

OCTAVIO HENRIQUE BERTOLUCCI

Avaliação de uma empresa destaque do setor de varejo farmacêutico

São Paulo

2019

OCTAVIO HENRIQUE BERTOLUCCI

Avaliação de uma empresa destaque do setor de varejo farmacêutico

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

São Paulo
2019

OCTAVIO HENRIQUE BERTOLUCCI

Avaliação de uma empresa destaque do setor de varejo farmacêutico

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

Orientador: Laerte Idal Sznelwar

São Paulo

2019

CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO

Bertolucci, Octávio

Avaliação de uma empresa destaque do setor de varejo farmacêutico
O. Bertolucci – São Paulo, 2019.
124 p.

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

1.Varejo Farmacêutico 2.Avaliação estratégica 3.Avaliação
Econômica I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento
de Engenharia de Produção II.t

AGRADECIMENTOS

À minha família, meu pai e minha mãe por todo incentivo e esforços de educação para minha formação, além de todo apoio. À minha irmã, por toda ajuda e apoio nas situações boas e ruins.

Aos meus amigos formados ao longo da faculdade, em especial Bruno, Fernando, Luca B., Luca C., Marcelo, Pedro P., Pedro M., Oleg, Tomás e todos os outros, pelo companheirismo para a minha evolução e excelentes discussões sobre os mais variados temas, amizades que carregarei para a vida.

Ao meu orientador Laerte, por toda ajuda e apoio nos meses de execução deste trabalho.

Às minhas ajudas externas, em especial ao Heitor, cuja ajuda foi essencial para o refinamento do trabalho.

Por fim, à Escola Politécnica, por toda formação e capacitação que, apesar de momentos difíceis, guardarei boas lembranças.

RESUMO

O trabalho a seguir tem por objetivo a avaliação estratégica e econômica da companhia líder do mercado de varejo farmacêutico. Como base, busca analisar o posicionamento por meio de modelos de análise estratégica utilizados no mercado financeiro e em ambientes acadêmicos, de forma a colocar uma visão sobre os principais pontos fortes e fracos que moldam o contexto em que a empresa se insere. Sob a ótica financeira, o trabalho se sustenta em diferentes metodologias, especialmente na do fluxo de caixa descontado, mas traçando paralelos com as demais e discutindo os pontos sensíveis à análise. Para sustentar o estudo, foram realizadas análises do setor de drogarias, a fim de compreender os pontos intrínsecos e as tendências que guiam a dinâmica do mercado para os próximos anos. Também foi feito um levantamento dos principais dados financeiros e institucionais da empresa, para embasar as premissas e compreender os planos estratégicos.

Palavras-chave: Varejo Farmacêutico. Avaliação Estratégica. Avaliação Econômica.

ABSTRACT

This investigation is aimed at the strategic and economic evaluation of the leading company in drugstores activity. As framework, it searches analyzing models used in the financial market and academic environment, to show a perspective on the main strong and weak points that permeate the context in which the company is inserted. Under the financial view point, the work is based in different methodologies, especially on the discounted cash flow, but stablishing parallels with the others and discussing the points sensitive to analysis. To support the study, a drugstore sector analysis was done, in order to understand the intrinsic points and tendencies that drives the market dynamic for coming years. It was also done a survey of the company main financial and institutional data, to base the assumptions and comprises the strategic plans.

Keywords: Pharmaceutical Retail. Strategic Assessment. Economics Evaluation.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1: AS FORÇAS DE PORTER	40
FIGURA 2: ANÁLISE SWOT	43
FIGURA 3: BREVE HISTÓRICO DO VAREJO NO BRASIL	46
FIGURA 4: ÍNDICE DE CONFIANÇA DO CONSUMIDOR	47
FIGURA 5: VAREJO POR RECEITA LÍQUIDA	48
FIGURA 6: SEGMENTAÇÃO POR RECEITA BRUTA DE REVENDA	49
FIGURA 7: FATURAMENTO DO VAREJO FARMACÊUTICO (R\$ BILHÕES)	50
FIGURA 8: DISTRIBUIÇÃO DE FARMÁCIAS PRIVADAS	51
FIGURA 9: EVOLUÇÃO DA VENDA DE MEDICAÇÕES (EM BILHÕES DE UNIDADES) E POR TIPO	56
FIGURA 10: CADEIA DO MERCADO FARMACÊUTICO	58
FIGURA 11: EXPECTATIVA DE FAIXA ETÁRIA DA POPULAÇÃO BRASILEIRA	60
FIGURA 12: GASTO COM SAÚDE (% DAS DESPESAS DAS FAMÍLIAS)	61
FIGURA 13: NÚMERO DE PRESCRIÇÕES POR IDADE	61
FIGURA 14: ORGANIZAÇÃO DOS ÓRGÃOS REGULADORES	62
FIGURA 15: ESTRUTURA DO PORTFÓLIO DO GRUPO RD	66
FIGURA 16: DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA DE LOJAS	67
FIGURA 17: DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA DE CENTROS DE DISTRIBUIÇÃO	68
FIGURA 18: PARTICIPAÇÃO DE MERCADO POR REGIÃO	69
FIGURA 19: EVOLUÇÃO DA QUANTIDADE DE LOJAS	70
FIGURA 20: VARIAÇÃO DO NÚMERO DE LOJAS POR TEMPO DE OPERAÇÃO	71
FIGURA 21: ÍNDICE SSS DO GRUPO RD	72
FIGURA 22: MIX DE VENDAS POR TIPO DE FARMÁCIA (2018)	72
FIGURA 23: EVOLUÇÃO DA RECEITA BRUTA E LOJAS	73
FIGURA 24: COMPARAÇÃO ENTRE CRESCIMENTO RD E MERCADO	74
FIGURA 25: EVOLUÇÃO DOS CUSTOS DE MERCADORIA	75
FIGURA 26: DESPESAS COM VENDAS, GERAIS E ADMINISTRATIVAS	76
FIGURA 27: EBITDA E MARGEM EBITDA	77
FIGURA 28: COMPARAÇÃO DA MARGEM EBITDA (% DA RECEITA BRUTA)	78
FIGURA 29: RESULTADO FINANCEIRO	79
FIGURA 30: MODELO ESTRATÉGICO DO GRUPO RD	80
FIGURA 31: ANÁLISE SWOT DO GRUPO RD	88
FIGURA 32: FORÇAS DE PORTER PARA O MERCADO DE FARMÁCIAS	92
FIGURA 33: CRESCIMENTO DO NÚMERO DE LOJAS	94
FIGURA 34: EVOLUÇÃO DO PERFIL DE LOJAS POR VALOR TOTAL	95
FIGURA 35: PROJEÇÃO DE RECEITA DO GRUPO RD	96
FIGURA 36: EVOLUÇÃO DA DISTRIBUIÇÃO DOS TIPOS DE PRODUTOS VENDIDOS	97

FIGURA 37: PROJEÇÃO DO CUSTO DE PRODUTOS VENDIDO DO GRUPO RD	98
FIGURA 38: PROJEÇÃO DE DESPESAS OPERACIONAIS DO GRUPO RD	99
FIGURA 39: PROJEÇÕES DE EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS	100
FIGURA 40: PROJEÇÕES DE TÍTULOS EMITIDOS	101
FIGURA 41: PROJEÇÃO DE RESULTADO FINANCEIRO	101
FIGURA 42: PROJEÇÃO DE CAPITAL DE GIRO	103
FIGURA 43: PROJEÇÃO DO CAPEX DE LOJAS (R\$ MM)	104
FIGURA 44: PROJEÇÃO DO CAPEX DE CENTROS DE DISTRIBUIÇÃO	104
FIGURA 45: PROJEÇÃO DO CAPEX DE INTANGÍVEIS	105
FIGURA 46: PROJEÇÃO DO CAPEX DE MANUTENÇÃO	105
FIGURA 47: CÁLCULO DO BETA DO GRUPO RD	107
FIGURE 48: EVOLUÇÃO DO RISCO SOBERANO PARA O BRASIL	108
FIGURA 49: COMPARAÇÃO DE METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO	112
FIGURA 50: ANÁLISE DE SENSIBILIDADE TAXA DE DESCONTO E CRESCIMENTO NA PERPETUIDADE	113
FIGURA 51: ANÁLISE DE SENSIBILIDADE PARA O NÚMERO DE LOJAS E TAXA DE DESCONTO	114

LISTA DE TABELAS

TABELA 1: BALANÇO PATRIMONIAL.....	22
TABELA 2: DEMONSTRATIVO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO.....	24
TABELA 3: DEMONSTRATIVO DE FLUXO DE CAIXA (MÉTODO INDIRETO)	26
TABELA 4: FORMAÇÃO DOS MÚLTIPLOS.....	27
TABELA 5: CONVERSÃO VALOR DO ACIONISTA PARA VALOR DA FIRMA.....	32
TABELA 6: PRINCIPAIS COMPANHIAS DO VAREJO DE FARMÁCIAS BRASILEIRO	53
TABELA 7: COMPARAÇÃO ENTRE OS PRINCIPAIS AGENTES DE FARMÁCIAS	54
TABELA 8: COMPARAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO COM E SEM OS FORNECEDORES	55
TABELA 9: DIAS DE ATIVO E PASSIVO CIRCULANTE	102
TABELA 10: PERFIL DA DÍVIDA FINANCEIRA.....	109
TABELA 11: CÁLCULO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA	110
TABELA 12: CÁLCULO DO PREÇO ALVO DA AÇÃO DA COMPANHIA	110
TABELA 13: MÚLTIPLOS DE COMPARÁVEIS	111

LISTA DE EQUAÇÕES

EQUAÇÃO 1: MÚLTIPLO DE PREÇO POR LUCRO.....	29
EQUAÇÃO 2: MÚLTIPLO DE VALOR DA EMPRESA POR EBITDA.....	29
EQUAÇÃO 3: MÚLTIPLO DE VALOR DA EMPRESA POR VENDAS.....	29
EQUAÇÃO 4: VALOR PRESENTE LÍQUIDO.....	31
EQUAÇÃO 5: CÁLCULO FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA	33
EQUAÇÃO 6: CÁLCULO FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA O ACIONISTA	33
EQUAÇÃO 7: MODELO DO CAPM	35
EQUAÇÃO 8: ADAPTAÇÃO TAXA <i>RISK FREE</i> À DIFERENÇA INFLACIONÁRIA	35
EQUAÇÃO 9: CÁLCULO DO BETA	36
EQUAÇÃO 10: CÁLCULO BETA ALAVANCADO	37
EQUAÇÃO 11: CÁLCULO BETA DESALAVANCADO	37
EQUAÇÃO 12: CÁLCULO WACC.....	38
EQUAÇÃO 13: CÁLCULO EV	38
EQUAÇÃO 14: CÁLCULO VALOR TERMINAL	38
EQUAÇÃO 15: CÁLCULO VALOR TERMINAL COM REINVESTIMENTO	39
EQUAÇÃO 16: CÁLCULO DO CUSTO DE CAPITAL PARA O ACIONISTA	108
EQUAÇÃO 17: CÁLCULO DO DIFERENCIAL DE INFLAÇÃO.....	108

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

β - Beta da empresa avaliada

Abrafarma – Associação Brasileira de Redes de Farmácias e Drogarias

ANVISA – Agência Nacional de Vigilância Sanitária

CAGR – *Compound Annual Growth Rate*

Capex – *Capital Expenditures*

CSSL – Contribuição Social sobre Lucro Líquido

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

D&A – Depreciação e Amortização

DFC – Demonstrativo de Fluxo de Caixa

DRE – Demonstrativo de Resultado do Exercício

EBT – *Earnings Before Taxes*

EBIT – *Earnings Before Interests and Taxes*

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

EV – *Enterprise Value*

FCFF – *Free Cash Flow to the Firm*

FCFE – *Free Cash Flow to the Equity*

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IRPJ – Imposto de Renda sobre Pessoa Jurídica

