

João Vitor Morales

Determinação do valor econômico de uma empresa brasileira do setor industrial farmacêutico

São Paulo

2020

João Vitor Morales

Determinação do valor econômico de uma empresa brasileira do setor industrial farmacêutico

Trabalho de Formatura apresentado à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo para a
obtenção do Diploma de Engenheiro de Produção

São Paulo

2020

João Vitor Morales

Determinação do valor econômico de uma empresa brasileira do setor industrial farmacêutico

Trabalho de Formatura apresentado à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo para a
obtenção do Diploma de Engenheiro de Produção

Orientador: Prof. Dr. Fernando Tobal Berssaneti

São Paulo

2020

Ficha Catalográfica

Morales, João Vitor

Determinação do valor econômico de uma empresa brasileira do setor industrial farmacêutico / J. V. Morales -- São Paulo, 2020.

134 p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1.Avaliação de Empresas 2.Indústria Farmacêutica 3.Mercado de Capitais 4.Análise Financeira I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

Agradecimentos

Aos meus pais, Neoclair e Carmem, por todos ensinamentos, apoio, confiança e amor. Todas as minhas conquistas dedico a vocês.

Ao meu irmão, Mateus, por todos os conselhos e aprendizados, os quais foram de extrema valia para minha pessoa. Agradeço também a Debora, por sempre estar presente e disposta a ajudar.

A Beatriz, por todo amor, apoio e companheirismo, os quais foram e são essenciais. Gostaria de agradecer também a sua família.

A todos professores que contribuíram para minha formação. Em especial ao Professor Doutor Fernando Berssaneti, cujos ensinamentos foram muito importantes para minha formação e vida profissional. Em adição, também o agradeço pelo auxílio na execução do presente trabalho.

A todos meus amigos pelo companheirismo, risadas e apoio.

“Per Aspera Ad Astra”

Expressão Latina

Resumo

O presente trabalho objetiva determinar o valor justo de mercado da Hypera Pharma, uma companhia de destaque do setor industrial farmacêutico brasileiro com capital aberto na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). O trabalho foi motivado pelo desejo do autor em conhecer e entender melhor o setor, haja vista que o mesmo teve um contato superficial com o referido setor durante seu estágio em uma instituição financeira. A fim de determinar o valor da ação da companhia, inicialmente o autor desenvolveu um estudo bibliográfico, o qual abordou os principais conceitos contábeis, financeiros e de avaliação de empresas. Na sequência, foi caracterizado e descrito o setor industrial farmacêutico, abrangendo informações importantes, como o crescimento histórico e projetado do setor, principais investimentos necessários e principais empresas. Também foi realizado um estudo acerca da empresa, o qual apresentou informações financeiras, históricas, e outras que embasaram as premissas adotadas no desenvolvimento do modelo financeiro. Por fim, realizou-se a avaliação da empresa pelo método dos fluxo de caixa descontado para o acionista. O resultado foi comparado com outras metodologias, e assim, foi fornecida uma recomendação em relação ao investimento na empresa.

Palavras-chave: Medicamentos. Indústria Farmacêutica. Hypera Pharma. Avaliação de Empresas. Fluxo de Caixa Descontado.

Abstract

This paper aims to present a proposal for the valuation of the fair market value of Hypera Pharma, which is an important company in the Brazilian pharmaceutical industrial sector. It is publicly traded on the São Paulo Stock Exchange (*Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa*). The work was motivated by the author's desire to better understand the sector, once he has been in contact with the sector during his internship in a financial institution. The first step in order to set a target price for the company stock was a theoretical study, including accounting, corporate finance and valuation topics. The work then proceeded to study the pharmaceutical industrial sector, mapping significant information, such as historical and forecasted sector growth, main investments required, and main companies. Next, the author described the company, with some information about the financial performance, historic and others, which were useful in the financial model. Finally, the company market value was obtained by the discounted cash flow method. The result was compared to other methodologies, and, based on this assessment, a recommendation of investment in the company was provided.

Keywords: Medicines. Pharmaceutical Industry. Hypera Pharma. Valuation. Discounted Cash Flow

Lista de Figuras

Figura 1 – Project Finance.....	30
Figura 2 – Linha do tempo do setor farmacêutico no Brasil	64
Figura 3 – Amortização dos custos de P&D no período de patente.....	69
Figura 4 – Etapas de produção de um medicamento.....	70
Figura 5 – Alíquota de ICMS sobre medicamentos por Unidade Federativa	81
Figura 6 – Histórico Hypera Pharma	87
Figura 7 – Composição Acionária	89

Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Índice EMBI nos últimos 12 meses	54
Gráfico 2 – Investimentos em P&D das 15 maiores farmacêuticas do mundo	68
Gráfico 3 – Participação dos genéricos nas vendas do mercado farmacêutico.....	72
Gráfico 4 – Participação dos genéricos em relação às unidades vendidas	73
Gráfico 5 – Projeção da população de idosos até 2060	73
Gráfico 6 – Despesa mensal com medicamentos de prescrição	74
Gráfico 7 – Faturamento das indústrias farmacêuticas e desconto médio.....	75
Gráfico 8 – Número de caixas de medicamentos comercializadas	75
Gráfico 9 – Participação percentual das farmacêuticas nas vendas (PPP)	76
Gráfico 10 – Participação percentual das farmacêuticas nas vendas em unidades	76
Gráfico 11 – Balança comercial do setor farmacêutico	78
Gráfico 12 – Número de empregados por unidades da federação	79
Gráfico 13 – Número gasto de horas para cumprir obrigações tributárias e número total de impostos.....	80
Gráfico 14 – Alíquota total de impostos sobre medicamentos	82
Gráfico 15 – Participação no mercado farmacêutico	85
Gráfico 16 – Receita líquida de 2019 das maiores farmacêuticas	85
Gráfico 17 – Participação de cada segmento em relação à receita líquida de 2019.....	90
Gráfico 18 – Participação de cada unidade de negócio em relação à receita líquida de 2017	90
Gráfico 19 – Investimentos em P&D	91
Gráfico 20 – Lançamento de novos produtos	92
Gráfico 21 – Despesas de marketing.....	93
Gráfico 22 – Destaques Financeiros	94
Gráfico 23 – Variação do valor da ação da companhia.....	95
Gráfico 24 – Desempenho da ação da Hypera Pharma e Ibovespa.....	95
Gráfico 25 – Projeção de receita líquida	103
Gráfico 26 – Projeção de custo das mercadorias vendidas.....	104
Gráfico 27 – Lucro bruto resultante	105
Gráfico 28 – Projeção das Despesas com vendas, gerais e administrativas	106
Gráfico 29 – EBITDA resultante	107
Gráfico 30 – Lucro líquido resultante	108
Gráfico 31 – Projeção de necessidade de capital de giro e percentual em relação à receita líquida	109
Gráfico 32 – Projeção de CapEx	111
Gráfico 33 – Projeção de Depreciação & Amortização	111
Gráfico 34 – Composição do valor presente total	116
Gráfico 35 – Valor da ação por diferentes metodologias	119

Lista de Quadros

Quadro 1 – Balanço patrimonial	38
Quadro 2 – Demonstração do resultado do exercício	41
Quadro 3 – Demonstrativo do fluxo de caixa	44
Quadro 4 – Preço alvo de uma ação.....	45
Quadro 5 – Resumo do custo de capital próprio e suas variáveis.....	57
Quadro 6 – Ranking dos maiores mercados farmacêuticos.....	77
Quadro 7 – Diretoria estatutária e presidente do conselho de administração	88
Quadro 8 – DRE histórica	98
Quadro 9 – Análise vertical.....	99
Quadro 10 – Análise horizontal.....	100
Quadro 11 – Alavancagem histórica e projetada	112
Quadro 12 – Demonstração do resultado do exercício projetada	113
Quadro 13 – Balanço patrimonial projetado.....	114
Quadro 14 – Fluxo de caixa projetado	114
Quadro 15 – Fluxo de caixa livre para o acionista a valor presente.....	115
Quadro 16 – Valor presente total.....	116
Quadro 17 – Valor da ação e prêmio	117
Quadro 18 – Múltiplos	117
Quadro 19 – Múltiplos de empresas comparáveis	118
Quadro 20 – Recomendação de analistas de mercado relativa à Hypera Pharma.....	120
Quadro 21 – Sensibilidade entre custo de capital próprio e crescimento na perpetuidade.....	122
Quadro 22 – Sensibilidade entre taxa livre de risco e prêmio de risco	123
Quadro 23 – Sensibilidade entre aumento de caixas vendidas e reajuste de preços	124

Lista de Equações

Equação 1 – Equação de balanço patrimonial	37
Equação 2 – Fluxo de caixa descontado.....	47
Equação 3 – Fluxo de caixa livre para a empresa	48
Equação 4 – WACC.....	48
Equação 5 – Valor da empresa	49
Equação 6 – Valor da empresa considerando horizonte de projeção e perpetuidade.....	49
Equação 7 – Valor de mercado	49
Equação 8 – Fluxo de caixa livre para o acionista	50
Equação 9 – Valor de mercado considerando horizonte de projeção e perpetuidade	50
Equação 10 – Modelo de crescimento de dividendos	51
Equação 11 – CAPM	52
Equação 12 – Beta	54
Equação 13 – Beta desalavancado	55
Equação 14 – Diferencial de inflação	56
Equação 15 – Cálculo do custo de capital próprio em dólar	56
Equação 16 – Conversão do custo de capital próprio para reais.....	57
Equação 17 – Cálculo do custo de capital próprio em reais	57
Equação 18 – Valor terminal.....	58
Equação 19 – Crescimento na perpetuidade.....	58
Equação 20 – Múltiplo EV / EBITDA.....	60
Equação 21 – Múltiplo EV / Sales	61
Equação 22 – Múltiplo P / L.....	61
Equação 23 – Múltiplo <i>Price to book value</i>	62
Equação 24 – Expressão utilizada no reajuste de preços dos medicamentos	84
Equação 25 – Crescimento da receita líquida a partir de 2022.....	103
Equação 26 – Dias de conta a receber.....	109
Equação 27 – Dias de estoque	109
Equação 28 – Dias de conta a pagar	109
Equação 29 – Cálculo do valor perpétuo da companhia	116

Lista de abreviaturas e siglas

4Q20 – Quarto trimestre de 2020

Anvisa – Agência Nacional de Vigilância Sanitária

β – Beta (medida de risco)

BASA – Banco da Amazônia

bn – bilhão

BNB – Banco do Nordeste

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BP – Balanço Patrimonial

BRL – Real Brasileiro

CAGR – *Compound Annual Growth Rate*, ou taxa de crescimento anual composta

CapEx – Capital Expenditures (Investimentos de Capital)

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*, ou modelo de precificação de ativos financeiros

CEO – *Chief Executive Officer*

CFO – *Chief Financial Officer*

CMED – Câmara de regulação do mercado de medicamentos

CMV – Custo das Mercadorias Vendidas

COFINS – Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social

CREA – Conselho Regional de Engenharia e Agronomia

Δ - Variação

DCF – *Discounted Cash Flow*

DFC – Demonstração de Fluxo de Caixa

DLPA's – Demonstração dos Lucros e Prejuízos Acumulados

DRE – Demonstração de Resultado de Exercício

DVA – Demonstração do Valor Adicionado

E - Esperado

EBIT – *Earnings Before Interests and Taxes*

EBITDA – *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*

EBT – *Earnings Before Taxes*

EMBI – Emerging Market Bond Index

EV – *Enterprise Value*

EV / EBITDA – Valor da empresa dividido pelo EBITDA

EV / Sales – Valor da empresa dividido pela receita líquida

FCF – Fluxo de Caixa de Financiamentos

FCI – Fluxo de Caixa de Investimentos

FCO – Fluxo de Caixa Operacional

FCFE – *Free Cash Flow to Equity*, ou Fluxo de Caixa Livre para o Acionista

FCFF – *Free Cash Flow to Firm*, ou Fluxo de Caixa Livre para a empresa

FEBRAFARMA – Federação Brasileira das Indústrias Farmacêuticas

FX (BRL/USD): Taxa de câmbio entre real e dólar

g – Taxa de Crescimento na Perpetuidade

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

ICMS – Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços

IGP-M – Índice Geral de Preços do Mercado

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

IPO – *Initial Public Offering*, ou Oferta Pública Inicial

ISS – Imposto sobre Serviços

HYPE3 – Código da ação da Hypera Pharma na bolsa de valores

Ke – Custo de Capital Próprio, ou *Cost of Equity*

M&A – *Mergers and Acquisitions*, ou Fusões e Aquisições

OTC – *Over the Counter*, produtos isentos de prescrição

P / E – *Price to Earnings*, ou preço dividido pelo lucro por ação

PBV – *Price to Book Value*, ou preço por patrimônio líquido

P&D – Pesquisa e Desenvolvimento

PIB – Produto Interno Bruto

Pintec – Pesquisa de Inovação

PIS – Programa de Integração Social

PMB – *Pharmaceutical Market Brazil*, ou Mercado Farmacêutico do Brasil

PPP – *Pharmacy Purchase Price*, ou Preço de Compra da Farmácia

Profarma – Programa de apoio ao desenvolvimento da cadeia produtiva farmacêutica

PWC - *PriceWaterhouseCoopers*

R_f – Taxa Livre de Risco

RI – Relação com Investidores

RX – Produtos de Prescrição

Selic – Sistema especial de liquidação e de custódia

Sindusfarma – Sindicato da Indústria de Produtos Farmacêuticos

SPE – Sociedade de propósitos específicos

S&P 500 – Standard & Poor's 500, índice da bolsa americana

TJLP: Taxa de juros de longo prazo

TLP: Taxa de longo prazo

USD – Dólar Americano

VP – Valor Presente

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*, ou Custo Médio Ponderado do Capital

Sumário

1	INTRODUÇÃO	30
1.1	Contexto do trabalho	30
1.2	Objetivo do trabalho.....	32
1.3	Alinhamento entre o trabalho de formatura e a engenharia de produção	32
1.4	Metodologia proposta	32
1.5	Estrutura do trabalho.....	33
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	36
2.1	Demonstrações financeiras	36
2.1.1	Balanço patrimonial	36
2.1.2	Demonstração do resultado do exercício.....	40
2.1.3	Demonstração de fluxo de caixa	43
2.2	Avaliação de empresas.....	45
2.2.1	Avaliação por fluxo de caixa descontado	47
2.2.2	Avaliação relativa	59
3	ANÁLISE SETORIAL	64
3.1	Histórico	64
3.2	Características e dinâmica do setor	66
3.2.1	Pesquisa e Desenvolvimento (P&D).....	67
3.2.2	Patentes.....	69
3.2.3	Ciclo de produção	70
3.2.4	Vertentes do mercado	71
3.2.5	Medicamentos genéricos	71
3.2.6	O aumento da expectativa de vida e sua importância para o setor	73
3.3	Dados do setor.....	74
3.3.1	Faturamento do setor.....	74
3.3.2	Número de caixas de medicamentos vendidas	75
3.3.3	Participação de laboratórios nacionais e estrangeiros	76
3.3.4	O mercado brasileiro em relação ao mundo	77
3.3.5	Balança comercial.....	78
3.3.6	Geração de empregos	78
3.3.7	Carga tributária	79
3.4	Regulação	82
3.4.1	Agência nacional de vigilância sanitária (Anvisa).....	82

3.4.2	Câmara de regulação do mercado de medicamentos (CMED).....	83
3.5	Dinâmica competitiva	84
4	ANÁLISE DA EMPRESA.....	86
4.1	Histórico	86
4.2	Governança corporativa.....	87
4.3	Estrutura acionária	88
4.4	Linhas de receita.....	89
4.5	Investimentos em P&D	91
4.6	Despesas com marketing	92
4.6.1	Aquisição do <i>naming rights</i> da Arena Corinthians.....	93
4.7	Destaques financeiros	93
4.7.1	Desempenho da ação.....	94
5	AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA	97
5.1	Premissas financeiras	97
5.1.1	Consolidação de informações	97
5.1.2	Horizonte de projeção	101
5.1.3	Dados macroeconômicos.....	101
5.1.4	Receita líquida	102
5.1.5	Custo das mercadorias vendidas	104
5.1.6	Despesas com vendas, gerais e administrativas.....	105
5.1.7	Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA)	106
5.1.8	Resultado financeiro e impostos.....	107
5.1.9	Lucro líquido resultante.....	107
5.1.10	Capital de giro.....	108
5.1.11	Outros ativos e passivos circulantes.....	110
5.1.12	Investimentos (<i>Capital Expenditures</i> – CapEx)	110
5.1.13	Depreciação e amortização	111
5.1.14	Dívida líquida e aumento de capital.....	112
5.1.15	Demonstrativos financeiros projetados	112
5.2	Determinação do valor de mercado da Hypera Pharma.....	115
5.3	Análises de sensibilidade	121
5.3.1	Custo de capital próprio e crescimento na perpetuidade	122
5.3.2	Prêmio de risco e taxa livre de risco	123
5.3.3	Reajuste de preço e aumento percentual de caixas vendidas.....	124

6	CONCLUSÃO	126
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	129
	ANEXO – PREMISSAS MACROECONÔMICAS.....	134

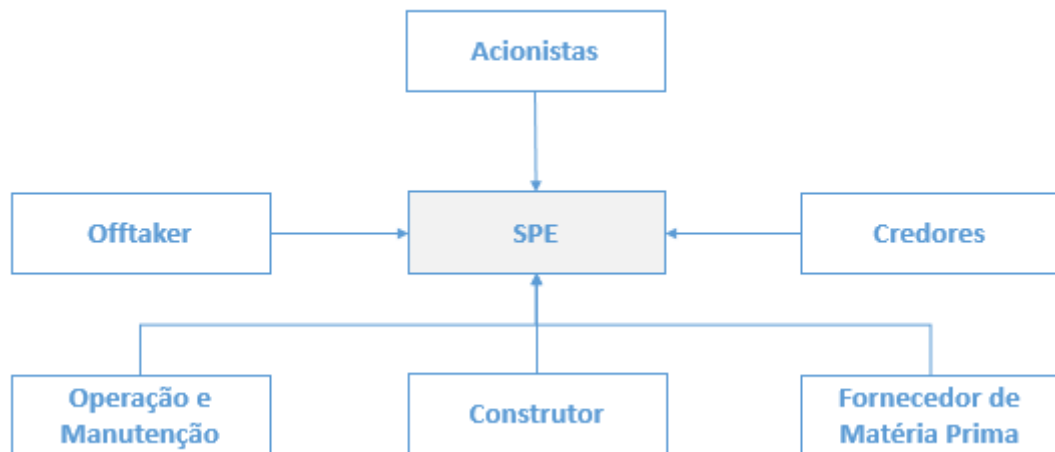
1. Introdução

O presente trabalho tem como objetivo valorar a companhia Hypera Pharma com o intuito final fornecer uma recomendação de investimento em relação à ação da companhia.

1.1 Contexto do Trabalho

Durante o desenvolvimento do trabalho de formatura o autor trabalhava na área de financiamentos de projetos de infraestrutura – *Project Finance* – em uma importante instituição financeira. O projeto a ser financiado não depende da qualidade do crédito dos acionistas do mesmo, uma vez que os fluxos de caixa gerados pelo projeto serão os responsáveis pelo pagamentos dos credores. A figura 1 representa uma estrutura de uma operação de *Project Finance*.

Figura 1 - Project Finance



Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme apresentado pela figura 1, uma operação de financiamento de projeto (*Project Finance*) possui diversos elementos, cujas respectivas funções numa operação estão descritas a seguir.

Os acionistas são as empresas donas do projeto, são os indivíduos que aportarão capital social na SPE.

SPE significa sociedade de propósito específico. De acordo com o Sebrae (2018), é um modelo de organização especial pelo qual se constitui uma nova empresa com um objetivo específico. São os fluxos de caixas gerados pela SPE que pagará o financiamento junto aos credores.

Os credores são os agentes que financiam o desenvolvimento do projeto, geralmente representados por um conjunto de bancos. No Brasil, bancos como BNDES, BNB e BASA possuem uma forte participação na área, além dos tradicionais bancos privados.

Offtaker é o elemento responsável pela compra do produto desenvolvido pelo projeto. Estabelece-se um contrato de compra e venda entre o oftaker e a SPE.

Construtor refere-se à empresa designada a oferecer o serviço de construção do empreendimento em questão. Fornecedor de matéria prima irá fornecer os insumos necessários para o desenvolvimento do projeto. Por fim, operação e manutenção diz respeito ao elemento que fornecerá tais serviços ao empreendimento.

Em sua rotina, o autor lidava com análises setoriais, elaboração de apresentações para potenciais investidores e no desenvolvimento de modelos financeiros. Maioria das atividades desenvolvidas no estágio era relacionada aos setores de energia, óleo e gás, mineração e infraestrutura.

O interesse pelo setor farmacêutico foi consequência de um estudo desenvolvido a fim de avaliar a viabilidade do desenvolvimento de um parque industrial farmacêutico em um estado do Brasil. Ao longo da avaliação, o autor teve um contato superficial com o setor farmacêutico.

A fim de desenvolver um conhecimento mais aprofundado e entender melhor a dinâmica do setor, o autor optou por avaliar uma empresa do setor. O autor acredita que o setor farmacêutico é primordial em qualquer sociedade, e uma vez que o Brasil tende a apresentar um crescimento na expectativa de vida de sua população ao longo dos anos, o setor terá cada vez mais importância no país.

Desse modo, o trabalho tem como elemento principal uma indústria farmacêutica que figura entre as líderes de seu setor no Brasil. A empresa foi selecionada devido à sua importância e expressivo crescimento apresentado nos últimos anos, além de ter adquirido importantes players do setor recentemente.

1.2 Objetivo do Trabalho

O objetivo do trabalho é a determinação do valor econômico da Hypera Pharma, um dos grandes *players* do setor farmacêutico brasileiro, a fim de avaliar a oportunidade de investimento na referida empresa.

1.3 Alinhamento entre o trabalho de formatura e a Engenharia de Produção

De acordo com o Conselho de Engenharia e Agronomia do Estado de São Paulo (CREA-SP), um engenheiro de produção coordena e supervisiona equipes de trabalho, realiza pesquisas científicas e tecnológicas e estudos de viabilidade técnica-econômica. Dentre os estudos de viabilidade econômica, está incluso a avaliação da viabilidade de investimentos em determinado ativo.

Portanto, a avaliação do valor econômico financeiro de uma empresa abrange o campo de atuação de um engenheiro de produção, uma vez que está relacionada com a análise de um possível investimento.

1.4 Metodologia Proposta

Para o desenvolvimento do presente trabalho o autor buscou desenvolver uma revisão bibliográfica, a fim de apresentar as principais questões teóricas de contabilidade, finanças corporativas e de avaliação de empresa. O autor utilizou como fonte de dados para a revisão bibliográfica obras consagradas de cada tema.

Na sequência o autor estudou profundamente o setor industrial farmacêutico no Brasil, a fim de entender suas características e variáveis que impactam significativamente o mesmo. Foram utilizados diversos estudos de instituições de destaque no setor, como por exemplo o relatório anual do Sindusfarma. Em adição, foram utilizados relatórios de grandes empresas de consultoria, como por exemplo a IQVIA e a PWC.

Além das informações acima, o autor analisou a companhia em si, elencando informações referente ao seu histórico, governança corporativa, investimentos e histórico do desempenho financeiro.

Por fim foram utilizadas os resultados do modelo financeiro para determinar o valor alvo da ação da Hypera Pharma. O modelo financeiro foi embasado com diversas premissas detalhadamente citadas e apresentadas ao longo da obra.

De forma geral, a metodologia utilizada é embasada por um sólido ferramental teórico, um profundo estudo setorial e da companhia, os quais estão presentes nas premissas adotadas no modelo financeiro, o qual foi peça chave para determinar o valor final da ação da Hypera Pharma

1.5 Estrutura do Trabalho

O trabalho está subdividido em 6 capítulos. A seguir uma breve descrição de cada capítulo.

Capítulo 1: Introdução

O capítulo 1 tem como finalidade apresentar a ideia central do trabalho, através da explicação do contexto e objetivo do mesmo. Também, é mencionado a relação entre o trabalho e a engenharia de produção de modo a justificar a escolha do tema. Por fim, o autor apresentou a metodologia utilizada para o desenvolvimento do trabalho.

Capítulo 2: Revisão da Literatura

A revisão da literatura consiste na apresentação de teorias e conceitos relevantes utilizados no trabalho. As principais teorias estão relacionadas à contabilidade, finanças corporativas e avaliação de empresa. Foram utilizadas como fontes primárias obras de Damodaran (2006), Rosenbaum & Pearl (2009), Marion (2009), Gitman (2010), Stickney&Weil (2003), Koller et al. (2010), Póvoa (2012) e Iudicibus (2010).

Capítulo 3: A Indústria Farmacêutica

Na sequência foi desenvolvido um estudo acerca do setor farmacêutico no Brasil a fim de compreender os principais aspectos do segmento. O autor buscou dados chave

para caracterizar e apresentar de forma concisa e direta informações quantitativas e qualitativas. Foram apresentadas informações sobre regulação, tributação, vertentes do mercado, principais *players*, além de dados como faturamento do setor, geração de empregos e outros.

Capítulo 4: Hypera Pharma

Nesta seção foi feita uma descrição detalhada da companhia, abordando contexto histórico, governança corporativa, estrutura acionária, linhas de negócio e outros temas importantes. O capítulo detalha aspectos fundamentais da companhia, como por exemplo segmentos de atuação, investimentos em pesquisa e desenvolvimento, despesas com marketing e desempenho financeiro. O autor buscou elencar o máximo de características que pudessem trazer robustez as premissas adotadas no modelo financeiro.

Capítulo 5: Modelagem Financeira

Neste capítulo foram utilizadas as teorias e conceitos apresentados no capítulo 2 para o desenvolvimento de um modelo financeiro a fim de estimar os resultados financeiros da companhia, e assim, determinar o valor econômico da Hypera Pharma. Conforme já mencionado, as informações levantadas ao longo dos capítulos 3 e 4 foram fundamentais para a adoção de premissas condizentes com a realidade do setor e da empresa.

Capítulo 6: Conclusão

Por fim, o último capítulo contém um panorama geral do trabalho e as principais conclusões do trabalho, contendo a recomendação final em relação ao investimento.

2. Revisão Bibliográfica

De acordo com Marion (2009), a contabilidade é uma ferramenta de extrema importância, dado que fornece informações úteis para a tomada de decisão. A contabilidade registra as movimentações passíveis de mensuração monetária, em seguida, resume os dados em relatórios, que serão utilizados para analisar o resultado da empresa, e também fatos que levaram a tal resultados e possíveis ações acerca do futuro da empresa.

2.1 Demonstrações Financeiras

Segundo Marion (2009), demonstrações financeiras são relatórios contábeis que apresentam de forma sucinta e ordenada os dados coletados pela contabilidade. De acordo com a legislação brasileira, os seguintes relatórios contábeis são obrigatórios:

- Balanço Patrimonial (BP)
- Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)
- Demonstração dos Lucros e Prejuízos Acumulados (DLPAs)
- Demonstrações dos Fluxos de Caixa (DFC)
- Demonstração do Valor Adicionado (DVA)

Neste trabalho, os relatórios contábeis utilizados e avaliados serão o Balanço Patrimonial (BP), Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) e as Demonstrações dos Fluxos de Caixa (DFC).

2.1.1 Balanço Patrimonial

O balanço patrimonial, de acordo com Gitman (2010), descreve de forma resumida a posição financeira da empresa em uma data, contrapondo os ativos da empresa com suas fontes de financiamento. Ainda de acordo com o autor, os ativos podem ser encarados como meio de aumentar o lucro da empresa, e o passivo como a forma de financiamento de tais ativos.

Stickney&Weil (2003) diz que o balanço patrimonial apresenta as atividades de investimento e financiamento, de forma estática, de uma companhia em determinado momento.

De acordo com Stickney&Weil (2003), os três grandes componentes do balanço patrimonial são:

- Ativo: Ativos são recursos econômicos que possuem a capacidade de gerar benefícios futuros para a companhia.
- Passivo: Representa os direitos dos credores não proprietários sobre os ativos da empresa
- Patrimônio Líquido: Representa os direitos dos sócios sobre os ativos. É importante frisar que trata-se de uma participação residual nos ativos após a dedução dos passivos junto à terceiros

Um conceito muito difundido e importante é o conceito de capital de giro. Por definição, capital de giro é a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante. É uma forma de medir a liquidez da companhia.

As movimentações financeiras são registradas de forma a respeitar a equação fundamental da contabilidade:

Equação 1 – Equação de Balanço Patrimonial

$$\text{Ativos} = \text{Passivos} + \text{Patrimônio Líquido}$$

Fonte: Stickney&Weil (2003), elaborado pelo autor

O balanço patrimonial com suas principais contas está representado no quadro 1 a seguir.

Quadro 1 – Balanço Patrimonial

Ativo	Passivo e Patrimônio Líquido
Ativo Circulante Caixa Títulos Negociáveis Estoques Contas a Receber Ativo Não Circulante Investimentos de Longo Prazo Impostos a Receber Ativo Fixo Imobilizado Intangível	Passivo Circulante Fornecedores Salários Adiantamentos Dívidas de Curto Prazo Passivo Não Circulante Dívidas de Longo Prazo Contas a Pagar Patrimônio Líquido Capital Social Lucros Retidos
Ativo Total	Passivo Total

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Stickney&Weil (2003)

É importante ressaltar que as contas presentes no balanço patrimonial estão classificadas de acordo com sua liquidez no ativo e de acordo com seu vencimento no passivo. Quanto maior a liquidez mais acima a conta estará. Analogamente, quanto mais próxima ao vencimento uma conta estiver, mais acima será sua posição no passivo.

