmica das recomendações da análise estratégica.

6.4 Contributo dos Resultados para a Resolução do Problema

Os resultados contribuem para a resolução do problema em estudo, a necessidade urgente de expansão da CSP, uma vez que estão alinhados com os objetivos e questões de investigação definidos neste projeto. Assim, pode-se aferir que os objetivos específicos propostos foram atingidos (tabela 44).

Objetivo Específico	Contributo
OE1: Caracterizar o contexto competitivo do mercado de saúde privada regional, identificando oportunidades de crescimento e fatores determinantes da procura.	A procura por serviços da CSP excede a capacidade instalada (6 consultórios / 130 m² / ocupação 72%), tornando a expansão um imperativo competitivo e não apenas uma opção de crescimento.
OE2: Desenvolver projeções financeiras detalhadas para cada alternativa de expansão, incluindo investimento inicial, fluxos de caixa operacionais e valor residual.	A modelização feita no capítulo 4 suporta a comparação "com vs. sem projeto" e a estimação de VAL, TIR e *payback* por alternativa, permitindo hierarquizar opções.
OE3: Analisar as opções de financiamento (capital próprio vs. capital alheio) para cada alternativa, avaliando o impacto no WACC, no risco financeiro e nos benefícios fiscais.	Cada alternativa foi estimada para o seu cenário mais penalizador a nível de impacto financeiro direto (investimento suportado por financiamento bancário). a decisão deve considerar o trade-off entre alavancagem e robustez. A aquisição conduz a um perfil financeiro demasiado tensionado, enquanto a expansão mantém um perfil mais controlável, embora com pressão sobre cobertura de juros.
OE4: Aplicar metodologias de avaliação económico-financeira tradicionais (valor atual líquido - VAL; taxa interna de rendibilidade – TIR; período de recuperação do investimento ou *payback*; índice de rendibilidade - B/C).	Foram aplicadas metodologias de avaliação económico-financeira com recurso ao modelo DCF. A avaliação recorreu ao DCF e aos indicadores VAL, TIR, payback e B/C, permitindo comparar a viabilidade económico-financeira das alternativas.
OE5: Realizar análises de risco para testar a robustez dos resultados face a variações nas premissas-chave, nomeadamente análises de sensibilidade, cenários e breakeven.	A robustez dos resultados foi testada através das análises de sensibilidade, cenários e *breakeven*, permitindo avaliar impacto de variações nas principais premissas.
OE6: Identificar as variáveis críticas de sucesso e os principais fatores de risco associados a cada alternativa de expansão.	Foram identificadas as variáveis críticas de sucesso, nomeadamente vendas e serviços prestados, FSE/honorários, investimento inicial e grau de alavancagem financeira, e fatores de risco associados às alternativas.
OE7: Elaborar recomendações estratégicas fundamentadas para orientar a tomada de decisão da administração da CSP sobre a expansão do negócio, incluindo estratégias de mitigação de riscos e plano de implementação para a alternativa selecionada.	As recomendações do Capítulo 6 permitem integrar a avaliação quantitativa com *inputs* de natureza qualitativa, traduzindo os resultados financeiros e de risco em decisões acionáveis, critérios de decisão e medidas de mitigação, para reduzir riscos e maximizar a criação de valor.

Tabela 44 - Avaliação de cumprimento dos Objetivos Específicos

Ao longo do trabalho, foi, também, possível responder às questões de investigação específicas colocadas para resolução do problema, conforme tabela 45.

Questões de Investigação Específicas	Contributo
Q1: Qual a viabilidade económico-financeira de cada uma das alternativas de expansão?	O Capítulo 5 avalia a viabilidade económico-financeira de cada alternativa, verificando-se que a expansão orgânica é a alternativa que maximiza a geração de valor, seguida pela aquisição com expansão, fusão com expansão e fusão; a aquisição sem expansão destrói valor, por comparação ao *baseline* (VAL incremental < 0).
Q2: Que alternativa de expansão maximiza a criação de valor para os proprietários?	

Q3: Quais os principais fatores de risco e as variáveis críticas de sucesso de cada alternativa?	Conforme sinalizado na análise de risco (5.8), as variáveis chave são as vendas e serviços prestados e os FSE, em particular os honorários. O montante do investimento inicial é também um fator decisivo, pois os recursos à disposição da CSP são limitados, bem como a sua capacidade de endividamento.
Q4: Como se comparam os indicadores de rentabilidade e risco entre as alternativas?	Esta análise comparativa está amplamente coberta na secção 5.7, complementada pelas recomendações propostas no capítulo 6.
Q5: Que recomendações estratégicas devem orientar a decisão de expansão da CSP?	Entre as alternativas consideradas, aquela que melhor cumpre os critérios quantitativos é a expansão orgânica, conforme se fixa na análise do capítulo 5. Existem, depois, um conjunto de recomendações que emergem da análise da situação interna da empresa e da sua envolvente ambiental, exploradas no capítulo 6, que resultam em recomendações fundamentais para a decisão e execução da estratégia de expansão que está na origem deste trabalho.

Tabela 45 - Avaliação de cumprimento das Questões de Investigação Específicas

O problema central de gestão que motivou este projeto, a necessidade urgente de expansão da CSP num contexto de limitações físicas, crescimento da procura e intensificação competitiva, exige uma abordagem multidimensional que transcenda a intuição gestora e se fundamente em análise sistemática e rigorosa. Os resultados deste trabalho contribuíram para resolver este problema e potenciar melhorias organizacionais através de diversos mecanismos, nomeadamente:

1. Redução da incerteza e do risco na tomada de decisão, através da quantificação rigorosa da viabilidade económico-financeira de cada alternativa, permitindo distinguir opções criadoras de valor de opções que, apesar de atrativas numa análise superficial, não maximizam o valor da organização ou expõem a CSP a riscos excessivos, da identificação antecipada de fatores críticos de sucesso e de potenciais obstáculos à implementação de cada alternativa, permitindo à administração preparar planos de contingência e alocação proativa de recursos e da análise de sensibilidade que revela quais os pressupostos mais críticos em cada alternativa, orientando a administração sobre onde deve concentrar esforços de validação e monitorização;
2. Otimização da alocação de recursos financeiros, através de minimizar o custo de capital, maximizando a rentabilidade disponível para os sócios sem comprometer a solidez financeira da organização, de equilibrar adequadamente o rácio entre capitais próprios e alheios, preservando a capacidade de endividamento futuro para eventuais necessidades imprevistas ou oportunidades de investimento complementares e de negociar com instituições financeiras a partir de uma posição informada, suportada por projeções financeiras rigorosas e análise de capacidade de serviço da dívida;

3. Alinhamento estratégico entre crescimento e preservação da identidade organizacional, ao avaliar explicitamente, em cada alternativa estratégica, o impacto na cultura organizacional e na experiência do utente, ao identificar mecanismos de integração que preservem os valores diferenciadores da CSP mesmo num contexto de maior dimensão ou complexidade organizacional e ao definir critérios de seleção que equilibrem crescimento quantitativo (número de utentes, volume de negócios) com manutenção da qualidade percebida e dos atributos reputacionais da marca;
4. Antecipação e gestão proativa de riscos, contribuindo para identificar antecipadamente vulnerabilidades de cada alternativa estratégica a choques externos (evolução da procura, alterações regulatórias, movimentos competitivos), desenvolver planos de mitigação específicos para cada risco identificado como crítico e estabelecer sistemas de monitorização de indicadores-chave que sinalizem desvios precoces relativamente às projeções, permitindo ajustes atempados;
5. Fundamentação de comunicação com *stakeholders* externos, sendo que a credibilidade técnica do estudo facilitará as negociações com instituições financeiras para obtenção de financiamento em condições favoráveis, através da apresentação de business case robusto e demonstração de capacidade de planeamento estratégico, beneficiará o relacionamento com potenciais parceiros em cenários de fusão ou aquisição, demonstrando profissionalização da gestão e capacidade de integração estruturada e contribuirá para a atração e retenção de profissionais clínicos de excelência, comunicando uma visão estratégica clara e credível para o futuro da organização;
6. Criação de precedente metodológico para decisões futuras, estabelecendo um padrão de rigor analítico e profundidade de análise para futuras decisões estratégicas de elevado impacto, bem como, identificando competências organizacionais em avaliação de investimentos e planeamento estratégico que poderão ser mobilizadas noutros contextos e, ainda, definindo uma cultura de decisão baseada em evidência que complementa e enriquece a intuição e experiência dos gestores.

Embora o presente trabalho assuma a natureza de estudo de caso aplicado, dele emergem contributos relevantes para a generalidade das pequenas e médias clínicas privadas de ambulatório que enfrentam decisões de crescimento em mercados regionais. O estudo reforça que a expansão não deve ser tratada como uma decisão meramente intuitiva, imobiliária ou comercial, mas como um problema de avaliação estratégica multicritério, em que a criação de valor depende da articulação entre viabilidade económico-financeira, estrutura de financiamento, riscos operacionais, velocidade de implementação e preservação da flexibilidade estratégica. Assim, uma das principais contribuições do trabalho reside em mostrar a utilidade de uma abordagem integrada baseada em fluxos de caixa incrementais, custo de capital e análise de risco para apoiar decisões que, em muitas organizações deste segmento, continuam a ser

tomadas com reduzida formalização analítica. Esse contributo é particularmente pertinente num segmento identifico como subestudado na literatura, situado entre as pequenas práticas individuais e os grandes sistemas hospitalares.

Em segundo lugar, o estudo sugere que, neste tipo de organizações, o crescimento sustentável não decorre automaticamente do aumento de escala. Pelo contrário, a evidência do caso aponta para a necessidade de avaliar com especial prudência alternativas de integração horizontal que envolvam maior complexidade de absorção, maior dispêndio inicial ou maior exposição a riscos de execução e integração. Para clínicas privadas de ambulatório de pequena e média dimensão, a criação de valor parece depender menos de "crescer depressa" e mais de crescer de forma compatível com a capacidade de gestão, com a estrutura de capital e com a estabilidade operacional da organização. Deste ponto de vista, o trabalho ajuda a evidenciar que a expansão pode ser mais robusta quando assenta em soluções coerentes com o perfil da empresa, com a sua governação e com a sua capacidade de transformar investimento em atividade efetiva, sem comprometer a solidez financeira acumulada. Do mesmo modo, a reflexão crítica produzida no estudo sugere que, em futuras decisões neste segmento, poderá ser particularmente relevante ponderar integrações horizontais mais seletivas (eventualmente com entidades menores, mais baratas, especializadas ou territorialmente complementares), em vez de privilegiar automaticamente operações com unidades generalistas de maior dimensão.

Por fim, o trabalho oferece também contributos substantivos para a compreensão dos fatores críticos de sucesso neste setor. O caso analisado mostra que, em clínicas ambulatórias de média dimensão, a proximidade geográfica, a conveniência de acesso, a reputação, a retenção de utentes e profissionais e o controlo dos custos variáveis associados a prestadores de serviços constituem dimensões centrais da criação de valor. Assim, uma implicação mais geral do estudo é a de que as decisões de expansão, neste segmento, devem ser avaliadas não apenas em função do mercado potencial abstrato, mas também da geografia da procura, da capacidade real de captação dentro do raio de influência da clínica, da dependência de capital humano clínico e da sensibilidade dos resultados a rubricas como honorários (FSE). Em termos práticos, isto significa que muitas pequenas e médias clínicas privadas de ambulatório poderão beneficiar de modelos de expansão mais disciplinados, graduais e territorialmente inteligentes, nos quais o controlo da execução e a preservação da qualidade assistencial são tão importantes como a ambição de crescimento.

