

Carta Trimestral – 1T11

Após termos dedicado nossa última carta a uma avaliação reflexiva do ano de 2010, retornamos à nossa série sobre os principais investimentos do Studio FIC FIA. Neste trimestre, procuramos elucidar os principais fatores que motivam nosso investimento em DASA - Diagnósticos da América S.A.

Ao longo dos próximos parágrafos resumiremos algumas características do setor de saúde no Brasil e apresentaremos em maior detalhe nossa visão sobre o posicionamento diferenciado da companhia, assim como uma simulação com métricas de avaliação do investimento.

Mercado de Saúde

Há algum tempo temos investido esforços para compreender com profundidade o segmento de saúde no Brasil. O setor tem nos chamado à atenção pela convergência de múltiplos vetores estruturais de crescimento:

- i) formalização da economia,
- ii) envelhecimento da população e
- iii) inovação tecnológica.

Pela Constituição brasileira (art. 196¹), todo brasileiro tem direito à saúde pública. Entretanto, como os recursos do Governo são escassos, a qualidade da saúde pública brasileira (SUS- Sistema Único de Saúde) é deficiente, o que tem estimulado o crescimento do mercado de serviços de saúde privado. Inclusive, segundo um recente levantamento do Datafolha encomendado pelo IESS² (Instituto de Estudos de Saúde Suplementar) o plano de saúde foi o segundo na lista dos 12 itens mais desejados do consumidor brasileiro, sendo superado apenas pelo sonho da casa própria. Apesar de ser um serviço aspiracional pela população brasileira, a saúde suplementar ainda tem baixa penetração no País. Hoje, apenas 23% dos brasileiros têm acesso a planos de saúde vs. 85% nos EUA e 60% no México. Além disso, como podemos perceber no gráfico 3, essa distribuição é muito desigual geograficamente. Enquanto no Estado de São Paulo a proporção de indivíduos com acesso à saúde suplementar chega a 43,9%, em Estados como a Bahia essa proporção é de apenas 10,1% da população. Na última década, o número de beneficiários de planos privados de saúde saltou 49% (gráfico 2) reforçando uma tendência que acreditamos esteja apenas em seu estágio inicial.

Gráfico 1

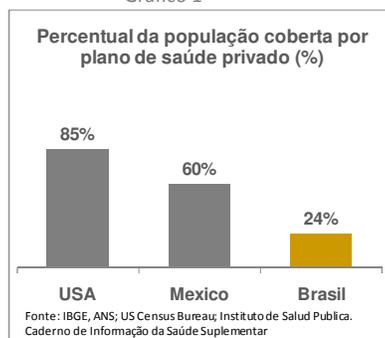


Gráfico 2

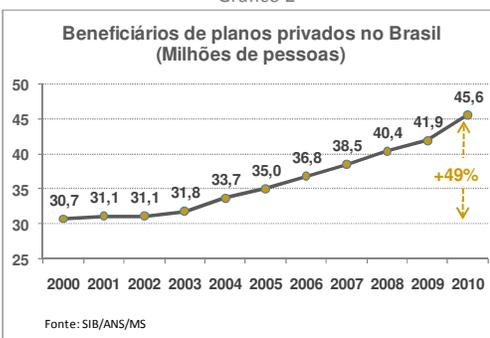
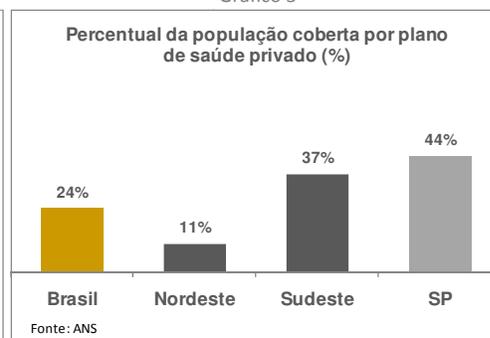


Gráfico 3



1 "Art. 196. A saúde é direito de todos e dever do Estado, garantido mediante políticas sociais e econômicas que visem a redução do risco de doença e de outros agravos e ao acesso universal e igualitários às ações e serviços para sua promoção proteção e recuperação" Constituição da República Federativa do Brasil de 1988