OTC – *Over the counter* (medicamentos sobre o balcão)

P&D – Pesquisa e Desenvolvimento

SSS – *Same Store Sales*

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	17
1.1	Contextualização do trabalho.....	17
1.2	Metodologia Utilizada	17
1.3	Estrutura.....	18
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	21
2.1	Contabilidade	21
2.1.1	Balanço Patrimonial.....	22
2.1.2	Demonstrativo de Resultado do Exercício	23
2.1.3	Demonstrativo de Fluxo de Caixa	25
2.2	Engenharia Econômica e Avaliação de Empresas.....	27
2.2.1	Avaliação Relativa.....	27
2.2.2	Método do Fluxo de Caixa Descontado	30
2.2.3	Gestão Estratégica	39
3	O MERCADO DE VAREJO FARMACÊUTICO.....	45
3.1	O mercado de Varejo Brasileiro.....	45
3.1.1	Histórico do Varejo no Brasil	45
3.1.2	Segmentos do Varejo	46
3.2	O Varejo Farmacêutico.....	49
3.2.1	Crescimento do Setor	50
3.2.2	Dinâmica Setorial	51
3.2.3	Produtos Vendidos	55
3.2.4	Cadeia de suprimentos	57
3.2.5	Padrão de consumo e envelhecimento da população	60
3.2.6	Ambiente Regulatório	62
3.2.7	Considerações da seção	63
4	O GRUPO RD	65
4.1	Visão Geral	65
4.1.1	Breve Histórico	65
4.1.2	Modelo de Negócios	66
4.1.3	Dinâmica Geográfica	67
4.2	Inserção no mercado brasileiro.....	69
4.2.1	Market Share por Região	69

4.2.2	Evolução da quantidade de Lojas.....	70
4.2.3	Índice SSS.....	71
4.3	Desempenho Financeiro	73
4.3.1	Receita Bruta de Vendas	73
4.3.2	Custos de Mercadorias.....	74
4.3.3	Despesas Gerais e Administrativas e EBITDA	75
4.3.4	Resultado Financeiro.....	78
4.4	Estratégia Geral	79
5	AValiação DA COMPANHIA.....	83
5.1	Análise Estratégica	83
5.1.1	Análise SWOT.....	83
5.1.2	Cinco forças de Porter	88
5.2	Avaliação Econômico-Financeira	93
5.2.1	Horizonte de Projeção.....	93
5.2.2	Premissas Financeiras	93
5.2.3	Custo de Capital	106
5.2.4	Valor da firma e acionista para a Companhia	110
5.2.5	Avaliação por comparáveis.....	111
5.2.6	Análise de sensibilidade.....	113
6	CONCLUSÃO.....	115
7	BIBLIOGRAFIA.....	117
8	APÊNDICES	121
8.1	Premissas Macroeconômicas.....	121
8.2	Demonstrativo do Resultado do Exercício.....	122
8.3	Balanço Patrimonial	123
8.4	Demonstrativo de Fluxo de Caixa.....	124

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização do trabalho

O presente trabalho visa fornecer uma avaliação econômica e estratégica de uma companhia referência no varejo farmacêutico, o Grupo RD, buscando a amplitude de seus pontos fracos e fortes e a relação ao setor em que se encontra como um todo. As análises bem como os aspectos analisados podem ser expandidos e utilizados como referência para outros trabalhos, que podem se tratar do setor de varejo e saúde, além da companhia analisada. É importante salientar que todas as análises realizadas neste estudo se basearam apenas em dados públicos.

O autor tomou o tema de avaliação econômica e estratégica pelo alinhamento com o estágio, que se deu em uma assessoria financeira de reestruturação de dívida, fusões e aquisições e gestão interina para empresas, em que se pode ter acesso a diversas transações e negociações com grandes clientes de diversos setores econômicos. Dessa forma, a atividade feita no trabalho de formatura se dá como extensão ao que foi realizado no estágio supervisionado de forma que mostra sinergia com o tema e busca aperfeiçoar as práticas e metodologias de mercado ao trabalho acadêmico. A escolha do tema também foi feita com base na empresa em que se deu o estágio trabalhar com o setor de varejo e querer um entendimento maior sobre o segmento.

A escolha do alvo para a realização do trabalho foi feita pelo interesse do aluno no setor de saúde, por motivos de afinidade com o tema e conhecimento adquirido de profissionais da saúde ao longo da vida. A empresa em que o trabalho foi feito também já foi escolhida pelo aluno para outros trabalhos ao longo de sua formação acadêmica, o que torna a afinidade com o tema mais sólida. Por fim, o tema do trabalho está alinhado às disciplinas e metodologias aprendidas na faculdade, em especial de Engenharia Econômica e Finanças, Contabilidade, Economia de Empresas e Gestão Estratégica. O trabalho também visa um maior entendimento sobre o mercado em que a companhia se encontra e seus concorrentes.

1.2 Metodologia Utilizada

O estudo do trabalho se dá sobre a companhia Raia Drogasil ou Grupo RD (“Companhia”, “Empresa”), que se trata do líder em varejo farmacêutico no Brasil e, portanto, tem sua principal atividade atrelada ao comércio de medicamentos e produtos de perfumaria como cosméticos.

Para embasar a análise estratégica, foram utilizadas metodologias já consolidadas no meio acadêmico, de forma que se realizou uma análise do mercado sobre o qual a companhia está inserida baseando-se nesses autores. A ideia busca entender os pontos fortes da companhia, aqueles em que ela se sobressai e possui vantagem em relação aos seus principais concorrentes, e os pontos fracos, aqueles em que a companhia pode apresentar melhorias bem como monitorar as tendências do mercado para aplicar melhores práticas, a fim de entender o desdobramento da gestão estratégica.

Além disso, foi feita uma análise financeira da companhia, se baseando nos relatórios publicados e fontes de informação de mercado, como Capital IQ e os dados de relação com investidores das companhias, literaturas de contabilidade e avaliação de investimentos, além de artigos acadêmicos. Dessa forma, a ideia da avaliação econômica busca, após um entendimento da companhia e do mercado em se situa, a aplicação de diferentes metodologias, sendo elas o fluxo de caixa descontado e a avaliação relativa por múltiplos de mercado. Após os resultados obtidos pode-se traçar um paralelo e obter um valor justo para a companhia. Por fim, se aplica análises de sensibilidade sobre os fatores mais críticos que podem influir mais intensamente sobre o resultado obtido e compreender melhor os pontos mais críticos para a operação da empresa.

1.3 Estrutura

O trabalho segue a estrutura proposta pelo Departamento de Engenharia de Produção de se encontrar um problema (encontrar o valor justo e a posição estratégica da companhia), aplicar as metodologias escolhidas e prover conclusões e próximos passos acerca dos resultados obtidos.

- **Introdução:** a primeira seção do trabalho visa contextualizar sobre o tema, mostrar as motivações do autor para a realização, abordagens sobre o tema e breve descrições do que será desenvolvido;
- **Revisão Bibliográfica:** abordando as principais literaturas dos temas referentes à contabilidade, análise de demonstrativos, avaliação de empresas e bibliografias voltadas para o entendimento estratégico sobre negócios;
- **O Mercado de Varejo Farmacêutico:** em que se apresenta o setor de varejo e suas principais forças e desafios, em especial frente a diferentes contextos macroeconômicos. Na sequência, se dirige ao varejo farmacêutico, apresentando seu crescimento, produtos vendidos, ambientes regulatórios, principais empresas

atuantes, fatores potenciais para alavancar o crescimento e dinâmicas setoriais em geral;

- **O Grupo RD:** nesta seção se apresenta uma visão da companhia, com seu histórico, distribuição geográfica, índices contábeis, financeiros e operacionais, além do modelo de negócios e tendências estratégicas;
- **Avaliação da Companhia:** se aplica as metodologias vistas na revisão bibliográfica, com base nos aspectos aprendidos na seção do mercado de varejo e da empresa, e obtém os resultados financeiros e posições estratégicas observadas;
- **Conclusões:** se apresentam discussões sobre os resultados obtidos e análises críticas sobre o resultado, além de considerações gerais e proposição de próximos passos para a continuidade da discussão do trabalho.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

A revisão bibliográfica tem como objetivo trazer a sustentação teórica necessária para a realização do trabalho, isto é, as análises econômicas e estratégicas, bem como os apontamentos necessários sobre o caso de setor de varejo.

Primeiramente, se utilizará a bibliografia referente ao tema de contabilidade de empresas, no qual serão mostrados os três principais demonstrativos contábeis, sendo eles o balanço patrimonial, o demonstrativo de resultado do exercício e o demonstrativo de fluxo de caixa. Na sequência, apresentar-se-á as principais metodologias de avaliação de ativos, sendo as relações comparáveis bem como o fluxo de caixa descontado.

Também se abordarão conceitos de gestão de estratégia, tais como a análise SWOT, a análise das cinco forças de Porter, entre outras metodologias cabíveis a diversos ambientes em que uma empresa se encontra.

2.1 Contabilidade

O interesse pela contabilidade se dá por todas as partes interessadas dentro e fora da empresa (do inglês, *stakeholders*), ou seja, os acionistas, credores, órgãos responsáveis pela auditoria interna e externa, órgãos fiscalizadores, receita federal, associações, agências reguladoras entre tantas outras.

Para o caso de uma recuperação judicial, por exemplo, a contabilidade é essencial para a clareza das informações, tanto para os meios judiciais, que abrangem principalmente o juiz e o administrador judicial, como para as partes credoras das companhias, distribuídas em classes que vão desde o interesse trabalhista até os detentores de dívida financeira, sendo elas em empréstimos diretos até produtos estruturados. De forma que, como Marion (2012) coloca, a contabilidade é um dos principais meios para a tomada de decisão por parte dos diversos interessados na companhia, nos mais diversos cenários.

O primeiro passo para se ter consistência na análise financeira de empresas é a construção de demonstrações contábeis delas, em que três são as mais utilizadas e importantes fundamentalmente (DAMODARAN, 2012), sendo elas explicadas a seguir.

2.1.1 Balanço Patrimonial

O balanço patrimonial representa, segundo Fridson e Alvarez (2011) um conjunto de bens, direitos e obrigações de uma companhia em um ponto estático no tempo, sendo o mais importante demonstrativo financeiro e, por conseguinte, deve-se ter cautela no momento de sua construção. De forma consensual, atribui-se ao lado direito a região dos ativos, em que estão os direitos e bens que a entidade detém, e ao lado esquerdo tem-se a região referente ao passivo e patrimônio líquido, isto é, as obrigações exigíveis (passivo) e não exigíveis (patrimônio líquido), mostrando as formas de financiamento tanto por capital de terceiros como por capital próprio, formando a estrutura de capital da companhia (MARION, 2012).

No contexto da construção do balanço patrimonial, é comum se fazer a segmentação no que compreende o ativo e o passivo entre ‘circulante’ e ‘não circulante’, isto é, a fim de alocar as contas ou bens de cada um de acordo com o que, segundo Marion (2012) trata-se do giro do ciclo contábil ou liquidez, isto é, a facilidade de se converter cada direito ou bem em moeda, da mesma forma que os prazos de cada obrigação (curto-prazo ou longo-prazo). Tal como pode ser observado na Tabela 1.