7. CONCLUSÃO

Este trabalho procurou responder ao problema de gestão que esteve na sua origem: perante limitações atuais de capacidade e num contexto de crescimento e consolidação do mercado da saúde privada, a CSP necessitava de identificar a alternativa de expansão e a estrutura de financiamento que melhor conciliassem criação de valor, risco, flexibilidade estratégica e sustentabilidade de longo prazo. Para tal, foi aplicada uma metodologia assente na avaliação por fluxos de caixa descontados (DCF), estimação do WACC e análise de risco das alternativas. A análise desenvolvida sugere que a decisão de expansão não deve ser tomada apenas com base numa lógica de crescimento em escala, mas exige uma avaliação comparativa das diferentes alternativas à luz dos seus impactos económico-financeiros, operacionais, estratégicos e societários.

O estudo sugere que a expansão orgânica para novas instalações é a alternativa que melhor responde ao problema colocado, por combinar criação de valor incremental (maximiza o valor para os sócios), rentabilidade, controlo do risco e exequibilidade estratégica. Mas esta conclusão tem de ser lida à luz das condicionantes impostas pelos sócios e do quadro de pressupostos modelizado, em particular a necessidade de preservar o controlo da sociedade e de não comprometer a solidez financeira construída até à data. Essa restrição revelou-se especialmente relevante nas alternativas de fusão, em que apenas uma combinação respeitava a condição de manutenção da maioria do capital social pelos sócios da CSP, e contribuiu para reforçar a superioridade relativa de uma via de crescimento que, além de economicamente favorável, é também mais compatível com a governação, a autonomia estratégica e os objetivos dos atuais sócios. Fica também evidente a necessidade de um forte alinhamento estratégico entre os sócios para a libertação de sinergias, uma vez que há uma dependência elevada da geração de valor para os sócios da gestão dos custos de estrutura e de FSE. Se não houver concordâncias quanto às políticas de gestão a adotar, o sucesso do valor incremental dos projetos de fusão está fortemente comprometido. Não obstante, a fusão é uma alternativa viável e geradora de valor, sendo este maior num cenário de fusão com investimento adicional em expansão.

A alternativa da aquisição analisada revelou-se destruidora de valor incremental face à situação estacionária, pois os fluxos de caixa adicionais que a operação geraria não superam o investimento inicial. No entanto, é de salientar um aumento significativo da capacidade de geração de valor se à aquisição for associada uma expansão de capacidade, embora aumente (ainda mais) o risco financeiro e de solvabilidade.

O aumento do valor gerado para os sócios e acionistas em caso de combinação de diferentes estratégias de expansão (integração horizontal com expansão orgânica) parecem indicar que a geração de valor assume um carácter não linear, podendo nalguns casos resultar em ganhos de escala relevantes. Não obstante, a análise realizada sinaliza também que estas combinações também resultam num muito significativo aumento do risco. Considerando a dimensão das entidades analisadas, o impacto na solvabilidade destas combinações aponta para a necessidade de uma forte ponderação dos respetivos custos e benefícios.

Em suma, os resultados das avaliações indicam que a alternativa da expansão orgânica supera a situação de continuidade e as restantes alternativas comparadas em termos de valor incremental para os sócios, e permite responder diretamente ao principal constrangimento identificado no diagnóstico organizacional, a limitação da capacidade instalada, sem introduzir os riscos acrescidos de integração associados a operações de fusão ou aquisição.

A recomendação, contudo, não deve ser interpretada como incondicional, pois a sua solidez depende da capacidade da organização para executar o investimento com disciplina operacional, financeira e comercial, protegendo os fatores que sustentam a criação de valor. Em particular, os resultados mostram que o sucesso da expansão depende criticamente da realização do crescimento de vendas e serviços prestados e da taxa de ocupação da nova unidade, de um apertado controlo de gestão e de custos, sobretudo dos honorários de profissionais de saúde, sendo também críticos a contenção de desvios de custo e prazo na obra e na implementação. Para o sucesso futuro, é fundamental a manutenção de níveis de qualidade de serviço e retenção compatíveis com a proposta de valor atual da clínica.

Acresce que, embora a expansão orgânica apresente um perfil financeiro mais controlável do que a aquisição, a sua execução exige acompanhamento próximo de indicadores de risco, nomeadamente cobertura de juros, esforço de endividamento, margem operacional e velocidade de aumento de utilização da nova capacidade disponível. Assim, mais do que uma recomendação genérica de crescimento, o que este estudo suporta é uma recomendação de crescimento disciplinado, faseado e monitorizado, em que a expansão orgânica se afirma como a melhor solução desde que acompanhada por mecanismos concretos de governação do projeto, critérios de controlo e medidas de mitigação capazes de preservar a rentabilidade esperada do investimento.

Importa, contudo, interpretar a recomendação formulada à luz das limitações do próprio estudo. O trabalho foi desenhado para apoiar a decisão estratégica da CSP através da comparação entre expansão orgânica e formas de integração horizontal, no contexto de uma clínica privada de ambulatório de média dimensão. O seu perímetro analítico privilegiou alternativas diretamente relacionadas com o problema

de gestão e com os objetivos específicos do projeto, centrados na comparação entre crescimento interno e integração com entidades do mesmo nível da cadeia de valor. Esta opção reforça a coerência interna do estudo, mas significa também que outras vias estratégicas, como alianças, *joint ventures* ou alternativas de integração vertical, ficaram fora do núcleo comparativo desenvolvido.

Uma limitação particularmente relevante decorre do critério de seleção da amostra utilizado para identificar entidades comparáveis. A construção da amostra partiu das empresas localizadas na cidade de Guimarães, enquadradas nos CAE 862 e 869, com dados disponíveis para 2024, restringindo-se depois às 50 maiores por volume de negócios. Após exclusão de entidades de medicina dentária, de prestadores sem espaço físico correspondente e, sobretudo, de empresas com estratégia genérica de foco na diferenciação (designadamente clínicas centradas numa única especialidade ou nicho, como saúde mental ou pediatria), bem como de empresas com capitais próprios ou resultados líquidos negativos nos dois últimos anos, o universo final ficou reduzido a quatro entidades, incluindo a própria CSP. Este desenho foi metodologicamente útil para assegurar comparabilidade financeira, mas poderá ter sido excessivamente restritivo do ponto de vista estratégico.

Desta limitação resulta uma implicação crítica: ao excluir a maioria das clínicas de nicho e ao concentrar a análise em entidades maiores por volume de negócios, o estudo pode não ter captado um conjunto de alvos potencialmente relevantes para uma alternativa de crescimento externo mais eficiente. Com efeito, o próprio enquadramento competitivo reconhece que o mercado regional inclui clínicas de nicho que concorrem em áreas específicas, mas essas entidades ficaram maioritariamente fora do perímetro comparativo. Assim, embora os resultados do trabalho sustentem a superioridade da expansão orgânica face às alternativas efetivamente modelizadas, eles também sugerem, de forma indireta, que uma lógica de integração horizontal baseada em entidades generalistas de dimensão igual ou superior à CSP pode não ser, necessariamente, a configuração mais favorável em termos de relação risco-retorno. É plausível que integrações mais seletivas, com unidades mais pequenas, mais baratas e potencialmente mais fáceis de absorver, possam gerar perfis de valor mais interessantes, sobretudo quando o setor em causa é intensivo em coordenação clínica, confiança relacional e estabilidade operacional. Esta hipótese, porém, não foi diretamente testada, devendo por isso ser lida como uma inferência crítica do estudo e não como uma conclusão definitiva.

Acresce que o recorte espacial e estratégico do estudo também limitou o alcance das alternativas analisadas. Desde logo, o critério efetivamente mobilizado aproximou-se mais da cidade e do seu espaço competitivo imediato, o que restringe o perímetro comparativo considerado. Por outro lado, o trabalho não explorou uma lógica de expansão em rede, através da aquisição ou abertura de novas unidades em

localizações distintas, mas próximas do limite do raio de influência da CSP. Esta omissão é relevante num setor em que a procura por cuidados privados de ambulatório tende a ser fortemente condicionada pela proximidade geográfica e pela conveniência de acesso. Considerando que a CSP já atrai utentes de concelhos limítrofes e opera num mercado regional alargado, poderia fazer sentido ponderar estratégias de crescimento assentes não apenas na ampliação da capacidade numa única localização, mas também na criação ou aquisição de operações satélite em mercados adjacentes, potencialmente com menor investimento unitário e maior capacidade de captação incremental de procura.

Outra limitação substantiva prende-se com a subavaliação do risco de saída de profissionais em cenários de integração horizontal. Sendo a CSP uma organização intensiva em capital humano clínico e dependendo uma parte relevante da sua proposta de valor da estabilidade e qualidade do corpo clínico, seria importante incorporar de forma mais explícita o risco de perda de prestadores em operações de aquisição ou fusão. Esta questão é tanto mais relevante quanto a análise de risco realizada no trabalho mostra que, na alternativa recomendada, os FSE, em particular os honorários a prestadores de serviços, constituem um dos principais *drivers* críticos de criação de valor, a par da realização das vendas e da ocupação. Numa lógica de integração horizontal, a saída de médicos ou outros prestadores-chave pode afetar simultaneamente a capacidade assistencial, a retenção de utentes, a concretização de sinergias e a própria estrutura de custos, pelo que esta dimensão mereceria modelização autónoma em futuros desenvolvimentos.

Por fim, importa reconhecer que o estudo não explorou de forma aprofundada alternativas de integração vertical, como a entrada em MCDT ou noutros serviços complementares de maior valor acrescentado. Esta omissão é coerente com o recorte metodológico adotado, mas limita o alcance estratégico das conclusões, na medida em que tais alternativas poderiam, em certos contextos, permitir reforçar a diferenciação, aumentar a captura de valor ao longo da cadeia de abastecimento e reduzir dependências externas, ainda que à custa de maior intensidade de investimento, maior complexidade operacional e maior exposição ao risco de execução. Em consequência, a conclusão do presente trabalho deve ser lida como robusta dentro do universo de alternativas estudadas, mas não como uma exclusão absoluta de outros caminhos estratégicos que ficaram fora das premissas iniciais do projeto.

Os limites e restrições identificados ao longo deste trabalho abrem um conjunto de linhas relevantes para aprofundamento futuro, tanto em sede de investigação como de aplicação prática à gestão de clínicas privadas de ambulatório. Desde logo, seria importante alargar o universo comparativo a clínicas de nicho e entidades de menor dimensão, uma vez que o presente estudo privilegiou alternativas de integração horizontal com unidades generalistas e financeiramente comparáveis à CSP. Futuras análises poderão

testar, de forma mais direta, se operações de aquisição ou fusão com entidades mais pequenas, mais especializadas e de menor preço de entrada poderão oferecer perfis de risco-retorno mais favoráveis, sobretudo num setor em que a criação de valor não depende apenas da escala, mas também da facilidade de integração, da complementaridade assistencial e da capacidade de absorção organizacional. Esta linha de aprofundamento permitiria, em particular, explorar com maior rigor a hipótese de existência de um "tamanho ótimo" de integração horizontal, potencialmente distinto do critério de seleção adotado neste estudo.