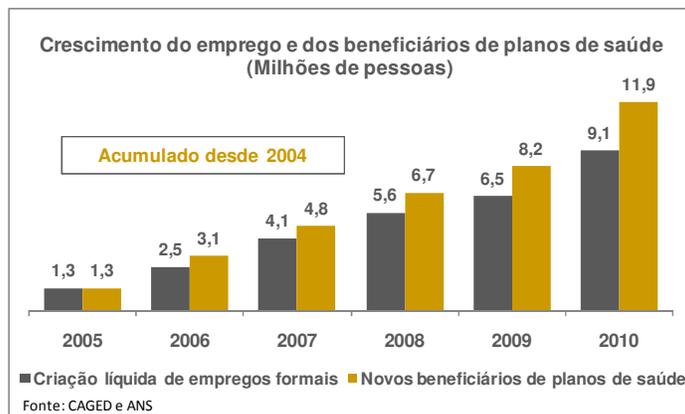
2 link da pesquisa encomendada pelo IESS <http://www.iess.org.br/PesquisaDatafolhaESS.pdf>

Ao longo dos próximos parágrafos abordaremos em mais detalhes os vetores estruturais mencionados acima.

Formalização da economia

O acesso a planos de saúde é o maior benefício corporativo percebido pelos trabalhadores quando estes procuram uma vaga de trabalho formal, segundo pesquisa de 2004 da Towers Perrin, consultoria de saúde. O processo recente de formalização da economia brasileira e forte crescimento econômico do país (só nos últimos 5 anos foram criadas 9,1 milhões de novas vagas) têm aumentado de forma importante o número de pessoas com acesso à saúde suplementar e que, portanto, demandam exames médicos.

Gráfico 4



Envelhecimento da população

Outro *driver* estrutural é o estágio demográfico brasileiro. Atualmente, a expectativa de vida média do brasileiro está em 73,2 anos (77,4 para mulheres e 69,9 para homens) e o percentual da população com mais de 60 anos é de 10%. De acordo com uma pesquisa americana realizada em 2006, indivíduos com mais de 65 anos gastam mais de 2x com consultas médicas que indivíduos na faixa de 20-40 anos e como o número de pessoas com mais de 60 anos no Brasil crescerá 50% nesta década, deveremos observar um crescimento expressivo dos gastos de saúde da população brasileira.