As subdivisões do Balanço Patrimonial com suas respectivas contas estão descritos a seguir:

- **Ativo Circulante:** Os ativos classificados como circulantes são direitos que serão convertidos em caixa no período de um ano ou durante o ciclo operacional da empresa, o que for maior GITMAN(2010). As contas pertencentes ao ativo circulante estão apresentadas a seguir em ordem decrescente de liquidez, segundo Stickney&Weil (2003):
 - Caixa: Dinheiro em espécie sob posse da companhia e quantia em contas bancárias
 - Títulos Negociáveis: Títulos governamentais, ações e *bonds* que a companhia planeja manter por um curto período.

- Estoques: Mercadorias sob posse da empresa cuja finalidade será a comercialização com clientes ou serão utilizadas como matérias-primas dos produtos a serem comercializados.
 - Contas a Receber: Valores a receber em virtude dos serviços prestados ou mercadorias vendidas.
- Ativo Não Circulante: Os ativos classificados como não circulantes são bens e direitos a serem realizados num período superior a um ano. As principais contas estão descritas a seguir conforme Stickney&Weil (2003):
 - Investimentos de Longo Prazo: Investimentos de diversas naturezas cuja liquidez não é imediata
 - Impostos a Receber: Refere-se ao excesso de imposto pago. Tal excesso poderá ser utilizado para abater futuros pagamentos de impostos
- Ativo Fixo: Refere-se a bens utilizados na atividade da empresa que não serão convertidos em dinheiro de forma direta STICKNEY&WEIL(2003).
 - Imobilizado: Refere-se à ativos tangíveis utilizados na operação da empresa, como por exemplo máquinas, equipamentos, veículos e edifício.
 - Intangível: São ativos de natureza não física. Patentes, marca e ágio são os principais exemplos.
- Passivo Circulante: São passivos de curto prazo que serão liquidados em um período de tempo menor ou igual a um ano, segundo Gitman (2010). Suas principais contas estão descritas abaixo:
 - Fornecedores: Refere-se ao montante a ser pago para os fornecedores por serviços prestados ou mercadorias adquiridas.
 - Salários: Obrigações junto aos funcionários, como salários, bônus e encargos de ordem trabalhista.
 - Adiantamentos de Clientes: Adiantamentos recebidos por bens ou serviços a serem fornecidos para os clientes.
 - Dívidas de Curto Prazo: Empréstimos e financiamentos cujo prazo de vencimento seja inferior a um ano.
- Passivo Não Circulante: São passivos cujo prazo de liquidação é superior a um ano GITMAN (2010).
 - Dívidas de Longo Prazo: Empréstimo e financiamentos cujo prazo de liquidação seja superior a um ano.

- Contas a Pagar: Obrigações junto à fornecedores cuja data de liquidação seja superior a um ano.
- Patrimônio Líquido: Por definição, é a diferença entre o ativo e passivo. Segundo Marion (2009), o patrimônio líquido é o montante aplicado pelos proprietários, seja em capital social ou reinvestimento dos lucros. Suas principais contas estão descritas a seguir:
 - Capital Social: Montante investido pelos sócios a fim de iniciar as atividades da empresa.
 - Lucros Retidos: Refere-se ao lucro não distribuído em forma de dividendos, ou seja, foram reinvestidos na companhia.

2.1.2 Demonstração do Resultado do Exercício

Stickney&Weil (2003) diz que a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) é uma demonstração financeira utilizada para mensurar a performance da operação de uma empresa em um determinado período de tempo, tendo como resultado o lucro líquido, sendo este a diferença entre a receita gerada e os custos e as despesas incorridos.

De acordo com Marion (2009), através da DRE podemos verificar se o objetivo da companhia foi atingido, ou seja, se os benefícios obtidos em decorrência da operação são maiores que os sacrifícios realizados.

São necessárias algumas observações acerca do reconhecimento de receitas e despesas, além da classificação dessas despesas, as quais estão expostas abaixo.

- Regime de Competência: Marion (2009) diz que a receita será contabilizada no período em que o bem for vendido, sendo também reconhecidos custos e despesas correspondentes mesmo sem que haja entradas e/ou saídas de caixa. Tal regime contrasta com o regime de caixa, o qual reconhece receitas e despesas mediante entrada e saída de caixa, respectivamente, de acordo com Damodaran (2006).
- Classificação das despesas: Segundo Damodaran (2006), as despesas são classificadas em operacionais, financeiras e de capital. As despesas operacionais diz respeito as despesas intrínsecas à operação da empresa do período corrente, como por exemplo os gastos com materiais de escritório. As de ordem financeira estão

relacionadas às despesas em decorrência de financiamentos junto à terceiros, o exemplo mais comum são as despesas com juros. Por fim, as despesas de capital são despesas que beneficiarão a companhia por mais de um ano contábil, como por exemplo as despesas relacionadas à compra de terrenos e construção de edifício. É importante salientar que as despesas de capital não estão diretamente presentes na DRE, elas estão presentes através da depreciação, sendo esta uma parcela do custo de aquisição de ativos fixos reconhecida como despesa no período.

O quadro 2 a seguir representa a demonstração do resultado do exercício.

Quadro 2 – Demonstração do resultado do exercício

DRE
Receita Bruta
(-) Deduções e Impostos
Receita Líquida
(-) Custo das Mercadorias Vendidas
Lucro Bruto
(-) Despesas Operacionais
(+/-) Outras Receitas
(+) Depreciação e Amortização
Lucro antes de Impostos, Juros, Depreciação e Amortização (EBITDA)
(-) Depreciação e Amortização
Lucro antes de Impostos e Juros (EBIT)
(+) Receitas Financeiras
(-) Despesas Financeiras
Lucro antes do Imposto (EBT)
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social
Lucro Líquido do Exercício

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Stickney&Weil (2003)

Conforme Stickney&Weil (2003), a DRE se inicia com a Receita Bruta, a qual pode ser definida como o montante arrecadado com as vendas de mercadorias e/ou serviços prestados. Na sequência são deduzidos valores referentes à devoluções e descontos dados à clientes.

Posteriormente, são deduzidos impostos incididos sobre a receita bruta, como por exemplo ICMS (impostos sobre circulação de mercadorias e serviços), PIS (imposto para o programa de integração social), COFINS (contribuição para o financiamentos da seguridade social) e ISS (impostos sobre serviços). Após as deduções supracitadas, obtemos a Receita Líquida.

O custo das mercadorias vendidas (CMV) é descontado da receita líquida. Segundo Marion (2009), custo é todo gasto relacionado diretamente à atividade fim da empresa. Por exemplo, em uma fábrica, todos os gastos relacionados à produção das mercadorias são classificados como custo. O CMV inclui itens como matérias-primas, mão de obra do pessoal da produção, energia consumida pela produção e outros. Após o descontar o CMV da receita líquida, obtemos o lucro bruto.

Do lucro bruto são deduzidas as despesas operacionais, definidas, segundo Marion (2009), como as despesas necessárias para vender produtos e serviços e administrar a companhia. São considerados despesas operacionais gastos como material de escritório, energia elétrica consumida no escritório e afins. Posteriormente são deduzidas outras receitas e despesas, caracterizadas por serem não recorrentes. Em seguida soma-se depreciação e amortização, em decorrência do uso de ativos imobilizados e intangíveis, e desse modo, obtemos o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização, ou EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*).

Segundo exposto por Rosenbaum&Pearl (2009), o EBITDA é uma métrica extremamente utilizada e avaliada no contexto contábil por ser uma forma de avaliar a capacidade de geração de caixa operacional da empresa, visto que não é afetado pela estrutura de capital e pelo pagamento de impostos. Também, exclui despesas sem efeitos de caixa, como depreciação e amortização.

Ao subtrairmos depreciação e amortização do EBITDA obtemos o lucro antes de impostos e juros, ou EBIT (*earnings before interest and taxes*). Do montante são somadas as receitas financeiras, representadas por recebimento de juros e por proventos advindos de aplicações financeiras e investimentos. Posteriormente são subtraídas as despesas financeiras, as quais incluem pagamentos de juros e operações no mercado financeiro, como por exemplo operações com derivativos. Desse modo, obtemos o lucro antes do imposto, ou EBT (*earnings before taxes*).

Sobre o montante representado pelo EBT, é calculado o imposto de renda e contribuição social incididos sobre o lucro real total da empresa. A alíquota de imposto de renda é de 15%,

sendo acrescido uma alíquota de 10% de empresas cujo lucro mensal exceder R\$ 20.000,00, tornando a taxa total efetiva igual à 25%. Ainda, são pagos 9% de contribuição social. Após a subtração do imposto e da contribuição social, obtemos o lucro líquido do exercício.

2.1.3 Demonstração do Fluxo de Caixa

Stickney&Weil (2003) relatam a importância desta demonstração financeira à medida que receitas e despesas são contabilizadas segundo o regime de competência, e não representam necessariamente entradas e saídas de caixa.

De acordo com Iudicibus (2010), há grandes movimentações de caixa que não correspondem à receitas e despesas. Tais movimentações estão relacionadas às atividades de financiamento e investimento da companhia, como por exemplo nova captação de empréstimo e investimento em ativos imobilizados.

Segundo Gitman (2010), a demonstração dos fluxos de caixa (DFC) representa os fluxos de caixa, ou seja, entradas e saídas de caixa, do período em questão. O fluxo de caixa pode ser classificado em três fluxos, descritos a seguir de acordo com Marion (2009):

- Fluxo de Caixa Operacional (FCO): O fluxo de caixa operacional é o fluxo resultante das operações da companhia sem levar em consideração investimentos e financiamentos. O caixa operacional é gerado pelas atividades comerciais da companhia e são descontadas despesas de cunho operacional.
- Fluxo de Caixa de Investimentos (FCI): Representa as entradas e saídas de caixa oriundas das atividades de investimento, como investimento em ativos imobilizados (*Capital Expenditures*) e investimentos de longo prazo. É importante ressaltar que pode haver entrada de caixa referente à investimento por meio de venda de ativos imobilizados.
- Fluxo de Caixa de Financiamentos (FCF): O fluxo de caixa de financiamento está relacionado às movimentações de caixa que modificam a estrutura de capital da companhia. Estão inclusos captação de novos empréstimos, pagamento de principal, de juros e de dividendos.

A demonstração do fluxo de caixa pode ser apresentada pelo método direto e indireto. Segundo Marion (2009), no método direto são apresentadas de forma direta, objetiva e especificadas as entradas e saídas de caixa. No modelo indireto, parte-se de uma conta de resultado, por exemplo EBITDA, e as entradas e saídas de caixa decorrentes das atividades operacionais são mensuradas através da variação das contas presentes no ativo circulante e passivo circulante. A fim de exemplificar, um aumento na conta “estoques” representa uma diminuição de caixa, visto que foi consumido caixa a fim de adquirir estoque. Analogamente, um aumento da conta “contas a pagar” representa um aumento de caixa.

O quadro 3 a seguir exemplifica uma demonstração do fluxo de caixa pelo método indireto.

Quadro 3 – Demonstrativo do Fluxo de Caixa

Demonstrativo do Fluxo de Caixa
Lucro Líquido
(+) Depreciação e Amortização
(+) Variações não Caixa
(+/-) Variação do capital de giro
= Fluxo de Caixa Operacional (FCO)
(-) <i>Capital Expenditures</i>
(-) Aquisição de Intangível
(+/-) Variação de investimentos de longo prazo
= Fluxo de Caixa de Investimentos (FCI)
(+) Empréstimos e financiamentos contraídos
(-) Empréstimos e financiamentos pagos
(+) Receitas financeiras
(-) Despesas financeiras
(+) Aumento de Capital
(-) Recompra de ações
(-) Pagamento de dividendos
= Fluxo de Caixa de Financiamentos (FCF)
Fluxo de Caixa Total = FCO + FCI + FCF

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Stickney&Weil (2003)

2.2 Avaliação de Empresas

Todo ativo, seja ele financeiro ou real, possui valor. A forma de administrar tal ativo com eficiência é através do estudo e entendimento das fontes que geram tal valor, o qual está diretamente associado à expectativa de geração de caixa pelo ativo em questão. (DAMODARAN,2006).

A valoração de uma empresa é pautado na hipótese de continuidade operacional da mesma, ou seja, pautado na expectativa de continuação dos negócios da companhia ao longo dos anos. Caso não seja possível atribuir a hipótese de continuidade operacional, pode ser utilizado o valor de liquidação, dado pelo valor de venda dos ativos da companhia, descontando seus respectivos passivos.

Segundo Damodaran (2006), existem alguns mitos acerca do processo de avaliação de empresa, como por exemplo o descrito a seguir.

- Dado que os modelos financeiros são quantitativos, a avaliação de uma empresa é objetiva: Os modelos financeiros são, de fato, quantitativos, entretanto, as premissas utilizadas para o desenvolvimento do mesmo são passíveis de subjetividade. Diferentes bancos de investimento tendem a apresentar valores e recomendações distintos para os ativos analisados. A fim de ilustrar o impacto da subjetividade, o quadro 4 apresenta a recomendação e o valor recomendado de determinada ação por diferentes bancos de investimento.

Quadro 4 – Preço Alvo de uma ação

Recomendação e Valor da Ação do Grupo Ultra em outubro de 2018		
Banco	Recomendação	Valor
Goldman Sachs	Compra	R\$ 63,00
Morgan Stanley	Compra	R\$ 57,00
XP Investimentos	Compra	R\$ 55,00
Itaú BBA	Neutra	R\$ 45,00
BTG Pactual	Venda	R\$ 42,00
Credit Suisse	Venda	R\$ 39,00

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota-se uma significativa diferença do preço-alvo para o mesmo ativo. Tal diferença é pautada nas subjetividades de cada indivíduo que avaliou o ativo em questão.

Conforme Damodaran (2006), o processo de determinar o valor de uma empresa é complexo e extenso. São necessárias análises qualitativas e quantitativas a fim de captar as nuances da empresa e conseqüentemente realizar uma avaliação mais precisa. Em um primeiro momento é importante entender o negócio da empresa, ou seja, quais suas fontes de receitas e quais variáveis as afetam, bem como seus custos e despesas. Posteriormente é de suma importância o desenvolvimento de premissas financeiras e operacionais aderentes à realidade da companhia de forma que seja possível projetar seu desempenho econômico-financeiro nos anos seguintes. Após entender o negócio da empresa e escolher as premissas adequadas, é o momento de escolher a metodologia que melhor consiga converter as premissas em avaliação.

Conforme exposto por Damodaran (2006), as seguintes três abordagens são as mais utilizadas no processo de *valuation*.

- Fluxo de Caixa Descontado: De acordo com esta metodologia, o valor de um ativo corresponde ao valor presente dos fluxos de caixa futuros utilizando uma taxa de desconto.
- Avaliação Relativa: Consiste em determinar o valor de um ativo com base no valor de ativos semelhantes. São utilizados múltiplos relacionando o valor da empresa com alguma métrica financeira. Um múltiplo muito utilizado é o EV/EBITDA, representado pela divisão do *Enterprise Value*, valor de mercado da companhia acrescido da dívida líquida, pelo EBITDA. Outro múltiplo muito difundido é o P/L (preço por lucro), que consiste em dividir o preço da ação da empresa pelo lucro por ação do período.
- Direitos por Contingência: O valor do ativo é mensurado através da utilização de modelos e teorias de precificação de opções. Esta metodologia não é muito difundida entre analistas de ações dado suas peculiaridades e seu alto grau de complexidade algébrico e de execução e, portanto, não será considerada no trabalho.

2.2.1 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

Fluxo de caixa descontado, ou do inglês *discounted cash flow* – DCF, possui como teoria central o valor presente, em que o valor de qualquer ativo é o valor presente da soma dos fluxos de caixa futuro esperados ao longo da operação da organização, conforme equação 2 expressa a seguir. A taxa de desconto a ser utilizada é função direta do risco associado à geração de caixa do ativo (DAMODARAN, 2006).

Equação 2 – Fluxo de Caixa Descontado

$$\text{Valor do Ativo} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad \text{onde,} \quad \begin{array}{l} \text{CF: Fluxo de caixa do período} \\ \text{r: Taxa de Desconto} \\ \text{n: Vida do Ativo} \end{array}$$

Fonte: Damodaran (2006), elaborado pelo autor.

Segundo Damodaran(2006), ao utilizar a metodologia DCF há a tentativa de estimar o valor intrínseco do ativo, sendo esse o valor atribuído ao utilizar um modelo financeiro extremamente eficiente, com premissas e estimativas precisas, além de utilizar o máximo de informações disponíveis.

Existem duas abordagens muito difundidas na avaliação por Fluxo de Caixa Descontado, sendo o Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (Free Cash Flow to Firm – FCFF) e Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (Free Cash Flow to Equity – FCFE). As duas abordagem diferem-se no cálculo do fluxo de caixa e na taxa de desconto utilizada. Entretanto, é importante frisar que ambas avaliações tendem a convergir para o mesmo valor sob as mesmas premissas e projeções. (DAMODARAN, 2006).

A seguir estão descritos com maior grau de detalhamento as duas abordagens supracitadas

2.2.1.1. Fluxo de Caixa Descontado para a Empresa (FCFF)

Consiste no valor presente dos fluxos de caixa disponíveis ao longo dos anos para todos os financiadores da companhia, abrangendo acionistas e credores, após os desembolsos relacionados à operação, investimentos e impostos. Utiliza-se o custo

médio ponderado do capital (Weighted Average Cost of Capital – WACC) como taxa de desconto DAMODARAN(2006).

A equação 3 a seguir apresenta a fórmula para determinar o fluxo de caixa livre para a empresa.

Equação 3 – Fluxo de Caixa Livre para Empresa

$$FCFF = EBIT * (1 - t) + D\&A - CapEx - \Delta Capital\ de\ Giro$$

Fonte: Damodaran (2006)

Nesta, EBIT representa o ganho antes de juros e impostos do período, t representa a alíquota total referente à imposto e contribuição social. D&A refere-se à depreciação e amortização contabilizadas no período, CapEx representa os investimentos de capital e Δ Capital de Giro representa a variação do capital de giro do período excluindo caixa.

Conforme mencionado anteriormente, a taxa de desconto utilizada é o WACC, cuja equação está representada a seguir.

Equação 4 – WACC

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

Fonte: Damodaran (2006)

Conforme exposto por Koller, Goedhart & Wessels (2010), o WACC é calculado ponderando pela estrutura de capital o custo da dívida (Kd) e o custo de capital próprio (Ke). Na equação “D” representa o valor presente das dívidas presentes na estrutura de capital da empresa, enquanto “E” representa o valor de mercado da companhia. “t” representa a alíquota total referente à imposto e contribuição social. É importante ressaltar que a dívida possui benefício fiscal uma vez que deduz o imposto tributado. Na equação o benefício fiscal é dado pelo termo “(1-t)”.

De acordo com Damodaran(2006), após determinar os fluxos de caixa livre para a empresa e calcular o WACC, é possível determinar o valor da empresa (EV) de acordo com a equação 5.

Equação 5 – Valor da Empresa

$$EV = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

Fonte: Damodaran (2006)

A equação anterior pode ser decomposta em duas parcelas distintas. A primeira refere-se aos fluxos de caixa projetados no horizonte projetado, período entre cinco e dez anos, geralmente. A segunda refere-se aos fluxos de caixa da perpetuidade, baseados na premissa da continuidade operacional da empresa. Considera-se o fluxo de caixa da perpetuidade devido à dificuldade em fazer projeções consistentes a longo prazo ROSENBAUM&PEARL (2009). A expressão para o valor da firma decomposta é expressa pela equação 6.

Equação 6 – Valor da Empresa considerando horizonte projetado e perpetuidade

$$EV = \sum_{t=1}^{t=tf} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\text{Fluxo de caixa na perpetuidade}}{(1+WACC)^{tf}}$$

Fonte: Damodaran (2006)

Ao utilizarmos a equação 6 acima, é possível determinar o valor da empresa (*Enterprise Value* – EV). A partir do EV é possível obter-se o valor de mercado da companhia conforme a equação 7

Equação 7 – Valor de mercado

$$\text{Valor de Mercado} = EV - (\text{Dívida Total} - \text{Caixa} \\ - \text{Participações Minoritárias} - \text{Ações Preferenciais})$$

Fonte: Damodaran (2006)

2.2.1.2. Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista (FCFE)

Outra abordagem muito utilizada consiste em trazer a valor presente os fluxos de caixa livres para o acionista, o qual consiste no fluxo de caixa após remunerar os

credores através do pagamento de juros e do principal. Também são consideradas novas contrações de dívidas e possíveis receitas financeiras.

Damodaran(2006) expõe uma expressão para o cálculo do fluxo de caixa livre para o acionista a partir do lucro líquido contabilizado no período. A equação 8 representa tal proposição.

Equação 8 – Fluxo de Caixa Livre para o Acionista

$$FCFE = \text{Lucro Líquido} + D\&A - CapEx - \Delta\text{Capital de Giro} + \Delta\text{Financiamentos}$$

Fonte: Damodaran (2006)

Como taxa de desconto é utilizado o custo de capital do acionista, representado pela sigla Ke. A equação 9 representa expressão utilizada pela metodologia.

Equação 9 – Valor de mercado considerando horizonte de projeção e perpetuidade

$$\text{Valor de mercado} = \sum_{t=1}^{t=tf} \frac{FCFE_t}{(1 + Ke)^t} + \frac{\text{Fluxo de caixa na perpetuidade}}{(1 + Ke)^{tf}}$$

Fonte: Damodaran (2006)

É relevante frisar que a partir desta metodologia obtemos o valor de mercado, diferentemente da metodologia do fluxo de caixa descontado para a empresa, cujo resultado é o valor da empresa (EV).

2.2.1.3 Escolha da Metodologia

A metodologia a ser utilizada no presente trabalho será a de Fluxo de Caixa descontado para o Acionista (FCFE). O autor considera que a companhia não precisará contrair novas dívidas a fim de financiar suas operações, dado que a empresa tem um grau de maturidade e geração de caixa que permitem tal consideração. Conforme Damodaran (2006), avaliação utilizando a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista é adequada para empresa cuja estrutura de capital tende a não sofrer grandes variações ao longo dos anos.

2.2.1.4 Risco e Taxa de Desconto

Conforme apresentado anteriormente, a taxa de desconto é fator primordial para determinar o valor de um ativo quando utilizada a metodologia dos fluxos de caixa descontados. Tal variável deve refletir o risco associado aos fluxos de caixas a serem gerados pelo ativo (DAMODARAN,2006). De acordo com Gitman (2010), risco pode ser definido como a variabilidade dos retornos associados a um ativo.

A seguir serão explanados todos os componentes presentes e necessários para calcularmos o custo de capital próprio da companhia. A medida em que forem apresentados os componentes, serão explicitados os valores utilizados no modelo financeiro.

2.2.1.4.1 Custo de Capital Próprio (K_e)

Conforme Damodaran (2006), o custo de capital próprio (K_e) reflete o retorno esperado que os investidores esperam obter ao investir em determinada empresa. Duas metodologias para o cálculo do K_e são muito utilizadas, sendo elas o modelo de crescimento de dividendos e o CAPM – *Capital Asset Pricing Model*.

De acordo com Damodaran (2006), o custo do capital próprio calculado a partir do modelo de crescimento de dividendos, é função dos dividendos esperados, taxa de crescimento de tais dividendos e do preço atual da ação da companhia, conforme representado pela equação 10.

Equação 10 – Modelo de Crescimento de Dividendos

$$K_e = \frac{D_{t1}}{P_0} + g$$

Fonte: Damodaran (2006)

O termo D_{t1} representa o dividendo por ação esperado para o ano seguinte, P_0 refere-se ao preço atual da ação e " g " a taxa de crescimento dos dividendos para os próximos anos. É importante salientar que tal metodologia é utilizada para empresas cujo crescimento é estável, geralmente muito próximo ao comportamento da economia

como um todo. Dado sua simplicidade, o modelo de crescimento de dividendos é muito sensível à estimativa de crescimento adotada, podendo apresentar valores distorcidos, portanto não será adotada tal metodologia no presente trabalho.

Koller et al (2010) e Damodaran (2006) apresentam uma metodologia muito utilizada para o cálculo do K_e , trata-se do CAPM – *Capital Asset Pricing Model*, o qual foi primeiramente elaborado por William Sharpe e lhe rendeu o prêmio Nobel de economia em 1990. Esta metodologia leva em consideração os diversos riscos associados ao ativo em questão, como por exemplo o risco associado à indústria na qual o ativo está inserido e até mesmo no país no qual o ativo opera.

Conforme Damodaran (2006), o cálculo do CAPM parte do pressuposto da existência um investimento com uma taxa mínima de risco, a ser referida como “ R_f ”. Os títulos do tesouro americano de longo prazo são utilizados como representante de tal taxa mínima de risco. Adiciona-se um prêmio de risco pelo investimento em um ativo diferente do ativo livre de risco supracitado. Tal prêmio é ponderado pelo risco associado ao ativo em questão (β), em outras palavras, ao risco adicional que o ativo adicionaria a um portfólio diversificado. Caso o ativo possua operação em países cujas economias apresentem instabilidades, acrescenta-se um prêmio referente ao risco país.

O custo do capital próprio (K_e) pode ser calculado conforme equação 11.

Equação 11 – CAPM

$$K_e = R_f + \beta * (\text{Prêmio de Risco} + \text{Risco País})$$

Fonte: Damodaran (2006), adaptado

2.2.1.4.2. Taxa Livre de Risco (R_f)

A taxa livre de risco é a taxa de retorno esperada ao investir em um ativo livre de risco, o qual, geralmente, é representado por títulos do tesouro americano de longo prazo (ROSENBAUM&PEARL,2009).

Póvoa (2012) elenca as seguintes características que configuram um ativo como livre de risco: risco de *default* (calote) desprezível, inexistência de risco de reinvestimento (pagamentos de juros e amortizações entre a data de emissão e

vencimento do ativo), e por fim, inexistência de risco de oscilação de taxa de juros paga pelo ativo.

No presente trabalho será utilizada a taxa de retorno dos títulos do tesouro americano de dez anos (*United States Government Bond 10Y*). Em 23 de setembro de 2020, o papel era negociado a 0,68% em termos nominais. Entretanto, tal valor muito abaixo dos valores históricos é reflexo direto do contexto pandêmico atual e ao utilizar um valor tão abaixo do comum para tal papel, poderíamos inflar o *valuation* da companhia, de modo que o valor calculado não refletisse de forma fidedigna o valor real. Portanto será utilizada como taxa livre de risco a média histórica de tal título, no patamar de 2,5%.

2.2.1.4.3 Prêmio de Risco

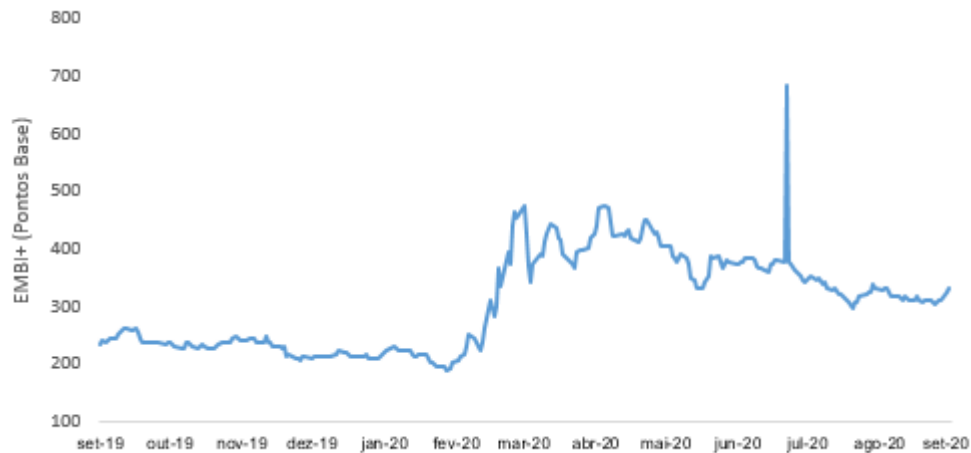
Rosenbaum&Pearl (2009) definem prêmio de risco como o retorno adicional exigido ao investir em determinado ativo ao invés de investir em um ativo livre de risco.

Conforme Damodaran (2006), o prêmio de risco pode ser calculado pela diferença entre o retorno histórico do mercado acionário dos Estados Unidos, representado pelo índice S&P 50, e da taxa livre de risco citada anteriormente. Koller et al (2010) argumenta sobre o uso de uma taxa entre 4,5% e 5,5% para o prêmio ao se investir no mercado de ações, com base nos retornos históricos das últimas décadas. Conforme calculado por Damodaran (2020) em fevereiro de 2020, o valor para o prêmio é de 5,20%, corroborando o proposto por Koller et al (2010).

De acordo com Damodaran (2006), para companhias que possuam exposição a mercados menos maduros e consequentemente economias mais instáveis, deve-se adicionar uma parcela referente ao risco-país ao prêmio de risco.

A medida mais utilizada para determinar o risco-país é através do índice EMBI (*Emerging Market Bond Index*), dado pela diferença entre o retorno dos títulos soberanos de determinado país e o retorno dos títulos soberanos dos Estados Unidos. Segundo dados do IPEA (2020), a média dessa diferença nos últimos doze meses, conforme gráfico, foi de 3,07%.

Gráfico 1 – Índice EMBI nos últimos 12 meses



Fonte: IPEA (2020)

2.2.1.4.4 Beta

Damodaran (2006) diz que o beta de um ativo pode ser definido como um parâmetro a fim de avaliar a volatilidade do ativo em relação ao mercado como um todo, representado por um índice. Um ativo com beta menor que um possui um risco sistêmico menor que o mercado, em outras palavras, oscilará menos que o mercado. Analogamente, um ativo com beta maior que um possui maior risco sistêmico quando comparado ao mercado. A equação utilizada a fim de determinar o valor do beta é descrita a seguir.