Desenvolvimentos futuros deverão incorporar, de forma mais explícita, o risco de retenção e saída de profissionais de saúde em cenários de integração horizontal. Tratando-se de organizações intensivas em capital humano clínico, nas quais a continuidade assistencial, a confiança relacional e a estabilidade do corpo clínico são determinantes para o desempenho, a modelização financeira beneficiaria da inclusão de variáveis ligadas à permanência de prestadores-chave, à possível perda de utentes associada a ruturas de equipa e ao impacto desses movimentos na realização de receitas e nos custos variáveis. Esta linha é especialmente pertinente num contexto em que o próprio estudo identificou os FSE/honorários e a realização de vendas como drivers críticos da criação de valor.

Uma terceira via de aprofundamento prende-se com a dimensão territorial da expansão. O caso analisado confirma que a saúde privada em ambulatório opera num mercado fortemente condicionado pela proximidade geográfica, pela conveniência de acesso e pelo raio de influência efetivo da clínica. Nesse sentido, investigações futuras poderão explorar não apenas a expansão por concentração da capacidade numa única unidade, mas também estratégias de expansão em rede, através da abertura ou aquisição de novas operações em localizações complementares, situadas em mercados adjacentes dentro da área de influência alargada da organização. Esta abordagem permitiria comparar modelos de crescimento centralizado com modelos multiunidade ou satélite, avaliando se a criação de valor poderá, em certos contextos, resultar mais de uma lógica de captação territorial progressiva do que de uma simples ampliação física da operação existente.

Por fim, futuras investigações poderão também alargar o foco estratégico a alternativas de integração vertical, nomeadamente através da entrada em MCDT ou noutros serviços complementares de maior valor acrescentado. Embora tais caminhos tenham ficado fora do perímetro inicial do presente projeto, a sua exploração permitiria avaliar até que ponto a expansão de clínicas privadas de ambulatório pode beneficiar não apenas de maior escala horizontal, mas também de maior controlo sobre etapas complementares da cadeia de abastecimento, reforçando diferenciação, conveniência para o utente e captura de valor. Em paralelo, será igualmente útil aplicar e testar o modelo desenvolvido neste trabalho

noutros contextos organizacionais e geográficos, de modo a aferir a sua replicabilidade e a robustez das conclusões em clínicas com diferentes perfis de especialização, estrutura de capital e posicionamento competitivo.

Desta forma, o principal caminho futuro não é apenas repetir a análise noutros casos, mas expandi-la em complexidade estratégica, geográfica e organizacional, contribuindo para uma base de conhecimento mais sólida sobre decisões de crescimento em prestadores privados de saúde de pequena e média dimensão.

Em última análise, este projeto cumpriu o seu propósito ao dotar a CSP de uma resposta estruturada e exequível para o seu constrangimento de capacidade, através de um guião de expansão suportado em rigor financeiro e estratégico. Mais do que resolver um problema organizacional específico, a abordagem aqui aplicada demonstra que num mercado de saúde altamente competitivo e em consolidação, as decisões de crescimento das clínicas independentes podem transcender a intuição empírica, ancorando-se em modelos de avaliação robustos que conciliam a maximização de valor com a sustentabilidade a longo prazo.

8. REFERÊNCIAS

Abeywardhana, D. K. Y. (2017). Capital Structure Theory: An Overview. *Accounting and Finance Research*, *6*(1), 133. https://doi.org/10.5430/afr.v6n1p133

Associação Brasileira de Normas Técnicas. (2002). NBR 14653-4: Avaliação de bens – Parte 4: Empreendimentos. Em *NBR 14653-4*. ABNT.

Banco de Portugal. (2025). *Boletim Económico—Dezembro 2025*. Banco de Portugal. https://www.bportugal.pt/publicacao/boletim-economico-dezembro-2025

Banco de Portugal. (2026a). Central de Balanços. Em *Central de Balanços*. Banco de Portugal.

Banco de Portugal. (2026b, janeiro). Taxa de rendibilidade de obrigações do Tesouro da Alemanha com taxa fixa e prazo residual de 10 anos—Mensal. Em *BPstat*. https://bpstat.bportugal.pt/serie/12560098

Barros, P. P. (2023). *Economia da Saúde—Conceitos e Comportamentos* (4.ª ed.). Almedina.

Brav, O. (2009). Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm. Em *The Journal of Finance* (Vol. 64, Número 1, pp. 263–308). http://www.jstor.org/stable/20487969

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2023). *Fundamentals for corporate finance*. McGraw Hill.

Bureau van Dijk. (2026). *Orbis Europe* [Base de Dados]. Moody's Analytics. Orbis Europe. https://orbis.bvdinfo.com/

Cartwright, S., & Cooper, C. L. (1993). The Psychological Impact of Merger and Acquisition on the Individual: A Study of Building Society Managers. *Human Relations*, *46*(3), 327–347. https://doi.org/10.1177/001872679304600302

Churchill, N. C., & Lewis, V. L. (2000). The Five Stages of Small Business Growth. Em D. J. Storey (Ed.), *Small Business. Critical Perspectives on Business and Management: II* (pp. 291–308). Routledge. https://hbr.org/1983/05/the-five-stages-of-small-business-growth

Coghlan, D., & Brannick, T. (2005). *Doing action research in your own organization* (Second Edition). SAGE Publications.

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation* (3rd ed.). John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2026). Current Datasets. Em *Damodaran Online*. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.html https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

Eco. (2025, agosto). Autoridade da Concorrência investiga subidas de preços na saúde privada. Em *Eco—Economia Online*. https://eco.sapo.pt/2025/08/25/autoridade-da-concorrencia-investiga-subidas-de-precos-na-saude-privada/

Eurostat. (2026). HICP - Monthly Data (Annual Rate of Change). Em *Eurostat*. https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/PRC_HICP_MANR__custom_3761882/bookmark/table?lang=en&bookmarkId=4ad27e6f-358a-4a3d-82a0-587d69a833eb&c=1667558907980

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, *47*(2), 427–465. https://doi.org/10.1111/J.1540-6261.1992.TB04398.X;SUBPAGE:STRING:FRAMEDPDF;PAGE:STRING:ARTICLE/CHAPTER

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Em *Journal of Financial Economics* (Vol. 33, Número 1, pp. 3–56). Elsevier. https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X93900235

Fernandes, A. L. C., Mota, P. R., Alves, C. F., & Rocha, M. D. (2015). *Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros* (2.ª ed.). Almedina.

Gomes, P. J. C. M. (2021). *Processos de fusão e aquisição em Portugal: Estudo do caso da aquisição da empresa Obelisco S.A. pela holding Desafios SGPS, S.A.* [PhD Thesis]. Politécnico do Porto.

Gouveia, M. (2022). *Saúde e Hospitais Privados em Portugal*. Fundação Francisco Manuel dos Santos.

Gouveia, M. (2023). Saúde e Hospitais Privados. *OJE - O Jornal Económico*. https://jornaleconomico.sapo.pt/noticias/saude-e-hospitais-privados/

Gray, B. H. (1986). *For-profit enterprise in health care*. National Academy Press.

Hansen, R. G. (1987). A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions. *Journal of Business*, *60*(1), 75–95.

Harrington, J. P., Nunes, C. S., & Aboulamer, A. (2024). *VALUATION HANDBOOK-INTERNATIONAL GUIDE TO COST OF CAPITAL 2023 SUMMARY EDITION*. www.kroll.com

Instituto Nacional de Estatística. (2007). *Classificação Portuguesa das Actividades Económicas, Revisão 3*. INE. https://www.ine.pt/xurl/pub/10376048

Instituto Nacional de Estatística. (2025a). CONTA SATÉLITE DA SAÚDE 2021 – 2024Pe. Em *O CRESCIMENTO NOMINAL DA DESPESA CORRENTE EM SAÚDE SUPEROU O DO PIB EM 2024*. Instituto Nacional de Estatística. https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaques&DESTAQUESdest_boui=707191902&DESTAQUESmodo=2

Instituto Nacional de Estatística. (2025b). Estudo sobre o Poder de Compra Concelhio 2023. Em *Instituto Nacional de Estatística*. INE. https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaques&DESTAQUESdest_boui=707479467&DESTAQUESmodo=2

Instituto Nacional de Estatística. (2025c). *O CRESCIMENTO NOMINAL DA DESPESA CORRENTE EM SAÚDE SUPEROU O DO PIB EM 2024*. Instituto Nacional de Estatística. https://www.ine.pt/ngt_server/attachfileu.jsp?look_parentBoui=735391066&att_display=n&att_download=y

Karim, S., & Mitchell, W. (2000). Path-Dependent and Path-Breaking Change: Reconfiguring Business Resources Following Acquisitions in the U.S. Medical Sector, 1978-1995. *Strategic Management Journal*, *21*(Special Issue: The Evolution of Firm Capabilities), 1061–1081.

Leal, C. (2025). Capítulo 4. Critérios de avaliação de projetos de investimento em contexto de certeza e de incerteza [Diapositivos de aula]. Em *Unidade Curricular de Finanças em Organizações de Saúde*. Universidade do Minho.

Mendes, A. M., & André, F. (2017). *O Setor da Saúde—Organização, Concorrência e Regulação*. CIP - Confederação Empresarial de Portugal0.

Miller, M. H. (1988). The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years. *Journal of Economic Perspectives*, *2*, 99–120.

Mosca, L., Gianecchini, M., & Campagnolo, D. (2021). Organizational life cycle models: A design perspective. *Journal of Organization Design*, *10*(1), 3. https://doi.org/10.1186/S41469-021-00090-7

Nunes, P., & Breene, T. (2011). *Jumping the S-Curve: How to Beat the Growth Cycle, Get on Top, and Stay There*. Harvard Business Review Press. https://books.google.pt/books?hl=en&lr=&id=KzbXxZuCiOAC&oi=fnd&pg=PA1&ots=cYvPcAGrMp&sig=lAxdMAErVNrmrWcXtzCm0xfucTc&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false

OECD. (2025a). Health Expenditure and Financing 2015-2024. Em *Global Health Expenditure Database*. OECD Publishing. https://data-explorer.oecd.org/vis?pg=0&snb=3&tm=voluntary%20private%20healthcare%20insurance&vw=tb&df[ds]=dsDisseminateFinalDMZ&df[id]=DSD_SHA%40DF_SHA&df[ag]=OECD.ELS.HD&df[vs]=1.0&dq=PRT.A.EXP_HEALTH.PT_EXP_HLTH%2BXDC%2BXDC_PS%2BEUR_PPP_PS%2BPT_B1GQ.HF2HF3%2BHF2%2BHF21%2BHF22%2BHF23%2BHF3%2B_T.._T.._T...&pd=2015%2C&to[TIME_PERIOD]=false

OECD. (2025b, novembro). Health at a Glance 2025: OECD Indicators. Em *OECD*. OECD Publishing. https://doi.org/10.1787/8f9e3f98-en

Oliveira, B., & Leal, C. C. (2023). Avaliação financeira de projetos de investimento. Em C. Machado & J. P. Davim (Eds.), *MBA para Gestores e Engenheiros* (2.ª ed., pp. 447–504). Edições Sílabo.

Pasanen, M. (2007). SME GROWTH STRATEGIES: ORGANIC OR NON-ORGANIC? *Journal of Enterprising Culture*, *15*(4), 317–338.