Gráfico 5

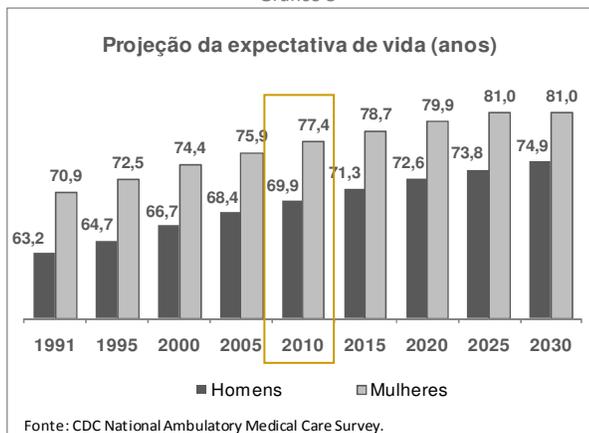


Gráfico 6

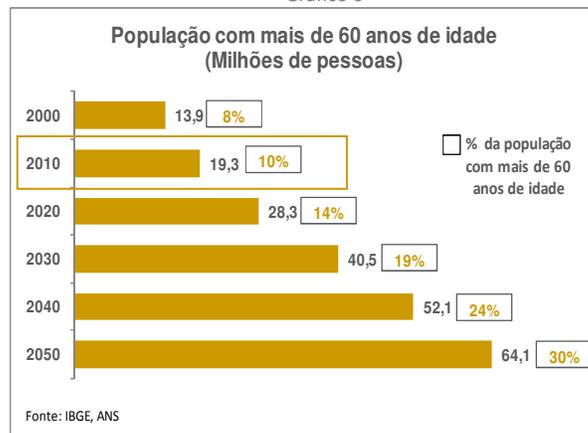


Gráfico 7

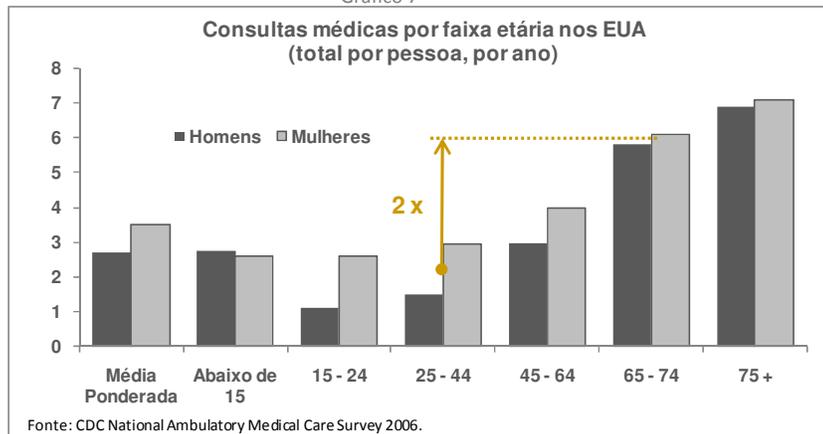


Tabela 1

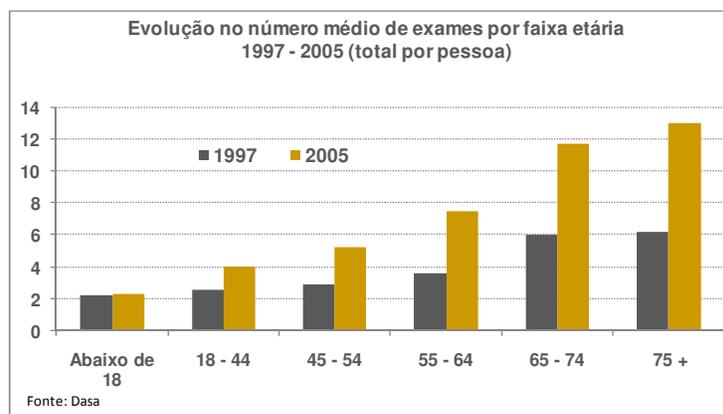
Faixa Etária	Despesa Per Capita (R\$)
00 - 18	1.284,00
19 - 58	2.609,00
59 +	7.640,00

Fonte: IESS - Instituto de Estudos de Saúde Suplementar

Inovação tecnológica

Há ainda uma terceira tendência secular, e esta com impacto mais relevante para o segmento de medicina diagnóstica, que é a tendência da medicina deixar de ser curativa e transformar-se em mais preventiva e preditiva. Com o desenvolvimento de novos exames tecnologicamente mais avançados e com maior precisão, os médicos passaram a requisitar cada vez mais exames por consulta médica. Na tabela abaixo, conseguimos comparar o número de exames por consulta de 2005 em relação a 8 anos antes (1997) no mercado americano. Percebe-se que eles dobraram no período considerado. Entendemos, que essa tendência está longe de se esgotar e, portanto, consideramos provável que a medicina diagnóstica cresça ainda mais que o forte crescimento que antevemos para o mercado de serviços de saúde privado no Brasil.

Gráfico 8



Entendendo o mercado de medicina diagnóstica...

A medicina diagnóstica é basicamente dividida em dois segmentos: análises clínicas e diagnósticos por imagem. O segmento de análises clínicas inclui exames de sangue, anatomia patológica (exame de órgãos e tecidos) e outros de maior complexidade. O segmento de imagem inclui serviços de tomografia, ressonância magnética, entre outros. No Brasil, o segmento de análises clínicas responde por 45% do faturamento estimado do setor enquanto os diagnósticos por imagens ficam com os outros 55%.

O mercado de medicina diagnóstica no Brasil é muito fragmentado. Segundo estimativas da ANS (Agência Nacional de Saúde Suplementar) havia em setembro de 2009 15.400 unidades de serviço de apoio à diagnose no Brasil, sendo que 5.199 delas atendem aos planos privados de saúde. Em 2009, as operadoras de plano de saúde gastaram aproximadamente R\$ 11,1 bilhões em exames de medicina diagnóstica.