Equação 12 – Beta

$$\beta_{\text{ativo}} = \frac{\text{covariância do ativo com o portfólio de mercado}}{\text{variância do portfólio de mercado}}$$

Fonte: Damodaran (2006)

É importante ressaltar a diferença entre o beta alavancado (β_{ativo}) e beta desalavancado ($\beta_{\text{desalavancado}}$). A diferença consiste na consideração ou não da estrutura de capital da companhia. O primeiro leva em consideração a estrutura de capital enquanto o segundo não. A relação entre ambos é expressa pela equação 13.

Equação 13 – Beta desalavancado

$$\beta_{desalavancado} = \frac{\beta_{ativo}}{(1 + (1 - t) * \frac{D}{E})}$$

Fonte: Rosenbaum&Pearl (2009)

Na expressão acima, “D” refere-se à dívida total da empresa, enquanto “E” expressa o patrimônio líquido.

De acordo com Damodaran (2006), há duas metodologias para o cálculo do beta de uma empresa.

- Beta baseado em dados históricos: Consiste em estimar o beta utilizando regressão linear. Nesta metodologia, segundo Póvoa (2012), o beta representa o coeficiente angular de uma regressão que visa quantificar a variação de um ativo em função da variação de um índice.
- Beta baseado em empresas comparáveis: Consiste em utilizar o beta de empresas com modelos de negócios semelhantes. Entretanto é necessário desalavancar o beta das empresas selecionadas, de modo que a estrutura de capital das empresas não interfira no resultado final. Após calcular os betas desalavancados, emprega-se o cálculo da mediana a fim de determinar o beta setorial. Finalmente, alavanca-se o beta setorial calculado anteriormente utilizando a estrutura de capital da empresa, e assim obtém-se o beta alavancado da companhia. Tal metodologia é muito utilizada a fim de estimar o beta de empresas de capital fechado.

No presente trabalho será utilizada a metodologia baseada em dados históricos, com base nas seguintes justificativas:

- Dado que a Hypera Pharma é uma companhia de capital aberto, é de fácil acesso os dados necessários a fim de estimar o beta.
- A metodologia baseada em dados históricos é a mais utilizada e difundida no mercado financeiro.

O valor obtido para o beta alavancado da Hypera Pharma foi igual à 0,77 de acordo com Bloomberg (2020) em 23 de setembro de 2020.

2.2.1.4.5 Diferencial de inflação

Até o presente momento, foram utilizados indicadores do mercado americano para determinar o custo de capital próprio da companhia, tais como a taxa livre de risco e o prêmio por investir no mercado acionário. Tais indicadores são calculados em função do dólar, e é necessário que haja uma conversão para o contexto da moeda brasileira. Para a realização dessa conversão, utilizamos o diferencial de inflação, conforme citado por Damodaran (2006).

A equação utilizada para o cálculo do diferencial de inflação é expressa a seguir.

Equação 14 – Diferencial de Inflação

$$\delta_{\text{País A}}^{\text{País B}} = \frac{(1 + \text{Inflação de Longo Prazo}_{\text{País B}})}{(1 + \text{Inflação de Longo Prazo}_{\text{País A}})}$$

Fonte: Damodaran (2006)

A inflação de longo prazo para o Brasil considerada será igual a 3,25%, conforme boletim Focus (Setembro, 2020) e de 2% para a inflação dos Estados Unidos conforme projeções do Federal Reserve (2020).

2.2.1.4.6. Cálculo do Custo de Capital Próprio (K_e)

De acordo com o exposto anteriormente, o custo de capital próprio da Hypera Pharma em dólar pode ser obtido através da seguinte equação (com base na equação 11).

Equação 15 – Cálculo do custo de capital próprio em dólar

$$K_e \text{ nominal USD} = 2,50\% + 0,77 * (5,20\% + 3,07\%) = 8,87\%$$

Fonte: Damodaran (2006), adaptado pelo autor

Conforme explicitado anteriormente, é necessário utilizar o diferencial de inflação a fim de converter o custo do capital próprio em dólar para o custo do capital próprio em real. A equação 16 descreve o custo do capital próprio em real, utilizando o diferencial de inflação para tal conversão.

Equação 16 – Conversão do custo de capital próprio para reais

$$Ke \text{ nominal BRL} = (Ke \text{ nominal USD} + 1) * \frac{(1 + \text{Inflação de Longo Prazo país B})}{(1 + \text{Inflação de Longo Prazo país A})} - 1$$

Fonte: Damodaran (2006), adaptado pelo autor

Substituindo todos os valores considerados anteriormente, temos o custo de capital próprio em reais representado pela equação 17.

Equação 17 – Cálculo do custo de capital próprio em reais

$$Ke \text{ nominal BRL} = (8,87\% + 1) * \frac{(1 + 3,25\%)}{(1 + 2,00\%)} - 1 = 10,20\%$$

Fonte: Elaborado pelo autor

O quadro 5 a seguir resume os principais valores utilizados e calculados anteriormente.

Quadro 5 – Resumo do custo de capital próprio e seus componentes

Custo de Capital Próprio (Ke)	
Taxa Livre de Risco (US T-Bond 10Y)	2,50%
Prêmio de Risco de Mercado	5,20%
Prêmio Risco País	3,07%
Beta	0,77
Ke nominal USD	8,87%
Ke nominal BRL	10,20%

Fonte: Elaborado pelo autor

2.2.1.5. Perpetuidade

O método dos fluxos de caixa descontados consiste em trazer a valor presente os fluxos de caixa futuros da companhia. Utiliza-se um horizonte de projeção de tais fluxos, geralmente entre cinco e dez anos. Entretanto, é esperado que a companhia continue operando e consequentemente gerando caixa após o horizonte de projeção. Dado a dificuldade em desenvolver premissas precisas para o longo prazo, o valor da empresa na perpetuidade busca capturar o valor da empresa além do horizonte de projeção.

(ROSENBAUM&PEARL, 2009). Segundo Póvoa (2012), o valor da empresa na perpetuidade corresponde, em média, de 60% a 80% do valor total da companhia.

Conforme exposto por Rosenbaum&Pearl (2009), o valor na perpetuidade é calculado com base no fluxo de caixa referente ao último ano do horizonte de projeção. É importante que ao final do horizonte de projeção, a empresa tenha atingido um grau de maturidade de modo que seja possível propor uma taxa de crescimento constante para suas operações.

A equação 18 expressa o valor na perpetuidade de uma empresa que apresente crescimento constante g .

Equação 18 – Valor terminal

$$Valor\ Terminal = \frac{FCFE_n * (1 + g)}{(Ke - g)}$$

Fonte: Rosenbaum&Pearl (2009), adaptado pelo autor

Onde:

- Valor Terminal representa a soma dos fluxos de caixa do ativo a partir do ano seguinte ao último ano do horizonte de projeção;
- $FCFE_n$ representa o fluxo de caixa livre para o acionista no último ano do horizonte de projeção; e
- Ke representa o custo de capital próprio para o ativo em questão

No presente trabalho, a fim de mensurar a taxa de crescimento constante da companhia, será utilizada a projeção do crescimento do PIB brasileiro no longo prazo, o qual é igual à 2,5% de acordo com o Boletim Focus (Setembro,2020). Também será considerada a inflação projetada para o longo prazo igual à 3,25% conforme Boletim Focus (Setembro,2020). Desse modo, a taxa de crescimento é expressa conforme equação 19.

Equação 19 – Crescimento na perpetuidade

$$g = (1 + Crescimento\ LP) * (1 + Inflação) = (1 + 2,5\%) * (1 + 3,25\%) = 5,83\%$$

Fonte: Rosenbaum&Pearl (2009), adaptado pelo autor

2.2.2 Avaliação Relativa

A metodologia de avaliação relativa é muito utilizada em processos de avaliação de empresa. Segundo Damodaran (2006), o objetivo da avaliação relativa é estimar o valor de um ativo com base em ativos similares. Entende-se por ativos similares, ativos inseridos dentro de um mesmo segmento.

O valor atribuído a uma empresa utilizando a metodologia de avaliação relativa, reflete as condições do mercado no momento da avaliação. Como consequência, tal avaliação é impactada por momentos de irracionalidades no mercado, levando a distorções consideráveis no *valuation* da companhia. Portanto, a avaliação relativa tem de ser usada em conjunto com outras metodologias, como por exemplo a metodologia dos fluxos de caixa descontados. (ROSENBAUM&PEARL,2009).

Segundo Rosenbaum&Pearl (2009), a avaliação relativa pode ser realizada segundo os seguintes passos:

- Selecionar ativos semelhantes: Consiste em selecionar ativos que possuam características semelhantes, tais como segmento de mercado, produtos comercializados, público alvo, tamanho, receita e afins;
- Cálculo das principais métricas financeiras dos ativos semelhantes selecionados, tais como Valor da Empresa (EV), Valor de Mercado (*Equity Value*), receita, EBITDA, lucro líquido e afins.
- Análise dos resultados obtidos no item anterior a fim de excluir potenciais *outliers*, ou seja, ativos comparáveis que apresentem métricas muito distantes da média observada, e desse modo, selecionar os ativos mais adequados para comparação; e
- Por fim, para determinar o valor do ativo, é utilizado como referência a mediana ou média das métricas dos ativos comparáveis selecionados.

Damodaran (2006) alerta para a consistência necessária entre numerador e denominador que irão compor o múltiplo. Comumente são utilizados o valor da empresa ou o valor de mercado (*equity value*) no numerador, enquanto no denominador são utilizados diversos indicadores financeiros. A consistência citada anteriormente está relacionada ao uso de um denominador condizente com o numerador. Caso seja utilizado no numerador o valor da empresa, deve-se utilizar uma métrica financeira que represente o valor disponível para remunerar credores e acionistas, como o EBITDA. Analogamente, caso seja utilizado valor de

mercado no numerador, devemos utilizar métricas que representem um valor disponível a fim de remunerar apenas o acionista, como por exemplo o lucro líquido.

A fim de exemplificar o exposto acima, não é consistente utilizarmos um múltiplo „ $\frac{\text{Valor da Empresa}}{\text{Lucro Líquido}}$ “. O termo do numerador considera o valor do equity e das dívidas para determinar o valor da empresa (equação 5), ao passo que o termo do denominador é um indicador financeiro que representa o valor disponível para remunerar apenas os acionistas. Ao calcularmos o lucro líquido, deduzimos despesas financeiras, as quais representam, em geral, a remuneração dos credores através do pagamento de juros.

A seguir estão citados e descritos os principais múltiplos utilizados.

2.2.2.1 *EV / EBITDA*

Conforme elencado por Rosenbaum&Pearl (2009), é um dos mais tradicionais múltiplos utilizados na metodologia de avaliação relativa devido à sua aplicabilidade em empresas dos mais diversos segmentos. Também, é uma métrica independente da estrutura de capital da empresa, além de não absorver possíveis distorções em virtude de depreciações e amortizações. A equação 20 exhibe a fórmula deste múltiplo

Equação 20 – Múltiplo EV / EBITDA

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Valor da Empresa}}{EBITDA}$$

Fonte: Rosenbaum&Pearl (2009)

2.2.2.2 *EV / Sales*

É uma métrica comumente utilizada, entretanto é considerada menos relevante que outros múltiplos. A receita de uma companhia (*sales*) é um indicador do tamanho da companhia, entretanto não é um indicador de lucratividade e possível geração de caixa (ROSENBAUM&PEARL,2009). Geralmente é empregado para avaliar empresas em estágio inicial com crescimento acelerado.

A equação 21 representa o múltiplo.

Equação 21 – Múltiplo EV / EBITDA

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{Valor da Empresa}{Receita}$$

Fonte: Rosenbaum&Pearl (2009)

2.2.2.3. Preço / Lucro

Conforme equação 22, consiste em relacionar a capitalização de mercado da companhia com o lucro líquido do período. Tal múltiplo é muito empregado no mercado, entretanto é necessário ressaltar possíveis distorções em virtude de sua utilização. Duas empresas similares podem apresentar múltiplos consideravelmente diferentes em virtude de suas respectivas estruturas de capital e também devido à distorções contábeis, como por exemplo o cálculo empregado para determinar depreciação e amortização (ROSENBAUM&PEARL,2009).

Equação 22 – Múltiplo P / L (ou, do inglês P/E)

$$\frac{P}{E} = \frac{Capitalização de Mercado}{Lucro Líquido}$$

Fonte: Rosenbaum&Pearl (2009)

2.2.2.4. Preço / Valor Contábil

Em inglês *Price To Book Value (PBV)*, consiste na relação entre a capitalização de mercado da companhia e seu patrimônio líquido. Conforme exposto por Damodaran (2006), o múltiplo pode indicar boas oportunidades de investimento em casos que seja menor que um, pois, em geral, o valor de mercado de uma companhia tende a ser maior que seu patrimônio líquido.

O cálculo do múltiplo supracitado é feito utilizando-se a equação 23.

Equação 23 – Múltiplo *Price to book value*

$$PBV = \frac{\textit{Capitalização de Mercado}}{\textit{Patrimônio Líquido}}$$

Fonte: Damodaran (2006), adaptado pelo autor

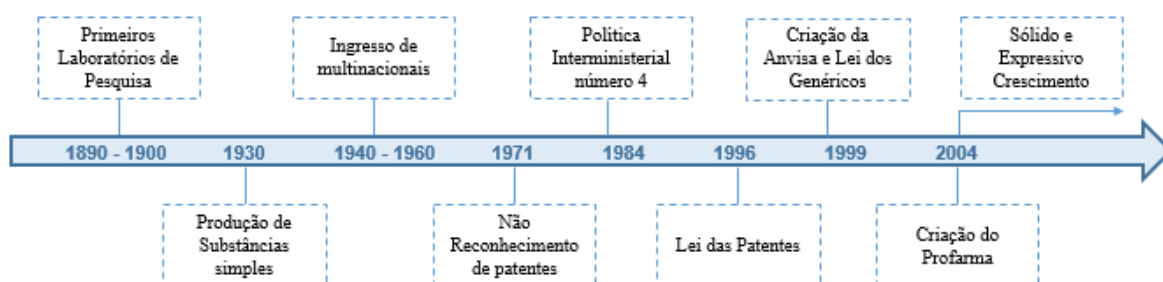
3. Análise Setorial

Este capítulo será de extrema importância para o trabalho como um todo, dado que apresentará os principais aspectos e características do setor farmacêutico. O autor buscou descrever o setor de forma direta e concisa, utilizando informações qualitativas e quantitativas. A análise setorial foi essencial na construção do modelo financeiro, uma vez que embasou as premissas adotadas nas projeções presentes no modelo.

3.1 Histórico

A linha do tempo expressa pela figura 2 exhibe os principais aspectos históricos da indústria farmacêutica brasileira.

Figura 2– Linha do Tempo do setor farmacêutico no Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor

Urias (2009) argumenta que os primeiros movimentos da indústria farmacêutica brasileira ocorreram no final do século XIX e início do século XX, através da criação de importantes laboratórios de pesquisa, entre os quais podemos citar o Instituto Vacinogênico (1892), Instituto Butantã (1899), Instituto Soroterápico Federal de Manguinhos (1900) e Instituto Biológico (1927). Segundo Bastos (2005), a produção em si teve início por volta de 1930, através da manipulação de substâncias de origem animal e vegetal.

De acordo com Teixeira (2014), o setor sofreu uma mudança estrutural significativa nas décadas de 1940 e 1950 caracterizada pela abertura do setor as empresas estrangeiras, de modo a eliminar muitos laboratórios nacionais, cujos recursos técnicos e financeiros eram consideravelmente inferiores aos recursos das multinacionais. Nos anos de 1960, existiam cerca

de 600 empresas no setor (FEBRAFARMA, 2007), abrangendo laboratórios, importadoras e distribuidoras. Entretanto, as atividades desenvolvidas pelas farmacêuticas estrangeiras consistiam em etapas triviais do processo de produção, enquanto a pesquisa e desenvolvimento (P&D) e outros processos complexos eram desenvolvidos em seus respectivos países sede.

Segundo Teixeira (2014), em 1971 entrou em vigor o não reconhecimento de patentes, outrora instituída na década de 1940, referentes à medicamentos, culminando com a o início da produção e comercialização de medicamentos similares. Tal episódio, segundo Frenkel (2001, apud Teixeira, 2014), foi de extrema importância para o desenvolvimento e crescimento dos laboratórios nacionais, os quais utilizaram o conceito de engenharia reversa a fim de replicar os medicamentos originais.

A Política Interministerial número 4, de 1984, instituiu um aumento da alíquota de imposto sobre os medicamentos produzidos no país. Tal medida visava incentivar a produção nacional de medicamentos e também a instalação de novas plantas industriais (TEIXEIRA, 2014). Segundo Prado (2008) e citado por Teixeira (2014), a referida política interministerial de incentivo à indústria não foi bem sucedida, contudo propiciou um considerável avanço nacional no processo de síntese dos fármacos.

Conforme exposto por Gomes et al. (2014), dois acontecimentos foram fundamentais e pautaram a trajetória recente da indústria farmacêutica no Brasil: a consolidação do ambiente regulatório na década de 1990 e um considerável crescimento da demanda doméstica no começo dos anos 2000.

Sob a óptica regulatória, conforme Gomes et al. (2014), três questões foram muito importantes para a consolidação do setor: reconhecimentos das patentes farmacêuticas, a criação da Anvisa (Agência Nacional de Vigilância Sanitária) e a instauração dos medicamentos genéricos. Em relação à primeira, o Brasil passou a reconhecer patentes farmacêuticas a partir de 1996, o que inicialmente levou a uma queda nas vendas de cerca de 5% ao ano entre os anos de 1997 e 2004 em virtude do elevado preço dos produtos de referência. Em relação à segunda, a criação da Anvisa, em 1999, foi de extrema importância para o setor farmacêutico brasileiro, uma vez que a agência era responsável pela regulação de todos os produtos e serviços relacionados à saúde da população. Por fim, os medicamentos genéricos estimularam a competição na produção de medicamentos com patentes já expiradas, o que gerou uma maior oferta de tais medicamentos e consequentemente ampliou o acesso da população, além de

proporcionar uma significativa musculatura financeira e operacional para as indústrias brasileiras.

Conforme citado anteriormente, o setor farmacêutico vivenciou uma significativa queda nas vendas de medicamentos entre 1997 e 2004. Dado tal panorama, houve um considerável esforço do governo brasileiro, liderado pelo BNDES, de fortalecer a cadeia farmacêutica brasileira, através de incentivos governamentais e alinhamento dos órgãos públicos do setor (GOMES et al., 2014). Também em 2004 foi lançado o Profarma (programa de apoio ao desenvolvimento da cadeia produtiva farmacêutica) (TEIXEIRA, 2014). Adicionalmente, a Lei nº 10.742, de 6 de outubro de 2003, criou a Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos (CMED), a qual passou a definir as diretrizes e estabelecer critérios no ajuste de preços dos medicamentos.

Gomes et al. (2014) argumentam sobre o papel chave da demanda para o crescimento da indústria farmacêutica brasileira. A década de 2000 foi caracterizada pela ascensão social-econômica de milhões de brasileiros à faixas intermediárias de renda, de modo que tal parcela da população passou a ter acesso a medicamentos, principalmente aos genéricos. Em tal contexto, a sinergia resultante da combinação entre ascensão social-econômica e a maior oferta de medicamentos genéricos foi de extrema importância para o crescimento do setor.

Entre 2009 e 2019, as vendas do mercado farmacêutico brasileiro apresentaram um crescimento anual composto (CAGR) próximo a 12%, com um volume de vendas totalizando cerca de R\$ 70 bilhões em 2019, de acordo com dados do Sindusfarma (2020). Tal desempenho, confere ao Brasil a sexta posição no ranking dos maiores mercados farmacêuticos do mundo (IQVIA, 2019).

3.2 Características e Dinâmica do setor

Reis et al. (2017) afirmam que a indústria farmacêutica é baseada em ciência e inovação, como consequência, é característica do setor altos investimentos em tecnologia, pesquisa e desenvolvimento (P&D) e marketing. Apesar de muitos competidores no setor, o mercado caracteriza-se como um oligopólio diferenciado, uma vez que os líderes de mercado possuem robustez financeira para investir em P&D e inovação e, desse modo, obtêm excelentes

resultados operacionais e financeiros em virtude da qualidade, grau de inovação e proposta de marketing de seus produtos (FERST, 2013).

As empresas líderes têm como objetivo a busca pela inovação radical, expressa através do desenvolvimento de novos princípios ativos, os quais são patenteados. A patente confere o direito de comercialização exclusiva por parte da empresa detentora da patente, e desse modo, os produtos patenteados são comercializados com alta margem de lucro sobre o preço de venda. Ao final do período de patente, o medicamento pode ser comercializado por outras empresas como medicamentos genéricos, os quais possuem margens menores (REIS et al., 2017).

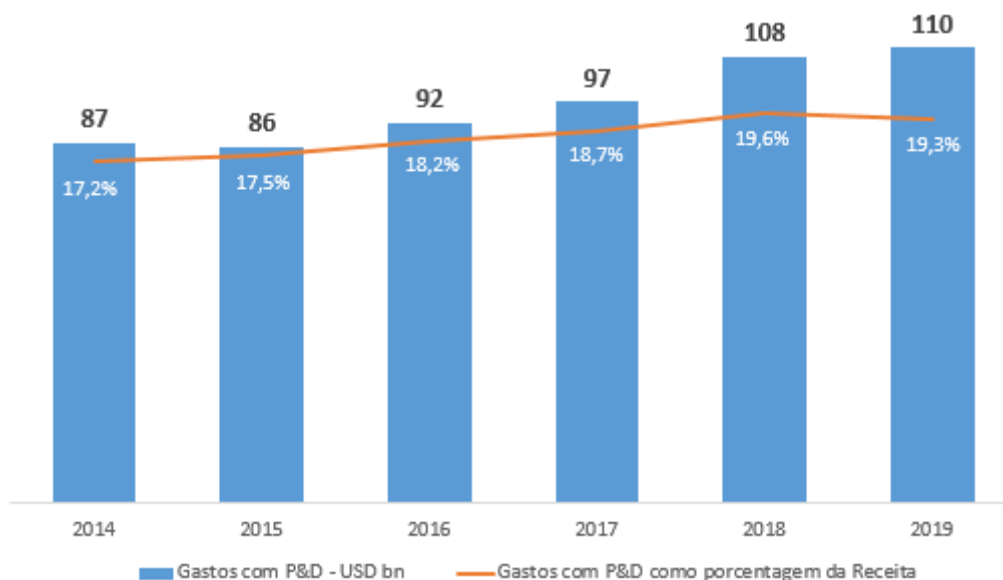
Conforme exposto anteriormente, a indústria farmacêutica brasileira foi muito beneficiada com a regulamentação dos medicamentos genéricos. Conforme Reis et al. (2017), a comercialização de genéricos permitiu o desenvolvimento da capacidade farmacotécnica (estudo da formulação de medicamentos a fim de aumentar a capacidade de absorção do princípio ativo do mesmo) e da formulação em si. Também, proporcionou um crescimento econômico-financeiro e operacional das farmacêuticas brasileiras, de modo que tais companhias pudessem aumentar os investimentos em P&D e inovação, e desse modo patentear medicamentos desenvolvidos em seus laboratórios.

3.2.1. Pesquisa e Desenvolvimento (P&D)

Segundo Bastos (2005), o maciço investimento em P&D é uma característica marcante da indústria farmacêutica. Tal característica é função direta da constante busca por diferenciação através da inovação, expressa pelo desenvolvimento de medicamentos inéditos e melhorados. Tal característica acrescida do sistema de patentes e dos grandes investimentos em marketing constituem uma grande barreira de entrada de novos concorrentes.

O investimento em P&D possui um alto grau de incerteza, e seu retorno é difícil de ser mensurado. Observa-se uma correlação positiva entre lucro e gastos em P&D, de modo que geralmente destina-se uma porcentagem do lucro para tal investimento BEMVINDO (2010). A porcentagem destinada varia de acordo com o segmento que a empresa está inserida, no caso do setor farmacêutico, em termos mundiais, foram gasto, em média, 19,3% da receita líquida com P&D em 2019. O gráfico 2 abaixo exibe os gastos com P&D nos últimos anos das 15 maiores empresas farmacêuticas do mundo.

Gráfico 2– Investimento em P&D das 15 maiores farmacêuticas do mundo



Fonte: IQVIA (2020)

Segundo Reis et al. (2017), o aumento da competição no segmento de genéricos e o crescimento econômico-financeiro das empresas contribuíram para o desenvolvimento das estratégias de inovação por parte das farmacêuticas brasileiras. Tal movimento de inovação é incentivado pelo BNDES, visto que inovação e diferenciação são fatores chave para a competitividade da indústria brasileira em termos mundiais.

De acordo com a Pesquisa de Inovação (Pintec) do IBGE, e citado por Reis et al. (2017), os investimentos em P&D das indústrias farmacêuticas passaram de 0,7% sobre o faturamento em 2005, para 2,2% em 2014, correspondendo a um aumento de 13,6% ao ano.

Apesar do crescente investimento, os recursos destinados a P&D no Brasil são consideravelmente inferiores quando comparados à países líderes do setor, como por exemplo os Estados Unidos, cujo investimento em P&D atingiu o montante de USD 79 bilhões em 2018, segundo dados do *Statista*.

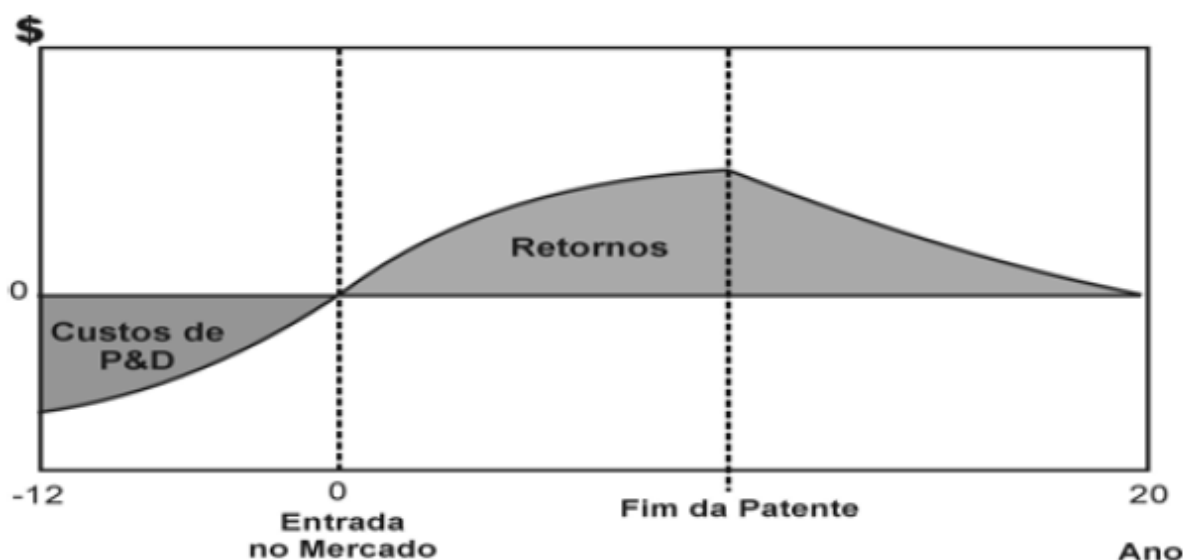
3.2.2. Patentes

Segundo BEMVINDO (2010), a patente visa recompensar os esforços de inovação realizados no desenvolvimento de um novo produto. Tal recompensa é expressa através da exclusividade de utilização da inovação por parte do inventor. Deste modo, a patente é uma forma de incentivar a prática da inovação pelas empresas.

Conforme citado anteriormente, a Lei das Patentes foi promulgada em 1996 (Lei Nº 9.279, de 14 de maio de 1996), e dentre suas disposições, destaca-se a seguinte, presente no artigo 40: “A patente de invenção vigorará pelo prazo de 20 (vinte) anos e a de modelo de utilidade pelo prazo de 15 (quinze) anos contados da data de depósito”. De forma sucinta, a lei estabelece exclusividade de 20 anos em relação à novos produtos e de 15 anos em relação à variações de produtos já existentes.

A figura 3 exibe o comportamento do caixa de uma companhia num processo de inovação tendo como resultado o desenvolvimento de um novo produto patenteado. Os custos de P&D são amortizados ao longo do período de exclusividade de comercialização do produto desenvolvido.

Figura 3– Amortização dos Custos de P&D no período de patente



Fonte: Garcia et al. (2003, apud, Teixeira (2014))

Radaelli (2012) argumenta que o sistema de patentes é essencial para os elevados investimentos em P&D, visto que o direito de exclusividade em relação à comercialização do produto ameniza o risco gerado pela incertezas inerentes aos processos de inovação.

3.2.3. Ciclo de Produção

De forma sucinta, as etapas de produção de um medicamento podem ser expressas a seguir, de acordo com a figura 4.

Figura 4– Etapas de produção de um medicamento



Fonte: Elaborado pelo autor com base em Teixeira (2014)

As etapas de produção de um medicamento são descritas a seguir, conforme exposto por Teixeira (2014).

- Pesquisa e Desenvolvimento: Consiste no desenvolvimento e síntese de novas substâncias químicas, tendo como resultado a descoberta de novos farmoquímicos (substâncias ativas utilizadas na produção dos medicamentos);
- Produção de Farmoquímicos: Consiste na produção dos farmoquímicos descobertos no processo de P&D;
- Dosagem e Formulação Final: Nesta etapa ocorre a produção em si do medicamento final, o qual será encaminhado para os consumidores. É nesta fase que ocorre o acabamento e o envase do medicamento; e
- Marketing e Comercialização: A última etapa do processo compreende as campanhas de marketing, tais como propagandas e amostras grátis, e também a comercialização nos pontos de venda.