Penrose, E. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm* (4th edtion). Oxford University Press. https://books.google.pt/books?hl=en&lr=&id=zCAUDAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR5&ots=HnK85qZ3io&sig=D_peQX52FzDjUs-S2OxvqQVZnso&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false

Pereira, A. M., Pereira, R. M., & Rodrigues, P. G. (2019). Health care investments and economic performance in Portugal: An industry level analysis. *Journal of Economic Studies*, *46*(6), 1174–1200. https://doi.org/10.1108/JES-12-2017-0366

Perry, M. K. (1989). Chapter 4 Vertical integration: Determinants and effects. *Handbook of Industrial Organization*, *1*, 183–255. https://doi.org/10.1016/S1573-448X(89)01007-1

Postma, J., & Roos, A.-F. (2016). Why healthcare providers merge. *Health Economics, Policy and Law*, *11*(2), 121–140. https://doi.org/10.1017/S1744133115000304

Rehm, W., Koller, T., Goedhart, M., Silva, J. A., & Kotsev, R. (2023, novembro). Organic or inorganic growth: Which generates more value? Em *LinkedIn*.

Renascença, R. (2025). Autoridade da Concorrência investiga aumentos na saúde privada. *Rádio Renascença*. https://rr.pt/noticia/economia/2025/08/25/autoridade-da-concorrencia-investiga-aumentos-na-saude-privada/437316/

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2018). *Corporate Finance* (12th edition). New York: McGraw-Hill Education.

Santos, A. J. R. (2008). *Gestão Estratégica—Conceitos, Modelos e Instrumentos*. Escolar Editora.

Saunders, M. N. K., Lewis, P., & Thornhill, A. (2023). *Research methods for business students* (9th ed.). Pearson.

Tanwar, R. (2013). Porter's Generic Competitive Strategies. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, *15*(1), 11–17.

Tashakkori, A., & Teddlie, C. (1998). *Mixed methodology: Combining qualitative and quantitative approaches*. Sage.

U. S. Bureau of Labor Statistics. (2026). CPI-U, Series ID: CUUR0000SA0. Em *Consumer Price Index, U.S. Bureau of Labor Statistics*. https://www.bls.gov/news.release/cpi.t04.htm

Weber, R. A., & Camerer, C. F. (2003). Cultural Conflict and Merger Failure: An Experimental Approach. *Management Science*, *49*(4), 400–415. https://doi.org/10.1287/mnsc.49.4.400.14430

Weihrich, H. (1982). The TOWS Matrix A Tool for Situational Analysis. Em *Long Range Planning* (Vol. 15, Número 2, pp. 54–66).

9. APÊNDICES

Quadro de Estimações dos Custos de Capital

	Autonomia Financeira	Autonomia Financeira Normalizada	*Spread*	Kd	Beta realavancado	Ke	E / (E + D)	WACC
Cruz Azul	74.85%	1.26	3.49%	6.33%	0.29	13.10%	0.98	12.93%
Casa de Saúde Guimarães	15.86%	-0.93	6.77%	9.61%	0.45	14.03%	0.71	12.24%
Instituto Piaget	28.36%	-0.46	6.07%	8.91%	0.36	13.51%	1.00	13.51%
CSP	69.20%	1.05	3.80%	6.64%	0.29	13.09%	0.98	12.97%
Fusão CSP + IP	37.12%	-0.14	5.59%	8.43%	0.32	13.27%	0.99	13.21%
Aquisição IP	6.68%	-1.27	7.28%	10.12%	0.42	13.85%	0.63	12.48%
Expansão Orgânica	36.72%	-0.15	5.61%	8.45%	0.30	13.17%	0.93	12.75%
Aquisição c/ Expansão	6.16%	-1.29	7.31%	10.15%	0.37	13.60%	0.72	12.63%
Fusão c/ Expansão	31.20%	-0.36	5.92%	8.76%	0.32	13.30%	0.95	13.00%

Tabela 46 - Estimação dos Custos de Capital

Estimação do Balanço para Estratégias 2 a 5

	CSP	IP	Alt. 2: Aquisição (CSP + IP)	Alt. 3: Expansão	Alt. 4: Aquisição IP com Expansão	Alt. 5: Fusão CSP + IP c/ Expansão
Ativo não corrente	5 646 €	452 663 €	1 222 694 €	131 647 €	1 464 396 €	538 016 €
Ativos intangíveis		2 500 €	766 885 €			2 500 €
Ativos fixos tangíveis	5 054 €	448 387 €	453 441 €	131 055 €	1 463 805 €	533 148 €
Investimentos financeiros	592 €	1 776 €	2 368 €	592 €	592 €	2 368 €
Ativo corrente	136 815 €	115 702 €	252 517 €	136 815 €	136 815 €	252 517 €
Inventários	957 €		957 €	957 €	957 €	957 €
Clientes	9 210 €	15 686 €	24 896 €	9 210 €	9 210 €	24 896 €
Estado e outros entes públicos	59 €		59 €	59 €	59 €	59 €
Diferimentos	526 €		526 €	526 €	526 €	526 €
Outros ativos correntes	589 €	53 723 €	54 312 €	589 €	589 €	54 312 €
Caixa e depósitos bancários	125 474 €	46 293 €	171 767 €	125 474 €	125 474 €	171 767 €
Total do Ativo	142 461 €	565 865 €	1 475 212 €	268 462 €	1 601 212 €	790 533 €
Capital Próprio	98 583 €	148 073 €	98 583 €	98 583 €	98 583 €	246 656 €
Passivo Não Corrente	20 370 €	337 776 €	1 353 120 €	146 370 €	1 479 120 €	358 146 €
Financiamentos obtidos	20 370 €		1 353 120 €	146 370 €	1 479 120 €	20 370 €
Outros passivos não correntes		337 776 €				337 776 €
Passivo Corrente	23 509 €	36 222 €	23 509 €	23 509 €	23 509 €	185 731 €
Financiamentos obtidos						126 000 €
Fornecedores	4 767 €	23 923 €	4 767 €	4 767 €	4 767 €	28 690 €
Outros passivos correntes	18 742 €	12 299 €	18 742 €	18 742 €	18 742 €	31 041 €
Total do Passivo	43 879 €	373 998 €	1 376 629 €	169 879 €	1 502 629 €	543 877 €

Tabela 47 - Estimação do Balanço Resultante dos Projetos

Projeção de Fluxos de Caixa para *baseline* da CSP

	2023	2024	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Vendas e serviços prestados	476 136 €	530 787 €	575 630 €	624 261 €	677 001 €	734 196 €	796 224 €	857 371 €	915 304 €	968 710 €	1 016 295 €	1 056 842 €
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	-481 €	-483 €	-524 €	-568 €	-616 €	-668 €	-725 €	-780 €	-833 €	-881 €	-925 €	-962 €
Fornecimentos e serviços externos	-387 398 €	-413 747 €	-447 150 €	-483 339 €	-522 551 €	-565 039 €	-611 080 €	-656 479 €	-699 525 €	-739 250 €	-774 707 €	-805 002 €
dos quais prestadores de saúde	-349 627 €	-389 757 €	-422 685 €	-458 395 €	-497 122 €	-539 120 €	-584 667 €	-629 567 €	-672 108 €	-711 323 €	-746 265 €	-776 039 €
renda	-12 000 €	-12 240 €	-12 480 €	-12 720 €	-12 960 €	-13 200 €	-13 440 €	-13 680 €	-13 920 €	-14 160 €	-14 400 €	-14 640 €
outros	-25 771 €	-11 750 €	-11 985 €	-12 225 €	-12 469 €	-12 718 €	-12 973 €	-13 232 €	-13 497 €	-13 767 €	-14 042 €	-14 323 €
Gastos com o pessoal	-62 165 €	-69 739 €	-80 065 €	-82 467 €	-84 941 €	-87 489 €	-90 114 €	-92 817 €	-95 602 €	-98 470 €	-101 424 €	-104 467 €
Outros rendimentos e ganhos	994 €	1 436 €	1 557 €	1 689 €	1 831 €	1 986 €	2 154 €	2 319 €	2 476 €	2 620 €	2 749 €	2 859 €
Outros gastos e perdas	-965 €	-859 €	-931 €	-1 010 €	-1 096 €	-1 188 €	-1 288 €	-1 387 €	-1 481 €	-1 568 €	-1 645 €	-1 710 €
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	**26 121 €**	**47 395 €**	**48 517 €**	**58 565 €**	**69 629 €**	**81 798 €**	**95 171 €**	**108 225 €**	**120 339 €**	**131 161 €**	**140 343 €**	**147 560 €**
Gastos/reversões de depreciação e de amortizações	-2 809 €	-3 039 €	-2 022 €	-2 364 €	-3 291 €	-4 683 €	-6 481 €	-8 666 €	-11 201 €	-14 043 €	-17 144 €	-20 449 €
Resultado operacional	23 313 €	44 356 €	46 495 €	56 201 €	66 337 €	77 115 €	88 690 €	99 559 €	109 138 €	117 117 €	123 199 €	127 110 €
Juros e gastos similares suportados	-1 578 €	-1 518 €	-824 €	-374 €								
Resultado antes de impostos	**21 735 €**	**42 838 €**	**45 671 €**	**55 826 €**	**66 337 €**	**77 115 €**	**88 690 €**	**99 559 €**	**109 138 €**	**117 117 €**	**123 199 €**	**127 110 €**
Impostos sobre o rendimento do período	-4 049 €	-7 631 €	-8 136 €	-9 945 €	-11 818 €	-13 738 €	-15 800 €	-17 736 €	-19 442 €	-20 864 €	-21 947 €	-22 644 €
Resultado líquido do período	**17 686 €**	**35 207 €**	**37 535 €**	**45 881 €**	**54 520 €**	**63 377 €**	**72 890 €**	**81 823 €**	**89 696 €**	**96 254 €**	**101 251 €**	**104 466 €**
Depreciações	-2 809 €	-3 039 €	-2 022 €	-2 364 €	-3 291 €	-4 683 €	-6 481 €	-8 666 €	-11 201 €	-14 043 €	-17 144 €	-20 449 €
CAPEX	-2 857 €	-2 654 €	-2 878 €	-4 682 €	-6 770 €	-9 177 €	-11 943 €	-15 004 €	-18 306 €	-21 796 €	-25 407 €	-29 063 €
Free Cash-Flow to the Firm (FCFF)	**12 020 €**	**29 514 €**	**32 635 €**	**38 835 €**	**44 458 €**	**49 517 €**	**54 466 €**	**58 154 €**	**60 189 €**	**60 415 €**	**58 700 €**	**54 954 €**