Tabela 1: Balanço Patrimonial

Ativo	Passivo + Patrimônio Líquido
Ativo Circulante Caixa e Equivalentes a Caixa Estoques Duplicatas a Receber Tributos a Recuperar Adiantamentos	Passivo Circulante Fornecedores Salários a Pagar Contas a Pagar Aluguel a Pagar Empréstimos e Financiamentos CP Tributos a Pagar Juros a Pagar
Ativo Não Circulante Realizável a Longo Prazo Investimentos Imobilizado Plantas Industriais Intangível Valor Justo de <i>Goodwill</i>	Passivo Não Circulante Empréstimos e Financiamentos LP Exigíveis a Longo Prazo Patrimônio Líquido Capital Social Lucro/Prejuízo Acumulado

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Marion (2012)

A Tabela 1 mostra um esboço resumido e preliminar de um balanço patrimonial. De acordo com o ramo de atuação da companhia outras contas podem aparecer com peso mais relevante. É o que seria o caso do ativo biológico em casos de usinas de açúcar, por exemplo. Pela segmentação do demonstrativo pode-se entender o ciclo de capital da entidade analisada.

- **Ativo Circulante:** Nessa parcela se encontram bens e direitos com alto giro, isto é, que podem ser imediatamente convertidos em moeda, isto é, caixa/equivalentes a caixa e estoques da companhia como bens, e duplicatas a receber (de quando se vende para os clientes a prazo) e tributos a recuperar (quando se pode abater impostos pela regra da substituição tributária) como direitos.
- **Ativo Não Circulante:** Compreende-se os direitos de longo prazo, como impostos a recuperar, bens mobiliários com vencimento superior a um ano entre outros. Também os bens com baixa liquidez como investimentos de longo prazo, plantas industriais e terrenos. E os ativos intangíveis, tais como valor da marca, direitos autorais e patentes.
- **Passivo Circulante:** Aqui se refere às obrigações de curtos prazos, como o pagamento de fornecedores, salários de funcionários e entes trabalhistas em geral, como terceirizados, empréstimos com vencimento total do principal dentro de um prazo inferior a um ano entre outros exigíveis.
- **Passivo Não Circulante:** Trata-se, de forma semelhante ao passivo circulante, em obrigações com prazo maior, em geral superiores a um ano.
- **Patrimônio Líquido:** Trata-se da parcela referente ao capital próprio, isto é, de acionistas da entidade contábil. Nele estão o capital social, vindo desde a formulação da empresa, as reservas de capital, que podem ser destinadas a diversas funções e os lucros ou prejuízos acumulados pela companhia ao longo dos exercícios anteriores.

2.1.2 Demonstrativo de Resultado do Exercício

O demonstrativo de resultado do exercício, também conhecido como DRE, está dentro dos três principais demonstrativos contábeis. Conforme mostra Marion (2012), anualmente, dentro do exercício social (geralmente colocado de janeiro a dezembro), a empresa coloca as apurações do resultado, isto é, as receitas, tanto operacionais como financeiras, e os custos e

despesas incorridos ao longo de cada exercício. Ao final do documento, é possível observar um resultado positivo (lucro) ou negativo (prejuízo) reportado pela companhia.

Conforme a Tabela 2, a DRE apresenta uma dinâmica vertical, isto é, partindo-se da Receita Bruta vão se adicionando os ganhos e subtraindo as perdas (soma e subtrai) reconhecidos nos exercícios (MARION, 2012).

Tabela 2: Demonstrativo de Resultado do Exercício

Receita Bruta
(-) Deduções/Abatimentos
(-) Impostos Sobre Vendas
(=) Receita Líquida
(-) Custos de Produtos/Serviços Vendidos
(=) Lucro Bruto
(-) Despesas de Vendas
(-) Despesas Administrativas
(-) Despesas Gerais
(+/-) Outras Despesas/Receitas Operacionais
(+/-) Resultado da Equivalência Patrimonial
(=) Lucro Operacional (EBIT)
(+) Receitas Financeiras
(-) Despesas Financeiras
(=) Resultado Antes do Imposto de Renda
(-) IRPJ/CSSL
(=) Resultado Líquido das Operações Continuadas
(+/-) Resultado Líquido das Operações Descontinuadas
(=) Resultado Líquido do Exercício

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Marion (2012)

É interessante colocar que existe, dentro do custo de produção de bens e serviços e nas despesas operacionais a Depreciação e Amortização, ambas sem efeito caixa, mas que consistem na exaustão dos ativos fixos (para a Depreciação) e ativos intangíveis (para a Amortização). Se pegarmos o lucro operacional, ou EBIT¹ (em português, LAJI) e somarmos a depreciação e amortização, teremos o EBITDA (em português LAJIDA), uma métrica não reconhecida contabilmente pelos principais órgãos, mas um importante indicador de eficiência operacional da companhia e uma aproximação, em regime de competência, da geração de caixa

¹ Do inglês, *Earnings Before Interests and Taxes*.

operacional da companhia. O conceito será explorado mais a frente do presente trabalho na parte de avaliação de empresas por múltiplos.

Por fim, conforme mostra Marion (2012), a demonstração se encontra no regime de competência (ou regime econômico), em que os ganhos e perdas são reconhecidos no momento do fato gerador, ou seja, quando uma matéria-prima é consumida para a produção de um bem, e não quando é comprada ou transformada, e quando um produto é vendido, e não quando a receita de sua venda aparece na forma de caixa para a companhia.

2.1.3 Demonstrativo de Fluxo de Caixa

O demonstrativo de fluxo de caixa, também abreviado a DFC, é o último dos três demonstrativos a ser trabalhado. Diferentemente da DRE, que é reportado em regime de competência, o DFC é construído em regime de caixa (ou financeiro), conforme explica Marion (2012). A importância do fluxo de caixa consiste no fato de que grande parte do valor a ela associada está na geração de caixa para as partes envolvidas, de forma que, a empresa pode apresentar lucro crescente (reportado pela DRE), mas estar caminhando para a insolvência por estar se endividando em demasia ou estendendo muito o prazo de recebimento dos pagamentos, pontos que são endereçados ao fluxo de caixa.

Dessa forma, conforme mostra Fridson e Alvarez (2011), o demonstrativo de fluxo de caixa pode ser dividido em três grandes frentes, sendo elas:

- FCO: fluxo de caixa das atividades operacionais, isto é, as movimentações de caixa que estão ligadas diretamente com o seio operacional da empresa e afetam o lucro líquido. São alguns exemplos o pagamento de fornecedores e a entrada de recebimento de clientes.
- FCI: trata-se do fluxo de caixa das atividades de investimento, que consiste na entrada e saída de caixa referente a aquisição ou venda de ativos de longo prazo, imobilizados entre outros. Algumas dessas variações de caixa são da compra de ativos fixos (como máquinas) e vendas de ações ou produtos de dívida de terceiros.
- FCF: o fluxo de caixa das atividades de financiamento consiste na entrada e saída de caixa de operações que, de alguma forma, alteram a estrutura de capital da companhia, isto é, a relação do capital próprio e do de terceiros. Nesse caso pode

ser da receita de capital a integralizar de um sócio ou novo sócio, bem como da saída de caixa pelo pagamento do principal de uma dívida.

A construção da demonstração de fluxo de caixa pode ser feita com base em dois principais métodos, primeiramente o método direto, em que, de forma análoga à DRE são colocadas as contas do exercício, porém em regime de caixa. O segundo método é o indireto, em que, a partir do lucro líquido se faz modificações e adaptações ao regime de caixa, isto é, soma-se despesas não-caixa e elimina-se itens não-operacionais. A Tabela 3 mostra um exemplo de fluxo de caixa pelo método indireto.

Tabela 3: Demonstrativo de Fluxo de Caixa (Método Indireto)

Lucro Líquido (+) Depreciação e Amortização (+) Provisões (-/+) Aumento/Redução no Ativo Circulante (+/-) Aumento/Redução no Passivo Circulante (+) Resultado da Equivalência Patrimonial (+) Variações Cambiais Líquidas (=) Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais
(-) Compra de Ativos de Longo Prazo (+) Venda de Longo Prazo (-) Compra de Ações/Dívidas de Capitais de Terceiros (+) Venda de Ações/Dívidas de Capitais de Terceiros (=) Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento
(+) Emissão de Principal de Dívidas e Ações Emitidas (-) Pagamento do Principal de Dívida (-) Pagamento de Dividendos (=) Fluxo de Caixa das Atividades de Financiamento
(=) Fluxo de Caixa do Período

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Marion (2012)

2.2 Engenharia Econômica e Avaliação de Empresas

Nesta seção serão abordados conceitos de finanças corporativas e engenharia econômica, a fim de se obter o valor justo de uma companhia. Para a análise, serão consideradas mais de uma metodologia, de forma a evitar eventuais distorções, bem como cuidados para empresas que se encontram em situação de reestruturação e possuem pontos especiais a serem trabalhados, especialmente em reação à dívida.

2.2.1 Avaliação Relativa

2.2.1.1 Companhias Comparáveis

Conforme destaca Martelanc, Pasin e Cavalcante (2006), a chamada avaliação relativa ou avaliação por múltiplos consiste em tomar uma companhia do mesmo ramo, que seja comparável, e encontrar o valor da empresa alvo com base em um múltiplo específico. Este método consiste em pegar o valor de uma empresa comparável e dividir por um indicador que guie o valor de forma relevante, podendo ser o lucro líquido, o EBITDA entre outros.

Aqui toma-se o cuidado para se comparar múltiplos de valor da empresa, que ainda não sofreram os efeitos da dívida, com guias que também não estão expostos a esses efeitos, tais como EBITDA, EBIT e Fluxo de Caixa para a Firma. Nesse caso, os múltiplos são chamados, por Martelanc, Pasin e Cavalcante (2006) de múltiplos empresariais.

Da mesma forma dos casos descritos acima, para pegarmos múltiplos de mercado (expostos à capitalização de mercado) e que, portanto, já estão afetados pelos efeitos da dívida, deve-se tomar como base indicadores também expostos a esses efeitos, tais como o Lucro Líquido e o Fluxo de Caixa para o Acionista. A Tabela 4 resume a ideia.

Tabela 4: Formação dos Múltiplos

	Valor Antes da Dívida	Valor Após a Dívida
Indicadores Antes da Dívida	Múltiplo Correto	Múltiplo Incorreto (subestimado)
Indicadores Após a Dívida	Múltiplo Incorreto (superestimado)	Múltiplo Correto

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Martelanc, Pasin e Cavalcante (2006)

Rosenbaum e Pearl (2013) destacam a ferramenta de análise por múltiplos como uma robusta ferramenta na avaliação de empresas, especialmente em processos de fusões e aquisições. Nesse sentido, os múltiplos se fazem interessantes, uma vez que, companhias comparáveis tendem a apresentar características semelhantes em termos de crescimento, risco e geração de caixa, além dos desdobramentos dos modelos de receita.

A metodologia sugerida por Rosenbaum e Pearl (2013) para se construir os múltiplos consiste em um passo a passo de cinco etapas:

- **Seleção do Universo de Companhias Comparáveis:** Consiste na busca por companhias comparáveis, o que exige pleno entendimento dos negócios da companhia alvo, bem como cuidados com as características financeiras de cada uma;
- **Localização de Informações Financeiras:** Esta etapa exige a busca por indicadores que mostrem como as companhias selecionadas no item anterior estão. A busca pode ser feita em plataformas específicas de procura, como o Terminal Bloomberg, bem como em relatórios da própria companhia e comunicados da imprensa;
- **Calcular as Métricas Financeiras:** Trata-se do cálculo das métricas e índices financeiros necessários para se fazer a análise comparativa nos próximos passos;
- **Procurar Referências nas Empresas Selecionadas:** Esta etapa exige que se faça uma análise mais clara, com base nos pontos financeiros destacados e calculados, de forma a ranquear as empresas selecionadas com aquelas que tem maior correspondência para com a companhia alvo, eliminando aquelas que possam causar eventuais distorções;
- **Calcular o Valor da Empresa Alvo:** A partir dos dados obtidos, se obtém os múltiplos mais adequados e o cálculo do valor da companhia se faz possibilitado por meio da análise comparativas.