É importante salientar que as farmacêuticas brasileiras atuam majoritariamente nas últimas duas etapas. Conforme mencionado anteriormente, nos últimos anos as companhias brasileiras estão direcionando esforços para aumentar a presença nas duas primeiras fases. Entretanto,

apesar de um considerável crescimento recente, as farmacêuticas brasileiras estão distantes das principais farmacêuticas do mundo.

3.2.4. Vertentes do Mercado

O setor farmacêutico pode ser dividido nos seguintes segmentos de atuação, descritos a seguir.

- **Produtos de Prescrição (RX):** São os medicamentos sujeitos à prescrição médica, e são vendidos exclusivamente nas farmácias;
- **Consumer Health (OTC):** Englobam os medicamentos isentos de prescrição médica. São os medicamentos de balcão. Neste segmento, é realizado um grande esforço de marketing a fim de atingir o público;
- **Genéricos e Similares:** Medicamentos reproduzidos utilizando uma droga de referência sob o nome do princípio ativo (genéricos) ou com uma marca própria (similares);
- **Vacinas;**
- **Medicamentos Especiais:** Utilizados em tratamento de doenças raras e complexas. Abrange os segmentos oncológicos e imunológicos.

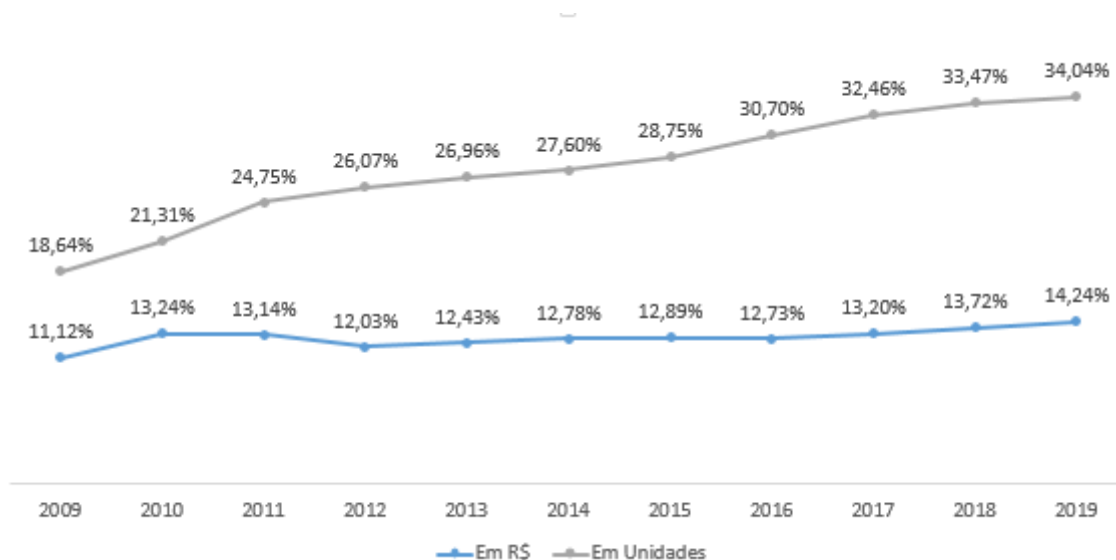
3.2.5. Medicamentos Genéricos

A Lei 9.787, de 10 de fevereiro de 1999, passou a permitir que laboratórios nacionais e estrangeiros produzissem medicamentos com o mesmo princípio ativo de drogas cuja patente já havia expirado (PRADO, 2008, apud, TEIXEIRA, 2014). De acordo com o Valor Econômico (2020), os medicamentos genéricos apresentam um desconto médio de 35% em relação ao medicamento de referência. Em alguns casos, os genéricos chegam a apresentar um desconto de 80%.

Conforme já mencionado, a comercialização de medicamentos genéricos propiciaram um considerável desenvolvimento operacional e econômico-financeiro da indústria farmacêutica nacional. Ao longo dos últimos anos, tal segmento aumentou de forma expressiva sua participação no mercado, conforme expresso no gráfico 3. É importante mencionar a

importante contribuição social e sanitária dos medicamentos genéricos, uma vez que permitiram um maior acesso à medicamentos por parte da população.

Gráfico 3– Participação dos genéricos nas vendas do mercado farmacêutico

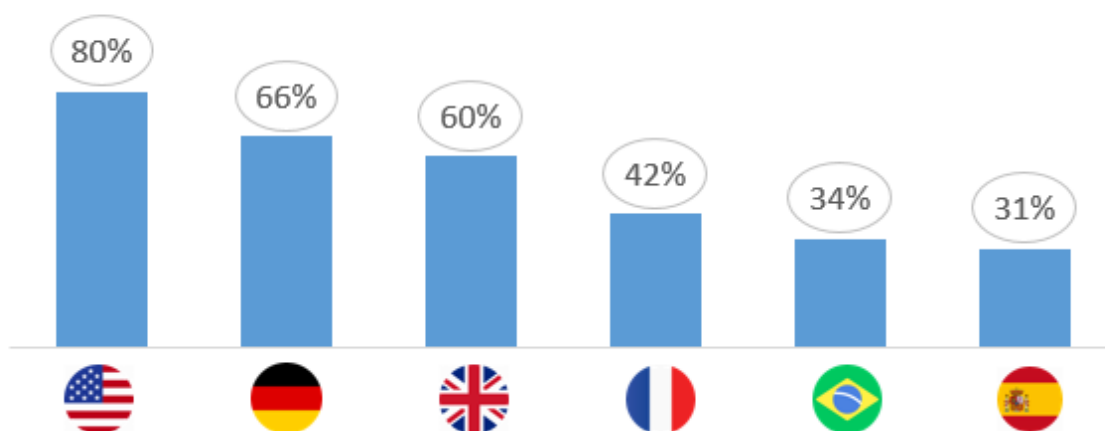


Fonte: Sindusfarma (2020)

Apesar do expressivo crescimento da participação dos medicamentos genéricos, a participação dos genéricos em relação ao total de unidades vendidas é inferior a outros países. Uma das justificativas mais plausíveis para tal panorama é a maturidade do mercado de genéricos. No Brasil, os genéricos existem oficialmente há pouco mais de 20 anos, nos Estados Unidos, por exemplo, o mercado de genéricos possui mais de 50 anos de existência (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS INDÚSTRIAS DE MEDICAMENTOS GENÉRICOS).

O gráfico 4 exibe a participação do número de unidades vendidas de genéricos em relação a quantidade total comercializada.

Gráfico 4– Participação dos genéricos em relação à unidades vendidas

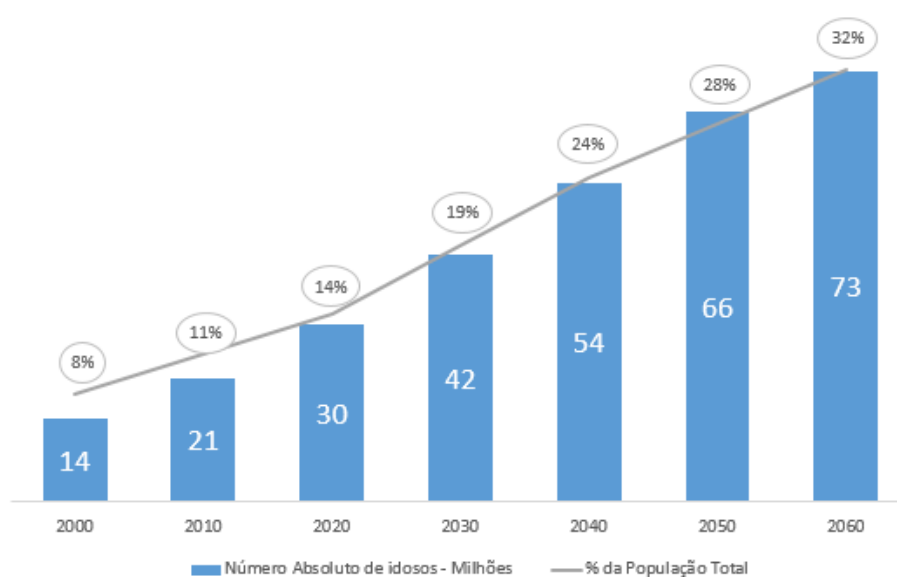


Fonte: Associação Brasileira das Indústrias de Medicamentos Genéricos

3.2.6.O aumento da expectativa de vida e sua importância para o setor

Segundo dados do IBGE, a população de idosos no Brasil em 2060 será próximo a 73 milhões de pessoas. O gráfico 5 representa a projeção para o crescimento da população idosa no Brasil a cada década até 2060.

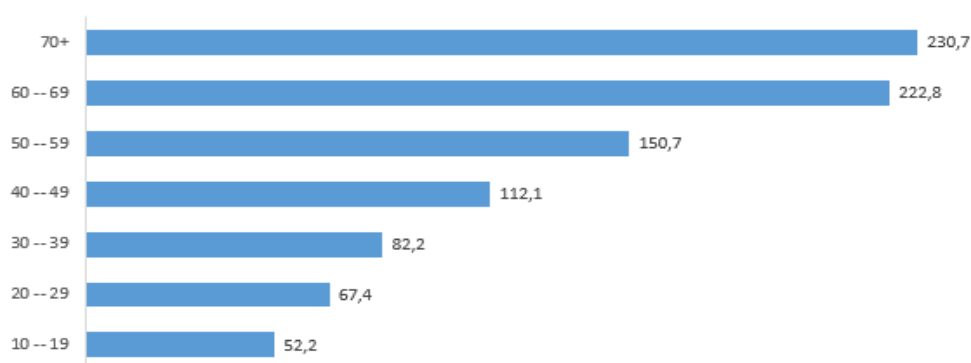
Gráfico 5– Projeção da população de idosos até 2060



Fonte: IBGE

O expressivo aumento da expectativa de vida e o consequente aumento da população total de idosos elevará os gastos com medicamentos. A fim de embasar o que foi exposto anteriormente, o gráfico 6 expressa as despesas com medicamentos de prescrição em função da faixa etária.

Gráfico 6 – Despesa mensal com medicamentos de prescrição (R\$ / família)



Fonte: IBGE

3.3 Dados do Setor

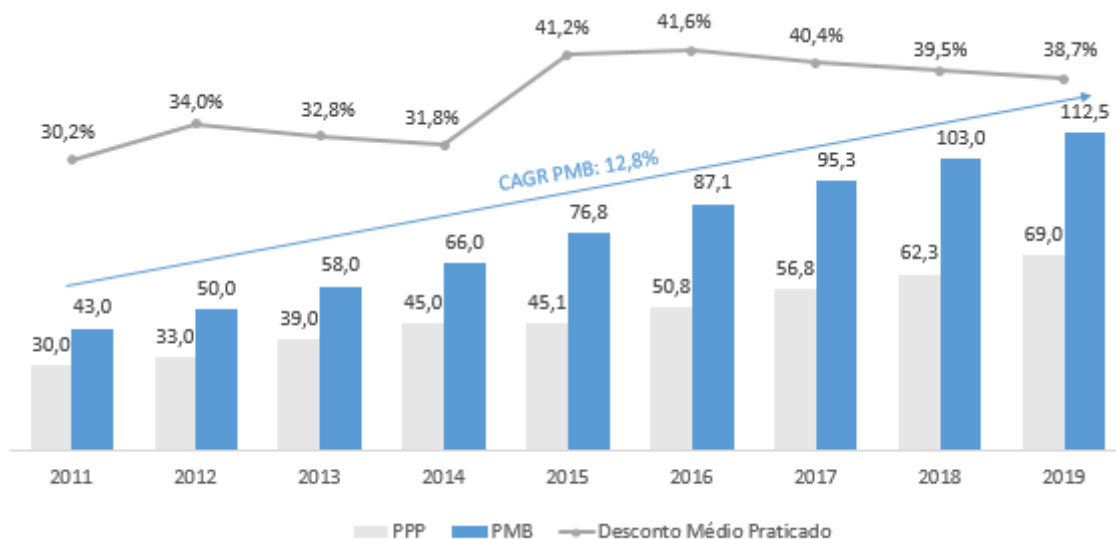
A seguir serão apresentados diversos dados do desempenho do setor farmacêutico ao longo dos últimos anos, tais como faturamento das indústrias, volume de exportação e importação do setor, carga tributárias e outros dados relevantes para a descrição do setor.

3.3.1 Faturamento do setor

A indústria farmacêutica apresentou um expressivo crescimento nos últimos anos. É importante mencionar as duas metodologias utilizadas pelo IQVIA para expressar o volume das vendas em termos financeiros. A primeira metodologia é a PMB (*Pharmaceutical Market Brazil*), a qual considera o montante das vendas sem levar em consideração descontos oferecidos pelas indústrias. A segunda metodologia é a PPP (*Pharmacy Purchase Price*), a qual considera o valor das vendas para as farmácias, levando em consideração os descontos oferecidos pelas indústrias.

O gráfico 7 expressa os valores comercializados segundo as duas metodologias citadas anteriormente e também expressa o desconto médio praticado.

Gráfico 7 – Faturamento das indústrias farmacêuticas e desconto médio (R\$ bn)

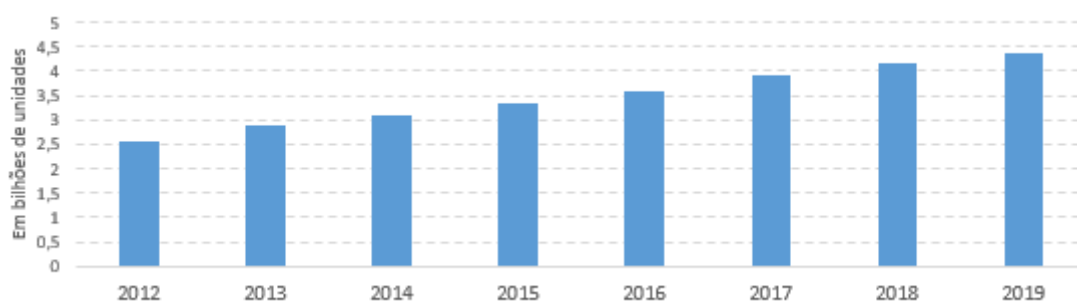


Fonte: Sindusfarma (2020) e Profarma (2016)

3.3.2. Número de Caixas de medicamentos vendidas

O gráfico 8 expressa o expressivo crescimento do número de caixas de medicamentos comercializadas ao longo dos últimos anos. Em 2019, foram vendidas cerca de 4,4 bilhões de caixas de medicamento.

Gráfico 8 – Número de caixas de medicamentos comercializadas

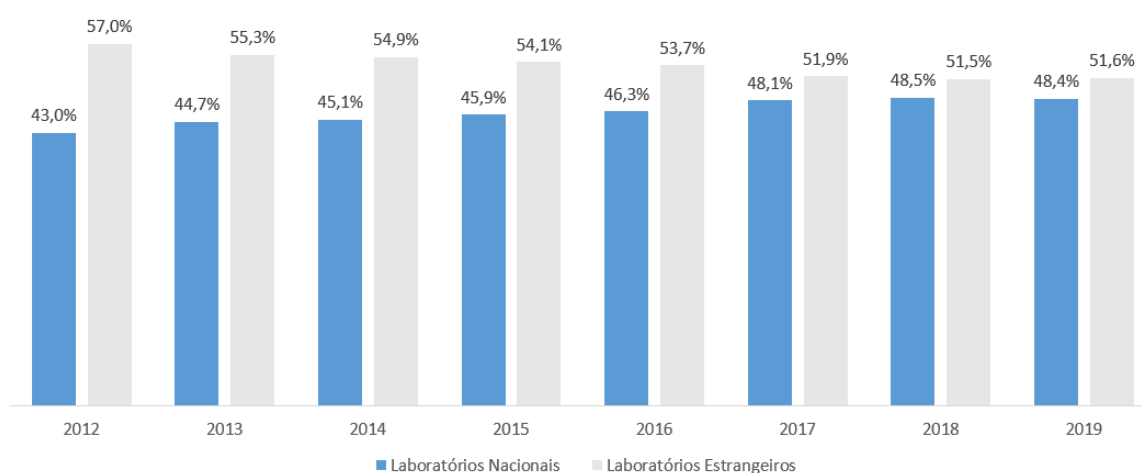


Fonte: Sindusfarma (2020)

3.3.3. Participação laboratórios nacionais e estrangeiros

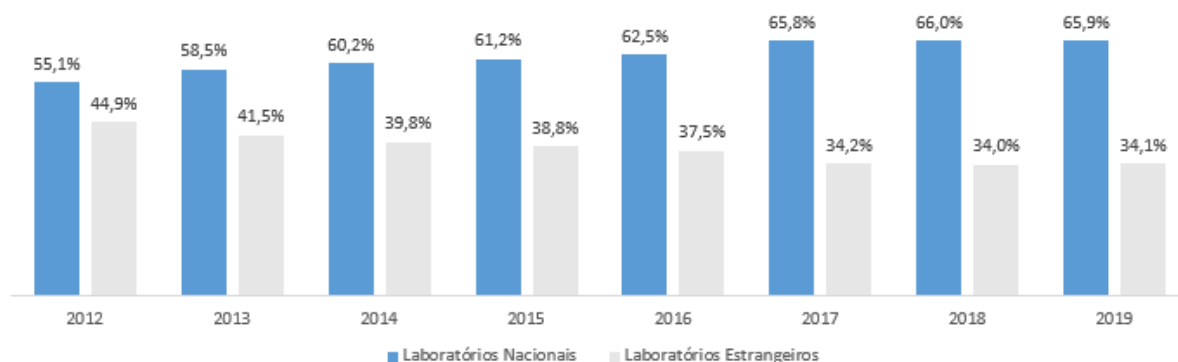
Segundo dados do Sindusfarma (2017), existem cerca de 492 indústrias farmacêutica no Brasil, das quais 369 são de origem nacional e 123 são multinacionais. Conforme citado anteriormente, as grandes multinacionais farmacêuticas investem mais em P&D, e dessa forma comercializam medicamentos cujas margens de lucro são consideravelmente maiores que os medicamentos genéricos, os quais constituem uma parcela considerável do faturamento das empresas nacionais. O gráfico 9 exibe a proporção entre empresas estrangeiras e brasileiras em relação ao faturamento total do setor, enquanto o gráfico 10 exibe a participação das farmacêuticas nacionais e estrangeiras em relação as caixas de medicamentos vendidas.

Gráfico 9 – Participação percentual das farmacêuticas nas vendas (PPP)



Fonte: Sindusfarma (2020)

Gráfico 10 – Participação percentual das farmacêuticas nas vendas em unidades



Fonte: Sindusfarma (2020)

A partir dos gráficos 9 e 10 é possível estimar o valor médio da caixa de medicamento dos laboratórios nacionais e estrangeiros. Levando em consideração o ano de 2019, e contabilizando as vendas segundo a metodologia PPP, o valor médio da caixa de medicamento da indústria nacional é de R\$ 11,52, enquanto em relação a indústria estrangeira é de R\$ 23,73.

3.3.4.O mercado brasileiro em relação ao mundo

Segundo dados do IQVIA (2019), disponível no relatório *IQVIA Market Prognosis Global*, o mercado farmacêutico mundial movimentou uma quantia próxima à USD 1,2 trilhão em 2018, com expectativa de atingir USD 1,5 trilhão em 2023. Em relação aos números de 2018, o Brasil ocupava a sétima colocação no ranking dos maiores mercados farmacêuticos do mundo, com expectativa de atingir a quinta colocação em 2023. O ranking dos maiores mercados farmacêuticos do mundo pode ser visto no quadro 6.

Quadro 6 – Ranking dos maiores mercados farmacêuticos

	2013	2018	2023 - Esperado
1°	Estados Unidos 	Estados Unidos 	Estados Unidos 
2°	China 	China 	China 
3°	Japão 	Japão 	Japão 
4°	Alemanha 	Alemanha 	Alemanha 
5°	França 	França 	Brasil 
6°	Itália 	Itália 	Itália 
7°	Reino Unido 	Brasil 	França 
8°	Brasil 	Reino Unido 	Reino Unido 
9°	Espanha 	Espanha 	Índia 
10°	Canadá 	Canadá 	Espanha 

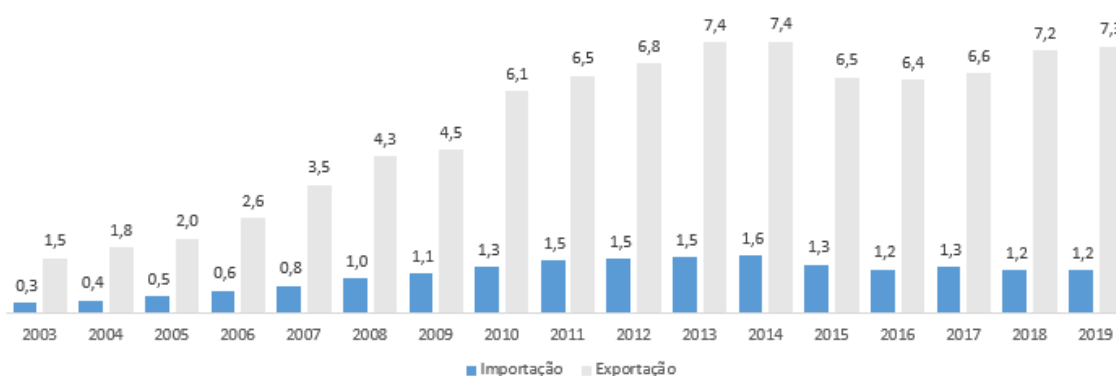
Fonte: IQVIA (2019)

3.3.5. Balança Comercial

As exportações do mercado farmacêutico brasileiro totalizaram aproximadamente USD 1,2 bilhão em 2019, uma redução de 0,29% em relação à 2018. Por outro lado, as importações apresentaram um crescimento de 1,5% em relação à 2018, totalizando USD 7,3 bilhões. (SINDUSFARMA, 2020).

O segmento farmacêutico foi responsável por 0,53% e 7,30% das exportações e importações totais do Brasil, respectivamente, no ano de 2019, de acordo com Sindusfarma (2020). O gráfico 11 exibe a balança comercial do setor desde 2003.

Gráfico 11 – Balança Comercial do Setor Farmacêutico (USD bilhão)

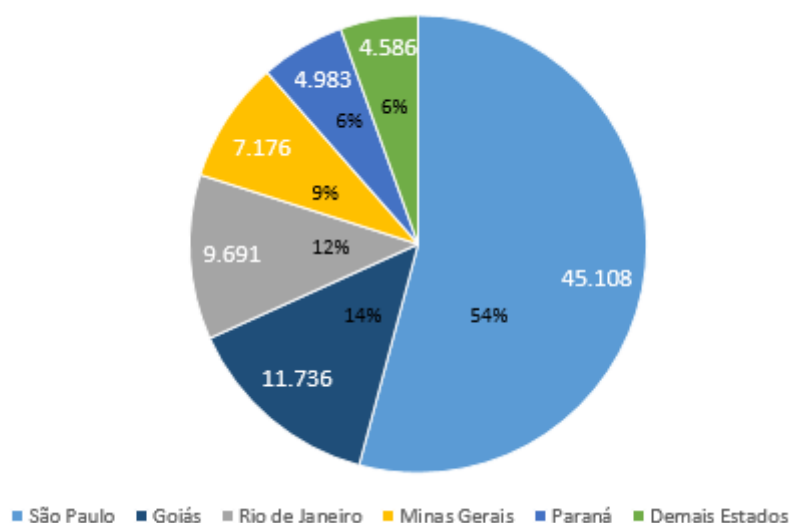


Fonte: Sindusfarma (2020)

3.3.6. Geração de Empregos

O setor é de extrema importância para a sociedade sob diversos aspectos, entre os quais, o setor industrial farmacêutico é um grande gerador de empregos no Brasil. De acordo com dados do Ministério da Economia, o número total de empregos no setor era de 83.280 em 31 dezembro de 2018 (SINDUSFARMA, 2020). A subdivisão do total de empregos por estado é expressa pelo gráfico 12.

Gráfico 12 – Número de empregados por unidades da Federação



Fonte: Sindusfarma (2020)

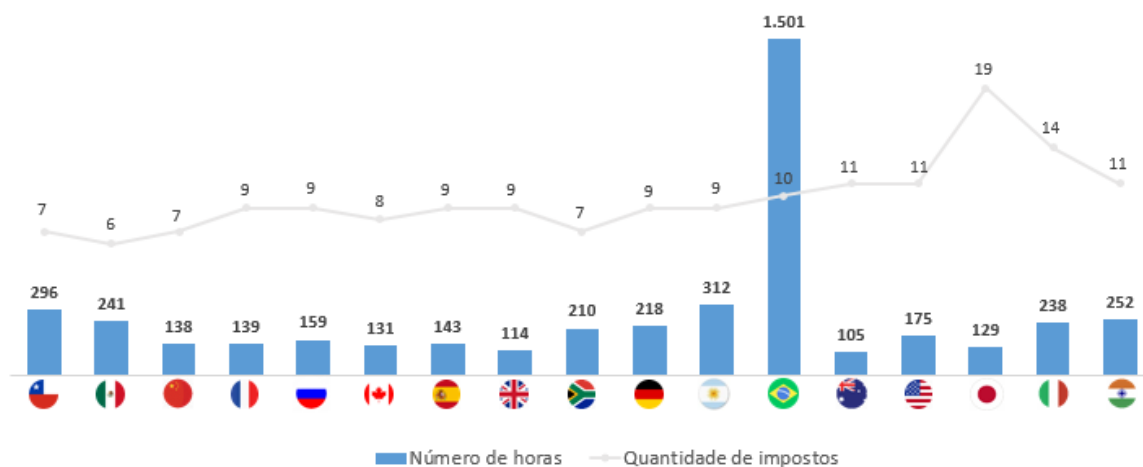
3.3.8. Carga Tributária

“O Brasil possui atualmente uma das maiores cargas tributárias do mundo, atingindo quase 40% do Produto Interno Bruto (PIB) e elevando, dessa forma, o custo dos produtos e serviços nele produzidos. Na recente história do Brasil, os governos, de uma maneira geral, têm adotado medidas que elevaram a carga tributária. Os impostos transformados em receitas são os recursos necessários aos governos para o alcance dos objetivos públicos.” (LIMA & REZENDE, 2017, P. 1)

De fato, a elevada carga tributária no Brasil é consequência de um estado inchado e ineficiente, o qual não consegue alocar os recursos de maneira assertiva a fim de prover condições de desenvolvimento econômico e social para sua população no longo prazo.

Segundo o relatório “*Paying Taxes 2020*”, realizado pela *PriceWaterhouseCoopers* (PWC) e pelo *World Bank Group*, o Brasil é o país que apresenta o maior número de horas necessárias para cumprir as obrigações tributárias. Uma comparação do Brasil com outros países pode ser vista através do gráfico 13.

Gráfico 13 – Número gasto de horas para cumprir obrigações tributárias e número total de impostos

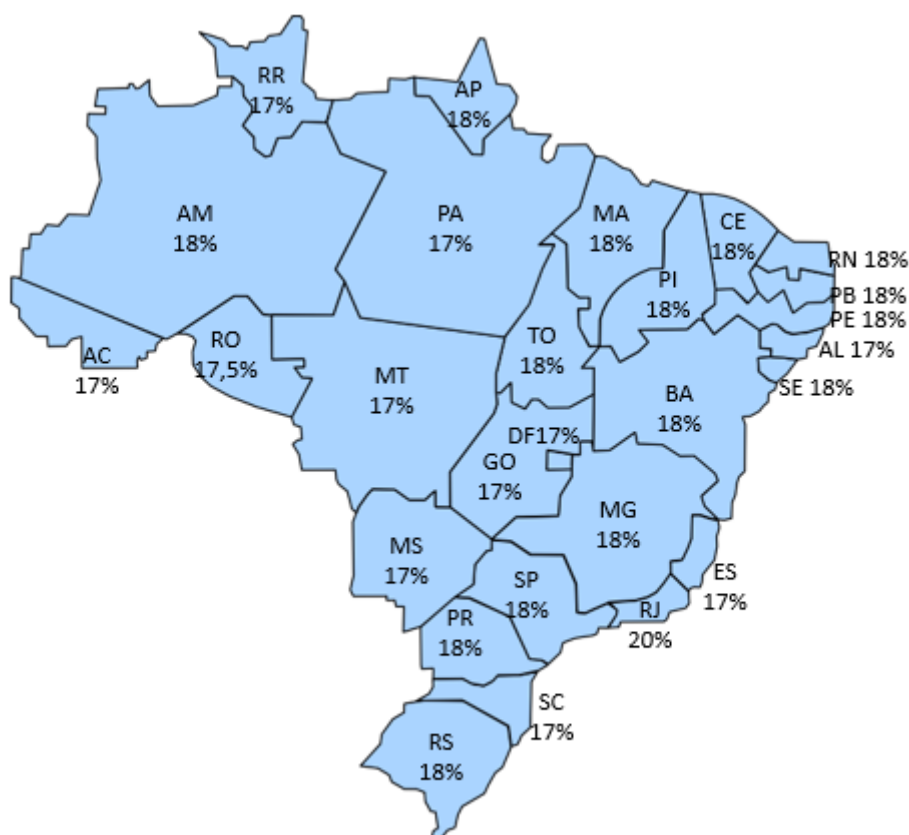


Fonte: PWC e World Bank Group (2020)

3.3.8.1. Carga Tributária no setor farmacêutico

O setor farmacêutico brasileiro apresenta uma elevada carga tributária, sendo o Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) um dos mais significativos. Tal imposto varia de acordo com cada unidade federativa, conforme expresso pela figura 5. É importante mencionar que nos estados de São Paulo e Minas Gerais há um incentivo para o consumo de medicamentos genéricos, expressos pela redução da alíquota de ICMS sobre tais medicamentos de 18% para 12%.