A DASA, maior *player* do setor no Brasil, segundo nossas estimativas, tem hoje aproximadamente 12% de *market share*, após 22 aquisições concretizadas nos últimos 12 anos. A empresa possui 479 unidades de atendimento (com 24 marcas) e está presente em 13 estados brasileiros e no Distrito Federal.

Interessante notar que a consolidação iniciada pela DASA no início da década já havia acontecido nas outras geografias (EUA, Europa, Austrália e Japão) alguns anos antes, sobretudo no segmento de análises clínicas. Nos EUA, por razões culturais, o mercado de processamento de exames diagnósticos é realizado predominantemente em hospitais que possuem 55% do mercado. A Quest, com 14% de *market share*, e a LabCorp, com 9%, são os maiores centros de diagnóstico independentes. Ou seja, considerando apenas o mercado fora do ambiente de hospitais, os dois players juntos têm mais de 50% do mercado. Já na Austrália, a Sonic hoje possui 40,6% do mercado australiano de análises clínicas e a Primary Healthcare tem 32,5% do mercado. A Sonic, inclusive, entrou em outras geografias sendo um player também importante em alguns países europeus (como Alemanha e Reino Unido) e nos EUA.

Gráfico 9

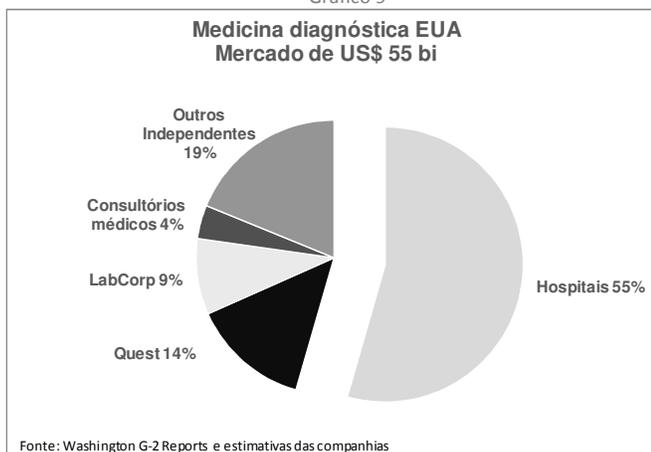
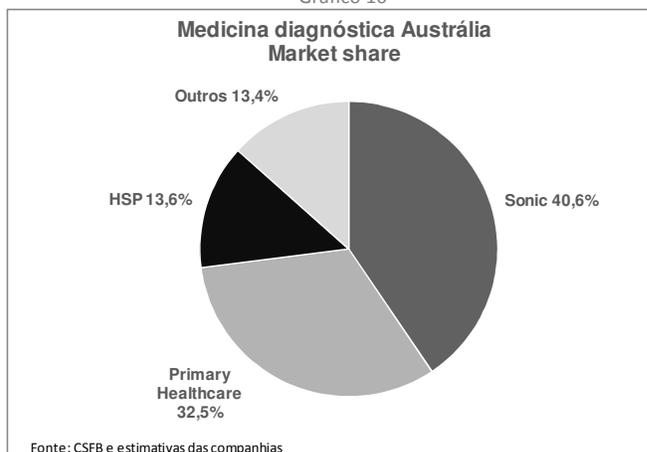


Gráfico 10



Essa aceleração do movimento de consolidação no mundo ocorreu porque o mercado, principalmente de análises clínicas, é um negócio onde a escala é o grande diferencial competitivo. Quanto maior a relevância de um grupo corporativo dentro de uma região, menores são os custos fixos por exame processado. A ideia é que as unidades de atendimento funcionem como centro de coleta de material, que passa a ser processado em um laboratório central na região, maximizando a utilização dos equipamentos e permitindo o uso de equipamentos cada vez mais modernos com menor consumo específico de insumos por exame. Por outro lado, o segmento de imagem é um negócio menos escalável, já que há a necessidade da disponibilização de equipamentos em cada unidade de atendimento e é mais dependente do médico. É, portanto, um *business* onde o capital humano tem um papel importante, sobretudo no relacionamento do laboratório com a comunidade médica.