Os principais múltiplos utilizados são os de valor de mercado por lucro, valor empresarial por receita e valor empresarial por EBITDA.

O múltiplo de valor de mercado por lucro mais conhecido, do inglês *Price to Earnings*, para o português preço por lucro consiste no cálculo conforme mostra a Equação 1.

Equação 1: Múltiplo de Preço por Lucro

$$P/E = \frac{\text{Preço da Ação}}{\text{Lucro por Ação}}$$

Fonte: Rosenbaum e Pearl (2013)

O múltiplo de preço por lucro depende da estrutura de capital da companhia e dá o racional de quanto vale uma unidade de moeda por investimento na ação da companhia. Nesse caso, por se tratar de uma empresa em reestruturação com lucro líquido potencialmente negativo, o múltiplo perde o sentido e não será utilizado.

Outro múltiplo bastante utilizado, é o de valor da empresa por EBITDA, ou do inglês, *Enterprise Value to EBITDA*, que se mostra bastante útil no sentido de não abranger o efeito da dívida e os efeitos de tributação diferentes que podem ocorrer na comparação de empresas de diferentes países, o cálculo dele se dá conforme o descrito na Equação 2.

Equação 2: Múltiplo de Valor da Empresa por EBITDA

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

Fonte: Rosenbaum e Pearl (2013)

Por fim, temos o múltiplo de receita, que nesse caso poderia ser de qualquer indicador que possa alavancar a receita da companhia, como *Giga-Watts* (para uma empresa de energia) ou vendas de bens e serviço. Para esse caso, utilizar-se-á o múltiplo de valor da empresa pelas vendas, ou do inglês, *Enterprise Value to Sales*, tal como visto na Equação 3.

Equação 3: Múltiplo de Valor da Empresa por Vendas

$$EV/Sales = \frac{\text{Valor da Empresa}}{\text{Vendas}}$$

Fonte: Rosenbaum e Pearl (2013)

Essa ferramenta se mostra particularmente útil em empresas que possuem alto grau de crescimento, como SaaS (do inglês, *Software as a Service*), mas ainda não apresentam lucratividade. No caso de empresas em reestruturação, trata-se de uma forma de se avaliar haja vista as condições de *distress*² da companhia.

² Do inglês, termo designado para empresas em dificuldade.

Ainda dentro do contexto de empresas comparáveis, mas não com o viés de se observar o valor da companhia, mas sim o grau de endividamento ou alavancagem financeira, Rosenbaum e Pearl (2013) colocam um índice bastante comum em análise de companhias que possam potencialmente apresentar dificuldade financeira, trata-se da dívida líquida pelo EBITDA, que consiste em pegar, tal como mostra Damodaran (2012), a dívida líquida (dívida bruta da companhia tirando os efeitos de caixas e equivalentes, ações preferenciais e posições minoritárias) e dividir pelo EBITDA, que se comporta como uma referência para a geração de caixa operacional. Dessa forma, pode-se estabelecer o prazo médio que uma empresa pode honrar suas obrigações com terceiros. Por exemplo, se o fator for de três vezes, mostra que a empresa demora três períodos sociais, em média, para liquidar suas dívidas. O valor depende do setor analisado, porém há um consenso de que uma empresa saudável mantenha esse índice entre 2X e 3.5X, a fim de controlar sua dependência de terceiros.

2.2.1.2 Transações Precedentes

A análise de transações precedentes tem a estrutura operacional bastante parecida com a análise de comparáveis, na medida de coleta de dados de empresas e seleção do universo de companhias relacionadas. A análise, nesse caso, se dá pela busca por transações e fusões e aquisições, ou de aumento de capital em empresas comparáveis à companhia alvo. Essa metodologia tende a gerar valores maiores, haja vista que nos processos supracitado as avaliações contemplam prêmios de controle.

Conforme coloca Rosenbaum e Pearl (2013), este método também é limitado em termos de informações, tendo em vista que as transações não necessariamente trazem todos os dados necessários para o cálculo dos comparáveis.

2.2.2 Método do Fluxo de Caixa Descontado

2.2.2.1 Valor Presente Líquido (VPL)

A fim de iniciar discussão acerca da metodologia do fluxo de caixa descontado, é interessante estabelecer um ponto relacionado à matemática financeira, a questão do dinheiro no tempo e o valor presente líquido de fluxos de recebimento futuros.

O valor de um investimento ou ativo financeiro tem seu valor, conforme coloca Damodaran (2012), atrelado à capacidade de geração de caixa futuro, dessa forma, a uma taxa de desconto determinada de acordo com as condições de risco do investimento e especialmente

custo de oportunidade, sendo a este atribuído o custo da escolha renunciada, isto é, por optar-se em alocar o capital em determinado ativo, o ente econômico está abdicando de colocá-lo em outro com condições de risco eventualmente menores e tal custo deve ser considerado no cálculo da taxa de desconto. A Equação 4 sumariza, em termos matemáticos, o racional do valor presente líquido.

Equação 4: Valor Presente Líquido

$$VPL = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Fonte: Martelanc, Pasin e Cavalcante (2006)

Em que:

FC_t = Fluxo de caixa do período t .

n = Número de períodos.

t = Período t .

r = Taxa de desconto.

2.2.2.2 Valor da Firma e Valor do Acionista

O valor de uma empresa ou qualquer ativo financeira depende, de acordo com Damodaran (2012), da geração de fluxos de caixa futuro que ele é capaz criar para todas as fontes que financiam a empresa. Nesse sentido, existe a divisão entre o valor da firma e o valor do acionista.

O valor da firma, também conhecido como *Enterprise Value* (EV), corresponde ao valor considerando as fontes de financiamento via capital próprio bem como por meio do capital de terceiros (credores da empresa). O EV é uma das referências mais importantes em avaliação de empresas, haja vista a independência dos efeitos de estruturas de capitais distintas entre os comparáveis, o que permite um refinamento mais consistente na avaliação de companhias (ROSENBAUM & PEARL, 2013).

O valor do acionista (em inglês, *Equity Value*) se referencia ao valor baseado nas fontes de capital próprio da empresa. Conforme mostra a Tabela 5, é possível calcular o valor da firma

a partir do valor do acionista, em que são adicionados os componentes de financiamentos de dívida.³

Tabela 5: Conversão Valor do Acionista para Valor da Firma

Equity Value
(+) Dívida Bruta
(-) Caixa e Equivalentes a Caixas
(+) Ações Preferenciais
(+) Posição Minoritária
(=) Enterprise Value (EV)

Fonte: Damodaran (2012)

2.2.2.3 Fluxo de Caixa Livre para a Firma

A metodologia do fluxo de caixa descontado é a metodologia de avaliação de empresas mais alinhada ao pensamento fundamentalista, isto é, aquele que busca o valor intrínseco da companhia alvo, buscando não viciar o resultado com algum evento situacional de mercado e não depender de pontos específicos como é feito dentro do contexto da análise comparativa, em que turbulências de mercado como escândalos de corrupção alteram os índices aos quais as ações das empresas são negociadas. Por outro lado, por se tratar de algo subjetivo e extremamente dependente da visão do analista responsável pelo modelo de avaliação pelo fluxo de caixa descontado, o valor acaba por ser extremamente sensível às premissas adotadas e assim o valor pode estar atrelado a fatores surreais e apresentar inconsistência em seu resultado.

Damodaran (2012) afirma que, para empresas em estágios incipientes e com pouca maturidade operacional, tal qual se enquadra uma *startup* (adaptado do inglês para empresa jovem), o método pode ser pouco eficaz pelo excesso de incertezas atribuídas, podendo gerar um resultado extremamente distorcido.

Conforme coloca Martelanc, Pasin e Cavalcante (2006), o estudo do fluxo de caixa se divide principalmente entre o fluxo de caixa livre para a firma (em inglês, *Free Cash Flow to the Firm*) e o fluxo de caixa livre para o acionista (em inglês, *Free Cash Flow to the Equity*), sendo este aquele que representa a parcela de caixa gerada disponível para os detentores do capital próprio da companhia, e aquele a parcela para os diferentes níveis de credores (bancos, debenturistas, portadores de certificados de crédito entre outros).

³ As ações preferenciais são adicionadas pelo fato de terem características de dívidas, haja vista preferência de recebimento em uma eventual liquidação da companhia.

O fluxo de caixa para a firma consiste na geração de caixa ao tomar como referência a empresa como um todo, isto é, os financiamentos próprios e de terceiros. Dessa forma, se trata do caixa livre após os investimentos em capital de giro, investimentos em manutenção e novos ativos fixos e os desembolsos com tributos. A Equação 5 coloca a expressão para o cálculo do FCFF a partir do NOPAT⁴, conforme coloca Damodaran (2012), somando as despesas não caixa e subtraindo a variação do capital de giro (dado pela diferença entre ativo circulante e passivo circulante) e os gastos com investimento em ativo fixo (Capex).

Equação 5: Cálculo Fluxo de Caixa Livre para a Firma

$$FCFF = NOPAT + D\&A - \Delta WC - Capex$$

Fonte: Damodaran (2012)

Em que:

$NOPAT = EBIT \times (1 - T)$, sendo T a alíquota de imposto.

$D\&A$ = Depreciação e Amortização.

ΔWC = Variação do Capital de Giro (Working Capital).

$Capex$ = *Capital Expenditures*.

2.2.2.4 Fluxo de Caixa Livre para o Acionista

De forma análoga ao fluxo de caixa livre para a firma, tal como afirma Rosenbaum e Pearl (2013), o fluxo para o acionista corresponde aquele que se dá após os efeitos de investimentos em ativos fixos e de longo prazo, bem como o que se direciona para o capital de giro, da mesma maneira com o que ocorre para o cálculo do FCFF, mas como o adendo de se retirar o benefício fiscal da dívida correspondente ao capital de terceiros e acrescentando novas emissões de dívida, além do desembolso de pagamento de principal da dívida. A Equação 6 mostra a expressão para o FCFE.

Equação 6: Cálculo Fluxo de Caixa Livre para o Acionista

$$FCFE = LL + D\&A - \Delta WC - Capex - Pagamento de Principal + Novas Dívidas$$

Fonte: Damodaran (2012)

⁴ Em inglês, *Net Operating Profit After Taxes*

Em que:

LL = Lucro Líquido.

$D\&A$ = Depreciação e Amortização.

ΔWC = Variação do Capital de Giro (Working Capital).

$Capex$ = *Capital Expenditures*.

Pagamento de Principal = Pagamento com a parcela principal de dívidas emitidas.

Novas Dívidas = Caixa proveniente da emissão de novas dívidas.

2.2.2.5 *Custo de Capital*

O custo de capital ou taxa de desconto, conforme colocado no início dessa seção se refere à taxa mínima necessária para reter o capital para determinado investimento, seja ele de caráter interno, como a compra de um ativo imobilizado como uma planta nova, como de caráter externo como a aquisição de uma outra companhia (MARTELAN, PASIN & CAVALCANTE, 2006).

Dessa forma, o custo de capital deve conter a taxa mínima de atratividade para o aporte de capital, bem como o risco associado ao investimento, de forma que sua composição se dá pelo capital próprio, vindo dos recursos providos pelos acionistas e do capital de terceiros, originado de credores da companhia.