Figura 5 – Alíquota de ICMS sobre medicamentos por Unidade Federativa

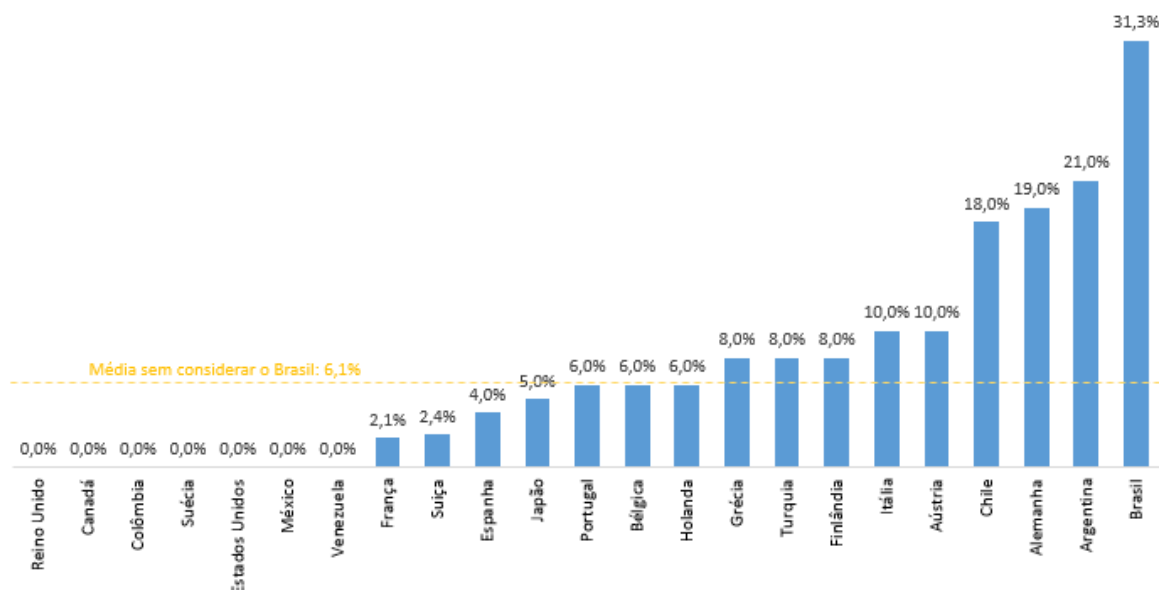


Fonte: Sindusfarma (2020)

Michelli et al. (2019) argumentam sobre o problema de equidade no acesso a medicamentos no Brasil, apesar de algumas políticas públicas, como a Farmácia Popular. Segundo os autores, a elevada incidência de tributos sobre medicamentos, principalmente do ICMS, aumenta consideravelmente o preço de comercialização dos mesmos, de modo que uma considerável parcela da população não consiga ter acesso a alguns medicamentos, principalmente os de maior valor agregado e que não se enquadram nos programas assistencialistas do Ministério da Saúde. Em termos totais, a incidência de impostos sobre medicamentos no Brasil é de 31,3%, cerca de 5 vezes maior que a média mundial.

O gráfico 14 exibe a alíquota total sobre medicamentos em alguns países selecionados.

Gráfico 14 – Alíquota total de impostos sobre medicamentos



Fonte: Sindusfarma (2020)

3.4 Regulação

O setor farmacêutico possui uma rígida regulação, dado a importância e impacto do setor para toda a sociedade. Os órgãos reguladores atuantes, supervisionados pelo ministério da saúde, têm diversas funções e obrigações, abrangendo questões referentes à regulação de preços, liberação de medicamentos e inspeções no geral. Podemos citar dois importantes órgãos reguladores, a Agência Nacional de Vigilância Sanitária (Anvisa) e a Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos (CMED), os quais serão descritos a seguir.

3.4.1. Agência Nacional de Vigilância Sanitária (Anvisa)

A Anvisa, criado pela Lei N° 9.782, de 26 de janeiro de 1999, é uma autarquia sob regime especial, cuja função máxima é zelar pela saúde da população brasileira por meio do controle sanitário da produção de diversos produtos, entre eles medicamentos e alimentos. Também, é responsável pelo controle sanitário de insumos, processos e tecnologias relacionados à tais produtos. É um órgão essencial para o setor farmacêutico, visto que tem

poder para impedir a utilização de determinado insumo, e até mesmo barrar a comercialização de determinado medicamento. Dentre todas suas atribuições, podemos elencar as seguintes.

- Fiscalizar medicamentos, alimentos e produtos relacionados à saúde da população;
- Definir limites de concentração de substâncias tóxicas, tais como metais pesados, na composição de produtos;
- Autorizar a produção e comercialização de produtos através da concessão de registros;
- Fiscalizar e monitorar os elementos que possam impactar os serviços de saúde, tais como preços de medicamentos, insumos de produção e outros.

3.4.2. Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos (CMED)

A CMED é um órgão interministerial, criado em 2003, com a função de regular a precificação de medicamentos no Brasil. Dentre as inúmeras atribuições pelas quais a CMED é responsável, podemos citar as seguintes:

- Estabelecer políticas acerca da regulação econômica do mercado de medicamentos;
- Estabelecer parâmetros e critérios para os ajustes de preços de medicamentos;
- Aprovar preços de comercialização sugeridos pelas indústrias; e
- Monitorar o mercado de medicamentos como um todo.

3.4.2.1. Expressão para o reajuste de preços de medicamentos

De acordo com a Lei 10.742, de 6 de outubro de 2003, artigo 4º, parágrafo 1º, “o ajuste de preços de medicamentos será baseado em modelo de teto de preços calculado com base em um índice de preços, em um fator de produtividade e em um fator de ajuste de preços relativos intra-setor e entre setores”. Em complemento, o parágrafo 3º estabelece o seguinte: “o fator de produtividade, expresso em percentual, é o mecanismo que permite repassar aos consumidores, por meio dos preços dos medicamentos, projeções de ganhos de produtividade das empresas produtoras de medicamentos”

Conforme citado por Rocha&Souza (2011), a Câmara de Regulação de Mercado de Medicamentos (CMED) estabeleceu, em 27 de fevereiro de 2004, a expressão representa pela equação 24 para reajuste de preços dos medicamentos.

Equação 24 – Expressão utilizada no reajuste de preços dos medicamentos

$$VPP = IPCA - X + Y + Z$$

Fonte: Elaborado pelo autor

Onde:

- VPP: Variação percentual permitida no preço de comercialização do medicamento
- IPCA: Taxa de inflação dada pela variação do IPCA
- X: Fator de Produtividade
- Y: Fator de Ajustes de preços relativos
- Z: Fator de ajuste de preços relativos intrasetores

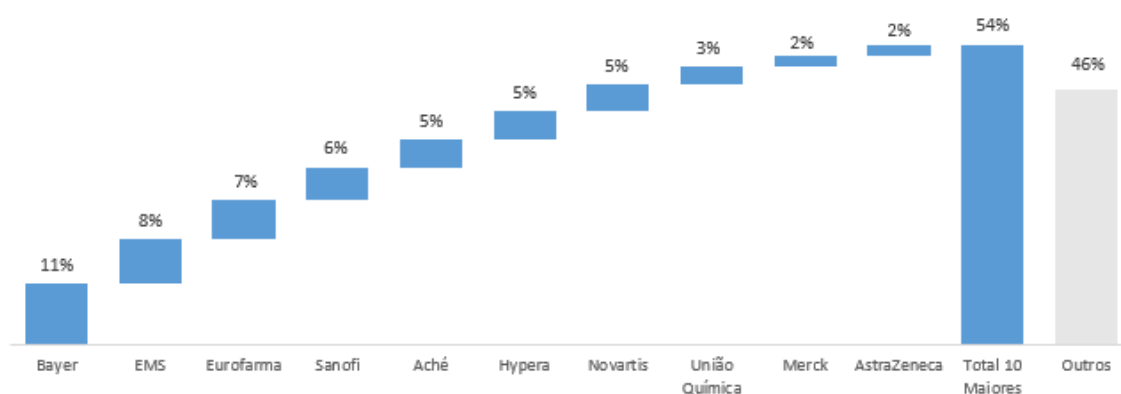
3.5 Dinâmica Competitiva

O setor farmacêutico brasileiro possui uma dinâmica competitiva caracterizada pelo domínio do mercado por alguns grandes laboratórios, característica que enquadra o setor brasileiro como um oligopólio diferenciado.

Em relação ao ano de 2019, os dez maiores laboratórios presentes no Brasil foram responsáveis por 54% da receita total (PPP) do setor. O gráfico 15 exibe o *market share* de cada laboratório, levando em consideração a receita líquida de cada empresa em relação à receita total do setor de acordo com a metodologia PPP.

A Hypera Pharma teve 5% de participação na receita líquida do mercado farmacêutico. Segundo projeções do banco suíço *Credit Suisse* (2020), a participação da Hypera tende a atingir 9% do mercado farmacêutico, como consequência, principalmente, das aquisições da Takeda e Buscopan.

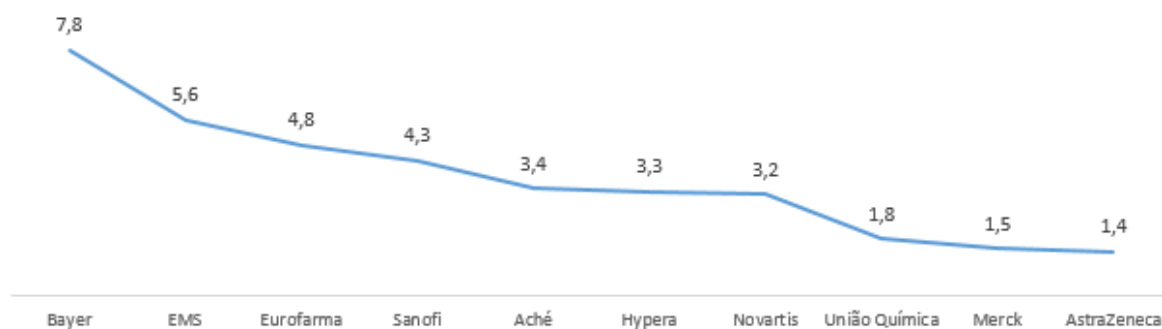
Gráfico 15 – Participação no mercado farmacêutico



Fonte: Elaborado pelo autor

As dez maiores indústrias foram responsáveis por uma receita líquida total de R\$ 37,1 bilhões, em relação a um total de R\$ 69 bilhões de todo setor. O gráfico 16 expressa a receita líquida do ano de 2019 das dez maiores empresas do segmento.

Gráfico 16 – Receita Líquida de 2019 das maiores farmacêuticas



Fonte: Elaborado pelo autor

4. Análise da Empresa

O presente capítulo busca apresentar e descrever a companhia. Para tal, inicialmente o autor discorreu acerca dos principais eventos que moldaram a história da companhia. Na sequência apresentou os principais integrantes da gestão da empresa, bem como sua estrutura acionária. Posteriormente foram elencadas diversas informações acerca da companhia, com destaque para o crescente investimento em pesquisa e desenvolvimento (P&D).

Assim como o capítulo 3, o presente capítulo foi fundamental para o desenvolvimento do modelo financeiro, visto que ao realizar uma profunda análise sobre a empresa, o autor teve condições de adotar premissas condizentes com a realidade da empresa.

4.1 Histórico

A Hypera Pharma é uma das maiores empresas do setor farmacêutico brasileiro, com presença significativa nos segmentos de produtos de prescrição médica, medicamentos isentos de prescrição e medicamentos genéricos e similares.

A companhia foi fundada em 2001, sob o nome Hypermarchas. No início de sua operação atuava nos segmentos de higiene pessoal, limpeza e alimentos. O início de sua atuação no segmento farmacêutico ocorreu em 2007, ao adquirir a companhia DM Indústria Farmacêutica. Em 2008, a empresa realizou seu IPO (*Initial Public Offering*), o que trouxe caixa para a empresa fazer uma série de aquisições e consolidar-se no setor. Entre as aquisições, destacam-se a aquisição da Farmasa e do grupo Bozzano em 2008, da Neo Química em 2009 e da Mantecorp em 2011.

Em 2012 criou a Joint-Venture Bionovis S.A. (Companhia Brasileira de Biotecnologia Farmacêutica) em conjunto com outros laboratórios nacionais. A joint-venture atua no desenvolvimento de produtos biotecnológicos.

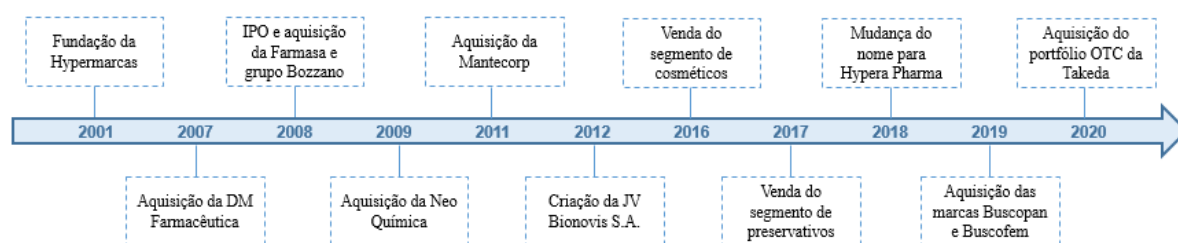
Com o intuito de focar sua operação no segmento farmacêutico, vendeu as operações de cosmético e de preservativos, em 2016 e 2017, respectivamente. Em 2018, o nome da companhia foi alterado, passou de Hypermarchas S.A. para Hypera Pharma.

A Hypera fez importantes movimentos no anos de 2019 e 2020, os quais trarão sólidos resultados para a companhia. Adquiriu as marcas Buscopan e Buscofem junto a farmacêutica

européia Boehringer Ingelheim, por R\$ 1,3 bilhão. Em março de 2020, adquiriu o portfólio de medicamentos isentos de prescrição (OTC) da *Takeda Pharmaceutical International* por USD 825 milhões (R\$ 3,7 bilhões). Tal aquisição colocou no portfólio da Hypera medicamentos como Neosaldina e Dramin. A companhia estima que as sinergias resultantes das aquisições gerarão um aumento de R\$ 265 milhões no EBITDA para o ano de 2021.

A figura 6 exibe o histórico da companhia de forma resumida através de uma linha do tempo.

Figura 6 – Histórico Hypera Pharma



Fonte: Elaborado pelo autor

4.2 Governança Corporativa

O quadro 7 exibe o nome, cargo e o resumo da biografia dos principais indivíduos que compõem a diretoria estatutária da companhia. Adicionalmente, está exposto as mesmas informações acerca do presidente do conselho de administração.

Quadro 7 – Diretoria Estatutária e Presidente do Conselho de Administração

Nome	Cargo	Biografia Resumida
Breno de Oliveira	CEO	Com expressiva carreira no mercado financeiro, o Sr. Breno iniciou sua carreira no banco Bozzano, Simonsen, em 1997. Posteriormente atuou em diversas áreas do mercado, incluindo gestão de recursos e análise de investimentos. É formado em administração pela FGV e possui MBA pela universidade de Chicago.
Adalmario do Couto	CFO e Diretor de RI	Formado em administração de empresas pela FGV e detentor da certificação CFA, o Sr. Adalmario possui uma sólida carreira no mercado financeiro, tendo trabalhado no HSBC.
Luiz Eduardo Clavis	VP de Vendas e Marketing	Engenheiro Civil pela UFMG, possui MBAs pela FGV, Ibmecc e Kellogg. Ingressou na companhia em 2012, como diretor executivo de vendas da antiga divisão de consumo. Em 2017 assumiu a função de diretor geral da unidade de negócios da consumer health, cargo que ocupou até abril 2018, quando passou a ser o Vice-Presidente de vendas e marketing.
Rafael Batista	Diretor Estatutário	Contratado em 2018, o Sr. Rafael possui mais de doze anos de experiência no mercado financeiro, tendo trabalhado no Banco Santander e Banco Votorantim. É formado em engenharia pelo Centro Universitário do Instituto Mauá de Tecnologia e possui MBA pela FGV.
Vivian Angiolucci	Diretora de Projetos Estratégicos	Engenheira de produção pela Escola Politécnica de Torino e MBA pela Harvard Business School, a Sra. Vivian foi associate principal na McKinsey. Ingressou na Hypera Pharma em 2013 como diretora de planejamento estratégico, posteriormente atuou como diretora executiva de operações antes de ser nomeada diretora de projetos estratégicos.
Álvaro Link	Presidente do Conselho	Sr. Álvaro possui uma expressiva carreira no mercado financeiro, tendo atuado como VP de investment banking na Goldman Sachs de Nova York. Atualmente é diretor da MC Capital Group e membro do conselho de administração da Universo Online S.A.. É formado em contabilidade pela Universidade de la Republica no Uruguai, e possui MBA pela Graduate School of Business da Stanford University

Fonte: Hypera Pharma

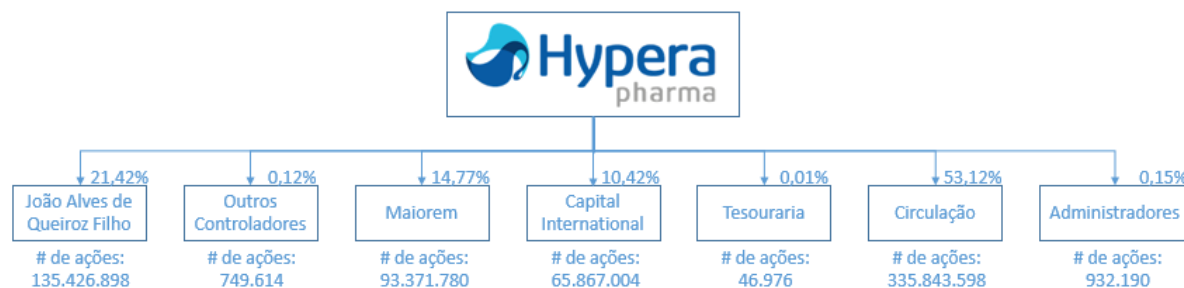
Adicionalmente, é importante citar a existência de um conselho fiscal e um comitê de auditoria estatutário.

4.3 Estrutura Acionária

O fundador da companhia, João Alves de Queiroz Filho, possui uma participação considerável na companhia, totalizando pouco mais de 21% do capital social total, conferindo ao fundador um considerável poder de decisão acerca dos rumos da companhia. 53,12% das ações da companhia estão em circulação no mercado (*free float*) e cerca de 10% são de propriedades de fundos de investimentos internacionais, entre os quais está a BlackRock, a maior gestora de ativos do mundo com aproximadamente USD 7,4 trilhões de ativos sob gestão, com participação total na companhia de aproximadamente 5%.

A composição acionária está exposta de forma detalhada na figura 7

Figura 7 – Composição Acionária



Fonte: Hypera Pharma

4.4 Linhas de Receita (Segmentos de atuação)

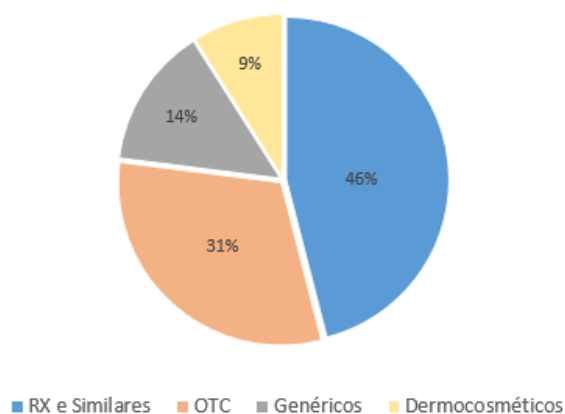
A organização se organiza em três grande unidades de negócios, segundo a própria Hypera, descritos abaixo.

- **Produtos de Prescrição (RX):** Com a marca Mantecorp Farmasa, atua no segmento de cuidados básicos, tendo em seu portfólio marcas de destaque no mercado, tais como Predsim, Maxsulid, Mioflex-A e outras. Possui outra marca dentro do segmento de prescrição, a Mantecorp Skincare, cujo foco de atuação é no ramo de dermocosméticos. Essa unidade de negócio conta com uma robusta equipe para visitas médicas, totalizando cerca de 200 mil visitas mensais a médicos por todo território nacional.
- **Consumer Health (OTC):** De acordo com dados do IQVIA, a Hypera é líder de mercado nesse segmento. Em seu portfólio estão inclusas marcas consolidadas como Benegrip, Coristina d, Engov, Epocler e Estomazil. Esse segmento também inclui adoçantes e suplementos vitamínicos, com marcas como Biotônico Fontoura e Zero-Cal.
- **Similares e Genéricos:** Através da marca Neo Química, a companhia está entre os líderes de mercados no segmento de medicamentos genéricos e é líder de mercado no segmento de medicamentos similares, segundo dados do IQVIA. De acordo com pesquisa da MillwardBrown, a os produtos da Neo Química são utilizados por mais de 80% dos brasileiros. As marcas Torsilax, Neosoro e Doralgina são alguns entre inúmeros exemplos de marcas desse segmento.

É válido mencionar que desde 2017 a companhia não apresenta a receita líquida por segmento do mesmo modo em que as unidades de negócios estão organizadas. Em relação ao

ano de 2019, a empresa apresentou a participação de cada segmento em relação à receita líquida do seguinte modo.

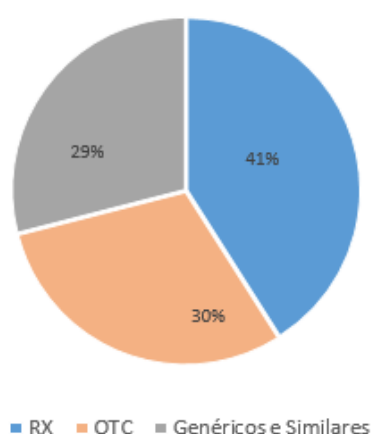
Gráfico 17 – Participação de cada segmento em relação à receita líquida de 2019



Fonte: Hypera Pharma

Conforme mencionado anteriormente, 2017 foi o último ano em que a empresa apresentou a participação de cada segmento em relação à receita líquida total do mesmo modo em que as unidades de negócios estão organizadas.

Gráfico 18 – Participação de cada unidade de negócio em relação à receita líquida de 2017



Fonte: Hypera Pharma

É válido ressaltar, que ao longo de 2018 e 2019, a participação de cada unidade de negócio em relação à receita líquida total não sofreu grandes variações, mantendo-se próximo de uma

média em que os medicamentos de prescrição (RX) são responsáveis por 40%, OTC e Genéricos e Similares por 30% cada.

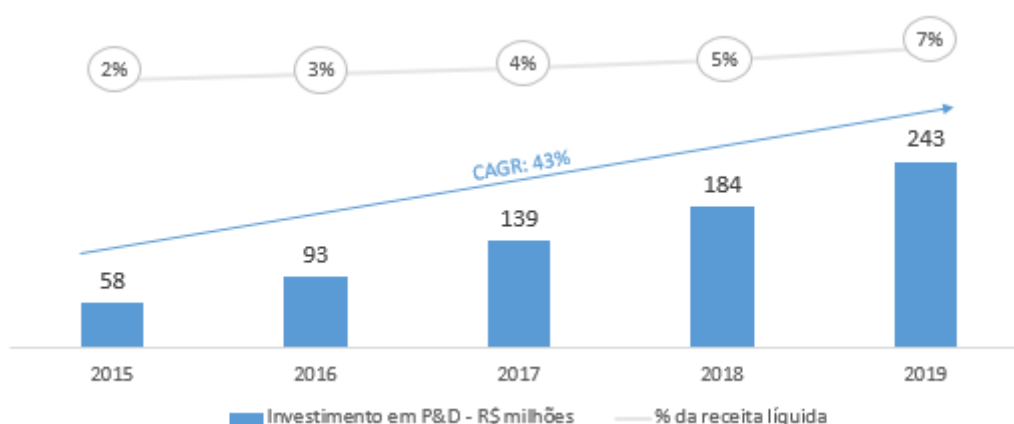
4.5 Investimentos em P&D

No capítulo 3 do presente trabalho, foi ressaltada a importância da pesquisa e desenvolvimento no segmento farmacêutico. Conforme mencionado, a P&D é o alicerce para desenvolvimento de medicamentos inovadores, os quais trarão significativos ganhos financeiros para a companhia.

Os investimentos em P&D cresceram significativamente nos últimos anos, superando a marca de R\$ 240 milhões em 2019. Parte desse valor foi direcionado para a expansão do Hynova, o centro de inovação da Hypera Pharma, o qual ampliou sua capacidade e contratou 330 pessoas destinadas à inovação. Encerrou o ano de 2019 com cerca de 390 projetos de inovação em seu pipeline.

O gráfico 19 exibe o investimento em P&D da Hypera Pharma ao longo dos últimos anos.

Gráfico 19 – Investimento em P&D – R\$ milhões

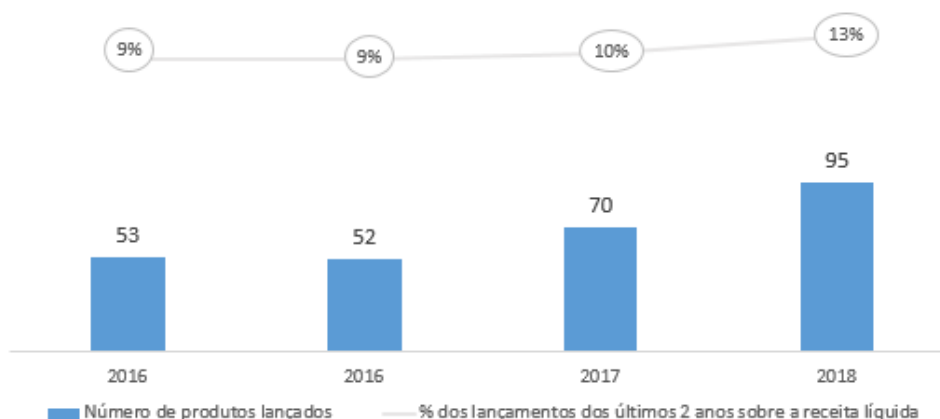


Fonte: Hypera Pharma

Os contínuos e progressivos investimentos em pesquisa e desenvolvimento trouxeram bons resultados para a companhia. Somente em 2019, 95 novos produtos entraram para o portfólio da companhia. É importante salientar que os novos produtos lançados pela Hypera Pharma tiveram um bom desempenho em relação as vendas, contribuindo significativamente

para o faturamento da companhia. O gráfico 20 expressa o número de produtos lançados por ano, bem como a participação dos produtos lançados nos últimos dois anos em relação a receita líquida do ano explicitado.

Gráfico 20 – Lançamento de novos produtos

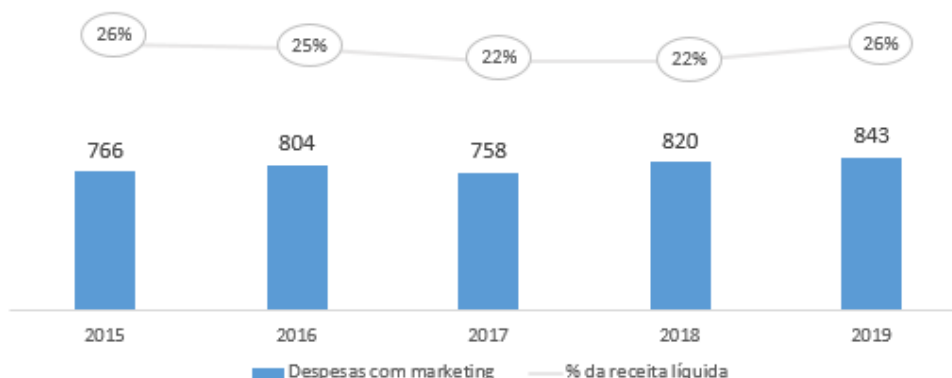


Fonte: Hypera Pharma

4.6 Despesas com Marketing

Ferst (2013) cita a importância do marketing no segmento farmacêutico e sua relevante participação na estrutura de custos das indústrias. De fato, a indústria farmacêutica possui uma elevada despesa com marketing. De 2015 a 2019, as despesas com marketing foram em média 24% da receita líquida total, conforme gráfico 21. É extremamente comum publicidades de medicamentos em horário nobre da televisão e em eventos esportivos, uma estratégia de marketing a fim de expor para o público seus produtos, especificamente a linha de genéricos e de OTC. A estratégia adotada em relação ao medicamentos de prescrição (RX) consiste na visita à consultórios, onde os medicamentos são apresentados aos médicos que irão prescreve-los aos pacientes.