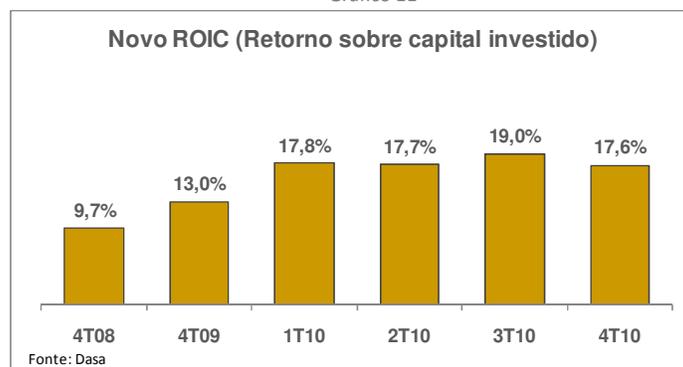
Após estas 22 aquisições realizadas nos últimos 12 anos, a DASA realiza hoje mais de 175 milhões de exames/ano (dados de 2010 pro-forma com as recentes aquisições), processando uma quantidade de exames mais de 5 vezes a quantidade processada pelo segundo maior player do setor, o Grupo Fleury. Isso dá claramente uma forte vantagem competitiva para a empresa que consegue comprar insumos com preços muito inferiores aos dos concorrentes e possui escala suficiente para ter uma base instalada com os equipamentos mais modernos e utilizá-los da forma mais eficiente possível (maximizando seu uso). A empresa hoje possui escala próxima à dos maiores players mundiais, comparável à Labcorp, por exemplo, que em 2007 realizou 268 milhões de exames, enquanto a Quest, processou 362 milhões.

Portanto, além de todos os vetores de crescimento para o segmento do mercado de medicina diagnóstica no Brasil descritos acima, há ainda o benefício deste mercado ainda ser muito fragmentado no Brasil e, seguindo o que ocorreu em outras geografias, uma clara oportunidade de aumento de concentração, seja via crescimento orgânico mais acelerado que o mercado dos maiores *players*, seja via oportunidades de aquisição. E a DASA, pela escala construída ao longo dos últimos anos de consolidação e um modelo de integração das redes adquiridas já bastante testado, é certamente a empresa mais bem posicionada do setor para continuar crescendo a taxas elevadas e bem acima do mercado em função dos diversos fatores estruturais descritos.

DASA – Diagnósticos da América S.A.

A empresa foi fundada em 1961 por dois professores da Escola Paulista de Medicina, Drs. Humberto Delboni Filho e Raul Dias dos Santos. Em 1974, Dr. Caio Auriemo associa-se à empresa e, em 1985, a empresa passa a se chamar Delboni Auriemo. Em 1999, há a primeira grande aquisição: a rede também paulista de laboratórios Lavoisier. No ano seguinte a empresa passa por uma capitalização com a entrada do fundo de *private equity* Pátria e passa a se chamar Diagnósticos da América. Ainda sob comando do Dr. Caio Auriemo e já capitalizada, a empresa realiza, até 2009, 16 aquisições, estratégia acelerada após a abertura de capital da companhia em 2005. Em 2009, a DASA, já então uma *full corporation*, tem seu Conselho de Administração alterado com a saída do fundador Dr. Caio Auriemo, em movimento capitaneado por fundos de investimentos brasileiros. Desde então, a nova administração alterou o modelo de gestão da companhia com um aumento de foco na melhoria de rentabilidade da base de ativos e com ótimos resultados já alcançados no aumento da eficiência das operações. A fase seguinte, iniciada no final do ano passado com a concretização de mais duas importantes aquisições (MD1 e Cerpe), é de crescimento das operações e as oportunidades decorrentes, na nossa visão, são múltiplas.

Gráfico 11



ROIC => $(EBIT / (\text{capital de giro de} + \text{ativos fixos})) * (1 - 34\% \text{ de alíquota de IR})$
 Onde:
 EBIT lucro operacional => lucro antes de IR e despesas financeiras

Hoje a empresa está estruturada em 3 linhas de negócios:

- i) segmento ambulatorial e hospitalar (77,4% do faturamento da companhia em 2010) => atendimento ao público através de suas 22 marcas regionais nas suas diversas unidades laboratoriais e hospitalares;
- ii) segmento de apoio a laboratórios (11,2% do faturamento da companhia em 2010) => prestação de exames para laboratórios terceiros;
- iii) segmento público (11,4% do faturamento da companhia em 2010) => Prestação de serviços para a área pública de saúde de Estados e Municípios.