Assim, o custo de capital se baseia na taxa mínima de atratividade que, para um investidor considerado racional, se enquadre como maior do que a taxa mínima por ele esperado, tanto como aquela que trará a valor presente os fluxos futuros tanto da firma como do acionista, bem como a taxa mínima para a aceitação de um projeto de uma companhia. Assim, pode-se utilizar o conceito para a avaliação do desempenho empresarial, da mesma forma que para a avaliação de investimentos

Para o caso de avaliação de companhias, é necessário segmentar o custo de capital de acionistas daquele de capital proveniente de terceiros, de forma a calcular os devidos riscos associados a cada um da forma mais consistente possível.

Conforme coloca Damodaran (2012), o custo do capital de terceiros pode ser calculado de diversas formas. Para este trabalho, a forma utilizada será o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), haja vista a amplitude de seu uso tanto nos meios acadêmicos como no mercado privado, além das considerações e flexibilidades mais adequadas para a avaliação. O modelo consiste em separar uma taxa mínima de atratividade, desdobrada na taxa livre de risco, no prêmio pelo risco do investimento, haja vista que o investidor optou por um em detrimento de

outros, e no risco soberano, para países emergentes, refletido na diferença de taxa de juros de um país emergente com a dos Estados Unidos, em certa medida, os riscos políticos e situacionais do ecossistema dentro do qual o ativo avaliado está inserido. A Equação 7 sumariza o cálculo do custo do acionista (K_e) pelo modelo do CAPM.

Equação 7: Modelo do CAPM

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s$$

Fonte: Damodaran (2012)

Em que:

K_e = custo de capital próprio

R_f = Risk-Free (taxa livre de risco)

β = Sensibilidade do ativo em relação ao mercado

R_m = Retorno esperado pelo mercado

R_s = Risco soberano (ou risco país)

Taxa Livre de Risco: A taxa livre de risco, conforme coloca Copeland *et al.* (2002), é aquela que apresenta risco de *default*⁵ praticamente nulo, ou seja, que teria um risco muito baixo a não ser pago pelo emissor. Conforme os dados históricos e as avaliações pelas agências avaliadoras de investimentos mostram, os títulos soberanos são os mais adequados para esse caso, pois um país, por meio de seu banco central poderia arcar com a dívida através de uma ação monetária expansionista. O título mais indicado para esse caso é o norte-americano, haja vista a baixa flutuação na taxa de juros. Martelanc, Pasin e Cavalcante (2006) recomendam o uso de títulos de longo prazo (10 anos) a fim de reduzir a exposição a efeitos inflacionários de curto prazo e estar, em geral, alinhado a expansão temporal das projeções futuras de fluxo de caixa. A fim de calcular a taxa real para o cenário brasileiro, é necessário adaptar a taxa do título brasileiro por meio da inflação, conforme mostra a Equação 8.

Equação 8: Adaptação taxa *Risk Free* à diferença inflacionária

$$R_{fpaísA} = (1 + R_{fpaísB}) \times \frac{1 + \text{Inflação do País A}}{1 + \text{Inflação do País B}} - 1$$

Fonte: Martelanc, Pasin e Cavalcante (2006)

⁵ Do inglês, calote (associado a débito).

Prêmio pelo risco de mercado: A taxa utilizada para avaliar o prêmio de mercado consiste na avaliação de séries históricas, através de índices que compostos por carteiras de ações que representam a volatilidade do mercado tais como o Ibovespa ou o S&P 500. A ideia é que, no longo prazo, tais séries longas representem as flutuações econômicas mesmo por ocorrência de eventos específicos como a crise de 2008 ou o choque do petróleo (1973) e, dessa forma, consigam desdobrar o real valor do prêmio de mercado justo a ser utilizado. A partir de um razoável episódio de resultados passados, consegue-se prever um retorno equivalente (MARTELAN, PASIN & CAVALCANTE, 2006).

Fator Beta (β): O fator beta supracitado no modelo acima busca, conforme elucida Copeland *et al.* (2002), se trata da sensibilidade da ação analisada em relação à sensibilidade observada no mercado. A expressão do cálculo do fator beta vem da regressão entre o retorno observado pela ação e o retorno observado pelo mercado no período analisado. De forma que o mais adequado para o caso é tomar os dados históricos entre ambos e fazer ajustes setoriais e em relação à estrutura de capital. A Equação 9 mostra a expressão matemática para o cálculo do beta. Dada pela razão da covariância entre o ativo e o mercado e a variação do mercado.

Equação 9: Cálculo do Beta

$$\beta = \frac{\sigma_{ativo,mercado}}{\sigma_{mercado}^2}$$

Fonte: Rosenbaum e Pearl (2013)

Como é possível observar, se beta igual a 1, o retorno esperado acompanha o retorno do mercado. Se beta é menor que 1, o retorno (assim como o prejuízo) é menor do que o do mercado. E se for maior que 1, a sua sensibilidade é maior do que a do mercado.

Ao se capturar o fator beta para as companhias, em grande parte dos casos, este se encontra alavancado de acordo com o perfil de estrutura de capital específico à empresa analisada. Dessa forma, ao se tomar a média ou mediana das empresas comparáveis a fim de se tomar o fator beta, deve-se atentar para evitar as distorções provenientes da alavancagem financeira em questão, isso é, da relação de capital em dívida com o capital próprio, sendo os efeitos dos custos fixos e aqueles intrínsecos ao setor relevantes na consideração do beta (DAMODARAN, 2012). Para tal, deve-se buscar os betas desalavancados das companhias do setor analisado, tomar a média ou mediana deles, e alavancar novamente de acordo com a estrutura de capital da companhia analisada. Na Equação 10, tem-se a expressão de como desalavancar o beta e a Equação 11 como alavancar o beta novamente.

Equação 10: Cálculo Beta Alavancado

$$\beta_{Alavancado} = \beta_{Desalavancado} \times \left[1 + (1 - T) \times \left(\frac{D}{E} \right) \right]$$

Fonte: Damodaran (2012)

Equação 11: Cálculo Beta Desalavancado

$$\beta_{Desalavancado} = \frac{\beta_{Alavancado}}{\left[1 + (1 - T) \times \left(\frac{D}{E} \right) \right]}$$

Fonte: Damodaran (2012)

Em que:

T = Alíquota de imposto de renda

D = Composição de capital de credores

E = Composição de capital próprio

Risco Soberano: O risco soberano ou risco país se refere à ótica de se avaliar uma empresa inserida em regiões emergentes em que os fatores situacionais não possam ser desprezados. Tal risco é traduzido por meio de determinados índices, que se desdobram no risco de a dívida pública não ser honrado. O primeiro é feito por meio do CDS (*Credit Default Swap*), um produto financeiro utilizado por investidores para se prevenirem à exposição a determinado ativo subjacente sofrer algum evento de crédito, seja eles inadimplências ou reestruturação da dívida. A outra forma utilizada para se calcular o risco soberano é por meio do EMBI+, divulgado pelo banco JP Morgan, que fornece o *spread* entre uma carteira de títulos públicos norte-americanos de longo prazo (com risco soberano considerado nulo) com a de títulos dos países emergentes para agentes soberanos externos. Pelos dois métodos os valores são semelhantes, mas para este trabalho se utilizará o segundo método.

Assim, é possível calcular o custo de capital do acionista. Para o custo de capital de terceiros (K_d), toma-se a proporção de juros das dívidas emitidas, buscando balizar uma mistura entre os títulos públicos e privados que reflitam a realidade de dispêndios financeiros pagos efetivamente pela empresa. Se a empresa possui títulos negociados no mercado secundário, fica fácil obter um valor para o custo da dívida, a partir da porcentagem do preço unitário negociado, efetivo para o viés do credor. Caso a empresa esteja em uma situação de problemas com a divisão da estrutura de capital ou reestruturação da dívida, é indicado buscar um comparável para se tomar o custo da dívida (ROSENBAUM & PEARL, 2013).

Por fim, calcula-se o custo médio ponderado de capital, em que, a partir da estrutura de capital de uma companhia e dos custos de capital para os dois possíveis canais, seja possível obter um custo que reflita o custo para a ótica da firma como um todo, conhecido como WACC, ou, em inglês, *weighted average cost of capital*. O WACC se encontra, em geral entre o custo de capital para o acionista e o custo de capital para os credores. A Equação 12 mostra a fórmula para o cálculo do WACC, em que a parcela de imposto vem da consideração do benefício fiscal para a empresa.

Equação 12: Cálculo WACC

$$WACC = K_d \times \left(\frac{D}{D + E} \right) \times (1 - T) + K_e \times \left(\frac{E}{D + E} \right)$$

Fonte: Damodaran (2012)

O valor da firma EV, pode ser obtido, conforme coloca Rosenbaum e Pearl (2013), utilizando o método do VPL com algumas adaptações, como pode-se observar na Equação 13.

Equação 13: Cálculo EV

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

Fonte: Rosenbaum e Pearl (2013)

A partir das premissas para as projeções de um modelo, se calcula o valor presente dentro de um fluxo temporal, em que seja possível projetar fluxos de caixa dentro de um espectro aceitável de incerteza e, ao final, se adiciona um valor terminal, que pressupõe uma taxa de crescimento estável (g), e é o resultado de uma série convergente para os fluxos de caixa futuros. A Equação 14 mostra o cálculo para o valor terminal ou na perpetuidade da companhia.

Equação 14: Cálculo Valor Terminal

$$Valor\ Terminal = \frac{FCFF_{t+1}}{WACC - g}$$

Fonte: Rosenbaum e Pearl (2013)

A fim de tornar mais seguro o cálculo do modelo supracitado, que, conforme mostra Damodaran (2012) se esbarra em diversas incertezas acerca do que a empresa realmente pode gerar em termos de caixa, é interessante considerar alguns pontos como a taxa de reinvestimento

da companhia, haja vista que a mesma continuará a investir em si mesma a fim de expandir e manter seu ciclo operacional. Tendo como base a taxa de reinvestimento R , o resultado operacional ($EBIT$) e a alíquota de imposto T para o cálculo na perpetuidade, tem-se a Equação 15.

Equação 15: Cálculo Valor Terminal Com Reinvestimento

$$Valor\ Terminal = \frac{EBIT_{t+1} \times (1 - T) \times (1 - R)}{WACC - R}$$

Fonte: Damodaran (2012)

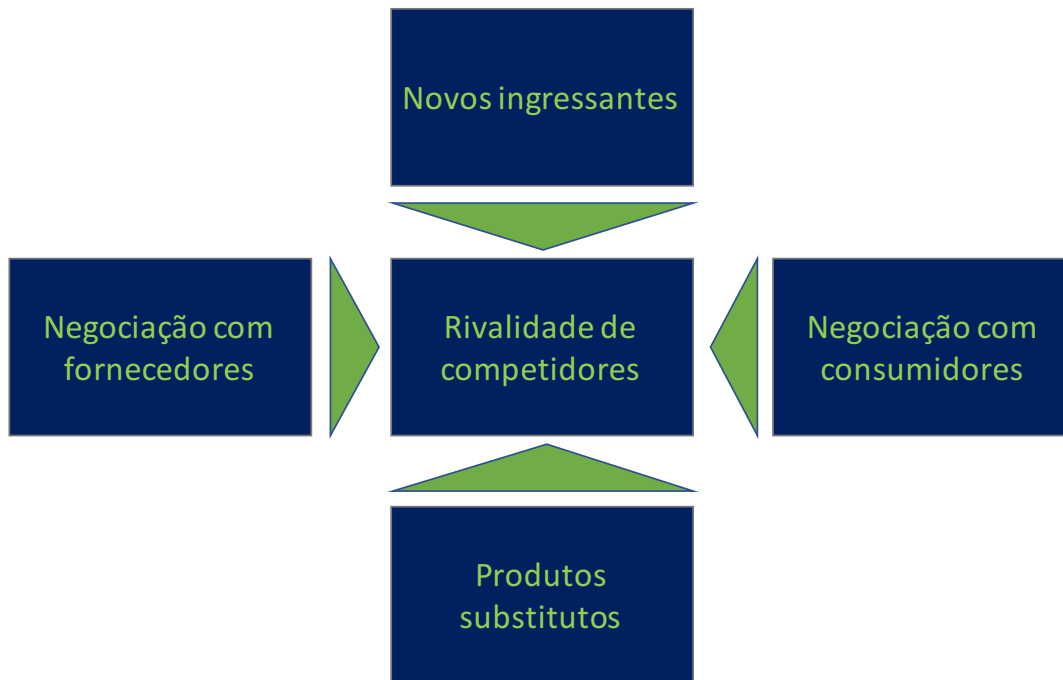
2.2.3 Gestão Estratégica

Na seção a seguir se abordará conceitos acerca do viés estratégico para a companhia, tanto em termos de fortalecimento e entendimento do negócio, como um enquadramento para formar premissas mais consistentes com o setor e o ecossistema específico sobre o qual a companhia se encontra. Para tal, o trabalho se valerá dos conceitos das forças competitivas de Porter e da análise SWOT.