Gráfico 21 – Despesas de marketing – R\$ milhões



Fonte: Hypera Pharma

4.6.1. Aquisição do *naming rights* da Arena Corinthians

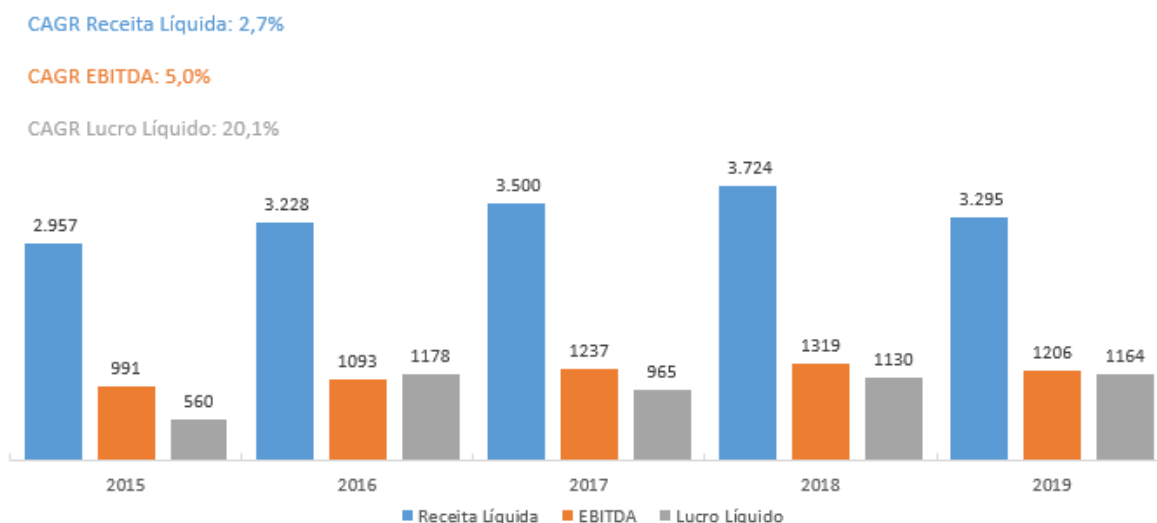
Em setembro de 2020, a Hypera Pharma fechou um acordo de patrocínio de *naming rights* (direito de nomenclatura exclusiva de arena esportiva) da Arena Corinthians, alterando seu nome para Neo Química Arena. A companhia desembolsará um total de R\$ 300 milhões, divididos em parcelas anuais de igual valor, por um prazo de 20 anos. Além do direito de nomenclatura, a Hypera tem o direito de realizar shows e eventos no estádio de acordo com as cláusulas contratuais.

De acordo com a companhia, ao adquirir os *naming rights* do estádio do Sport Club Corinthians Paulista, aumentará a visibilidade e repercussão de suas marcas, especialmente da Neo Química, uma vez que o clube é protagonista no cenário futebolístico nacional e possui mais de 30 milhões de torcedores.

4.7 Destaques Financeiros

A fim de demonstrar a solidez e robustez financeira da companhia, o gráfico 22 exibe a receita líquida, EBITDA e lucro líquido da companhia nos últimos anos, bem como o CAGR entre 2015 e 2019 de cada resultado.

Gráfico 22 – Destaques Financeiros



Fonte: Hypera Pharma

Nos últimos anos a companhia apresentou um crescimento anual composto (CAGR) da receita líquida de 2,7% entre os anos de 2015 e 2019. Nota-se um CAGR maior em relação ao EBITDA, de 5% no período apresentado, representando uma significativa melhoria da eficiência operacional da Hypera. Por fim, o CAGR do lucro líquido foi extremamente relevante, 20,1%, em decorrência de melhorias em relação ao resultado financeiro e benefícios fiscais.

Os resultados apresentados anteriormente reforçam a solidez da companhia sob a óptica operacional e financeira, de modo que seja plausível projetar um considerável crescimento orgânico nos próximos anos, o que beneficiará todos os *stakeholders* da organização.

4.7.1 Desempenho da ação

A ação da Hypera Pharma contabilizou uma valorização próxima a 20% desde outubro de 2016. Entre outubro de 2016 e meados de abril do ano de 2018, a ação teve um ótima performance, ao atingir quase R\$ 35,00. Entretanto, após a empresa ser investigada na operação Tira-Teima ocorreu uma considerável desvalorização. Após esse período a ação apresentou uma boa performance, até atingir sua máxima histórica em março de 2020, quando a ação atingiu o valor de R\$ 41,78. Após esse período houve uma significativa queda em virtude do choque resultante da pandemia do coronavírus.

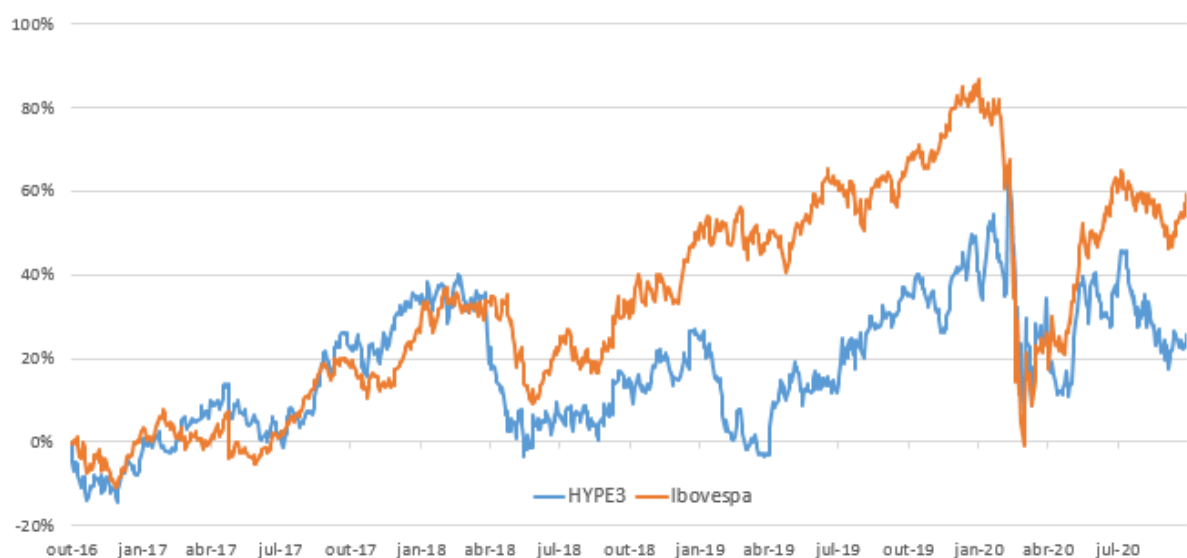
Gráfico 23 – Variação do valor da ação da companhia



Fonte: Elaborado pelo autor

O gráfico 24 exibe a comparação entre o desempenho da ação da Hypera Pharma e o Ibovespa. Nota-se uma volatilidade superior do índice Ibovespa em relação à ação da companhia, corroborando um beta menor que um.

Gráfico 24 – Desempenho da ação da Hypera Pharma e Ibovespa



Fonte: Elaborado pelo autor

5. Avaliação Econômico-financeira

Este capítulo será dedicado à análise econômico-financeira da Hypera Pharma, a fim de determinar o valor recomendado para a ação da companhia. Conforme já citado no trabalho, o valor é diretamente relacionado aos fluxos de caixa livres para o acionista que a empresa irá gerar. A seguir serão descritas as premissas utilizadas a fim de estimar tais fluxos de caixa, as quais serão embasadas por aspectos históricos da companhia, aspectos setoriais e condições macroeconômicas.

5.1. Premissas Financeiras

Um modelo financeiro é pautado em projeções do desempenho financeiro do ativo que está sendo avaliado. Para a viabilidade de projeções fidedignas, é necessário a adoção de premissas aderentes à realidade da empresa e do setor no qual a empresa está inserida.

5.1.1. Consolidação de Informações

Esta seção tem como objetivo apresentar informações acerca do desempenho econômico da companhia. O autor buscou levantar os dados a partir de 2015, período no qual a Hypera Pharma passou a focar suas operações no setor farmacêutico ao realizar desinvestimentos em outros segmentos, conforme mencionado anteriormente na seção 4.1.

Os dados levantados pelo autor foram retirados das demonstrações financeiras publicadas pela companhia em seu site. Os demonstrativos de resultado do exercício desde 2015 são apresentados no quadro 8.

Quadro 8 – DRE Histórica

DRE - R\$ Milhões					
	2015	2016	2017	2018	2019
Receita Líquida	2.957	3.228	3.500	3.724	3.295
Custo das Mercadorias Vendidas	(747)	(833)	(927)	(1.059)	(1.209)
Lucro Bruto	2.210	2.395	2.573	2.665	2.086
Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas	(1.326)	(1.367)	(1.413)	(1.436)	(1.000)
Despesas com Vendas	(384)	(413)	(467)	(479)	(558)
Despesas de Marketing	(766)	(804)	(758)	(820)	(843)
Despesas Gerais e Administrativas	(158)	(154)	(184)	(182)	(209)
Outras Despesas / Receitas Operacionais	(19)	5	(3)	45	611
(+) D&A	107	65	77	89	120
EBITDA	991	1.093	1.237	1.319	1.206
(-) D&A	(107)	(65)	(77)	(89)	(120)
EBIT	884	1.028	1.160	1.230	1.086
Resultado Financeiro	(516)	(192)	53	0,1	14
Receitas Financeiras	199	262	167	86	96
Despesas Financeiras	(715)	(454)	(114)	(86)	(82)
Lucro Antes do Imposto de Renda	368	835	1.214	1.230	1.100
Imposto de Renda e Contribuição Social	(23)	(188)	(102)	(94)	89
Lucro Líquido das Operações Continuadas	345	647	1.112	1.135	1.189
Lucros Líquidos Não Recorrentes	214	531	(147)	(6)	(25)
Lucro Líquido	560	1.178	965	1.130	1.164

Fonte: Hypera Pharma

Podemos verificar um crescimento da receita líquida entre os anos de 2015 e 2018 (CAGR igual a 8%), uma consequência do crescimento orgânico da companhia, o que proporcionou um crescimento de sua participação no mercado e um consequente aumento no número de unidades vendidas. De acordo com a companhia, no ano de 2019, especialmente no primeiro trimestre, houve uma otimização de capital de giro pautada na diminuição de estoques junto aos clientes. Tal política impactou o faturamento da companhia, uma vez que diminuiu a quantidade de produtos comercializados, especialmente os produtos do segmento de prescrição e consumer health. O CAGR para o período avaliado foi igual a 2,7%.

O EBITDA apresentou um CAGR igual a 5% no período, refletindo uma considerável melhora operacional da empresa, tanto em relação aos custos de produção como em relação as despesas gerais. É válido citar o expressivo CAGR de 20,1% do lucro líquido da companhia.

Além de uma melhora da gestão financeira da companhia, incentivos governamentais expressos por algumas isenções fiscais suportaram o significativo crescimento do lucro líquido do período. Se analisado apenas o lucro líquido advindo das operações continuadas, o CAGR é ainda mais expressivo, igual a 36,3%.

Após a coleta dos dados explicitados anteriormente, foram realizadas algumas análises a fim de capturar o desempenho e a importância de cada grupo de contas presente na DRE. Assim, foram realizadas as análises vertical e horizontal do demonstrativo.

A primeira análise realizada foi a análise vertical, a qual busca mensurar a proporção de cada linha da DRE em relação à receita líquida da companhia. Através desta análise é possível verificar as margens apresentadas e também seus respectivos comportamento ao longo do período apresentado. Os números obtidos com tal análise estão expressos no quadro 9.

Quadro 9 – Análise Vertical

	2015	2016	2017	2018	2019
Receita Líquida	100%	100%	100%	100%	100%
Custo das Mercadorias Vendidas	-25%	-26%	-26%	-28%	-37%
Lucro Bruto	75%	74%	74%	72%	63%
Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas	-45%	-42%	-40%	-39%	-30%
Despesas com Vendas	-13%	-13%	-13%	-13%	-17%
Despesas de Marketing	-26%	-25%	-22%	-22%	-26%
Despesas Gerais e Administrativas	-5%	-5%	-5%	-5%	-6%
Outras Despesas / Receitas Operacionais	-1%	0%	0%	1%	19%
(+) D&A	4%	2%	2%	2%	4%
EBITDA	34%	34%	35%	35%	37%
(-) D&A	-4%	-2%	-2%	-2%	-4%
EBIT	30%	32%	33%	33%	33%
Resultado Financeiro	-17%	-6%	2%	0%	0%
Receitas Financeiras	7%	8%	5%	2%	3%
Despesas Financeiras	-24%	-14%	-3%	-2%	-2%
Lucro Antes do Imposto de Renda	12%	26%	35%	33%	33%
Imposto de Renda e Contribuição Social	-1%	-6%	-3%	-3%	3%
Lucro Líquido das Operações Continuadas	12%	20%	32%	30%	36%
Lucros Líquidos Não Recorrentes	7%	16%	-4%	0%	-1%
Lucro Líquido	19%	36%	28%	30%	35%

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota-se um comportamento estável dos custos das mercadorias vendidas, com exceção do ano de 2019, quando contabilizou-se um aumento do CMV em relação à receita líquida. O evento é, muito provavelmente, consequência de mudanças no rateio entre custos e despesas. A queda das despesas gerais corrobora a hipótese anterior. O quadro 9 expressa as demais despesas.

A segunda análise realizada foi a análise horizontal, a qual busca captar a variação de cada conta de um período para o outro. A análise verificou a variação do período em relação ao período imediatamente anterior. O quadro 10 exibe a análise horizontal.

Quadro 10 – Análise Horizontal

	2015	2016	2017	2018	2019
Receita Líquida	0%	9%	8%	6%	-12%
Custo das Mercadorias Vendidas	0%	12%	11%	14%	14%
Lucro Bruto	0%	8%	7%	4%	-22%
Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas	0%	3%	3%	2%	-30%
Despesas com Vendas	0%	8%	13%	3%	16%
Despesas de Marketing	0%	5%	-6%	8%	3%
Despesas Gerais e Administrativas	0%	-3%	20%	-1%	15%
Outras Despesas / Receitas Operacionais	0%	-126%	-160%	-1600%	1258%
(+) D&A	0%	-39%	18%	16%	35%
EBITDA	0%	10%	13%	7%	-9%
(-) D&A	0%	-39%	18%	16%	35%
EBIT	0%	16%	13%	6%	-12%
Resultado Financeiro	0%	-63%	-128%	-100%	16861%
Receitas Financeiras	0%	31%	-36%	-49%	12%
Despesas Financeiras	0%	-37%	-75%	-25%	-5%
Lucro Antes do Imposto de Renda	0%	127%	45%	1%	-11%
Imposto de Renda e Contribuição Social	0%	737%	-46%	-7%	-194%
Lucro Líquido das Operações Continuadas	0%	87%	72%	2%	5%
Lucro Líquido de Operações Descontinuadas	0%	147%	-128%	-96%	330%
Lucro Líquido	0%	110%	-18%	17%	3%

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota-se um crescimento de receita líquida ao longo dos anos, com exceção do ano de 2019, conforme já explicado anteriormente. Alguns números elevados de crescimento ou decréscimo chamam a atenção, como por exemplo o comportamento de “outras despesas /

receitas operacionais”, “resultado financeiro”, “Imposto de Renda e contribuição social” e também “lucro líquido das operações não recorrentes”. Em relação à primeira, houve um expressivo aumento em 2019 em virtude de um crédito tributário relacionado à decisão favorável sobre a exclusão do ICMS na base de cálculo do PIS/COFINS. Em relação ao resultado financeiro, houve um resultado líquido de R\$ 14 milhões no ano de 2019, muito superior aos aproximadamente R\$ 80 mil de 2018. As variações observadas em relação ao imposto de renda tem relações diretas a burocracias tributárias. Por fim, o comportamento do lucro líquido das operações não recorrentes está relacionado à desinvestimentos realizados pela companhia, principalmente 2015 e 2016.

5.1.2. Horizonte de Projeção

Conforme citado na seção 2.2.1.1, o horizonte de projeção utilizado nos modelos de avaliação por fluxo de caixa varia entre 5 e 10 anos. No caso específico do setor farmacêutico, é comum utilizar um horizonte de 10 ou mais anos, a fim de captar os caixas a serem gerados em decorrência dos investimentos em pesquisa e desenvolvimento. Adicionalmente, como citado anteriormente, a elevação da expectativa de vida da população é um dos *drivers* de crescimento do setor, e dessa forma, um longo horizonte de projeção fará mais sentido.

5.1.3. Dados Macroeconômicos

Para as projeções realizadas no presente trabalho foram utilizados diversos indicadores macroeconômicos costumeiramente utilizados em projeções. Os indicadores estão listados a seguir.

- PIB: O produto interno bruto representa a soma de todos os bens e serviços produzidos por um país. O indicador é impactado por basicamente cinco variáveis: consumo, investimento, gastos públicos, importações e exportações. No presente trabalho adotou-se um crescimento constante de 2,50% a partir de 2022.
- IPCA: O índice de preços ao consumidor amplo quantifica a variação dos preços de uma série de produtos e serviços comercializados no varejo e consumidos pelos brasileiros.

O índice indica se, na média, os preços aumentaram, diminuiram ou permaneceram estáveis. O valor do IPCA adotado foi igual a 3,25%.

- Selic: A taxa Selic representa os juros básicos da economia brasileira e influencia diretamente todas as taxas de juros praticadas no país. Na presente obra foi adotada uma taxa Selic no longo prazo igual a 4,00%.
- IGP-M: O índice geral de preços do mercado foi criado no final dos anos 1940 a fim de medir o movimento dos preços de forma geral. É um índice inflacionário mais abrangente que outros costumeiramente utilizados. É muito comum sua utilização como indexador de contratos. A taxa IGP-M utilizada é igual a 3,25%
- FX (BRL / USD): Tal sigla refere-se à taxa de câmbio adotada entre real e dólar. A taxa de câmbio reflete o custo de uma moeda em relação à outra.
- TJLP: A taxa de juros de longo prazo era a taxa de juros padrão cobrada pelo BNDES em empréstimos. A taxa era calculada tendo como parâmetros uma estimativa de inflação e um prêmio de risco. A partir de 2018, a TJLP foi substituída pela TLP, taxa de longo prazo, a qual utiliza como parâmetro a NTN-B. A taxa utilizada é igual a 5,00%.

5.1.4. Receita Líquida

A Hypera Pharma é uma empresa dita madura, um estágio no qual o crescimento da receita é estável, diferindo de empresas nas fases de desenvolvimento e crescimento, estágio de extremo crescimento. Uma empresa madura é caracterizada principalmente por uma presença relevante em seu segmento, produtos conhecidos e difundidos e também pelo poder de fidelizar clientes.

No caso específico da Hypera Pharma, a premissa de crescimento utilizada tem como embasamento os *guidances* da própria companhia corroborados por bancos de investimentos para os anos de 2020 e 2021. Para os anos seguintes, serão utilizados dois parâmetros para o crescimento da receita, o ajuste de preços de acordo com o CMED e o crescimento estimado do número de caixas de medicamentos vendidas.

Em relação ao ano de 2020, a companhia tende a voltar seu padrão de crescimento apresentado nos últimos anos, valor próximo a 8% se comparado à 2018. Ao compararmos com 2019, um ano exceção conforme já citado, o crescimento projetado é de 22,4%.

Adicionalmente, a projeção de receita líquida para o ano de 2021 será positivamente impactada pelas aquisições da Buscopan e do portfólio de OTC da Takeda. A fim de precisar o crescimento, o autor estimou o crescimento em relação ao número de caixas a serem comercializadas somado ao ajuste de preço dos medicamentos de acordo com o CMED. A primeira estimativa teve como premissa a o aumento de Market share que as aquisições proporcionarão à Hypera, totalizando cerca de 35,6%. Adicionalmente, o ajuste de preço previsto é da ordem de 4%, desse modo, totalizando um crescimento total de 41%.

Para o restante do horizonte de projeção, o autor buscou estimar o crescimento de forma cautelosa. Em relação ao ajuste de preços, o autor utilizou a projeção da taxa IPCA no longo prazo, cujo valor é igual a 3,25%. Em relação ao crescimento do número de caixas vendidas foi utilizada o crescimento estimado pela IQVIA, igual à 4,00%. Portanto, o crescimento total estimado é dado pela soma das grandezas anteriormente citadas, expressas pela equação 25.

Equação 25– Crescimento da receita líquida a partir de 2022

$$Crescimento = (1 + 3,25\%) * (1 + 4,00\%) = 7,38\%$$

Fonte: Elaborado pelo autor

A evolução da receita líquida entre 2015 e 2019 e projeção da mesma no horizonte de projeção pode ser vista pelo gráfico 25.

Gráfico 25 – Projeção de Receita Líquida – R\$ Milhões



Fonte: Elaborado pelo autor

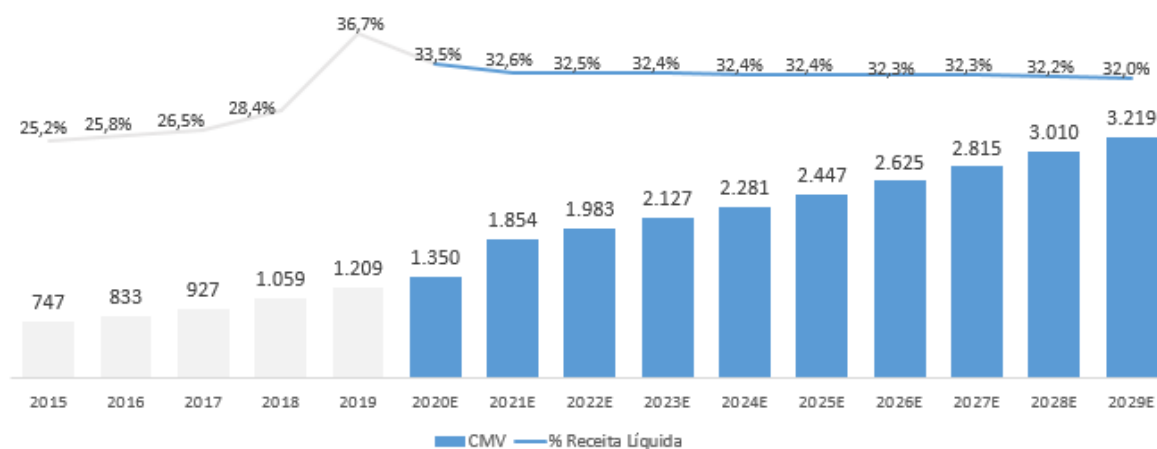
5.1.5. Custo das Mercadorias Vendidas

A fim de projetar o custo das mercadorias vendidas, o autor utilizou como premissa básica uma ligeira queda anual da proporção do CMV em relação à receita líquida. A proporção estimada para 2020 é igual a 33,5%, valor próximo a média dos dois últimos anos. Tal proporção tende a ser estável ao longo dos anos, dado o estágio de maturação da empresa e o setor no qual está inserido.

A ligeira queda é consequência de possíveis sinergias advindas de aquisições e também de ganhos de eficiência operacional específicos em virtude de novas tecnológicas e inovações no processo produtivo. Ao final do horizonte de projeção, em 2029, a proporção do CMV estimada é igual a 32% da receita líquida.

O gráfico 26 exibe o comportamento dos CMV entre 2015 e 2019, a projeção dos mesmos no horizonte de projeção, bem como o percentual em relação à receita líquida.

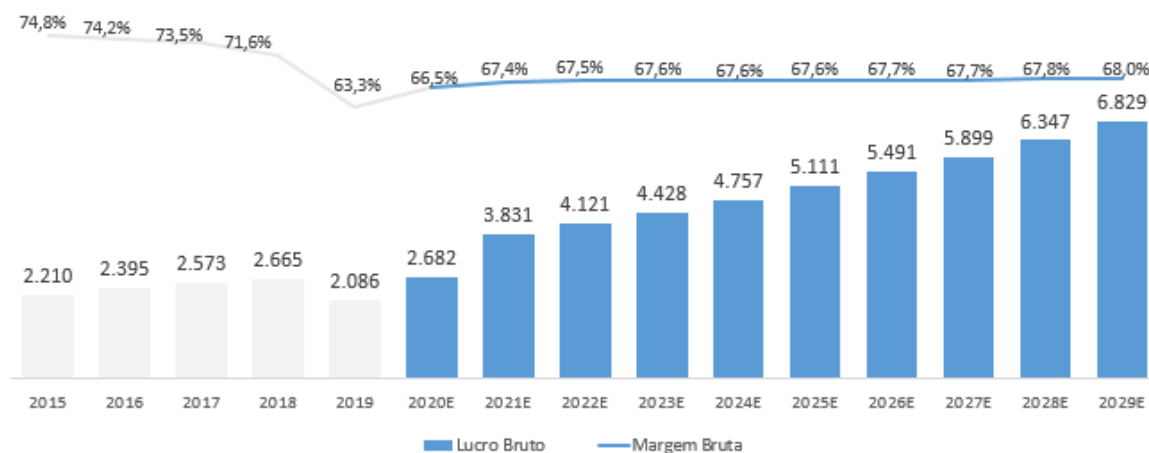
Gráfico 26 – Projeção de Custo das Mercadorias Vendidas – R\$ Milhões



Fonte: Elaborado pelo autor

Após estimar a receita líquida e o custo das mercadorias vendidas é possível obter o lucro bruto e a margem bruta. O primeiro é obtido pela subtração do CMV da receita líquida, enquanto a segunda é obtida pela proporção entre lucro bruto e receita líquida. Como esperado, nota-se um crescimento do lucro bruto ao longo do período analisado e um discreto crescimento da margem bruta, conforme gráfico 27.

Gráfico 27 – Lucro Bruto resultante – R\$ Milhões



Fonte: Elaborado pelo autor

5.1.6. Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas

As despesas da companhia são segmentadas nas seguintes categorias:

- Despesas com vendas: São as despesas diretamente ligadas as vendas realizadas pela companhia, exemplificadas pelo salário dos vendedores, fretes e seguros de produtos vendidos e outros.
- Despesas de marketing: Conforme já exposto, é a maior despesa das grandes companhias produtoras de medicamentos. Nessas despesas estão inclusos gasto com propagandas, visitas médicas, produtos amostra grátis e outros. A estimativa utilizada para as despesas com marketing no longo prazo é de 20,9% da receita líquida, valor um pouco inferior à média histórica observada.
- Despesas Gerais e Administrativas: Engloba as despesas de cunho geral, tal como salários, materiais e outros.
- Outras Despesas e Receitas: Despesas e/ou receitas não recorrentes e que não se enquadram em nenhuma das categorias anteriormente apresentadas.

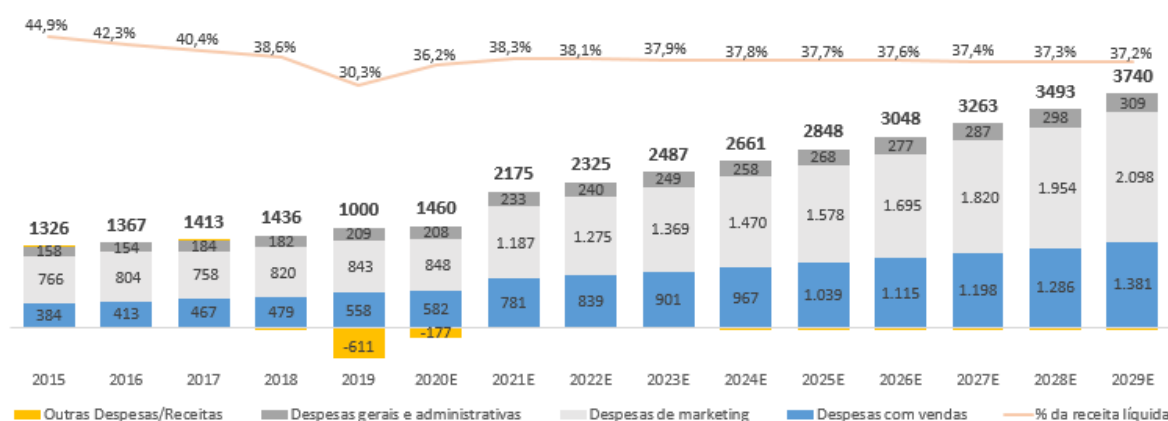
O ano de 2019 apresentou uma redução de 30,4% das despesas totais em virtude da política de otimização de capital de giro anteriormente mencionada. Em relação ao ano de 2020, estima-se um crescimento próximo a 46%, retomando ao patamar visto até 2018. Em 2021, outro

crescimento significativo, cerca de 49%, em virtude dos maiores esforços de marketing e vendas com as aquisições recentes da Buscopan e da linha de consumer health da Takeda.

Em relação aos anos restantes do horizonte de projeção, estimou-se um crescimento anual próximo à 7%, ligeiramente inferior ao crescimento da receita projetada. Optou-se por um crescimento de despesa cerca de 5% inferior ao crescimento de receita líquida, em virtude de potenciais e prováveis ganhos de eficiência operacional e também ao grande poder de barganha da companhia.

O gráfico 28 expressa o comportamento das despesas históricas e projetadas. É importante mencionar que os valores negativos representam receitas em relação à “outras despesas/receitas”, geralmente representadas por créditos tributários.

Gráfico 28 – Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas – R\$ Milhões

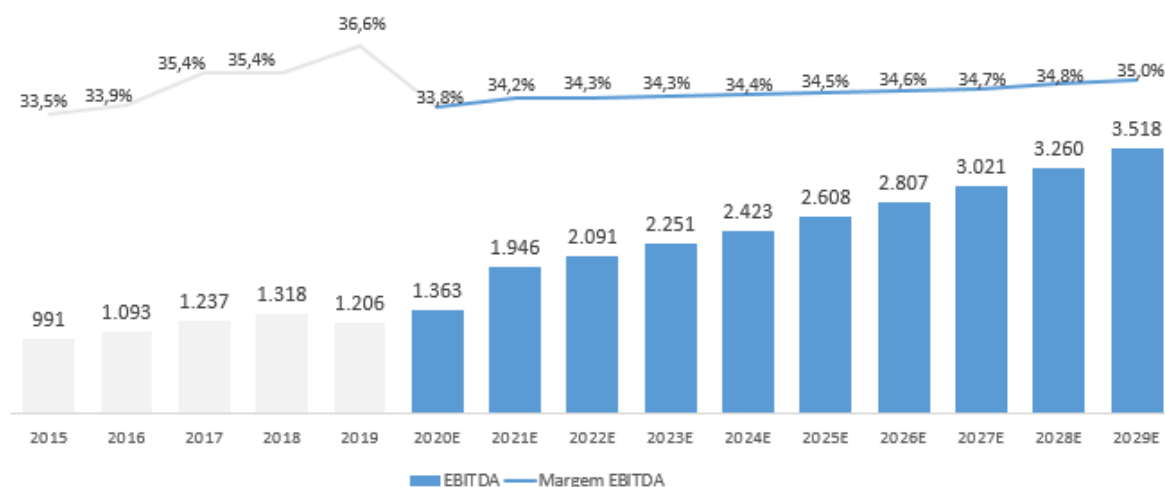


Fonte: Elaborado pelo autor

5.1.7. Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA)

Após as premissas adotadas e as consequentes projeções das contas presentes na demonstração do resultado do exercício foi possível obter o EBITDA resultante para os anos presentes no horizonte de projeção, expresso no gráfico 29.