Tabela 48 - Projeção dos FCD para *baseline* CSP

Projeção de Fluxos de Caixa para *baseline* da Cruz Azul

	2023	2024	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Vendas e serviços prestados	2 618 765 €	2 675 651 €	2 725 013 €	2 775 287 €	2 826 487 €	2 878 633 €	2 931 740 €	2 985 639 €	3 040 337 €	3 095 843 €	3 152 164 €	3 209 307 €
Fornecimentos e serviços externos	-1 866 938 €	-1 925 808 €	-1 925 510 €	-1 961 033 €	-1 997 212 €	-2 034 058 €	-2 071 584 €	-2 109 669 €	-2 148 320 €	-2 187 540 €	-2 227 337 €	-2 267 714 €
Gastos com o pessoal	-458 314 €	-498 423 €	-481 316 €	-490 196 €	-499 239 €	-508 449 €	-517 830 €	-527 350 €	-537 011 €	-546 815 €	-556 763 €	-566 856 €
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	**293 513 €**	**251 420 €**	**318 188 €**	**324 058 €**	**330 036 €**	**336 125 €**	**342 326 €**	**348 620 €**	**355 007 €**	**361 488 €**	**368 064 €**	**374 736 €**
Gastos/reversões de depreciação e de amortizações	-145 003 €	-137 400 €	-110 554 €	-84 053 €	-64 839 €	-52 895 €	-46 716 €	-44 807 €	-45 991 €	-49 417 €	-54 484 €	-60 776 €
Resultado operacional	**148 510 €**	**114 020 €**	**207 634 €**	**240 005 €**	**265 197 €**	**283 230 €**	**295 610 €**	**303 813 €**	**309 015 €**	**312 071 €**	**313 580 €**	**313 961 €**
Juros e gastos similares suportados	-14 458 €	-9 642 €										
Resultado antes de impostos	**134 052 €**	**104 378 €**	**207 634 €**	**240 005 €**	**265 197 €**	**283 230 €**	**295 610 €**	**303 813 €**	**309 015 €**	**312 071 €**	**313 580 €**	**313 961 €**
Impostos sobre o rendimento do período	-16 507 €	-13 629 €	-36 980 €	-42 745 €	-47 232 €	-50 443 €	-52 648 €	-54 109 €	-55 036 €	-55 580 €	-55 849 €	-55 916 €
Resultado líquido do período	**117 545 €**	**90 749 €**	**170 654 €**	**197 260 €**	**217 966 €**	**232 787 €**	**242 962 €**	**249 704 €**	**253 980 €**	**256 491 €**	**257 732 €**	**258 044 €**
Depreciações	145 003 €	137 400 €	110 554 €	84 053 €	64 839 €	52 895 €	46 716 €	44 807 €	45 991 €	49 417 €	54 484 €	60 776 €
CAPEX	-80 770 €	-12 011 €	-13 625 €	-20 815 €	-28 265 €	-35 983 €	-43 976 €	-52 249 €	-60 807 €	-69 656 €	-78 804 €	-88 256 €
Free Cash-Flow to the Firm (FCFF)	**181 778 €**	**216 138 €**	**267 583 €**	**260 498 €**	**254 540 €**	**249 699 €**	**245 702 €**	**242 262 €**	**239 164 €**	**236 252 €**	**233 411 €**	**230 564 €**

Tabela 49 - Projeção dos FCD para baseline Cruz Azul

Projeção de Fluxos de Caixa para *baseline* da Casa de Saúde do Povo de Guimarães

	2023	2024	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Vendas e serviços prestados	2 283 762 €	2 458 306 €	2 514 674 €	2 572 335 €	2 631 318 €	2 691 654 €	2 753 373 €	2 815 163 €	2 876 965 €	2 938 718 €	3 000 363 €	3 061 835 €
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	-164 926 €	-151 316 €	-154 786 €	-158 335 €	-161 965 €	-165 679 €	-169 478 €	-173 282 €	-177 086 €	-180 887 €	-184 681 €	-188 465 €
Fornecimentos e serviços externos	-1 512 007 €	-1 733 031 €	-1 694 506 €	-1 733 361 €	-1 773 107 €	-1 813 764 €	-1 855 353 €	-1 896 990 €	-1 938 635 €	-1 980 247 €	-2 021 786 €	-2 063 209 €
Gastos com o pessoal	-387 638 €	-427 845 €	-443 904 €	-454 082 €	-464 494 €	-475 145 €	-486 040 €	-496 947 €	-507 857 €	-518 758 €	-529 640 €	-540 491 €
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	**219 191 €**	**146 114 €**	**221 479 €**	**226 557 €**	**231 752 €**	**237 066 €**	**242 502 €**	**247 944 €**	**253 387 €**	**258 826 €**	**264 256 €**	**269 670 €**
Gastos/reversões de depreciação e de amortizações	-95 127 €	-98 020 €	-95 504 €	-88 882 €	-82 976 €	-78 128 €	-74 305 €	-71 451 €	-69 511 €	-68 433 €	-68 170 €	-68 680 €
Resultado operacional	124 064 €	48 094 €	125 975 €	137 675 €	148 776 €	158 938 €	168 197 €	176 493 €	183 876 €	190 393 €	196 085 €	200 990 €
Juros e gastos similares suportados	-14 035 €	-24 072 €										
Resultado antes de impostos	**110 029 €**	**24 022 €**	**125 975 €**	**137 675 €**	**148 776 €**	**158 938 €**	**168 197 €**	**176 493 €**	**183 876 €**	**190 393 €**	**196 085 €**	**200 990 €**
Impostos sobre o rendimento do período	-8 377 €	-2 022 €	-22 436 €	-24 520 €	-26 497 €	-28 307 €	-29 956 €	-31 433 €	-32 748 €	-33 909 €	-34 923 €	-35 796 €
Resultado líquido do período	**101 652 €**	**22 000 €**	**103 539 €**	**113 155 €**	**122 279 €**	**130 631 €**	**138 241 €**	**145 059 €**	**151 128 €**	**156 484 €**	**161 163 €**	**165 194 €**
Depreciações	95 127 €	98 020 €	95 504 €	88 882 €	82 976 €	78 128 €	74 305 €	71 451 €	69 511 €	68 433 €	68 170 €	68 680 €
CAPEX	-128 499 €	-65 547 €	-12 573 €	-19 293 €	-26 313 €	-33 646 €	-41 301 €	-49 265 €	-57 539 €	-66 121 €	-75 009 €	-84 200 €
Free Cash-Flow to the Firm (FCFF)	**68 280 €**	**54 473 €**	**186 469 €**	**182 745 €**	**178 942 €**	**175 114 €**	**171 246 €**	**167 245 €**	**163 100 €**	**158 796 €**	**154 324 €**	**149 673 €**

Tabela 50 - Projeção dos FCD para baseline Casa de Saúde do Povo de Guimarães

Projeção de Fluxos de Caixa para *baseline* do Instituto Piaget

	2023	2024	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Vendas e serviços prestados	655 192 €	687 028 €	711 398 €	736 633 €	762 763 €	789 820 €	817 837 €	846 208 €	874 792 €	903 543 €	932 415 €	961 359 €
Fornecimentos e serviços externos	-472 896 €	-488 432 €	-512 561 €	-530 743 €	-549 570 €	-569 064 €	-589 250 €	-609 692 €	-630 286 €	-651 001 €	-671 804 €	-692 658 €
Gastos com o pessoal	-112 071 €	-122 524 €	-122 067 €	-126 397 €	-130 880 €	-135 523 €	-140 330 €	-145 198 €	-150 103 €	-155 036 €	-159 990 €	-164 957 €
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	**70 225 €**	**76 072 €**	**76 770 €**	**79 493 €**	**82 313 €**	**85 233 €**	**88 256 €**	**91 318 €**	**94 403 €**	**97 505 €**	**100 621 €**	**103 745 €**
Gastos/reversões de depreciação e de amortizações	-39 993 €	-40 219 €	-37 674 €	-34 594 €	-31 893 €	-29 627 €	-27 777 €	-26 318 €	-25 229 €	-24 487 €	-24 076 €	-23 977 €
Resultado operacional	**30 232 €**	**35 853 €**	**39 096 €**	**44 899 €**	**50 421 €**	**55 606 €**	**60 480 €**	**65 000 €**	**69 174 €**	**73 018 €**	**76 545 €**	**79 768 €**
Juros e gastos similares suportados												
Resultado antes de impostos	**30 232 €**	**35 853 €**	**39 096 €**	**44 899 €**	**50 421 €**	**55 606 €**	**60 480 €**	**65 000 €**	**69 174 €**	**73 018 €**	**76 545 €**	**79 768 €**
Impostos sobre o rendimento do período	-2 383 €	-6 247 €	-6 812 €	-7 823 €	-8 785 €	-9 689 €	-10 538 €	-11 326 €	-12 053 €	-12 723 €	-13 337 €	-13 899 €
Resultado líquido do período	**27 849 €**	**29 606 €**	**32 284 €**	**37 076 €**	**41 635 €**	**45 917 €**	**49 942 €**	**53 674 €**	**57 121 €**	**60 295 €**	**63 208 €**	**65 869 €**
Depreciações	39 993 €	40 219 €	37 674 €	34 594 €	31 893 €	29 627 €	27 777 €	26 318 €	25 229 €	24 487 €	24 076 €	23 977 €
CAPEX	0 €	-9 934 €	-3 557 €	-5 525 €	-7 628 €	-9 873 €	-12 268 €	-14 809 €	-17 496 €	-20 330 €	-23 310 €	-26 437 €
Free Cash-Flow to the Firm (FCFF)	**67 842 €**	**59 891 €**	**66 401 €**	**66 145 €**	**65 900 €**	**65 672 €**	**65 451 €**	**65 184 €**	**64 854 €**	**64 453 €**	**63 974 €**	**63 409 €**

Tabela 51 - Projeção dos FCD para baseline Instituto Piaget

Alternativa 1: Projeção de Fluxos de Caixa para Fusão de CSP com Instituto Piaget

	CSP	IP	Fusão CSP + IP										
	2024	2024	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Vendas e serviços prestados	530 787 €	687 028 €	1 217 815 €	1 096 034 €	1 128 915 €	1 196 624 €	1 277 054 €	1 372 130 €	1 484 213 €	1 592 591 €	1 695 082 €	1 789 482 €	1 873 632 €
CMVMC	-483 €		-1 108 €	-997 €	-1 027 €	-1 089 €	-1 162 €	-1 249 €	-1 351 €	-1 449 €	-1 542 €	-1 628 €	-1 705 €
Fornecimentos e serviços externos	-413 747 €	-488 432 €	-902 179 €	-816 781 €	-841 285 €	-891 743 €	-951 681 €	-1 022 533 €	-1 106 059 €	-1 186 824 €	-1 263 202 €	-1 333 550 €	-1 396 260 €
Gastos com o pessoal	-69 739 €	-122 524 €	-192 263 €	-198 031 €	-203 972 €	-210 091 €	-216 394 €	-222 886 €	-229 573 €	-236 460 €	-243 554 €	-250 860 €	-258 386 €
Outros rendimentos e ganhos	1 436 €		3 294 €	2 965 €	3 054 €	3 237 €	3 454 €	3 711 €	4 015 €	4 308 €	4 585 €	4 840 €	5 068 €
Outros gastos e perdas	-859 €		-1 971 €	-1 774 €	-1 827 €	-1 936 €	-2 067 €	-2 220 €	-2 402 €	-2 577 €	-2 743 €	-2 896 €	-3 032 €
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	**47 395 €**	**76 072 €**	**123 588 €**	**81 415 €**	**83 857 €**	**95 001 €**	**109 205 €**	**126 954 €**	**148 844 €**	**169 589 €**	**188 626 €**	**205 388 €**	**219 317 €**
Gastos/reversões de depreciação e de amortizações	-3 039 €	-40 219 €	-40 885 €	-37 709 €	-35 086 €	-33 012 €	-31 483 €	-30 505 €	-30 099 €	-30 256 €	-30 963 €	-32 199 €	-33 932 €
Resultado operacional	**44 356 €**	**35 853 €**	**82 703 €**	**43 705 €**	**48 771 €**	**61 989 €**	**77 722 €**	**96 448 €**	**118 745 €**	**139 333 €**	**157 663 €**	**173 189 €**	**185 385 €**
Juros e gastos similares suportados	-1 518 €												
Resultado antes de impostos	**42 838 €**	**35 853 €**	**82 703 €**	**43 705 €**	**48 771 €**	**61 989 €**	**77 722 €**	**96 448 €**	**118 745 €**	**139 333 €**	**157 663 €**	**173 189 €**	**185 385 €**
Impostos sobre o rendimento do período	-7 631 €	-6 247 €	-7 631 €	-7 786 €	-8 688 €	-11 043 €	-13 846 €	-17 182 €	-21 154 €	-24 821 €	-28 087 €	-30 853 €	-33 025 €
Resultado líquido do período	**35 207 €**	**29 606 €**	**75 072 €**	**35 919 €**	**40 082 €**	**50 946 €**	**63 876 €**	**79 267 €**	**97 591 €**	**114 511 €**	**129 576 €**	**142 336 €**	**152 360 €**