Dispersão geográfica das operações do segmento laboratorial:

Tabela 2

nº Unidades de Atendimento	
RJ	175
SP	111
PR	66
Distrito Federal	43
GO	13
RS	1
CE	19
PE	38
BA	4
MT	7
SC	2
Total	479

Em agosto do ano passado a empresa anunciou a maior aquisição de sua história, a rede MD1, maior player do Estado do RJ, com 4 marcas (Sergio Franco, CDPI, Multi-Imagem e Pro Echo) e 120 unidades de atendimento. A MD1 pertencia ao maior empresário do setor de saúde do Brasil, o Dr. Edson Bueno, controlador da Amil e que passou a ser o maior acionista individual da DASA, com cerca de 23,5% de participação. Esta transação, além de fortalecer muito a posição competitiva da companhia no Estado do RJ (a empresa passará a deter quase 50% de *market share* na região), também proporciona oportunidades de sinergias relevantes de custo:

- i) redução de custos fixos nas operações e despesas administrativas, com o direcionamento dos exames que eram realizados no RJ pelas marcas da DASA no Estado (Bronstein, Lamina e Medimagem) para o laboratório Central da MD1; fechamento da antiga unidade de processamento da DASA no RJ, além de ajuste do quadro administrativo com eliminação de postos de trabalho redundantes;
- ii) melhoria de produtividade com estabelecimento de *benchmarks* nas diversos segmentos operacionais;
- iii) redução de custos variáveis com redução de preço de insumos (principalmente dos reagentes) com aumento do poder de barganha proporcionado pela nova escala da companhia.

Além destas economias de custo, acreditamos que o maior valor a ser extraído dessa aquisição é o potencial de aumento de volume de exames a serem processados pela rede da DASA com o redirecionamento de clientes da Amil para sua rede. A Amil é a maior rede de saúde suplementar do país com 4,12 milhões de beneficiários em planos de saúde. Em praticamente todas as áreas que a Amil está posicionada, há centros de atendimento laboratorial da DASA com boa capilaridade. Como o setor de análises clínicas possui custos fixos relevantes, o aumento de volume de exames com direcionamento de pacientes, mesmo com preços com desconto, possibilita um ganho de rentabilidade expressivo para a DASA. O recente anúncio de acordo para prestação de serviços de apoio diagnóstico para os hospitais e centros médicos da Amilpar em São Paulo dá uma dimensão das inúmeras possibilidades de operações com benefícios a ambos os acionistas nas relações comerciais do maior grupo de medicina diagnóstica do país com o maior player nacional de planos privados de saúde (Grupo Amil).

Esperamos sinergias importantes de custo e receita:

Tabela 3

MM R\$		
Sinergias de custo	43	>>> gestão de portfólio das unidades de atendimento, redução de custos fixos e variáveis, redução de despesas gerais e adm
Sinergias de Receita	71	>>>Aumento de part. Da Dasa nos exames diagnósticos realizados pelo Grupo Amil de 37,7% para 60%
Sinergias Totais*	114	>>> 22,5%do EBITDA 10 pro-forma Dasa-MD1 e mais de 100% do EBITDA da MD1 2010

*a serem capturadas em 3 anos

Um ponto qualitativo importante desse *deal* com a MD1 é o renomado corpo técnico e expertise comprovada da equipe para trabalhar no segmento de imagens com um modelo de negócios distinto daquele que vigorava na DASA. Na operação de imagem da CDPI, unidade principal de imagem da MD1, com ótima marca e reputação junto à comunidade médica, funciona o modelo de *partnership* para cada unidade de atendimento. Ou seja, em cada unidade, há um sócio médico local o que aumenta a percepção de qualidade do serviço junto ao cliente e comunidade médica e, portanto, ajuda a aumentar o fluxo de exames naquelas unidades, aumentando o retorno sobre capital investido. Como descrevemos anteriormente o negócio de imagem se distingue bastante do negócio de análises clínicas e a DASA ressentia de um modelo e de expertise adequada para operar de forma eficiente nesse segmento. A aquisição da MD1 e CDPI preenche, portanto, essa lacuna.