2.2.3.1 Forças Competitivas de Porter

O estudo baseado nas cinco forças de Porter, como o próprio nome já evidencia, vem de Porter (2004), que se mostra amplamente utilizado no mercado a fim de fornecer para a análise da empresa maior clareza sobre os elementos mais importantes que a companhia trás para si, mostrando o que a diferencia em relação a fatores internos e externos, e evidenciando eventuais pontos de gargalo que possam afetar o desempenho dela na continuidade de seu negócio. A Figura 1 resume um quadro das forças de Porter.

Figura 1: As Forças de Porter



Fonte: Elaborado pelo autor com base em Porter (2004)

Segundo Porter (2004), as forças agem de forma uniforme, e, em geral, de acordo com o enquadramento e modelo de negócios, haverá prevalência de uma sobre a outra.

Negociação com fornecedores: O poder de barganha exercido por fornecedores é algo crucial para uma indústria. O setor de varejo pode ter bastante dificuldade em relação a esse quesito, haja vista que um fornecedor pode concentrar a produção dos bens de capital, de forma que isso possa influenciar nas margens convertidas pela empresa.

Quando há poucas opções de produtos substitutos ou concentração da indústria de fornecimento sob o controle de poucos agentes econômicos, existe poder de barganha dos fornecedores, que podem influir sobre o preço final e a qualidade dos produtos ou serviços vendidos.

Isso também se observa para o varejo farmacêutico, em que os medicamentos (produtos essenciais ao negócio) possuem um custo de produção para a indústria deveras elevado, acarretando em um baixo poder de barganha sobre a margem dos produtos vendidos e, por conseguinte, gerando uma baixa margem bruta para os varejistas.

Negociação com consumidores: O cliente também pode exercer influência estratégica sobre a companhia, de forma que podem exercer demanda por preços menores e, através do conhecimento dos processos, procurar produtos com melhor qualidade e, eventualmente, optar pela produção própria em vez da terceirização do serviço.

Para setores de produtos de suporte à produção, que prevalece a baixa diferenciação, os consumidores comprem em lotes de elevadas quantidades e a pressão por preços menores tende a ser mais expressiva.

Novos ingressantes: A entrada de novos agentes eleva a competição dentro de uma indústria, pressionando um aumento da oferta de produtos no setor e, dessa forma, reduzindo os preços de mercado. De forma geral, os *players* consolidados utilizam de práticas como aquisição e redução de preços no caso do surgimento de novos entrantes.

Novos entrantes podem surgir de diversas formas, como a orgânica através de um novo negócio, ou por meio da diversificação do portfólio de projetos. É o que se pode observar no caso da Amazon, empresa norte-americana antes focada em entrega de livros, que migrou para a entrega de produtos em geral, depois para a venda de um produto para se ler livros de forma digital e, mais recentemente, para o serviço de reprodução de vídeos em *streaming*.

Porter (2004) coloca seis formas principais de novos entrantes em uma indústria, sendo elas:

- Economia de escala, a fim de reduzir os custos unitários de produção e, dessa forma, obter vantagem competitiva sobre os outros agentes do mercado;
- Diferenciação sobre o produto ou serviço, de modo a criar algo com valor agregado bastante enxergado pelo consumidor, gerando fidelidade à marca e aumentando a pressão por pesquisas específicas de padrões de consume e geração de valor para os novos entrantes;
- Necessidade de capital, que faz os novos entrantes necessitarem de um largo investimento inicial para introduzir a indústria. Um exemplo comum são grandes projetos de engenharia e tecnologia de ponta;
- Custos com a entrada, relacionados à necessidade de capital humano específico, que pode ter um preço de contratação e salário altos, além das outras disposições necessárias;
- Canais de distribuição. Em caso de projetos sob medida, além dos outros fatores, o caminho pode ser específico e pouco acessível a novos entrantes;
- Regulação governamental, que ocorre com bastante intensidade em projetos de licitações públicas e administração de recursos estatais.

Produtos substitutos: Trata-se da força que relaciona os produtos que, apesar de participar de uma indústria distinta, acaba por concluir a mesma função para o consumidor em relação ao atendimento da necessidade.

Em momentos de crise econômica, a força de produtos substitutos pode surgir com maior intensidade devido a sua relação de preço e elasticidade, uma vez que o poder de compra da população é diminuído.

Rivalidade de competidores: A rivalidade entre os *players* consiste na busca por inovação em produtos e serviços, aumento da eficiência operacional, permitindo aumento de barganha sobre as margens e o preço para o consumidor, posicionamento específico de forma a preencher alguma necessidade latente ao consumidor entre outras práticas.

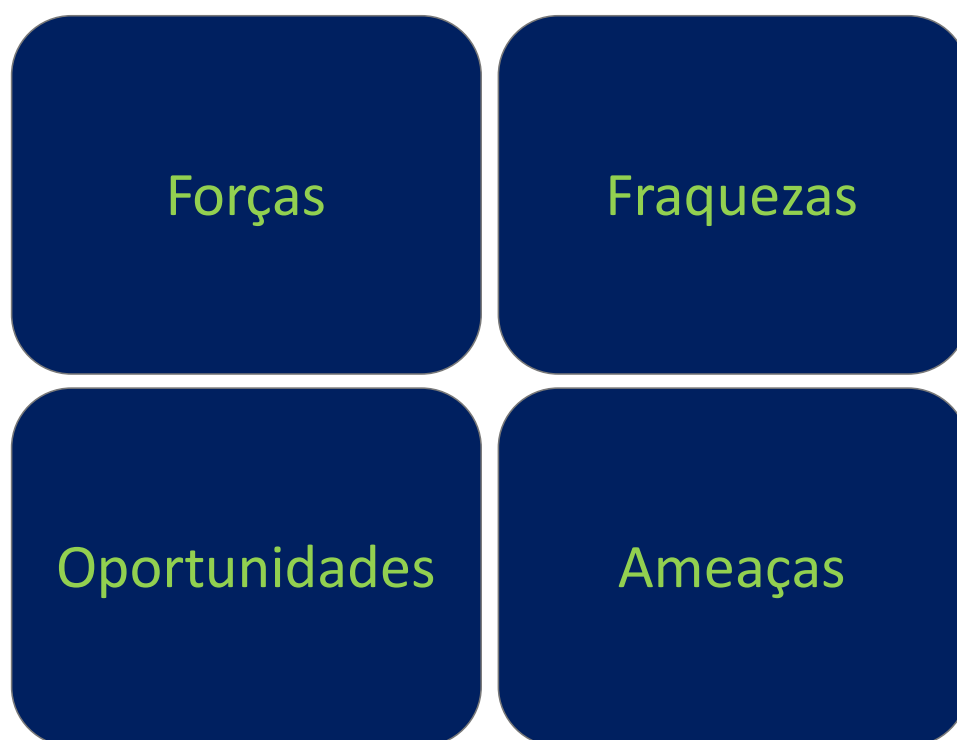
Ao passo que a competição é uma barreira aos agentes do mercado, ela é positiva ao consumidor que, além de ampliar o leque de escolha, pode optar por serviços e produtos de melhor qualidade a um preço inferior.

2.2.3.2 *Análise SWOT*

A análise SWOT (*strenhgths, weaknesses, opportunities e threats*), em português, forças, fraquezas, oportunidades e ameaças, é utilizada, de forma semelhante à análise das cinco forças de Porter, para se ter um panorama geral de como a companhia se enquadra em termos de estratégia corporativa.

De acordo com Kotler (2012), a simplicidade da ferramenta faz com que ela seja flexível e capaz de ser utilizada em empresas de diferentes tamanhos e segmentos. A ideia é conseguir mapear de forma clara os pontos fortes que a empresa deve buscar perpetuar, bem como priorizar aqueles mais urgentes, tanto dentro de um cenário interno como externo à gestão da empresa. A Figura 2 coloca de forma visual um entendimento mais claro do mecanismo.

Figura 2: Análise SWOT



Fonte: Kotler (2012)

Forças: Os pontos fortes de uma empresa, conforme Kotler (2010) elucida, podem ser os mais diversos possíveis, desde uma gestão eficaz e comprometida, capaz de manter padrões de metas elevados, uma fatia de mercado interessante ao setor sobre o qual ela está inserida, eficiência operacional, modelo de negócios inovador e de difícil acesso a concorrentes entre outros.

Fraquezas: As fraquezas de uma empresa, de forma antagônica às forças, são os pontos negativos que merecem atenção por parte da gestão e não podem ser negligenciados. Pode-se associar às fraquezas pontos como conflitos societários, excesso de gasto de caixa, pouca eficiência operacional, pouco poder de barganha sobre os outros agentes da cadeia produtiva e outras formas mais específicas a cada setor.

Oportunidades: As oportunidades se inserem no ponto externo à gestão que podem alavancar os resultados e, eventualmente, guiar as perspectivas estratégicas. Entrada em um mercado incipiente com potencial de crescimento por sinergia operacional, possibilidade de aquisição ou parcerias com concorrentes, entre outros pontos que devem estar dentro do monitoramento da companhia.

Ameaças: A ameaça se desdobra em diversos ramos também externos à companhia, tais como novos concorrentes, que possam produzir de forma mais barata e, dessa forma, obter preços de venda reduzidos. Produtos substitutos que possam tornar obsoletos os produtos

vendidos pela companhia. Se encontra aqui formas remodelagem no mercado, seja por aspectos tecnológicos ou de robustez no modelo de negócio (KOTLER, 2012).

Com os fatores combinados, Kotler (2012) mostra como a companhia busca estágios específicos de postura, pela combinação de fatores internos e externos.

Para as forças deve-se aproveitar o máximo e buscar a manutenção, a fim de manter agilidade e eficácia para com as novas oportunidades, além de mitigar o risco envolvendo as ameaças. Da mesma forma, para as fraquezas, é interessante que se procure reduzir as consequências negativas e que elas não interfiram na gestão sobre as novas oportunidades, da mesma forma que se busque sobrevivência, isto é, mantenha uma postura reativa em relação às ameaças que possam se valer da fragilidade da companhia para se alavancar.

3 O MERCADO DE VAREJO FARMACÊUTICO

Esta seção tem por objetivo fornecer informações acerca do ecossistema setorial sobre o qual a companhia analisada está inserida, de forma a clarear e ter um maior arcabouço de informações para estabelecimento das projeções externas que serão utilizadas para a avaliação, de forma que as perspectivas futuras bem como a dinâmica setorial é de suma importância para a consistência das premissas.