Tabela 52 - Projeção dos FCD para Alternativa 1: Fusão, com Instituto Piaget

Alternativa 2: Projeção de Fluxos de Caixa para Aquisição de Instituto Piaget

	CSP	IP	Aquisição IP										
	2024	2024	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Vendas e serviços prestados	530 787 €	687 028 €	1 217 815 €	1 096 034 €	1 128 915 €	1 191 005 €	1 286 285 €	1 421 345 €	1 606 120 €	1 785 479 €	1 952 142 €	2 098 584 €	2 217 549 €
CMVC	-483 €		-1 108 €	-997 €	-1 027 €	-1 084 €	-1 170 €	-1 293 €	-1 461 €	-1 625 €	-1 776 €	-1 910 €	-2 018 €
Fornecimentos e serviços externos	-413 747 €	-488 432 €	-947 359 €	-860 590 €	-886 408 €	-933 724 €	-1 005 464 €	-1 106 467 €	-1 244 030 €	-1 377 673 €	-1 502 052 €	-1 611 642 €	-1 701 117 €
dos quais prestadores de saúde	-389 757 €		-894 242 €	-804 817 €	-828 962 €	-874 555 €	-944 519 €	-1 043 694 €	-1 179 374 €	-1 311 077 €	-1 433 458 €	-1 540 991 €	-1 628 346 €
outros	-11 750 €		-53 117 €	-55 773 €	-57 446 €	-59 170 €	-60 945 €	-62 773 €	-64 656 €	-66 596 €	-68 594 €	-70 652 €	-72 771 €
Gastos com o pessoal	-69 739 €	-122 524 €	-114 275 €	-117 703 €	-121 234 €	-124 871 €	-128 617 €	-132 475 €	-136 450 €	-140 543 €	-144 760 €	-149 102 €	-153 575 €
Outros rendimentos e ganhos	1 436 €		3 294 €	2 965 €	3 054 €	3 222 €	3 479 €	3 845 €	4 344 €	4 829 €	5 280 €	5 676 €	5 998 €
Outros gastos e perdas	-859 €		-1 971 €	-1 774 €	-1 827 €	-1 927 €	-2 081 €	-2 300 €	-2 599 €	-2 889 €	-3 159 €	-3 396 €	-3 588 €
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	**47 395 €**	**76 072 €**	**156 397 €**	**117 934 €**	**121 472 €**	**132 620 €**	**152 432 €**	**182 654 €**	**225 924 €**	**267 578 €**	**305 676 €**	**338 211 €**	**363 248 €**
Gastos/reversões de depreciação e de amortizações	-3 039 €	-40 219 €	-40 672 €	-37 761 €	-35 134 €	-33 051 €	-31 240 €	-30 031 €	-29 139 €	-28 927 €	-28 959 €	-29 656 €	-30 476 €
Resultado operacional	**44 356 €**	**35 853 €**	**115 725 €**	**80 173 €**	**86 338 €**	**99 569 €**	**121 192 €**	**152 623 €**	**196 785 €**	**238 651 €**	**276 717 €**	**308 555 €**	**332 772 €**
Impostos sobre o rendimento do período	-7 631 €	-6 247 €	-7 631 €	-14 282 €	-15 381 €	-17 738 €	-21 590 €	-27 189 €	-35 056 €	-42 514 €	-49 296 €	-54 968 €	-59 282 €
Resultado líquido do período	**36 725 €**	**29 606 €**	**108 093 €**	**65 890 €**	**70 958 €**	**81 832 €**	**99 602 €**	**125 434 €**	**161 729 €**	**196 137 €**	**227 421 €**	**253 588 €**	**273 490 €**
Cash-Flow de Investimento			-1 332 749 €										
Depreciações				37 761 €	35 134 €	33 051 €	31 240 €	30 031 €	29 139 €	28 927 €	28 959 €	29 656 €	30 476 €
CAPEX				-8 220 €	-8 467 €	-11 910 €	-12 863 €	-17 767 €	-20 077 €	-26 782 €	-29 282 €	-36 725 €	-38 807 €
Fluxo de Caixa Livre (FCFF)			**-1 332 749 €**	**95 431 €**	**97 625 €**	**102 972 €**	**117 979 €**	**137 698 €**	**170 791 €**	**198 281 €**	**227 098 €**	**246 518 €**	**265 159 €**

Tabela 53 - Projeção dos FCD para Alternativa 2: Aquisição de Instituto Piaget

Alternativa 3: Projeção de Fluxos de Caixa para Expansão Orgânica

Rubricas	2024	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Vendas e serviços prestados	530 787.09 €	680 543.35 €	844 467.51 €	1 013 273.92 €	1 174 681.18 €	1 339 108.58 €	1 500 888.04 €	1 653 579.97 €	1 790 458.01 €	1 905 011.80 €	1 991 333.57 €
CMVMC	-483 €	-619 €	-768 €	-922 €	-1 069 €	-1 219 €	-1 366 €	-1 505 €	-1 629 €	-1 733 €	-1 812 €
Fornecimentos e serviços externos	-413 747 €	-546 025 €	-667 442 €	-792 468 €	-912 086 €	-1 033 948 €	-1 153 892 €	-1 267 189 €	-1 368 903 €	-1 454 252 €	-1 518 899 €
dos quais prestadores de saúde	-389 757 €	-499 723 €	-620 092 €	-744 047 €	-862 568 €	-983 307 €	-1 102 102 €	-1 214 224 €	-1 314 733 €	-1 398 850 €	-1 462 236 €
renda	-12 240 €	-34 200 €	-34 884 €	-35 582 €	-36 293 €	-37 019 €	-37 760 €	-38 515 €	-39 285 €	-40 071 €	-40 872 €
outros	-11 750 €	-12 102 €	-12 465 €	-12 839 €	-13 225 €	-13 621 €	-14 030 €	-14 451 €	-14 884 €	-15 331 €	-15 791 €
Gastos com o pessoal	-69 739 €	-114 275 €	-117 703 €	-121 234 €	-124 871 €	-128 617 €	-132 475 €	-136 450 €	-140 543 €	-144 760 €	-149 102 €
Outros rendimentos e ganhos	1 436 €	1 841 €	2 284 €	2 741 €	3 177 €	3 622 €	4 060 €	4 473 €	4 843 €	5 153 €	5 386 €
Outros gastos e perdas	-859 €	-1 101 €	-1 367 €	-1 640 €	-1 901 €	-2 167 €	-2 429 €	-2 676 €	-2 897 €	-3 083 €	-3 222 €
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	**47 395 €**	**20 364 €**	**59 472 €**	**99 751 €**	**137 932 €**	**176 780 €**	**214 786 €**	**250 233 €**	**281 328 €**	**306 337 €**	**323 684 €**
Gastos/reversões de depreciação e de amortizações	-3 039 €	-15 881 €	-16 725 €	-18 245 €	-20 594 €	-23 942 €	-21 564 €	-26 507 €	-32 149 €	-38 372 €	-44 981 €
Resultado operacional	**44 356 €**	**4 483 €**	**42 747 €**	**81 506 €**	**117 337 €**	**152 838 €**	**193 222 €**	**223 726 €**	**249 179 €**	**267 965 €**	**278 703 €**
Impostos sobre o rendimento do período	-7 631 €	-799 €	-7 615 €	-14 520 €	-20 903 €	-27 227 €	-34 422 €	-39 856 €	-44 390 €	-47 737 €	-49 649 €
Resultado líquido do período	**36 725 €**	**3 685 €**	**35 132 €**	**66 986 €**	**96 434 €**	**125 611 €**	**158 801 €**	**183 870 €**	**204 789 €**	**220 228 €**	**229 053 €**
Cash-Flow de Investimento	-126 000 €										
Depreciações		15 881 €	16 725 €	18 245 €	20 594 €	23 942 €	21 564 €	26 507 €	32 149 €	38 372 €	44 981 €
CAPEX		-3 403 €	-4 222 €	-7 600 €	-11 747 €	-16 739 €	-22 513 €	-28 938 €	-35 809 €	-42 863 €	-49 783 €
Fluxo de Caixa Livre (FCFF)	**-126 000 €**	**16 162 €**	**47 635 €**	**77 632 €**	**105 282 €**	**132 814 €**	**157 851 €**	**181 440 €**	**201 129 €**	**215 738 €**	**224 251 €**

Tabela 54 - Projeção dos FCD para Alternativa 3: Expansão Orgânica

Alternativa 4: Projeção de Fluxos de Caixa para Aquisição de Instituto Piaget com Expansão

Rubricas	CSP	IP	Aquisição de IP com Expansão										
	2024	2024	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Vendas e serviços prestados	530 787 €	687 028 €	1 217 815 €	1 096 034 €	1 244 476 €	1 403 083 €	1 570 957 €	1 763 380 €	1 984 518 €	2 196 272 €	2 389 677 €	2 555 755 €	2 686 100 €
CMVC	-483 €		-1 108 €	-997 €	-1 132 €	-1 277 €	-1 429 €	-1 605 €	-1 806 €	-1 998 €	-2 174 €	-2 326 €	-2 444 €
Fornecimentos e serviços externos	-413 747 €	-488 432 €	-947 359 €	-860 590 €	-971 265 €	-1 089 453 €	-1 214 498 €	-1 357 623 €	-1 521 888 €	-1 679 319 €	-1 823 334 €	-1 947 342 €	-2 045 174 €
dos quais prestadores de saúde	-389 757 €		-894 242 €	-804 817 €	-913 819 €	-1 030 284 €	-1 153 553 €	-1 294 850 €	-1 457 232 €	-1 612 723 €	-1 754 740 €	-1 876 691 €	-1 972 403 €
outros	-11 750 €		-53 117 €	-55 773 €	-57 446 €	-59 170 €	-60 945 €	-62 773 €	-64 656 €	-66 596 €	-68 594 €	-70 652 €	-72 771 €
Gastos com o pessoal	-69 739 €	-122 524 €	-114 275 €	-117 703 €	-121 234 €	-124 871 €	-128 617 €	-132 475 €	-136 450 €	-140 543 €	-144 760 €	-149 102 €	-153 575 €
Outros rendimentos e ganhos	1 436 €		3 294 €	2 965 €	3 366 €	3 795 €	4 249 €	4 770 €	5 368 €	5 941 €	6 464 €	6 913 €	7 266 €
Outros gastos e perdas	-859 €		-1 971 €	-1 774 €	-2 014 €	-2 270 €	-2 542 €	-2 854 €	-3 211 €	-3 554 €	-3 867 €	-4 136 €	-4 347 €
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	**47 395 €**	**76 072 €**	**156 397 €**	**117 934 €**	**152 197 €**	**189 007 €**	**228 119 €**	**273 593 €**	**326 531 €**	**376 799 €**	**422 006 €**	**459 762 €**	**487 825 €**
Gastos/reversões de depreciação e de amortizações	-3 039 €	-40 219 €	-40 672 €	-37 761 €	-35 212 €	-33 312 €	-31 733 €	-30 864 €	-30 320 €	-30 556 €	-31 030 €	-32 259 €	-33 581 €
Resultado operacional	**44 356 €**	**35 853 €**	**115 725 €**	**80 173 €**	**116 986 €**	**155 695 €**	**196 386 €**	**242 730 €**	**296 211 €**	**346 243 €**	**390 976 €**	**427 503 €**	**454 243 €**
Impostos sobre o rendimento do período	-7 631 €	-6 247 €	-7 631 €	-14 282 €	-20 840 €	-27 736 €	-34 985 €	-43 241 €	-52 768 €	-61 681 €	-69 650 €	-76 157 €	-80 921 €
Resultado líquido do período	**36 725 €**	**29 606 €**	**108 093 €**	**65 890 €**	**96 145 €**	**127 959 €**	**161 401 €**	**199 489 €**	**243 442 €**	**284 561 €**	**321 326 €**	**351 346 €**	**373 322 €**
Cash-Flow de Investimento			-1 458 749 €										
Depreciações				37 761 €	35 212 €	33 312 €	31 733 €	30 864 €	30 320 €	30 556 €	31 030 €	32 259 €	33 581 €
CAPEX				-8 220 €	-9 334 €	-14 031 €	-15 710 €	-22 042 €	-24 806 €	-32 944 €	-35 845 €	-44 726 €	-47 007 €
Fluxo de Caixa Livre (FCFF)			**-1 458 749 €**	**95 431 €**	**122 023 €**	**147 240 €**	**177 424 €**	**208 310 €**	**248 956 €**	**282 173 €**	**316 511 €**	**338 879 €**	**359 897 €**