Gráfico 29 – EBITDA resultante – R\$ Milhões



Fonte: Elaborado pelo autor

Nota-se um ligeiro crescimento da margem EBITDA no período observado, evidenciando a sólida e robusta estrutura e desempenho operacional da companhia. Uma vez que o EBITDA é uma *proxy* da geração de caixa operacional da companhia, nota-se uma empresa sólida e com forte tendência de manter um excelente desempenho no longo prazo.

5.1.8. Resultado Financeiro e Impostos

A companhia possui um baixo endividamento, inclusive apresentando um disponível em caixa superior as dívidas de curto e longo prazo. Geralmente a Hypera utiliza parcela de seu caixa para adquirir novas empresas. As despesas financeiras resumem-se ao pagamento de juros sobre a dívida e operações de derivativos, resumidas a *hedges* cambiais.

Por fim, a alíquota de imposto de renda e contribuição social estimada foi de 34%, valor de acordo com a legislação brasileira citada detalhadamente na seção 2.1.2.

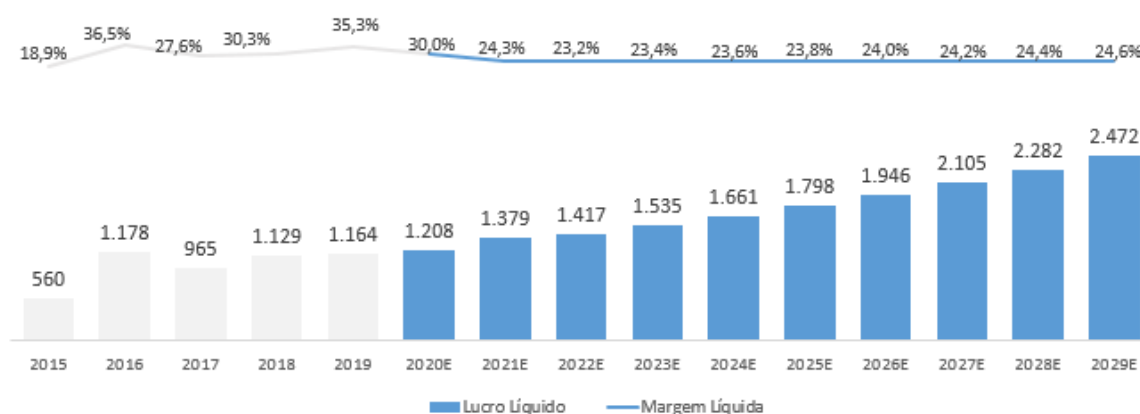
5.1.9. Lucro Líquido Resultante

O gráfico 30 exibe o lucro líquido resultante no horizonte de projeção. Nota-se um comportamento instável da margem líquida entre 2015 e 2019, quando apresentou uma

considerável variação. Tal comportamento é consequência principalmente de desinvestimentos realizados nos exercícios, como por exemplo no exercício de 2016.

A partir de 2021 a margem líquida apresenta um comportamento quase estável, em torno de 24%, com baixas variações ao longo dos anos. O crescimento composto anual do lucro líquido ao longo do horizonte de projeção é igual a 8,3%. O lucro líquido resultante para o ano de 2029 é próximo a R\$ 2,5 bilhões.

Gráfico 30 – Lucro Líquido Resultante – R\$ Milhões



Fonte: Elaborado pelo autor

5.1.10. Capital de Giro

O capital de giro é uma das variáveis analisadas a fim de determinar o fluxo de caixa livre. De forma sucinta e direta, o capital de giro representa a diferença entre os direitos e obrigações de curto prazo da companhia, e é um importante indicador de liquidez da companhia.

Para um empresa operar normalmente é necessário capital investido em estoque e contas a receber, desse modo é importante que os prazos de conversão em caixa dessas contas sejam inferiores ao prazo de pagamento das contas a pagar. Com essa dinâmica a empresa conseguirá operar de forma saudável em condições normais, sem a necessidade de empréstimos para financiar sua operação.

A determinação do capital de giro é realizada através do cálculo dos dias de contas a receber, dias de estoque e dias de contas a pagar. Os resultados obtidos indicam o prazo médio

que a Hypera leva para receber e pagar as respectivas contas. As equações a seguir exibem a metodologia utilizada e seus respectivos resultados.

Equação 26– Dias de Contas a Receber

$$\text{Dias de Contas a Receber} = \frac{\text{Valor Anual da Conta}}{\text{Receita Líquida}} * 365 = \frac{1314}{3295} * 365 = \mathbf{146}$$

Fonte: Elaborado pelo autor

Equação 27– Dias de Estoque

$$\text{Dias de Estoque} = \frac{\text{Valor Anual da Conta}}{\text{CMV}} * 365 = \frac{665}{1209} * 365 = \mathbf{201}$$

Fonte: Elaborado pelo autor

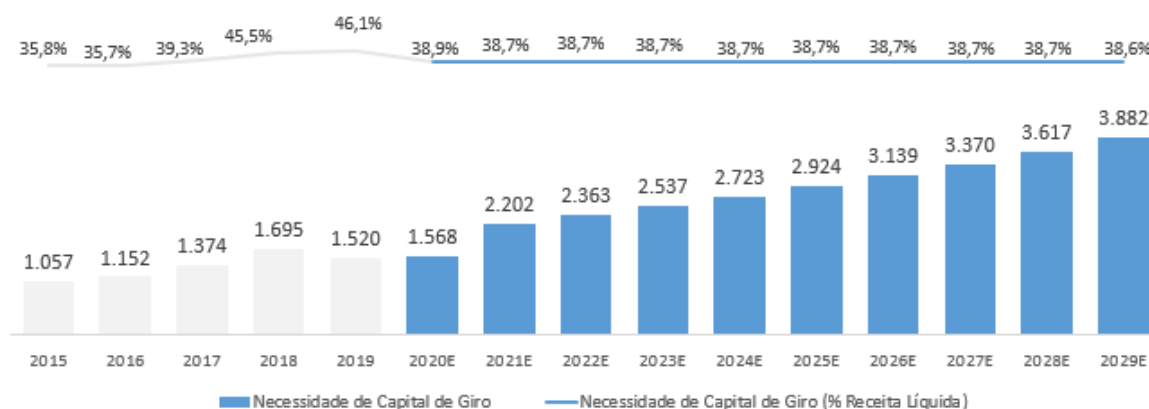
Equação 28– Dias de Contas a Pagar

$$\text{Dias de Contas a Pagar} = \frac{\text{Valor Anual da Conta}}{\text{CMV}} * 365 = \frac{458}{1209} * 365 = \mathbf{138}$$

Fonte: Elaborado pelo autor

A projeção de capital de giro no horizonte de projeção é pautada na premissa da manutenção dos dias de contas a receber, dias de estoque e dias de contas a pagar ao longo do horizonte de projeção. A estimativa de capital de giro no horizonte de projeção pode ser vista no gráfico 31.

Gráfico 31 – Projeção de necessidade de capital de giro e percentual em relação à receita líquida



Fonte: Elaborado pelo autor

5.1.11. Outros ativos e passivos circulantes

Por serem contas sem muita relevância para o presente trabalho, foi adotada a hipótese de que permanecerão constantes durante o horizonte de projeção.

5.1.12. Investimentos (Capital Expenditures – CapEx)

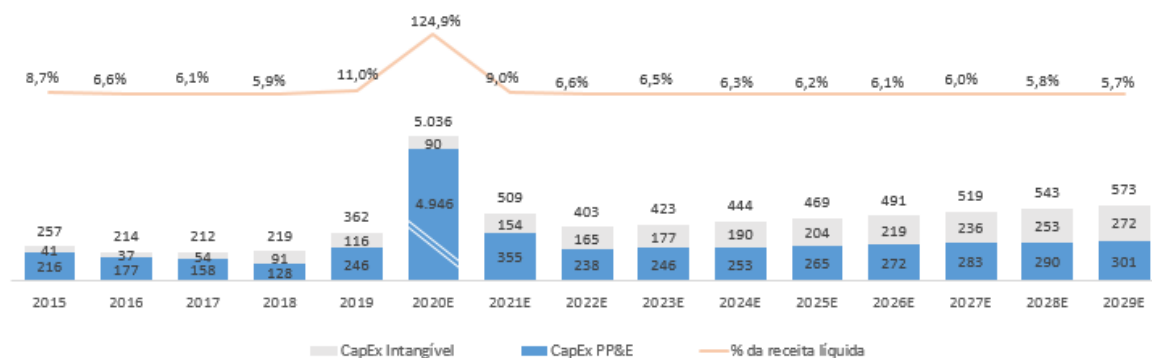
O investimento em CapEx realizado pela companhia entre 2015 e 2018 apresentou uma ligeira variação ao longo do período, com um valor médio igual a R\$ 226 milhões. O ano de 2019 apresentou um considerável aumento em relação a 2018, cerca de 65%. Tal aumento é consequência de investimentos adereçados a unidade fabril de Anápolis e também ao centro de inovação, o Hynova.

Chama atenção o enorme salto de 2019 para 2020, justificado pela aquisição da Buscopan e também da linha OTC da Takeda, além dos esforços para ampliação da unidade produtiva e do centro de inovação. O ano de 2021 capta um residual referente as aquisições e a ampliação da estrutura produtiva, além de um considerável aumento nos investimentos em intangível, representado por exemplo através de direitos de patentes.

Para os anos restantes projeta-se um ligeira redução da proporção do CapEx em relação à receita líquida, em virtude do significativos desembolsos realizados nos anos anteriores. Os valores estimados são ligeiramente superior à depreciação e amortização projetadas para o período, visto que a empresa visa continuar aumentando sua capacidade produtiva no médio e longo prazo.

O gráfico 32 exhibe o CapEx histórico e ao longo do horizonte de projeção, e exhibe a proporção do CapEx em relação à receita líquida.

Gráfico 32 – Projeção de CapEx

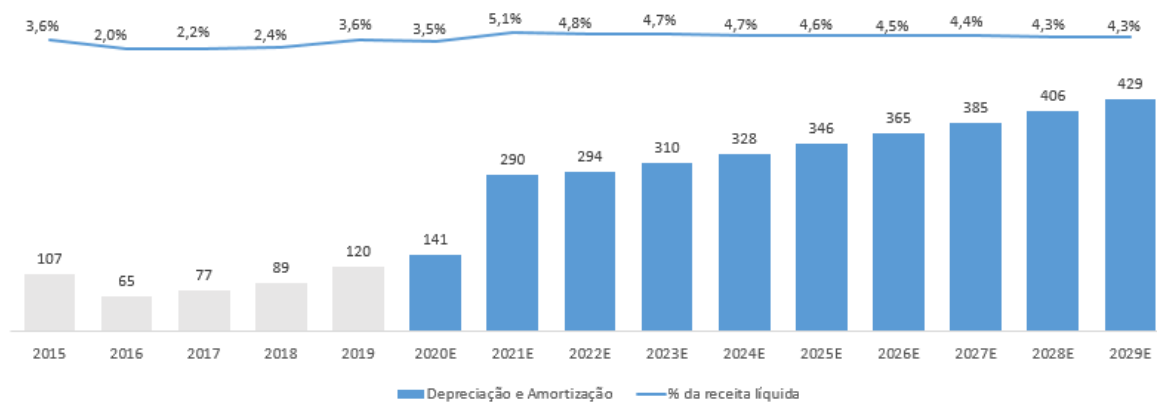


Fonte: Elaborado pelo autor

5.1.13. Depreciação e Amortização

Nota-se um salto extremamente significativo no valor total da D&A entre 2020 e 2021, tal resultado é decorrência da incorporação das aquisições citadas anteriormente ao balanço da companhia. A partir de 2022 projeta-se uma ligeira redução ao longo dos anos da proporção em relação à receita líquida.

Gráfico 33 – Projeção de Depreciação e Amortização



Fonte: Elaborado pelo autor

5.1.14. Dívida Líquida e Aumento de Capital

Historicamente a empresa apresentou um baixo nível de alavancagem, muitas vezes apresentando um caixa disponível superior à dívida total. Para efeitos de projeção adotou-se a premissa de que não serão necessários aumentos de capital ou tomadas de novas dívidas para a companhia continuar operando. O quadro 11 exibe a alavancagem histórica e projetada da companhia, e também as variáveis utilizadas em sua determinação.

Quadro 11 – Alavancagem histórica e projetada

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Dívida Total	4.921	860	657	565	1.403	4.812	4.812	4.812	4.812	4.812	4.812	4.812	4.812	4.812	4.812
Dívida de curto prazo	766	176	338	107	109	649	649	649	649	649	649	649	649	649	649
Dívida longo prazo	4.155	684	319	458	1.294	4.163	4.163	4.163	4.163	4.163	4.163	4.163	4.163	4.163	4.163
Caixa	2.756	1.348	1.522	1.647	2.246	947	1.263	1.417	1.592	1.790	2.011	2.261	2.539	2.752	2.966
Dívida Líquida	2.165	(488)	(865)	(1.082)	(843)	3.865	3.549	3.395	3.220	3.022	2.801	2.551	2.273	2.060	1.846
EBITDA	991	1.033	1.237	1.318	1.206	1.363	1.946	2.091	2.251	2.423	2.608	2.807	3.021	3.260	3.518
Dívida Líquida / EBITDA	2,19	-0,45	-0,70	-0,82	-0,70	2,84	1,82	1,62	1,43	1,25	1,07	0,91	0,75	0,63	0,52

Fonte: Elaborado pelo autor

A companhia apresenta níveis confortáveis de alavancagem, com exceção do ano de 2020, devido à uma diminuição considerável de seu caixa destinado para aquisições.

5.1.15. Demonstrativos Financeiros Projetados

Os quadros 12, 13 e 14 exibem os demonstrativos financeiros resumidos da Hypera Pharma, resultados das premissas adotadas, citadas e explicadas anteriormente.

Quadro 12 – Demonstração de Resultado do Exercício projetada

DRE - R\$ Milhões										
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Receita Líquida	4.032	5.685	6.104	6.555	7.038	7.558	8.116	8.715	9.358	10.048
Custo das Mercadorias Vendidas	(1.350)	(1.854)	(1.983)	(2.127)	(2.281)	(2.447)	(2.625)	(2.815)	(3.010)	(3.219)
Lucro Bruto	2.682	3.831	4.121	4.428	4.757	5.111	5.491	5.899	6.347	6.829
Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas	(1.461)	(2.174)	(2.325)	(2.488)	(2.661)	(2.849)	(3.048)	(3.262)	(3.493)	(3.740)
Despesas com Vendas	(582)	(781)	(839)	(901)	(967)	(1.039)	(1.115)	(1.198)	(1.286)	(1.381)
Despesas de Marketing	(848)	(1.187)	(1.275)	(1.369)	(1.470)	(1.578)	(1.695)	(1.820)	(1.954)	(2.098)
Despesas Gerais e Administrativas	(208)	(233)	(240)	(249)	(258)	(268)	(277)	(287)	(298)	(309)
Outras Despesas / Receitas Operacionais	177	27	29	31	34	36	39	42	45	48
(+) D&A	141	290	294	310	328	346	365	385	406	429
EBITDA	1.362	1.946	2.091	2.250	2.424	2.608	2.808	3.022	3.260	3.518
(-) D&A	(141)	(290)	(294)	(310)	(328)	(346)	(365)	(385)	(406)	(429)
EBIT	1.221	1.656	1.797	1.940	2.096	2.262	2.443	2.637	2.854	3.089
Resultado Financeiro	(18)	(257)	(190)	(185)	(179)	(173)	(166)	(157)	(148)	(141)
Receitas Financeiras	172	33	56	61	68	76	84	94	104	112
Despesas Financeiras	(190)	(290)	(245)	(246)	(247)	(249)	(250)	(251)	(252)	(254)
Lucro Antes do Imposto de Renda	1.203	1.399	1.607	1.755	1.917	2.089	2.277	2.479	2.706	2.947
Imposto de Renda e Contribuição Social (inclusos benefícios fiscais)	5	(20)	(190)	(221)	(255)	(291)	(332)	(375)	(424)	(476)
Lucro Líquido das Operações Continuadas	1.208	1.379	1.417	1.535	1.661	1.798	1.946	2.105	2.282	2.472

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 13 – Balanço patrimonial projetado

Balanço Patrimonial - R\$ Milhões										
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ativo	16.012	17.593	18.123	18.699	19.323	20.001	20.735	21.530	22.286	23.081
Ativo Circulante	3.740	5.103	5.524	5.987	6.496	7.050	7.657	8.318	8.938	9.589
Caixa	947	1.263	1.417	1.592	1.790	2.011	2.261	2.539	2.752	2.966
Contas a Receber	1.337	1.884	2.024	2.173	2.333	2.505	2.690	2.889	3.102	3.331
Estoque	742	1.019	1.090	1.169	1.254	1.345	1.443	1.548	1.655	1.770
Outros	714	937	993	1.053	1.118	1.188	1.263	1.343	1.429	1.522
Ativo Não Circulante	12.272	12.490	12.599	12.712	12.828	12.951	13.077	13.211	13.348	13.492
Ativo Fixo	6.023	6.143	6.143	6.143	6.141	6.143	6.142	6.145	6.144	6.145
Intangível	665	763	872	985	1.103	1.225	1.351	1.483	1.620	1.763
Ágio	4.333	4.333	4.333	4.333	4.333	4.333	4.333	4.333	4.333	4.333
Outros	1.251	1.251	1.251	1.251	1.251	1.251	1.251	1.251	1.251	1.251
Passivo	6.646	7.116	7.284	7.470	7.676	7.902	8.150	8.422	8.610	8.794
Passivo Circulante	2.101	2.511	2.615	2.729	2.852	2.983	3.125	3.276	3.435	3.606
Fornecedores	511	702	751	805	864	927	994	1.066	1.140	1.219
Empréstimos de Curto Prazo	649	649	649	649	649	649	649	649	649	649
Outros	941	1.159	1.215	1.275	1.339	1.408	1.482	1.561	1.646	1.738
Passivo Não Circulante	4.545	4.606	4.668	4.741	4.824	4.919	5.026	5.146	5.174	5.188
Empréstimos de Longo Prazo	4.163	4.163	4.163	4.163	4.163	4.163	4.163	4.163	4.163	4.163
Impostos Diferidos	135	195	258	330	414	508	615	736	764	777
Outros	247	247	247	247	247	247	247	247	247	247
Patrimônio Líquido	9.366	10.477	10.840	11.229	11.647	12.099	12.584	13.107	13.676	14.287
Capital Social	4.449	4.449	4.449	4.449	4.449	4.449	4.449	4.449	4.449	4.449
Reservas	1.063	1.063	1.063	1.063	1.063	1.063	1.063	1.063	1.063	1.063
Lucros Retidos	3.854	4.965	5.328	5.717	6.136	6.587	7.073	7.596	8.165	8.776
Passivo e Patrimônio Líquido	16.012	17.593	18.123	18.699	19.323	20.001	20.735	21.530	22.286	23.081

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 14 – Fluxo de Caixa Projetado

Fluxo de Caixa Livre para o Acionista - R\$ Milhões										
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA	1.362	1.946	2.091	2.250	2.424	2.608	2.808	3.022	3.260	3.518
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social	5	(20)	(190)	(221)	(255)	(291)	(332)	(375)	(424)	(476)
(-) CapEx	(5.036)	(509)	(403)	(423)	(444)	(469)	(491)	(519)	(543)	(573)
(-) Δ Capital de Giro	(47)	(634)	(161)	(174)	(187)	(201)	(215)	(231)	(247)	(265)
(+/-) Resultado Financeiro	(17)	(257)	(190)	(185)	(179)	(173)	(166)	(157)	(148)	(141)
(+) Δ Dívida	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fluxo de Caixa Livre para o Acionista	(3.733)	526	1.147	1.248	1.359	1.475	1.604	1.740	1.899	2.063

Fonte: Elaborado pelo autor

5.2 Determinação do valor de mercado da Hypera Pharma

Nesta seção será realizado, de fato, o cálculo do valor justo de mercado da Hypera Pharma de acordo com as premissas adotadas e projeções previamente expostas e detalhadas. Como já mencionado, a valoração da companhia será feita por meio da metodologia do Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE), cujas informações e detalhes foram apresentados na seção 2.2.1.2.

Conforme citado na revisão bibliográfica, os fluxos de caixa futuros são trazidos a valor presente utilizando uma taxa de desconto, a qual deve refletir o custo de capital da empresa. Especificamente para a metodologia do FCFE, a taxa a ser utilizada é o custo de capital próprio (Ke), o qual está detalhadamente apresentado no capítulo 2. Para o presente trabalho, o custo de capital próprio calculado é igual a 10,20%, conforme exposto na seção 2.2.1.4.6.

É válido mencionar que em relação ao ano de 2020 o autor considerou apenas o quarto trimestre (4Q20), dado que os resultados do três primeiros trimestres do ano já foram divulgados pela companhia.

O quadro 15 exibe o fluxo de caixa livre para o acionista, o fator de desconto e o valor presente dos fluxos de caixa.

Quadro 15 – Fluxo de Caixa Livre para o Acionista a valor presente

Fluxo de Caixa Livre para o Acionista - R\$ Milhões										
	4Q2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA	339	1.946	2.091	2.250	2.424	2.608	2.808	3.022	3.260	3.518
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social	(5)	(20)	(190)	(221)	(255)	(291)	(332)	(375)	(424)	(476)
(-) CapEx	(3.435)	(509)	(403)	(423)	(444)	(469)	(491)	(519)	(543)	(573)
(-) Δ Capital de Giro	40	(634)	(161)	(174)	(187)	(201)	(215)	(231)	(247)	(265)
(+/-) Resultado Financeiro	(10)	(257)	(190)	(185)	(179)	(173)	(166)	(157)	(148)	(141)
(+) Δ Dívida	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fluxo de Caixa Livre para o Acionista	(3.071)	526	1.147	1.248	1.359	1.475	1.604	1.740	1.899	2.063
Fator de Desconto	97,6%	88,6%	80,4%	72,9%	66,2%	60,0%	54,5%	49,4%	44,9%	40,7%
Valor Presente dos Fluxos de Caixa	(2.997)	466	922	910	899	886	874	860	852	840

Fonte: Elaborado pelo autor

A soma do valor presente dos fluxos de caixa no horizonte de projeção é igual a R\$ 4.512 milhões. Conforme mostrado na seção 2.2.1.4, é necessário estimar o valor na perpetuidade na companhia, uma vez que uma das premissas adotadas é da continuidade

operacional da empresa ao longo dos anos. Desse modo, o valor da empresa na perpetuidade na empresa é dado pela equação 29.

Equação 29 – Cálculo do valor perpétuo da companhia

$$Valor\ Terminal = \frac{FCFE_n * (1 + g)}{(Ke - g)} = \frac{2.063 * (1 + 5,83\%)}{(10,20\% - 5,83\%)} = 49.959$$

Fonte: Elabora pelo autor

O valor perpétuo projetado da companhia é igual a R\$ 49.959 milhões. Tal montante, trazido a valor presente é igual a R\$ 20.331 milhões.

Assim, o quadro 16 apresenta o valor presente dos fluxos e o valor perpétuo, bem como o valor presente total.

Quadro 16 – Valor Presente Total – R\$ Milhões

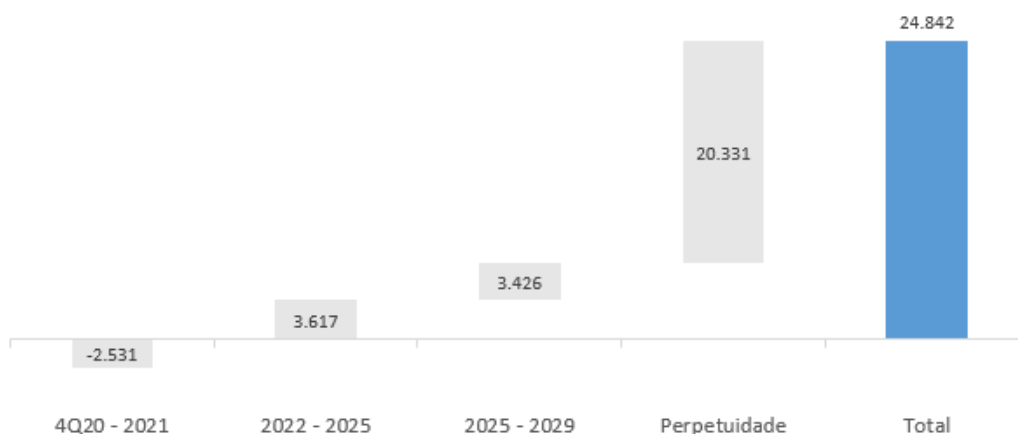
Valor Presente dos Fluxos de Caixa	R\$ Milhões	% do Valor Total
VP dos Fluxos de Caixa no horizonte de projeção	4.512	18,2%
VP do valor na perpetuidade	20.331	81,8%
Valor Presente Total	24.842	100%

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota-se a importância de estimar o valor terminal da companhia, montante que representa 81,8% dos valor presente total dos fluxos de caixa da companhia.

O gráfico 34 exibe a composição do valor presente total da companhia.

Gráfico 34 – Composição do Valor Presente Total



Fonte: Elaborado pelo autor

De acordo com o exposto acima, o valor de mercado calculado para a Hypera Pharma é igual a R\$ 24.842 milhões. O quadro 17 apresenta informações para o cálculo do valor da ação da companhia.

Quadro 17 – Valor da Ação e Prêmio

Valor Presente dos Fluxos de Caixa	
Valor de Mercado Calculado - R\$ Milhões	24.842
Número de Ações	632.238.060
Preço por Ação - R\$	39,29
Preço no dia 30/10/2020 - R\$	27,90
Prêmio / Desconto	40,83%

Fonte: Bloomberg (2020), elaborado pelo autor

O valor da ação determinado pela metodologia do Fluxo de Caixa Livre para o Acionista é igual à R\$ 39,29, o que representa um prêmio de 40,83% em relação ao preço de 30/10/2020.

O quadro 18 apresenta a avaliação implícita dos múltiplos da companhia.

Quadro 18 – Múltiplos

Múltiplos	
EV / EBITDA 2020E	21,6 X
EV / EBITDA 2021E	15,0 X
EV / EBITDA 2022E	13,9 X
EV / Sales 2020E	7,3 X
EV / Sales 2021E	5,1 X
EV / Sales 2022E	4,7 X
P / E 2020E	21,2 X
P / E 2021E	18,5 X
P / E 2022E	18,0 X
PBV 2020E	2,7 X
PBV 2021E	2,4 X
PBV 2022E	2,4 X

Fonte: Elaborado pelo autor

A fim de validar o cálculo acima, será utilizado múltiplos de empresas comparáveis, os quais são apresentados no quadro 19.

Quadro 19 – Múltiplos de Empresas Comparáveis

	Novartis	Pfizer	GSK	Sanofi	Média
EV / EBITDA 2020E	13,4	11,7	9,3	9,3	10,9
EV / EBITDA 2021E	12,2	10,5	8,9	8,9	10,1
EV / EBITDA 2022E	11,3	10,1	8,3	8,1	9,5
EV / Sales 2020E	4,5	5,0	2,8	2,9	3,8
EV / Sales 2021E	4,2	4,8	2,7	2,8	3,6
EV / Sales 2022E	4,0	4,9	2,6	2,6	3,5
Preço / Lucro 2020E	13,4	12,1	11,2	13,2	12,5
Preço / Lucro 2021E	12,2	11,5	11,1	12,1	11,7
Preço / Lucro 2022E	11,3	11,1	10,4	11,0	10,9

Fonte: Bloomberg (2020)

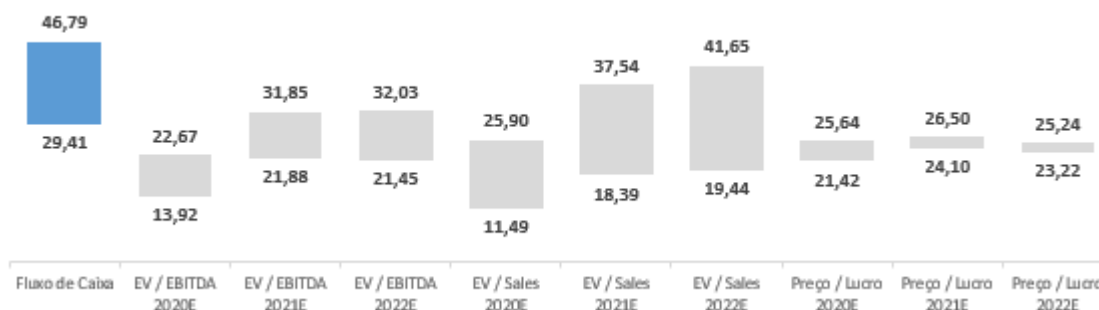
Serão empregados os seguintes múltiplos, conforme quadro 19. É válido ressaltar que será utilizado o maior valor dos múltiplos como limite superior e o menor como limite inferior, a fim de sensibilizar a análise.