3.1 O mercado de Varejo Brasileiro

3.1.1 Histórico do Varejo no Brasil

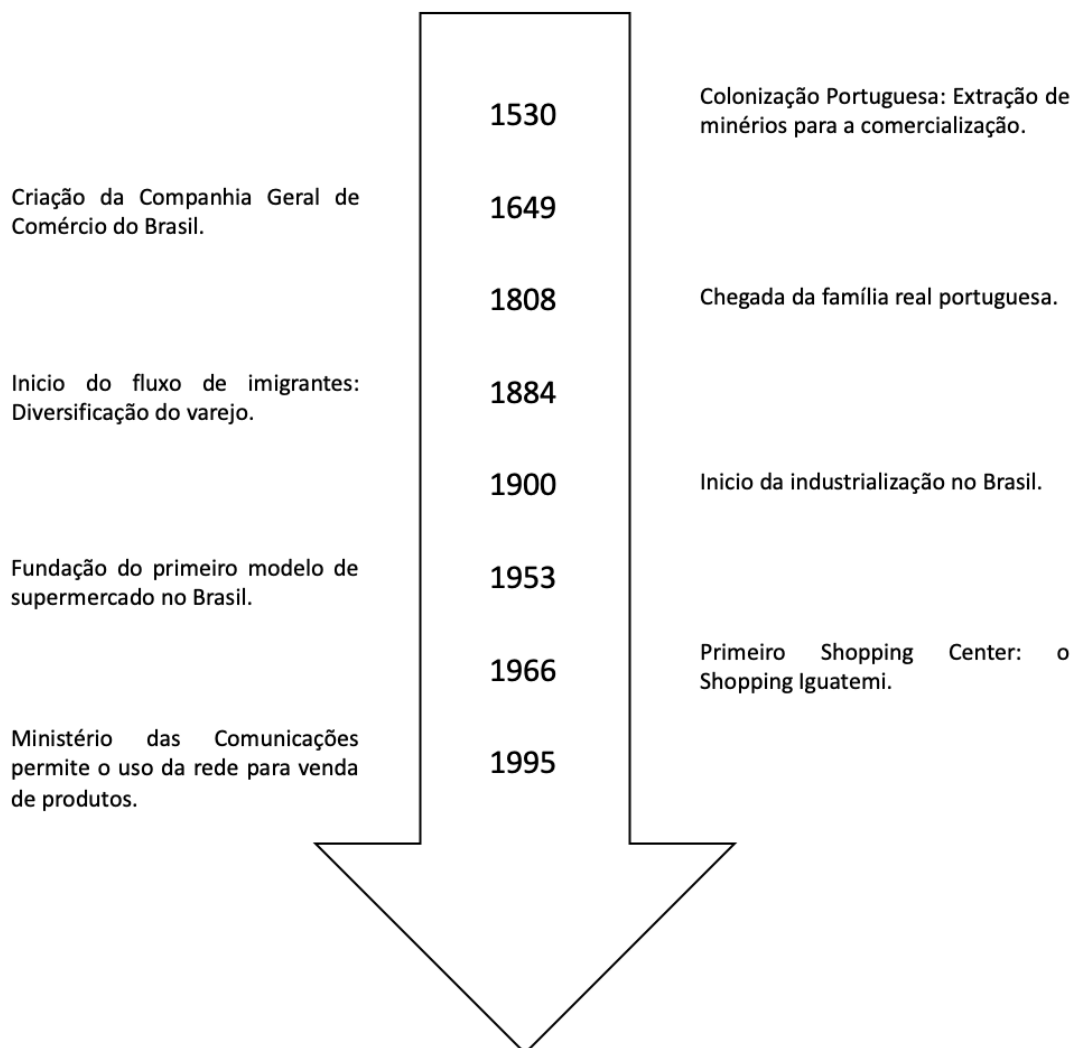
O varejo tem uma relevância primordial para a formação econômica brasileira. Desde os tempos coloniais foi uma das atividades como maior peso em termos de geração de riqueza, momento em que apareceram os primeiros armazéns, embora ele exista desde à chegada dos portugueses, a primeira atividade mais próxima da concepção de varejo dentro do histórico brasileiro se associa à chegada dos bandeirantes em Minas Gerais, com a exploração de metais preciosos, ocasionando o Ciclo do Ouro, o que atraiu uma série de exploradores e comerciantes para a região. A dinâmica do setor de varejo foi se adaptando conforme os anseios da sociedade, como por exemplo a chegada da família real portuguesa, em 1808, que alavancou o comércio de produtos luxuosos.

Em 1649, houve a criação de uma empresa privada por parte do reinado de João IV, de Portugal, a fim de conter o comércio com as nações orientais, dentro do contexto das invasões holandesas no Brasil, e fomentar o financiamento para as atividades comerciais ibéricas. Na sequência, com o contexto do forte fluxo de imigrantes para o Brasil e o advento mundial da Revolução Industrial, com o aumento da produtividade, o se tornou mais dinâmico e começaram a aparecer diferentes formas de se manter a prática, tais como por ambulante, feiras, galerias, entre outras modalidades.

A tecnologia impactou e vem impactando o setor de forma significativa. Em um primeiro momento, a venda de balcão deixa de existir e o cliente realiza por si só a escolha do produto e, com a *internet* e redes sociais, a experiência de compra se torna cada vez mais ágil, com facilidade de novos entrantes no mercado, e, por consequência, tendo os clientes cada vez mais exigentes com relação ao momento da compra e atendimento oferecido. Em 2013, passa a

ocorrer o modelo de vendas *omni channel*, em que o cliente pode retirar produtos fisicamente tendo comprado por vias virtuais ou vice-versa.

Figura 3: Breve Histórico do Varejo no Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor

3.1.2 Segmentos do Varejo

O comércio varejista, conforme a segmentação mostrada pelo IBGE (instituto brasileiro de geografia e estatística), o varejo pode ser dividido por natureza, com a seguinte classificação:

- Combustíveis e lubrificantes;
- Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo;
- Tecidos, vestidos e calçados;
- Móveis e eletrodomésticos;

- Artigos farmacêuticos, médicos ortopédicos e de perfumaria;
- Livros, jornais, revistas e papelaria;
- Equipamentos e materiais de escritório, informática e comunicação;
- Outros artigos de uso pessoal e doméstico.

A classificação também adiciona o comércio varejista ampliado, que se refere aos veículos e motos, bem como as partes e peças específicas de cada um, como também abrange o campo dos materiais de construção.

De acordo com o IBGE, o comércio varejista representa cerca de 13% da composição do PIB (produto interno bruto) do Brasil, e dentro desse, o varejo representa 40% da formação do índice, de forma que sua relevância para a economia se mostra bastante expressiva. Nesse sentido, o setor é um dos primeiros a sofrer com a retração econômica, haja vista a sua direta dependência do poder de consumo da população e do ambiente macroeconômico, que pode ser refletido em índices como a taxa de juros, o nível de desemprego, a receita média das famílias e o índice de confiança do consumidor.

Após o período de recessão, na metade de 2017, o setor do varejo tem apresentado maior força, pela redução da taxa de juros, que flexibiliza os financiamentos e permite a compra de produtos duráveis a prazo, bem como o aumento da renda das famílias, que dá liberdade para o consumidor adquirir mais produtos. Tais pontos podem ser vistos pelo Índice de confiança do consumidor, calculado pela Fecomercio e disponível na plataforma digital do Banco Central do Brasil, no sistema de séries temporais.

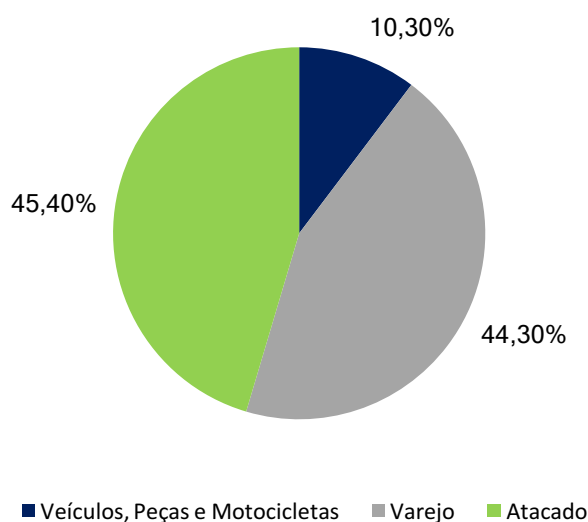
Figura 4: Índice de Confiança do Consumidor



Fonte: Banco Central do Brasil (2018)

O setor de varejo pode, de acordo com a segmentação supracitada, ser reduzido a três campos de referência, de acordo com outra classificação do IBGE, em varejo e varejo ampliado, que abrange as vendas de motos e vendas em atacado. A Figura 5 mostra o peso de cada uma em relação ao peso do varejo sobre a composição do PIB.

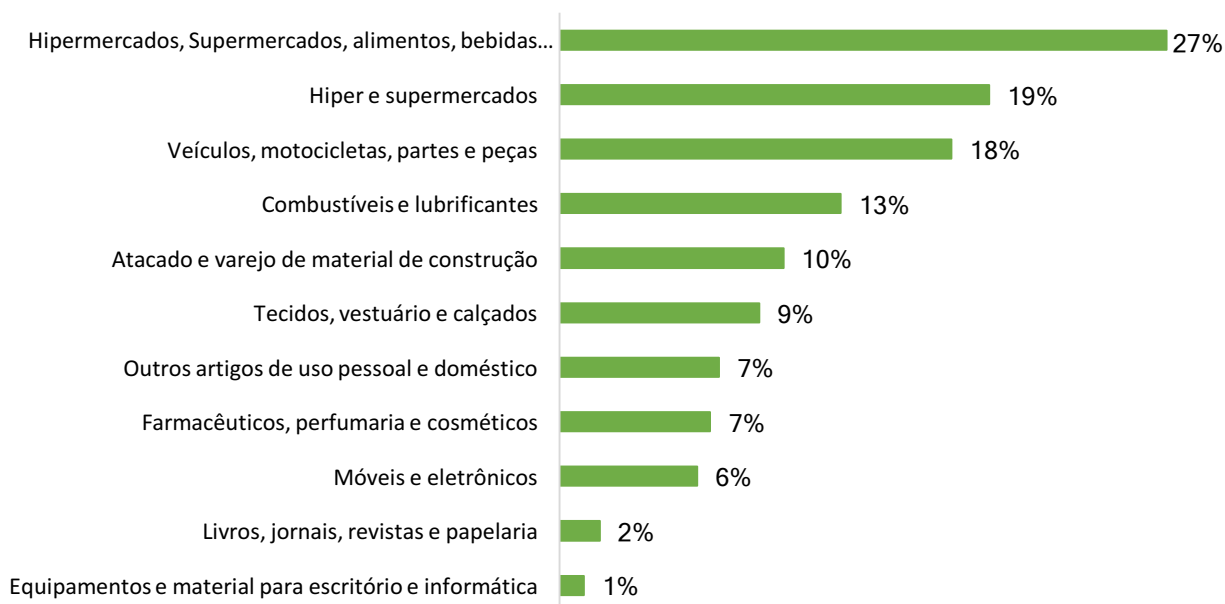
Figura 5: Varejo por Receita Líquida



Fonte: IBGE (2018)

Nesse sentido, o IBGE, a partir da pesquisa mensal de comércio (PMC) disponibiliza a porcentagem de receita bruta de revenda por segmento de forma mais detalhada, de forma que seja possível ter maior amplitude sobre a composição e relevância econômica de cada tipo de comércio, bem como a variação percentual de ano para ano.