Tabela 55 - Projeção dos FCD para Alternativa 4: Aquisição do Instituto Piaget com Expansão

Alternativa 5: Projeção de Fluxos de Caixa para Fusão com Instituto Piaget com Expansão

	CSP	IP	Fusão c/ Expansão										
	2024	2024	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Vendas e serviços prestados	530 787 €	687 028 €	1 217 815 €	1 096 034 €	1 161 771 €	1 245 406 €	1 350 020 €	1 504 976 €	1 654 716 €	1 794 063 €	1 917 724 €	2 020 599 €	2 103 256 €
CMVMC	-483 €		-1 108 €	-997 €	-1 057 €	-1 133 €	-1 228 €	-1 369 €	-1 506 €	-1 633 €	-1 745 €	-1 839 €	-1 914 €
Fornecimentos e serviços externos	-413 747 €	-488 432 €	-902 179 €	-816 781 €	-865 770 €	-928 096 €	-1 006 056 €	-1 121 532 €	-1 233 120 €	-1 336 964 €	-1 429 118 €	-1 505 782 €	-1 567 380 €
Gastos com o pessoal	-69 739 €	-122 524 €	-192 263 €	-198 031 €	-203 972 €	-210 091 €	-216 394 €	-222 886 €	-229 573 €	-236 460 €	-243 554 €	-250 860 €	-258 386 €
Outros rendimentos e ganhos	1 436 €		1 436 €	1 292 €	1 370 €	1 468 €	1 592 €	1 774 €	1 951 €	2 115 €	2 261 €	2 382 €	2 480 €
Outros gastos e perdas	-859 €		-859 €	-773 €	-819 €	-878 €	-952 €	-1 061 €	-1 167 €	-1 265 €	-1 353 €	-1 425 €	-1 483 €
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	**47 395 €**	**76 072 €**	**122 841 €**	**80 743 €**	**91 522 €**	**106 675 €**	**126 981 €**	**159 902 €**	**191 301 €**	**219 857 €**	**244 216 €**	**263 075 €**	**276 573 €**
Gastos/reversões de depreciação e de amortizações	-3 039 €	-40 219 €	-51 526 €	-47 396 €	-43 926 €	-41 103 €	-38 930 €	-37 463 €	-36 700 €	-36 626 €	-37 211 €	-38 405 €	-40 148 €
Resultado operacional	**44 356 €**	**35 853 €**	**71 316 €**	**33 347 €**	**47 596 €**	**65 572 €**	**88 051 €**	**122 439 €**	**154 601 €**	**183 230 €**	**207 004 €**	**224 670 €**	**236 425 €**
Impostos sobre o rendimento do período	-7 631 €	-6 247 €	-7 631 €	-5 941 €	-8 479 €	-11 681 €	-15 686 €	-21 812 €	-27 541 €	-32 641 €	-36 877 €	-40 024 €	-42 118 €
Resultado líquido do período	**35 207 €**	**29 606 €**	**63 684 €**	**27 406 €**	**39 117 €**	**53 891 €**	**72 365 €**	**100 627 €**	**127 060 €**	**150 589 €**	**170 128 €**	**184 646 €**	**194 307 €**
Cash-Flow de Investimento			-126 000 €										
Depreciações				47 396 €	43 926 €	41 103 €	38 930 €	37 463 €	36 700 €	36 626 €	37 211 €	38 405 €	40 148 €
CAPEX				-5 480 €	-8 713 €	-12 454 €	-16 875 €	-22 575 €	-28 958 €	-35 881 €	-43 149 €	-50 515 €	-57 840 €
Fluxo de Caixa Livre (FCFF)			**-126 000 €**	**69 322 €**	**74 330 €**	**82 540 €**	**94 420 €**	**115 515 €**	**134 802 €**	**151 334 €**	**164 190 €**	**172 536 €**	**176 616 €**
FCFF atribuível à CSP			**-68 539 €**	**37 708 €**	**40 432 €**	**44 898 €**	**51 360 €**	**62 835 €**	**73 326 €**	**82 319 €**	**89 312 €**	**93 852 €**	**96 071 €**

Tabela 56 - Projeção dos FCD para Alternativa 5: Fusão com Instituto Piaget com Expansão

Projeção de Fluxos de Caixa para Cálculo do *Breakeven* Operacional

Rubricas	2024	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Vendas e serviços prestados	530 787 €	615 528 €	632 682 €	656 618 €	681 534 €	707 474 €	734 484 €	762 613 €	791 912 €	822 433 €	854 235 €
CMVMC	-483 €	-560 €	-576 €	-597 €	-620 €	-644 €	-668 €	-694 €	-721 €	-748 €	-777 €
Fornecimentos e serviços externos	-413 747 €	-498 284 €	-511 928 €	-530 576 €	-549 968 €	-570 139 €	-591 121 €	-612 952 €	-635 670 €	-659 314 €	-683 928 €
dos quais prestadores de saúde	-389 757 €	-451 982 €	-464 579 €	-482 155 €	-500 450 €	-519 498 €	-539 332 €	-559 987 €	-581 501 €	-603 913 €	-627 265 €
renda	-12 240 €	-34 200 €	-34 884 €	-35 582 €	-36 293 €	-37 019 €	-37 760 €	-38 515 €	-39 285 €	-40 071 €	-40 872 €
outros	-11 750 €	-12 102 €	-12 465 €	-12 839 €	-13 225 €	-13 621 €	-14 030 €	-14 451 €	-14 884 €	-15 331 €	-15 791 €
Gastos com o pessoal	-69 739 €	-114 275 €	-117 703 €	-121 234 €	-124 871 €	-128 617 €	-132 475 €	-136 450 €	-140 543 €	-144 760 €	-149 102 €
Outros rendimentos e ganhos	1 436 €	1 665 €	1 711 €	1 776 €	1 843 €	1 914 €	1 987 €	2 063 €	2 142 €	2 225 €	2 311 €
Outros gastos e perdas	-859 €	-996 €	-1 024 €	-1 063 €	-1 103 €	-1 145 €	-1 189 €	-1 234 €	-1 281 €	-1 331 €	-1 382 €
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	**47 395 €**	**3 078 €**	**3 163 €**	**4 925 €**	**6 815 €**	**8 843 €**	**11 017 €**	**13 346 €**	**15 838 €**	**18 505 €**	**21 356 €**
Gastos/reversões de depreciação e de amortizações	-3 039 €	-15 816 €	-16 448 €	-17 433 €	-18 796 €	-20 565 €	-15 953 €	-17 989 €	-20 172 €	-22 510 €	-25 012 €
Resultado operacional	**44 356 €**	**-12 738 €**	**-13 285 €**	**-12 509 €**	**-11 981 €**	**-11 721 €**	**-4 936 €**	**-4 644 €**	**-4 334 €**	**-4 005 €**	**-3 656 €**
Impostos sobre o rendimento do período	-7 631 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Resultado líquido do período	**36 725 €**	**-12 738 €**	**-13 285 €**	**-12 509 €**	**-11 981 €**	**-11 721 €**	**-4 936 €**	**-4 644 €**	**-4 334 €**	**-4 005 €**	**-3 656 €**
Cash-Flow de Investimento	-126 000 €										
Depreciações		15 816 €	16 448 €	17 433 €	18 796 €	20 565 €	15 953 €	17 989 €	20 172 €	22 510 €	25 012 €
CAPEX		-3 078 €	-3 163 €	-4 925 €	-6 815 €	-8 843 €	-11 017 €	-13 346 €	-15 838 €	-18 505 €	-21 356 €
Fluxo de Caixa Livre (FCFF)	**-126 000 €**	**0 €**	**0 €**	**0 €**	**0 €**	**0 €**	**0 €**	**0 €**	**0 €**	**0 €**	**0 €**