Crescimento Inorgânico - Oportunidades de aquisição

Além das imensas oportunidades de crescimento orgânico da companhia, com uma participação de mercado estimada em apenas 12%, com amplas vantagens competitivas e capitalizada, esperamos que a DASA seja capaz de acelerar seu crescimento via aquisições pontuais. Como os maiores players independentes foram sendo absorvidos nos últimos anos pela DASA e Fleury, restando apenas o laboratório mineiro Hermes Pardini com tamanho destacado e não atrelado aos dois principais players acima, as próximas aquisições devem se concentrar em laboratórios menores e com pequena capacidade de concorrer com os maiores grupos.

A DASA comenta publicamente sobre a possibilidade de aquisição de laboratórios que conjuntamente agreguem R\$ 1 bilhão em receita (50% da receita da empresa pro-forma 2010) nos próximos 3 a 5 anos. Vale destacar que o modelo de integração das empresas adquiridas é um dos grandes ativos da DASA, com eficácia comprovada ao longo de todas as aquisições realizadas pela empresa.

O laboratório Hermes Pardini, por outro lado, poderia adicionar, de imediato, R\$ 400 milhões no faturamento da DASA e fincar o pé da empresa no mercado de Minas Gerais, única praça relevante na qual a empresa não está posicionada. Com mais de 60% do seu faturamento vindo do segmento de referência (prestação de serviços de diagnóstico para outros laboratórios), o Pardini é o principal concorrente do Alvaro, que pertence à DASA e possui um volume de exames processados interessante. A aquisição do Pardini, portanto, aumentaria a escala e a vantagem competitiva da DASA frente a seus concorrentes.

Valuation

Assim como fizemos nas Cartas Trimestrais dedicadas a lochpe Maxion e a Santos Brasil, neste tópico consolidamos as discussões realizadas ao longo da carta em uma pequena simulação com dois cenários que ajudam a quantificar nossa expectativa de retorno para o investimento.

Em comum, os cenários foram projetados considerando um crescimento do mercado de medicina diagnóstica de 9% a.a., sendo 6,5% de crescimento de volume e 2,5% de elevação de preços. Acreditamos estar trabalhando com bastante margem de segurança nessa premissa, dado que este tem sido o crescimento anualizado na base de beneficiários de planos de saúde nos últimos 7 anos.

De acordo com os argumentos apresentados acima, acreditamos ainda que as tendências seculares de envelhecimento da população e de inovação tecnológica, que intensifica o uso de medicina diagnóstica, podem aumentar significativamente o potencial de crescimento deste mercado.

Apesar de reconhecermos os benefícios da escala neste setor, também preferimos ser conservadores em estimar que a margem bruta da companhia não se expandirá além dos 39,0% que serão alcançados após a captura das sinergias de custo da aquisição da MD1 (final de 2012).

Tabela 4

Simulação - Cenários 1 e 2		
Premissas	Cenário 1	Cenário 2
Crescimento Mercado	9% (6,5% Volume, 2,5% Preço)	
Margem Bruta pós 2012	39,0% (Estável pós sinergia MD1)	
Mkt Share 2020	16%	25%
IRR (+ inflação)	11,3%	13,9%

Em um primeiro cenário mais conservador, estimamos que o *market share* da DASA avance timidamente de 12% em 2010 para 16% em 2020. Neste caso, vemos a DASA negociando a 11,3% (+ inflação) de retorno ao ano.

Um cenário alternativo que consideramos mais provável incorpora, via aquisições, R\$ 1 bilhão de receita nos próximos 4 anos a um múltiplo EV/receita* de 1,5x (em linha com as aquisições passadas da companhia) e com *market share* da empresa chegando a 25% em 2020. Vemos, nesse cenário mais provável, as ações da DASA negociando a 13,9% (+ inflação) de retorno ao ano.

Em ambos os cenários os múltiplos (P/L) estimados para os anos de 2011 e 2012 são de 15,6 e 12,7, respectivamente.