- EV / EBITDA 2020E: Conforme mostrado no quadro 19, utilizar-se-á o valor médio dos múltiplos levantados, igual a 10,9x. O limite superior será igual a 13,4x e o inferior igual a 9,3x.
- EV / EBITDA 2021E: O valor médio a ser utilizado é igual a 10,1x. Limites inferior e superior iguais a 8,9% e 12,2%, respectivamente.
- EV / EBITDA 2022E: O múltiplo é igual a 9,5x, cujo intervalo tem como valor inferior 8,1x e valor superior 11,3x.
- EV / Sales 2020E: Valor médio igual a 3,8x, limites inferior e superior iguais a 5,0x e 2,8x, respectivamente.
- EV / Sales 2021E: De acordo com o quadro 19, valor médio igual a 3,6x. Limite superior igual a 4,8x e inferior igual a 2,7x.
- EV / Sales 2022E: O valor médio dos múltiplos elencados é igual a 3,5x, ao passo que o limite superior é igual a 4,9x e inferior igual a 2,6x.
- Preço / Lucro 2020E: Múltiplo médio igual a 12,5x, limite inferior igual a 11,2x e superior igual a 13,4x.
- Preço / Lucro 2021E: Valor médio igual a 11,7x, limite superior igual a 12,2x e inferior igual a 11,1x.

- Preço / Lucro 2022E: Por fim, o valor médio observado é igual a 10,9x, enquanto o limite inferior é igual a 10,4x, superior igual a 11,3x

Adicionalmente, a fim de obter um maior intervalo de valor, o autor sensibilizou o crescimento na perpetuidade da companhia. Adotou-se como limite inferior para o crescimento na perpetuidade uma taxa de 4,00% e um limite inferior igual à 6,63%. A comparação do valor da ação da Hypera Pharma em consequência das diferentes metodologias adotadas está expressa no gráfico 35.

Gráfico 35 - Valor da ação por diferentes metodologias – R\$



Fonte: Elaborado pelo autor

Em um primeiro momento é válido mencionar o motivo da escolha de três anos (2020, 2021 e 2022) para cada múltiplo acima. Conforme já exposto e detalhado, é esperado um expressivo crescimento da Hypera em 2021 e nos anos seguintes, em decorrência das aquisições da Buscopan e da linha OTC da Takeda. Portanto, pode-se afirmar que os múltiplos referente ao ano de 2020 não valoram de forma correta a companhia, visto que não leva em consideração o crescimento citado.

Em relação aos anos de 2021 e 2022 nota-se valores mais elevados, os quais captam em parte o potencial de crescimento da companhia. Adicionalmente, é válido ressaltar que as empresas comparáveis escolhidas não apresentam um crescimento acelerado quanto à Hypera, em virtude de diversos aspectos, como por exemplo, o grau de maturidade das companhias e características dos mercados preponderantes para cada companhia. Caso fosse adotada uma menor taxa de crescimento na perpetuidade, o valor da ação da Hypera pela metodologia de Fluxo de Caixa Descontado seria menor, convergindo para o valor obtido pela avaliação por múltiplos.

De todo modo, quatro das nove metodologias apresentadas possuem intersecção com o resultado da metodologia de fluxo de caixa descontado, se eliminássemos os múltiplos referente à 2020, seriam quatro em seis, um valor muito expressivo e que corrobora o valor calculado pela metodologia escolhida no presente estudo.

Com base no que foi apresentado ao longo do capítulo 5 da presente obra, cabe ao autor apresentar a recomendação em relação à ação. No mercado de análises de ações (*Equity Research*) existem três recomendações: compra, venda e neutra. Recomenda-se a compra de uma ação caso haja um significativo potencial de valorização do papel, e venda caso seja identificado potencial de desvalorização acentuado, caso contrário a recomendação é neutra. O quadro 20 exhibe as recomendações dos analistas de diversos bancos de investimento.

Quadro 20 – Recomendação de analistas de mercado relativa à Hypera Pharma

Empresa	Analista	Preço Alvo - R\$	Prêmio / Desconto	Recomendação	Data
HSBC	Augusto Ensiki	42,00	50,54%	Compra	27/10/2020
Morgan Stanley	Javier Martinez	39,00	39,78%	Compra	26/10/2020
Bradesco BBI	Frederico Mendes	38,00	36,20%	Neutra	26/10/2020
Banco do Brasil	Georgia Jorge	39,90	43,01%	Compra	26/10/2020
Brasil Plural	Antonio Castrucci	41,00	46,95%	Compra	26/10/2020
Credit Suisse	Victor Saragiotto	40,00	43,37%	Compra	25/10/2020
Itaú BBA	Thiago Macruz	36,00	29,03%	Neutra	25/10/2020
Santander	Ruben Campanelli	39,00	39,78%	Compra	22/10/2020
Eleven Financial Research	Mariana Ferraz	45,00	61,29%	Compra	20/10/2020
J.P. Morgan	Joseph Giordano	39,00	39,78%	Compra	08/10/2020
Goldman Sachs	Ima Sgarz	32,00	14,70%	Neutra	21/09/2020
BTG Pactual	Luiz Felipe Poli	42,00	50,54%	Compra	28/07/2020
Safr	Guilherme Assis	45,00	61,29%	Compra	27/07/2020
Ativa Investimentos	Ilan Arbetman	42,00	50,54%	Compra	24/07/2020

Fonte: Bloomberg (2020)

Verifica-se uma recomendação de compra nas avaliações cujo preço da ação seja superior à R\$ 39,00 e neutra para um intervalo de preço entre R\$ 32,00 e R\$ 39,00. Será delimitado recomendação de venda para valores abaixo de R\$ 32,00.

O preço obtido pelo presente relatório é igual à R\$ 39,29 por ação, valor na faixa de recomendação de compra.

Dado o exposto acima, especialmente em virtude do prêmio de 40,83% em relação ao valor de mercado, **recomenda-se a compra da ação da Hypera Pharma.**

5.3. Análise de Sensibilidade

A valoração de uma companhia é um processo pautado na adoção de diversas premissas e hipóteses, as quais apresentam uma considerável parcela de incerteza. Desse modo, é extremamente válido analisar o impacto gerado pela variação de algumas das premissas adotadas no resultado final, ou seja, no valor da ação da Hypera Pharma.

Dentre as variáveis relevantes no valor final da ação, o autor buscou avaliar especificamente o efeito de seis variáveis: custo de capital próprio, crescimento na perpetuidade, taxa livre de risco (*risk free*), prêmio de risco, reajuste de preços e aumento percentual de caixas vendidas.

A seguir uma breve justificativa pela escolha de cada variável.

- **Custo de Capital de Próprio:** O custo de capital tem um peso significativo no valor final da ação, visto que é a taxa de desconto utilizada para trazer os fluxos de caixa futuros a valor presente. O valor de uma ação é extremamente afetado com a variação do custo de capital próprio;
- **Crescimento na Perpetuidade:** No presente trabalho, o valor terminal da empresa representa 81,8% do valor total. Como já apresentado, o valor terminal é pautado em uma premissa de crescimento constante;
- **Taxa Livre de Risco:** O autor avaliou interessante sensibilizar tal variável, dado a queda da taxa de juros ao redor do mundo, em decorrência da pandemia do coronavírus. A análise de tal parâmetro é fundamental a fim de ilustrar e corroborar a adoção da média histórica do T-bond de 10 anos como taxa livre de risco;
- **Prêmio de Risco:** A variação do prêmio de risco impacta diretamente o custo de capital próprio, portanto analisar as implicações de sua variação é extremamente válido;
- **Reajuste de Preços e Aumento percentual de caixas vendidas:** Essas variáveis impactam diretamente a receita líquida projetada e, desse modo, influenciam o valor da ação.

As análises de sensibilidade realizadas e seus resultados são apresentados a seguir.

5.3.1 Custo de Capital Próprio e Crescimento na perpetuidade

Em relação a análise de sensibilidade referente ao custo de capital próprio e crescimento na perpetuidade, as variáveis foram sensibilizadas em intervalos de 0,3% e 0,2%, respectivamente. Os valores em verde indicam recomendação de compra, em vermelho recomendação de venda, e em amarelo recomendação neutra.

Quadro 21 – Sensibilidade entre custo de capital próprio e crescimento na perpetuidade

		Custo de Capital Próprio								
		9,00%	9,30%	9,60%	9,90%	10,20%	10,50%	10,80%	11,10%	11,40%
Crescimento Perpetuidade (g)	6,63%	73,93	64,86	57,62	51,71	46,79	42,64	39,09	36,02	33,33
	6,43%	68,68	60,78	54,37	49,07	44,62	40,83	37,55	34,71	32,20
	6,23%	64,19	57,22	51,50	46,72	42,66	39,18	36,15	33,50	31,16
	6,03%	60,30	54,11	48,96	44,62	40,90	37,68	34,87	32,40	30,20
	5,83%	56,90	51,35	46,69	42,72	39,29	36,31	33,69	31,37	29,30
	5,63%	53,90	48,89	44,64	41,00	37,83	35,05	32,60	30,42	28,47
	5,43%	51,24	46,69	42,80	39,43	36,49	33,89	31,59	29,54	27,69
	5,23%	48,86	44,70	41,12	37,99	35,25	32,82	30,66	28,72	26,97
	5,03%	46,72	42,90	39,58	36,68	34,11	31,83	29,79	27,95	26,29

Fonte: Elaborado pelo autor

O quadro 21 evidencia a significativa sensibilidade das variáveis em relação ao preço final da ação. Conforme já mencionado, a taxa de crescimento na perpetuidade tem uma participação relevante no valor da ação. Nota-se que um aumento absoluto de 0,80% no crescimento na perpetuidade impacta o valor da ação em 19,09%. Adicionalmente, o custo de capital próprio e o valor da ação são inversamente proporcionais, sendo que um aumento absoluto de 0,6% no custo de capital próprio leva a uma queda de 14,26% no preço da ação.

Os resultados anteriores reforçam a extrema importância de um estudo detalhado acerca do custo de capital e do crescimento na perpetuidade a serem adotados, uma vez que possuem extrema relevância no valor final.

5.3.2 Prêmio de Risco e Taxa Livre de Risco

O autor buscou sensibilizar tais variáveis, uma vez que são parcelas que compõem o custo de capital próprio. O autor sensibilizou a taxa livre de risco em um intervalo de 0,5%, enquanto para o prêmio de risco foi utilizado um intervalo de 0,2%.

A motivação para tal análise de sensibilidade advém do que foi discutido na seção 2.2.1.4.2, onde o autor optou por utilizar a média histórica do retorno dos títulos do tesouro americano de dez anos. Outra opção seria utilizar a taxa vigente, valor próximo à 0,67%. A adoção do segundo valor levaria a um custo de capital consideravelmente menor, e assim, impactaria consideravelmente o valor da ação.

A fim de ilustrar matematicamente o exposto acima, para uma taxa livre de risco de 0,5% o valor da ação subiria 102,26%, e para uma taxa livre de 1%, o valor subiria 63,05%. Portanto, o autor reitera a importância de ter adotado como taxa livre de risco um valor que representa média histórica dos títulos do tesouro americano de dez anos.

O prêmio de risco foi utilizado a fim de verificar o argumento de Koller et al (2010), os quais argumentam sobre a utilização de um prêmio de risco entre 4,5% e 5,5%. Na presente análise o autor ampliou levemente o intervalo a fim de aumentar a robustez da análise.

Quadro 22 – Sensibilidade entre taxa livre de risco e prêmio de risco

		Taxa Livre de Risco								
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%
Prêmio de Risco	6,00%	61,24	51,26	43,83	38,08	33,50	29,77	26,67	24,06	21,83
	5,80%	65,04	54,01	45,91	39,71	34,81	30,84	27,57	24,82	22,48
	5,60%	69,29	57,03	48,16	41,45	36,20	31,98	28,51	25,62	23,16
	5,40%	74,06	60,37	50,62	43,34	37,69	33,19	29,51	26,46	23,88
	5,20%	79,47	64,06	53,31	45,38	39,29	34,48	30,57	27,34	24,63
	5,00%	85,66	68,19	56,26	47,59	41,01	35,85	31,69	28,27	25,42
	4,80%	92,79	72,83	59,51	50,00	42,86	37,32	32,88	29,26	26,25
	4,60%	101,10	78,07	63,11	52,62	44,86	38,89	34,15	30,30	27,12
	4,40%	110,92	84,05	67,13	55,50	47,03	40,58	35,50	31,41	28,04

Fonte: Elaborado pelo autor

5.3.3 Reajuste de Preço e Aumento percentual de caixas vendidas

A última análise de sensibilidade buscou verificar o impacto das variáveis utilizadas a fim de projetar o crescimento da receita líquida da Hypera Pharma no horizonte de projeção, o reajuste de preços dos medicamentos e o aumento do número de caixas vendidas.

Nota-se que uma variação absoluta de 1% do aumento de caixas vendidas tem um efeito extremamente significativo no valor da ação, conforme expresso no quadro 23. Da mesma maneira, a variação do reajuste de preços tem efeitos relevantes no valor final.

Quadro 23 – Sensibilidade entre aumento de caixas vendidas e reajuste de preços

		Aumento de caixas vendidas								
		3,00%	3,25%	3,50%	3,75%	4,00%	4,25%	4,50%	4,75%	5,00%
Reajuste de Preço	4,25%	39,26	42,93	46,66	50,45	54,30	58,22	62,19	66,23	70,33
	4,00%	35,69	39,29	42,96	46,68	50,46	54,30	58,21	62,17	66,20
	3,75%	32,17	35,71	39,31	42,96	46,68	50,45	54,28	58,18	62,13
	3,50%	28,71	32,19	35,72	39,31	42,96	46,66	50,42	54,25	58,13
	3,25%	25,31	28,72	32,19	35,71	39,29	42,93	46,62	50,38	54,19
	3,00%	21,96	25,31	28,71	32,17	35,69	39,26	42,89	46,57	50,31
	2,75%	18,66	21,95	25,29	28,69	32,14	35,64	39,21	42,82	46,50
	2,50%	15,42	18,65	21,93	25,26	28,65	32,09	35,58	39,14	42,74
	2,25%	12,23	15,40	18,62	21,89	25,21	28,59	32,02	35,51	39,05

Fonte: Elaborado pelo autor

6. Conclusão

O presente trabalho objetivava determinar o valor justo da ação da Hypera Pharma, uma das principais indústrias farmacêuticas do mercado brasileiro, a fim de fornecer uma recomendação em relação ao investimento na ação da companhia. Conforme exposto no capítulo 1, o autor teve um contato superficial com o setor farmacêutico durante seu estágio em uma importante instituição financeira, quando desenvolveu um breve estudo acerca do referido setor. Dado a importância do setor e sua relação direta com a qualidade de vida da população, o autor decidiu analisar mais detalhadamente o segmento, com o intuito de conhecer e entender as principais variáveis que impactam o referido setor. A escolha da Hypera Pharma foi motivada pelo significativo crescimento da empresa recentemente, além de notórios movimentos estratégicos, como por exemplo as aquisições da Buscopan e da linha de Consumer Health da Takeda.

Para desenvolver um estudo detalhado, primeiramente o autor realizou um estudo teórico, o qual abrangeu os principais conceitos principais de contabilidade, como por exemplo a apresentação e detalhamento das três principais demonstrações financeiras, representadas pela DRE, BP e DFC. Também foram apresentadas e discutidas as principais metodologias de avaliação de empresas, representadas pelo método do fluxo de caixa descontado e avaliação por múltiplos. Todos os conceitos teóricos foram de suma importância no objetivo final do presente trabalho, tanto para determinar o veredito final acerca do investimento, como para argumentar acerca da recomendação.

Na sequência do trabalho foi analisado o setor farmacêutico brasileiro. Em um primeiro momento o autor apresentou o histórico do setor no Brasil, abrangendo episódios de suma importância, como a criação da lei das patentes e da Anvisa. Posteriormente foi apresentado características e a dinâmica geral do setor, como por exemplo os principais investimentos necessários, como P&D e marketing. Também foram apresentados e discutidos diversos dados do setor, a fim de quantificar a indústria farmacêutica brasileira. Foram apresentadas informações referente ao faturamento do setor, participação das indústrias nacionais e estrangeiras no mercado brasileiro e outras informações pertinentes para o caracterização do setor. Em adição, o autor apresentou de forma sucinta as questões regulatórias do setor, especialmente em relação ao ajuste de preço dos medicamentos. Por fim, foram apresentadas as principais empresas do setor no Brasil com suas respectivas participações no mercado brasileiro.

No capítulo seguinte o autor desenvolveu e apresentou uma análise da Hypera Pharma. Elencou informações referentes ao histórico da companhia, estrutura acionária e principais membros da gestão da companhia. Posteriormente foi apresentada a divisão da companhia em unidades de negócios, representadas pelas linha de medicamento de prescrição, medicamentos isentos de prescrição e medicamentos genéricos e similares. Também foi citado o crescimento dos esforços de marketing e P&D da companhia. Em relação ao marketing, destaca-se a aquisição dos *naming rights* da Arena Corinthians. Adicionalmente, verificou-se um crescimento significativo nos investimentos em P&D, atingindo R\$ 243 milhões em 2019. A última seção do capítulo apresentou os destaques financeiros da companhia, como receita líquida, EBITDA, lucro líquido e o desempenho da ação da companhia.

Por fim, no capítulo cinco foi desenvolvida a avaliação econômico-financeira em si. O autor apresentou e argumentou em relação às premissas adotadas para a construção do modelo financeiro, abrangendo premissas de receitas, custos, despesas, movimento de caixa, investimentos e outros. Na sequência foi apresentada a projeção do fluxo de caixa livre para o acionista no horizonte de projeção e o valor na perpetuidade. Após trazer tais valores a valor presente, utilizando o custo de capital próprio igual à 10,20%, foi determinado o valor alvo da ação, igual à R\$ 39,29, com um potencial de prêmio de 40,83% em relação ao valor de fechamento de mercado no dia 30/10/2020.

A fim de corroborar o valor alvo obtido, o autor comparou o valor da ação pela metodologia de fluxo de caixa descontado com a metodologia de avaliação por múltiplos. Foram apresentados nove múltiplos, entre os quais quatro apresentaram intersecção com o intervalo de valor da metodologia de fluxo de caixa. É extremamente válido ressaltar que a Hypera Pharma apresenta um crescimento mais acelerado que as comparáveis selecionadas, o que justifica um valor médio superior obtido pela metodologia de fluxo de caixa selecionada, uma vez que tal metodologia capta o crescimento esperado.

Na sequência o autor elencou o valor alvo da ação de acordo com diversos bancos de investimento, a fim de estipular intervalos de preço para cada umas das recomendações, sendo essas compra, venda e neutra. Observou-se uma recomendação de compra para ações cujo valor seja superior à R\$ 39,00, valores entre R\$ 32,00 e R\$ 39,00 verificou-se recomendação neutra e recomendação de venda para valores inferiores à R\$ 32,00. Como resultado final, o presente relatório recomenda a compra da ação da Hypera Pharma.

A última seção do trabalho consistiu em análises de sensibilidade a fim de verificar o impacto de algumas variáveis no valor final da ação. Como esperado, notou-se um expressivo impacto do custo de capital próprio e do crescimento na perpetuidade no valor final da ação. Outras variáveis analisadas também têm um peso significativo no valor final, com ênfase para o reajuste de preços dos medicamentos e o aumento percentual de unidades de caixas vendidas.

7. Referências

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS INDÚSTRIAS DE MEDICAMENTOS GENÉRICOS. **MERCADO**. Disponível em < <https://www.progenericos.org.br/mercado>> Acesso em 10 de outubro de 2020.

ASSOCIAÇÃO DA INDÚSTRIA FARMACÊUTICA DE PESQUISA. **Guia 2019 Interfarma**. Disponível em < <https://www.interfarma.org.br/guia/guia-2019/>>. Acesso em 09 de outubro de 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Mercado**. Disponível em < <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/11092020>>. Acesso em 24 de setembro de 2020.

BASTOS, V. **Inovação Farmacêutica: padrão setorial e perspectivas para o caso brasileiro**. BNDES SETORIAL. Rio de Janeiro, p.26. 2005. Disponível em < https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Galerias/Convivencia/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Complexo_Quimico/200509_3.html>. Acesso em 02 de outubro de 2020.

BEMVINDO, B. **Um estudo sobre a relação entre gastos em P&D e patentes como indicador de eficiência inovadora na indústria farmacêutica**. Monografia – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, p.86. 2010. Disponível em < <https://pantheon.ufrj.br/handle/11422/2513>>. Acesso em 08 de outubro de 2020.

BLOOMBERG. **Terminal Bloomberg**. Disponível em <www.bloomberg.com>. Acesso em 29 de outubro de 2020.

BRASIL. **Lei Nº 9.279, de 14 de maio de 1996**. Regula direitos e obrigações relativos à propriedade intelectual. Brasília: Casa Civil, [1996]. Disponível em < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9279.htm>. Acesso em 09 de outubro de 2020.

BRASIL. **Lei Nº 9.782, de 26 de janeiro de 1999**. Define o Sistema Nacional de Vigilância Sanitária, cria a Agência Nacional de Vigilância Sanitária, e dá outras providências. Brasília: Casa Civil, [1999]. Disponível em < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9782.htm>. Acesso em 12 de outubro de 2020.

BRASIL. **Lei Nº 9.787, de 10 de fevereiro de 1999**. Altera a Lei no 6.360, de 23 de setembro de 1976, que dispõe sobre a vigilância sanitária, estabelece o medicamento genérico, dispõe sobre a utilização de nomes genéricos em produtos farmacêuticos e dá outras providências. Brasília: Casa Civil, [1999]. Disponível em < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9787.htm>. Acesso em 09 de outubro de 2020.

BRASIL. **Lei Nº 10.742, de 6 outubro de 2003**. Define normas de regulação para o setor farmacêutico, cria a Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos - CMED e altera a Lei no 6.360, de 23 de

setembro de 1976, e dá outras providências. Brasília: Casa Civil, [2003]. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2003/110.742.htm>. Acesso em 09 de outubro de 2020.

BTG PACTUAL. **Decent figures in a tough environment**. 2020. São Paulo

BTG PACTUAL. **Soft results when compared to more stable years**. 2020. São Paulo

CREDIT SUISSE. **2Q20: Good Enough for a Challenging Quarter**. 2020. São Paulo.

DAMODARAN, A. **Musing on Markets**. 2020. Disponível em <<http://aswathdamodaran.blogspot.com/2020/02/data-update-3-for-2020-price-of-risk.html>>. Acesso em 24 de setembro de 2020.

DAMODARAN, A. **Damodaran on Valuation**. 2ª edição, Nova York: Wiley, 2006. 658p.

FEBRAFARMA. **A indústria farmacêutica no Brasil: uma avaliação da política industrial, tecnológica e de comércio exterior – PITCE para o setor farmacêutico**. Estudos Febrapharma 13, 2007.

FERST, G. **Análise da Indústria Farmacêutica no Brasil: surgimento e desenvolvimento da indústria nacional**. Monografia – Curso de Ciência Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, p.67. 2013. Disponível em <<https://lume.ufrgs.br/handle/10183/78380>> Acesso em 02 de outubro de 2020.

GOMES, R; PIMENTEL, V; LOUSADA, M; PIERONI, J. **O novo cenário de concorrência na indústria farmacêutica brasileira**. Complexo industrial da Saúde – BNDES SETORIAL. Rio de Janeiro, p.97-134. 2014. Disponível em <https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Galerias/Convivencia/Publicacoes/Consulta_Expressa/Tipo/BNDES_Setorial/201403_03.html>. Acesso em 05 de outubro de 2020.

GITMAN, L. **Administração Financeira**. 12ª edição, São Paulo: Pearson, 2010. 801p.

HYPERA PHARMA. **Relatório anual 2017**. Disponível em <<https://ri.hypera.com.br/hypera-pharma/relatorio-anual/>>. Acesso em 14 de outubro de 2020.

HYPERA PHARMA. **Apresentação Institucional Junho/2020**. Disponível em <<https://ri.hypera.com.br/resultados-e-publicacoes/apresentacoes/>>. Acesso em 28 de setembro de 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Pesquisa de Inovação – PINTEC**. Disponível em <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/multidominio/ciencia-tecnologia-e-inovacao/9141-pesquisa-de-inovacao.html?=&t=o-que-e>>. Acesso em 08 de outubro de 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Projeção da População**. Disponível em < <https://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao/>>. Acesso em 08 de outubro de 2020.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Embi+ Risco-Brasil**. Disponível em < <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>>. Acesso em 24 de setembro de 2020.

IQVIA INSTITUTE. **2019 R&D achievements**. Parsippany. 2020. Disponível em <https://www.iqvia.com/insights/the-iqvia-institute/reports/2019-r-and-d-achievements>. Acesso em 08 de outubro de 2020.

IQVIA INSTITUTE. **The global use of medicine in 2019 and outlook to 2023 – Forecasts and areas to watch**. Parsippany. 2019. Disponível em < <https://www.iqvia.com/insights/the-iqvia-institute/reports/the-global-use-of-medicine-in-2019-and-outlook-to-2023>>. Acesso em 10 de outubro de 2020.

IUDICIBUS, S. DE et al. **Contabilidade Introdutória**. 11ª edição, São Paulo: Atlas, 2010. 335p.

KOLLER, T; GOEDHART, M; WESSELS, D. **Valuation: Measuring and managing the value of companies**. 5ª edição, Nova Jersey: Wiley, 2010. 862p.

MARION, J. **Contabilidade Básica**. 10ª edição, São Paulo: Atlas S.A., 2009. 262p.

PÓVOA, A. **Valuation: Como precificar ações**. 1ª edição, Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. 451p.

PRICEWATERHOUSECOOPERS; WORLD BANK GROUP. **Paying taxes 2020 – The changing landscape of tax policy and administration across 190 economies**. Londres. 2020. Disponível em < <https://www.pwc.com/gx/en/services/tax/publications/paying-taxes-2020.html>>. Acesso em 12 de outubro de 2020.

PROFARMA. **Mercado Brasileiro**. 2016. Disponível em <<https://ri.profarma.com.br/a-companhia/mercado-brasileiro/>>. Acesso em 13 de outubro de 2020.

RADAELLI, V. **Trajetórias inovativas do setor farmacêutico no Brasil: tendências recentes e desafios futuros**. Dissertação (Doutorado em Política Científica e Tecnológica), Universidade Estadual de Campinas. Campinas, p. 308. 2012. Disponível em < http://www.repositorio.unicamp.br/bitstream/REPOSIP/287652/1/Radaelli_Vanderleia1977-_D.pdf>. Acesso em 12 de outubro de 2020.

REIS, C; PIMENTEL, V; PIERONI, J; MITIDIERI, T. **Panorama Setoriais 2030: Desafios e Oportunidades para o Brasil - Indústria Farmacêutica**. Rio de Janeiro, p.138-158. 2017. Disponível em <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/14214>. Acesso em 05 de outubro de 2020.

ROSENBAUM, J; PEARL, J. **Investment Banking**. 1ª edição, Nova Jersey: Wiley, 2009. 283p.

SEBRAE. **O que é Sociedade de Propósito Específico (SPE) e como funciona.** Disponível em <<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/o-que-sao-sociedades-de-proposito-especifico,79af438af1c92410VgnVCM100000b272010aRCRD>>. Acesso em 05 de novembro de 2020.

SINDUSFARMA. **Perfil da indústria farmacêutica 2017.** Disponível em <https://sindusfarma.org.br/Perfil_IF2017.pdf>. Acesso em 11 de outubro de 2020.

SINDUSFARMA. **Perfil da indústria farmacêutica 2020.** Disponível em <https://sindusfarma.org.br/uploads/Publicacoes/Perfil_IF2020_PORT.pdf>. Acesso em 11 de outubro de 2020.

SINDUSFARMA. **Relatório Anual de Atividades 2019.** Disponível em <<https://sindusfarma.org.br/publicacoes/exibir/11080-relatorio-anual-de-atividades-2019>>. Acesso em 05 de outubro de 2020.

STATISTA. **Research and development expenditure of the total U.S. pharmaceutical industry from 1995 to 2018 (in billion U.S. dollars).** Disponível em <<https://www.statista.com/statistics/265085/research-and-development-expenditure-us-pharmaceutical-industry/>>. Acesso em 08 de outubro de 2020.

STICKNEY, C; WEIL, R. **Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods e Uses.** 10ª edição, Cincinnati: Thomson / South-Western, 2003. 952p.

TEIXEIRA, A. **A Indústria Farmacêutica no Brasil: um estudo do impacto socioeconômico dos medicamentos genéricos.** Monografia – Curso de Ciência Econômicas, Universidade Estadual Paulista. Araraquara, p.84. 2014. Disponível em <<https://repositorio.unesp.br/handle/11449/124346>>. Acesso em 02 de outubro de 2020.

URIAS, E. **A Indústria Farmacêutica Brasileira: um processo de co-evolução de instituições, organizações industriais, ciência e tecnologia.** Dissertação (Mestrado em Política Científica e Tecnológica), Universidade Estadual de Campinas. Campinas, p. 104. 2009. Disponível em <<http://repositorio.unicamp.br/jspui/handle/REPOSIP/287704>>. Acesso em 02 de outubro de 2020.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Daily Treasury Yield Curve Rates.** Disponível em <<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/textview.aspx?data=yield>>. Acesso em 23 de setembro de 2020.

VALOR ECONÔMICO. **Farmacêuticas aceleram aportes em P&D.** 2020. Disponível em <<https://valor.globo.com/publicacoes/suplementos/noticia/2020/08/27/farmaceuticas-aceleram-aportes-em-p-d.ghml>>. Acesso em 09 de outubro de 2020.

VALOR ECONÔMICO. **Genéricos já têm mais de um terço do mercado.** 2020. Disponível em <
<https://valor.globo.com/publicacoes/suplementos/noticia/2020/08/27/genericos-ja-tem-mais-de-um-terco-do-mercado.ghtml>>. Acesso em 09 de outubro de 2020.