Tabela 57 - Projeção dos FCD para cálculo do *breakeven* operacional

Projeção de Fluxos de Caixa para Cálculo do *Breakeven* Financeiro

Rubricas	2024	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Vendas e serviços prestados	530 787 €	656 335 €	670 732 €	692 017 €	713 972 €	736 611 €	759 945 €	783 986 €	808 742 €	834 222 €	860 432 €
CMVMC	-483 €	-619 €	-636 €	-659 €	-683 €	-707 €	-738 €	-764 €	-792 €	-821 €	-851 €
Fornecimentos e serviços externos	-413 747 €	-546 015 €	-560 511 €	-580 152 €	-600 384 €	-621 220 €	-647 087 €	-669 671 €	-693 168 €	-717 618 €	-743 066 €
dos quais prestadores de saúde	-389 757 €	-499 713 €	-513 161 €	-531 731 €	-550 866 €	-570 580 €	-595 298 €	-616 706 €	-638 999 €	-662 217 €	-686 403 €
renda	-12 240 €	-34 200 €	-34 884 €	-35 582 €	-36 293 €	-37 019 €	-37 760 €	-38 515 €	-39 285 €	-40 071 €	-40 872 €
outros	-11 750 €	-12 102 €	-12 465 €	-12 839 €	-13 225 €	-13 621 €	-14 030 €	-14 451 €	-14 884 €	-15 331 €	-15 791 €
Gastos com o pessoal	-69 739 €	-114 275 €	-117 703 €	-121 234 €	-124 871 €	-128 617 €	-132 475 €	-136 450 €	-140 543 €	-144 760 €	-149 102 €
Outros rendimentos e ganhos	1 436 €	1 841 €	1 890 €	1 959 €	2 029 €	2 102 €	2 193 €	2 272 €	2 354 €	2 439 €	2 528 €
Outros gastos e perdas	-859 €	-1 101 €	-1 131 €	-1 172 €	-1 214 €	-1 257 €	-1 312 €	-1 359 €	-1 408 €	-1 459 €	-1 513 €
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	**47 395 €**	**20 360 €**	**20 754 €**	**22 875 €**	**25 070 €**	**27 339 €**	**31 282 €**	**33 883 €**	**36 657 €**	**39 615 €**	**42 769 €**
Gastos/reversões de depreciação e de amortizações	-3 039 €	-15 881 €	-16 579 €	-17 666 €	-19 166 €	-21 109 €	-16 660 €	-18 901 €	-21 295 €	-23 853 €	-26 585 €
Resultado operacional	**44 356 €**	**4 480 €**	**4 175 €**	**5 210 €**	**5 904 €**	**6 231 €**	**14 621 €**	**14 982 €**	**15 362 €**	**15 762 €**	**16 184 €**
Impostos sobre o rendimento do período	-7 631 €	-798 €	-744 €	-928 €	-1 052 €	-1 110 €	-2 605 €	-2 669 €	-2 737 €	-2 808 €	-2 883 €
Resultado líquido do período	**36 725 €**	**3 682 €**	**3 431 €**	**4 282 €**	**4 852 €**	**5 121 €**	**12 017 €**	**12 313 €**	**12 625 €**	**12 954 €**	**13 301 €**
Cash-Flow de Investimento	-126 000 €										
Depreciações		15 881 €	16 579 €	17 666 €	19 166 €	21 109 €	16 660 €	18 901 €	21 295 €	23 853 €	26 585 €
CAPEX		-3 403 €	-3 494 €	-5 431 €	-7 502 €	-9 713 €	-12 161 €	-14 697 €	-17 404 €	-20 291 €	-23 369 €
Encargos financeiros		-16 159 €	-16 516 €	-16 516 €	-16 516 €	-16 516 €	-16 516 €	-16 516 €	-16 516 €	-16 516 €	-16 516 €
Fluxo de Caixa Livre (FCFF)	**-126 000 €**	**0 €**	**0 €**	**0 €**	**0 €**	**0 €**	**0 €**	**0 €**	**0 €**	**0 €**	**0 €**

Tabela 58 - Projeção dos FCD para cálculo do breakeven financeiro

Projeção de Fluxos de Caixa para Análise de Cenários – Cenário Pessimista

Rubricas	2024	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Vendas e serviços prestados	530 787.09 €	646 516 €	802 244 €	962 610 €	1 115 947 €	1 272 153 €	1 425 844 €	1 570 901 €	1 700 935 €	1 809 761 €	1 891 767 €
CMVMC	-483 €	-588 €	-730 €	-876 €	-1 015 €	-1 158 €	-1 297 €	-1 429 €	-1 548 €	-1 647 €	-1 721 €
Fornecimentos e serviços externos	-413 747 €	-573 327 €	-700 814 €	-832 091 €	-957 691 €	-1 085 645 €	-1 211 586 €	-1 330 549 €	-1 437 348 €	-1 526 964 €	-1 594 844 €
dos quais prestadores de saúde	-389 757 €	-438 885 €	-495 410 €	-565 683 €	-653 209 €	-742 120 €	-829 431 €	-911 694 €	-985 478 €	-1 047 327 €	-1 094 129 €
renda	-12 240 €	-34 200 €	-34 884 €	-35 582 €	-36 293 €	-37 019 €	-37 760 €	-38 515 €	-39 285 €	-40 071 €	-40 872 €
outros	-11 750 €	-17 137 €	-17 651 €	-18 181 €	-18 726 €	-19 288 €	-19 867 €	-20 463 €	-21 077 €	-21 709 €	-22 360 €
Gastos com o pessoal	-69 739 €	-119 988 €	-123 588 €	-127 296 €	-131 114 €	-135 048 €	-139 099 €	-143 272 €	-147 570 €	-151 997 €	-156 557 €
Outros rendimentos e ganhos	1 436 €	1 749 €	2 170 €	2 604 €	3 018 €	3 441 €	3 857 €	4 249 €	4 601 €	4 895 €	5 117 €
Outros gastos e perdas	-859 €	-1 046 €	-1 298 €	-1 558 €	-1 806 €	-2 059 €	-2 307 €	-2 542 €	-2 752 €	-2 929 €	-3 061 €
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	**47 395 €**	**-46 684 €**	**-22 016 €**	**3 393 €**	**27 339 €**	**51 685 €**	**75 410 €**	**97 358 €**	**116 317 €**	**131 119 €**	**140 700 €**
Gastos/reversões de depreciação e de amortizações	-3 039 €	-15 881 €	-16 725 €	-18 245 €	-20 594 €	-23 942 €	-21 564 €	-26 507 €	-32 149 €	-38 372 €	-44 981 €
Resultado operacional	**44 356 €**	**-62 565 €**	**-38 741 €**	**-14 852 €**	**6 745 €**	**27 743 €**	**53 846 €**	**70 850 €**	**84 168 €**	**92 747 €**	**95 718 €**
Resultado antes de impostos	**44 356 €**	**-62 565 €**	**-38 741 €**	**-14 852 €**	**6 745 €**	**27 743 €**	**53 846 €**	**70 850 €**	**84 168 €**	**92 747 €**	**95 718 €**
Impostos sobre o rendimento do período	-7 631 €	0 €	0 €	0 €	-1 202 €	-4 942 €	-9 592 €	-12 622 €	-14 994 €	-16 522 €	-17 052 €
Resultado líquido do período	**36 725 €**	**-62 565 €**	**-38 741 €**	**-14 852 €**	**5 544 €**	**22 801 €**	**44 254 €**	**58 229 €**	**69 174 €**	**76 224 €**	**78 667 €**
Cash-Flow de Investimento	-126 000 €										
Depreciações		15 881 €	16 725 €	18 245 €	20 594 €	23 942 €	21 564 €	26 507 €	32 149 €	38 372 €	44 981 €
CAPEX		-3 233 €	-4 011 €	-7 220 €	-11 159 €	-15 902 €	-21 388 €	-27 491 €	-34 019 €	-40 720 €	-47 294 €
Fluxo de Caixa Livre (FCFF)	**-126 000 €**	**-49 917 €**	**-26 027 €**	**-3 826 €**	**14 978 €**	**30 841 €**	**44 430 €**	**57 245 €**	**67 305 €**	**73 877 €**	**76 354 €**

Tabela 59 - Projeção dos FCD para Análise de Cenário Pessimista

Projeção de Fluxos de Caixa para Análise de Cenários – Cenário Otimista

Rubricas	2024	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Vendas e serviços prestados	530 787.09 €	714 571 €	886 691 €	1 063 938 €	1 233 415 €	1 406 064 €	1 575 932 €	1 736 259 €	1 879 981 €	2 000 262 €	2 090 900 €
CMVMC	-483 €	-619 €	-768 €	-922 €	-1 069 €	-1 219 €	-1 366 €	-1 505 €	-1 629 €	-1 733 €	-1 812 €
Fornecimentos e serviços externos	-413 747 €	-518 724 €	-634 070 €	-752 845 €	-866 482 €	-982 250 €	-1 096 197 €	-1 203 830 €	-1 300 458 €	-1 381 539 €	-1 442 954 €
dos quais prestadores de saúde	-389 757 €	-438 885 €	-495 410 €	-565 683 €	-653 209 €	-742 120 €	-829 431 €	-911 694 €	-985 478 €	-1 047 327 €	-1 094 129 €
renda	-12 240 €	-34 200 €	-34 884 €	-35 582 €	-36 293 €	-37 019 €	-37 760 €	-38 515 €	-39 285 €	-40 071 €	-40 872 €
outros	-11 750 €	-17 137 €	-17 651 €	-18 181 €	-18 726 €	-19 288 €	-19 867 €	-20 463 €	-21 077 €	-21 709 €	-22 360 €
Gastos com o pessoal	-69 739 €	-108 561 €	-111 818 €	-115 172 €	-118 627 €	-122 186 €	-125 852 €	-129 627 €	-133 516 €	-137 522 €	-141 647 €
Outros rendimentos e ganhos	1 436 €	1 841 €	2 284 €	2 741 €	3 177 €	3 622 €	4 060 €	4 473 €	4 843 €	5 153 €	5 386 €
Outros gastos e perdas	-859 €	-1 101 €	-1 367 €	-1 640 €	-1 901 €	-2 167 €	-2 429 €	-2 676 €	-2 897 €	-3 083 €	-3 222 €
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	**47 395 €**	**87 406 €**	**140 953 €**	**196 100 €**	**248 514 €**	**301 864 €**	**354 149 €**	**403 094 €**	**446 324 €**	**481 538 €**	**506 651 €**
Gastos/reversões de depreciação e de amortizações	-3 039 €	-15 881 €	-16 725 €	-18 245 €	-20 594 €	-23 942 €	-21 564 €	-26 507 €	-32 149 €	-38 372 €	-44 981 €
Resultado operacional	**44 356 €**	**71 525 €**	**124 228 €**	**177 855 €**	**227 919 €**	**277 922 €**	**332 585 €**	**376 587 €**	**414 175 €**	**443 166 €**	**461 669 €**
Resultado antes de impostos	**44 356 €**	**71 525 €**	**124 228 €**	**177 855 €**	**227 919 €**	**277 922 €**	**332 585 €**	**376 587 €**	**414 175 €**	**443 166 €**	**461 669 €**
Impostos sobre o rendimento do período	-7 631 €	-12 742 €	-22 131 €	-31 684 €	-40 603 €	-49 510 €	-59 248 €	-67 087 €	-73 783 €	-78 948 €	-82 244 €
Resultado líquido do período	**36 725 €**	**58 784 €**	**102 097 €**	**146 171 €**	**187 317 €**	**228 412 €**	**273 337 €**	**309 500 €**	**340 391 €**	**364 218 €**	**379 425 €**
Cash-Flow de Investimento	-126 000 €										
Depreciações		15 881 €	16 725 €	18 245 €	20 594 €	23 942 €	21 564 €	26 507 €	32 149 €	38 372 €	44 981 €
CAPEX		-3 573 €	-4 433 €	-7 980 €	-12 334 €	-17 576 €	-23 639 €	-30 385 €	-37 600 €	-45 006 €	-52 273 €
Fluxo de Caixa Livre (FCFF)	**-126 000 €**	**71 091 €**	**114 389 €**	**156 436 €**	**195 577 €**	**234 778 €**	**271 262 €**	**305 623 €**	**334 941 €**	**357 585 €**	**372 134 €**

Tabela 60 - Projeção dos FCD para Análise de Cenário Otimista

Mapas de Pagamentos dos Financiamentos – Expansão

	Expansão
Montante inicial:	126 000 €
N.º de Períodos:	10
Tx. Juro:	8.45 %

Período	Prestação	Amortização de Capital	Juros	Capital em Dívida
0				126 000 €
1	19 160 €	8 514 €	10 646 €	117 486 €
2	19 160 €	9 233 €	9 926 €	108 253 €
3	19 160 €	10 014 €	9 146 €	98 239 €
4	19 160 €	10 860 €	8 300 €	87 379 €
5	19 160 €	11 777 €	7 383 €	75 602 €
6	19 160 €	12 772 €	6 388 €	62 830 €
7	19 160 €	13 851 €	5 308 €	48 979 €
8	19 160 €	15 021 €	4 138 €	33 958 €
9	19 160 €	16 291 €	2 869 €	17 667 €
10	19 160 €	17 667 €	1 493 €	0 €

Tabela 61 - Projeção de mapa de pagamento de financiamentos para Alternativa 3: Expansão