Tabela 5

	2011E	2012E
P/L	15,6	12,7

Consideramos atrativo o *valuation* da companhia dados os diversos vetores de crescimento do setor em que a companhia está inserida, o caráter acíclico do segmento de saúde e a forte vantagem competitiva da companhia em um setor que possui inúmeros pequenos *players* pouco competitivos.

*EV (Enterprise Value) => Dívida Líquida + Valor de mercado

Política de Investimento

O fundo tem como objetivo gerar retornos reais superiores ao custo de oportunidade local, no longo prazo, através de investimento em ações no Studio Master Fundo de Investimento em Ações.

Público Alvo

O fundo tem como público alvo os investidores em geral.

Rentabilidade (%)	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum.	
2009	Studio FIC FIA											-0.06	5.12	5.06	-
	Ibovespa											-1.29	2.30	0.99	-
2010	-0.24	-0.20	4.59	-1.27	-3.86	1.77	11.58	-0.83	6.84	5.20	0.74	2.43	29.07	35.61	
	-4.65	1.68	5.82	-4.04	-6.64	-3.35	10.80	-3.51	6.58	1.79	-4.20	2.36	1.04	2.04	
2011	-2.19	-1.12	3.52										0.12	35.76	
	-3.94	1.22	1.79										-1.04	0.99	

Studio FIC FIA: PL (MM) R\$ 116.6 | PL médio desde 25-11-09 (MM) R\$ 52.2

Rentabilidade líquida de custos, porém não de impostos

Studio Master FIA: PL (MM) R\$ 173.8

*** Atualizado até 31/3/2011

Características

Taxa de Administração:	3,00% a.a. paga mensalmente
Taxa de Performance:	Não há
Cota de Aplicação:	D0
Conversão de Cotas no Resgate:	(a) Sem cobrança de taxa de saída: D+10, (b) Com cobrança de taxa de saída: D+1, Taxa de Saída: 10%
Pagamento do Resgate:	D+3 da conversão da cota
Investimento Mínimo:	R\$30.000,00
Movimentação Mínima:	R\$5.000,00
Saldo mínimo de permanência:	R\$30.000,00
Custódia:	Banco Bradesco
Auditoria:	KPMG – Auditores Independentes
Classificação ANBID:	Ações livre
Informações Bancárias:	Favorecido: STUDIO FIC FIA – CNPJ: 11.225.767/0001-35 – Banco Bradesco (237) Agência: 2856-8 – CC: 613.574-9

Dispersão Setorial	
Setor	Expo.
Bancos	14%
Consumo	14%
Industrial	13%
Mineração	10%
Transporte	8%
Energia Elétrica	7%
Saude	6%
Petróleo	6%
Siderurgia	3%
Papel e Celulose	3%
Construção	3%
Tecnologia	3%
92%	

Market Cap.	
	%
< R\$2 bi	9%
> R\$2 bi e < R\$10 bi	47%
> R\$10 bi	37%
92%	

Análise de Liquidez	
	%
< R\$5 mm	19%
> R\$5 mm e < R\$20 mm	28%
> R\$20 mm	45%
92%	

*Dados atualizados em 31-mar-2010

Gestor

Studio Investimentos Adm. de Recursos Ltda.

CNPJ: 11.006.650/0001-60
Av. Niemeyer 2, Sala 103
Rio de Janeiro, RJ – CEP: 22450-220
www.studioinvest.com.br
contato@studioinvest.com.br
Tel: (21) 3554-0600
Fax: (21) 3554-0606

Administrador / Distribuidor

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.

CNPJ: 02.201.501/0001-61
Av. Presidente Wilson 231, 11º andar
Rio de Janeiro, RJ – CEP: 20030-905
www.bnymellon.com.br/sf
SAC: sac@bnymellon.com.br
ou (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, 0800 725 3219
Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 7253219

Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo de cotas aplica em fundo de investimento que utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento do investidor ao aplicar seus recursos. Este fundo tem menos de 12 (doze) meses, e, para avaliação da performance de fundos de investimentos, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Taxa de administração máxima: 3.50% a.a. A taxa de administração máxima compreende a taxa de administração mínima e o percentual máximo permitido pela política do fundo em razão das taxas de administração dos fundos investidos.