A metodologia aplicada pelo IBGE se dá com base nas receitas provindas do ano de 2000, de forma que, através de séries históricas para as unidades representativas com as suas respectivas proporções sobre o comércio total são feitos os cálculos, de forma que a soma total seja superior a 100%. Nesse sentido, é importante salientar que são feitos diversos ajustes, tais como os sazonais, uma vez que feriados e datas especiais como Natal, dia dos pais e dia das mães possam exercer maior influência sobre classe de bens duráveis e específicos como o comércio de livros e automóveis, mas haverá pouca influência sobre produtos do cotidiano, como é o caso de comida e bebida em supermercados e hipermercados.

Figura 6: Segmentação por Receita Bruta de Revenda

Fonte: IBGE (2018)

A partir da visão mais ampla do comércio geral e expandido, o trabalho aprofundará a discussão para o varejo farmacêutico, subsetor no qual a companhia analisada se insere para este trabalho.

3.2 O Varejo Farmacêutico

O comércio de produtos farmacêuticos, ortopédicos e cosméticos, doravante chamado de varejo farmacêutico tem algumas peculiaridades específicas em relação às outras modalidades analisadas. Os padrões de consumo, bem como as aspirações do consumidor são diferentes, de forma que a forças envolvidas para a compra de um bem durável como um carro, bem como a opção por um tipo de alimento em detrimento de outros, são bastantes distintas daquelas vistas na compra de medicamentos e outros produtos relacionados à saúde.

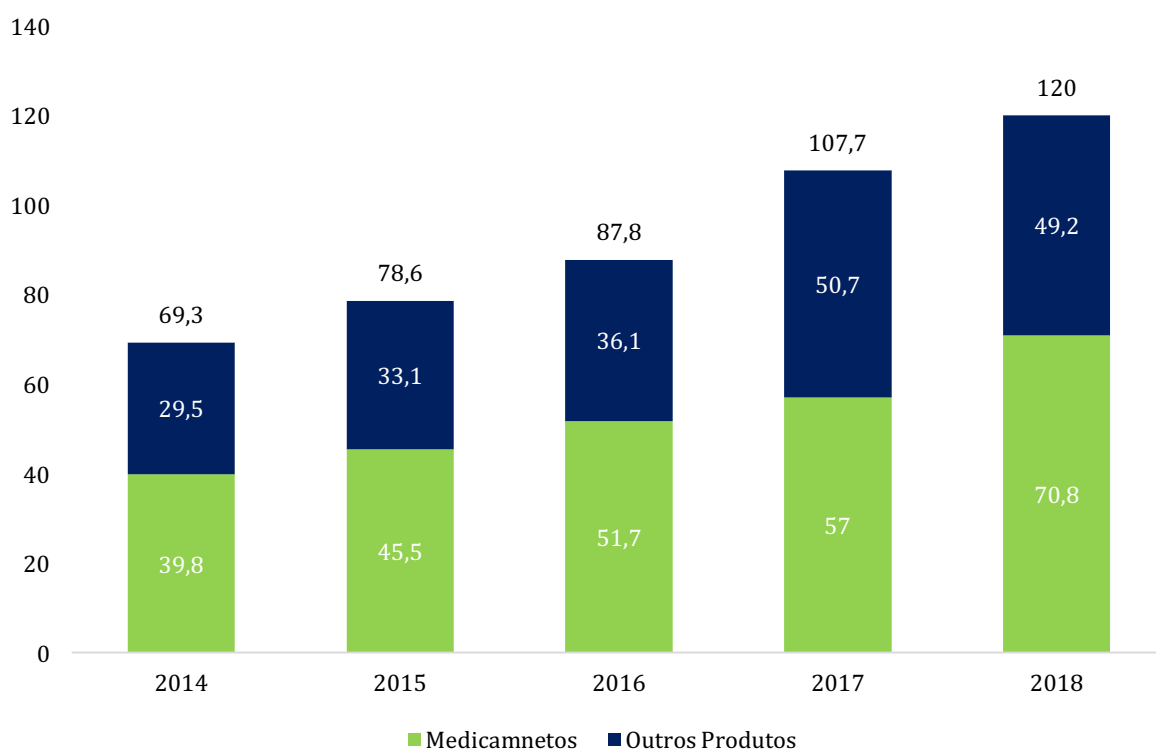
No caso de medicamentos, o fator de escolha do consumidor acaba sendo reduzido por uma necessidade maior externa, tal como uma recomendação médica ou uma necessidade do próprio indivíduo. Dessa forma, o varejo farmacêutico não se vê atrelado diretamente pela taxa de juros, haja vista que as compras não são feitas a prazo, bem como não existe grande influência por parte da renda das famílias, uma vez que elas tenderão a continuar a consumir remédios (por necessidade) em contraposição a outros bens, ainda que o setor se veja restrito e sensível a padrões de renda e nível de desemprego.

3.2.1 Crescimento do Setor

O varejo farmacêutico se refere aos estabelecimentos que vendem os produtos relacionados, medicamentos e produtos cosméticos, para o consumidor final. Nesse sentido, pode-se observar uma mudança na dinâmica do setor, uma vez que antes as lojas de farmácias se destinavam à venda de medicações principalmente com receitas médicas, e nos dias atuais se mostra diversificado com os genéricos e produtos de higiene como desodorantes e fraudas, de forma que o conceito de *mix* de produtos se torna mais relevante como fonte de faturamento, na medida em que o cliente que antes iria apenas consumir um produto por recomendação médica, passou a também se atentar a outros produtos no momento da compra.

Como resultado, o Brasil vem se mostrando um grande gerador de receita no segmento de farmácias, ocupando a sexta posição a nível global e com expectativas de crescimento contínuo. O mercado pode ser dividido no varejo puro, aquele destinado a consumidores comuns, e o mercado institucional, em que metade das vendas se destina ao governo.

Figura 7: Faturamento do Varejo Farmacêutico (R\$ Bilhões)



Fonte: QuintilesIMS Institute (2018)

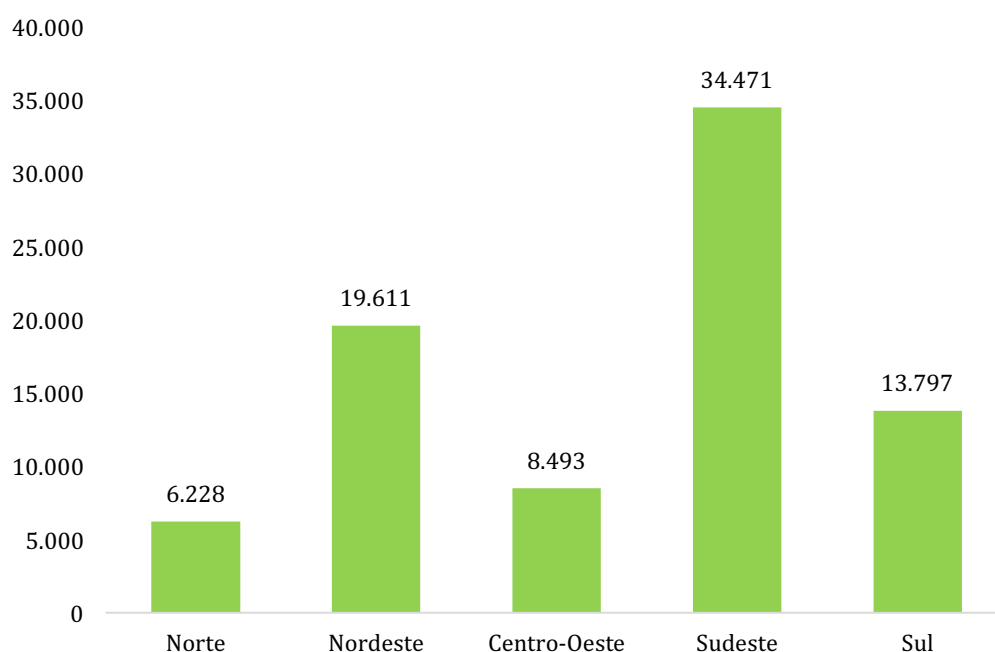
3.2.2 Dinâmica Setorial

3.2.2.1 Distribuição Regional

O setor de varejo farmacêutico possui notória concentração de lojas na região Sudeste, muito por consequência do maior poder aquisitivo da população, bem como maior concentração demográfica e nível de higiene geral, acarretando em uma maior expectativa de vida e, por conseguinte, maior alavancagem do comércio farmacêutico na venda de produtos.

O aumento de lojas, totalizando cerca de 86.620, segundo os dados publicados pelo Conselho Federal de Farmácia, vem aumentando desde a década de 80 muito por conta do aumento da diversificação da indústria farmacêutica (fornecedores), aliada a eficiência da gestão de estoques e maior entendimento por parte dos varejistas sobre os pontos a serem colocados ao longo das regiões do país.

Figura 8: Distribuição de Farmácias Privadas



Fonte: Conselho Federal de Farmácia (2018)

3.2.2.2 Principais Players

Apesar da notória importância e investimentos envolvidos no mercado de varejo farmacêutico brasileiro, ainda existe bastante fragmentação e áreas com carência para serem

cobertas, de forma que os principais agentes do setor não acumulem para si grande parte do mercado.

Entre os cinco principais agentes do varejo farmacêutico, tanto em métrica de receita anual consolidada como em número de lojas ativas no país, quatro estão concentrados nas regiões Sul e Sudeste, e um no Nordeste, o que pode refletir a fragmentação sobre a qual o setor está exposto também em termos de localização geográfica. E além dos grandes grupos, parcela significativa do mercado é composta pelas chamadas lojas de bairro, em especial nas regiões menos populosas dos estados, opção que pode ser explorada pelos grandes grupos.

Ao se analisar a presença de mercado dos cinco principais atores de mercado, percebe-se, também, o nível de competição e fragmentação do mercado. A soma da fatia de mercado entre esses agentes corresponde a cerca de 30% do mercado total, e aquilo que se refere aos quatros subsequentes ao primeiro corresponde à soma do líder, de forma que das 27 empresas pertencentes à Abrafarma (Associação Brasileira de Redes de Farmácias e Drogarias, tem-se cerca de 41% do faturamento do varejo de drogarias (com maior concentração em cidades de mais de 300 mil habitantes), segundo os dados da FIA (2018).

Outro ponto interessante a se observar é a dinâmica e especificidades de cada um dos *players*. Tanto o primeiro como o segundo surgiram a partir de fusões entre grandes redes, e vem buscando crescimento orgânico, por meio de expansão de lojas, bem como pela aquisição de redes menores. Já o terceiro, se mostra presente em diversas regiões do país, e direciona as vendas para classes com poder aquisitivo relativamente menor, por meio de medicamentos genéricos. Por fim, o quarto e o quinto são relevantes na região Sul e buscam consolidação nesse ecossistema.

Os grandes grupos farmacêuticos concorrem mercado entre si de forma bastante expressiva, mas também com as redes de cidades menos populosas e bairros periféricos de grandes metrópoles. De forma geral, trata-se de um mercado bastante aberto para estratégia de expansão no médio e longo prazo, especialmente nas regiões Norte e Nordeste, em que se observa, carência de centros de distribuição e pouca presença de drogarias nas pequenas cidades. Há também algumas considerações acerca do poder de compra, em que, dependendo da região em que uma loja será instalada, existirão em estoque outros produtos em detrimento de outros. Tal postura vem de uma informatização e eficiência nos estoques das companhias, cada vez mais onerosos aos grupos por consequência do custo dos fornecedores, o que pode limitar a venda em regiões menos populosas devido às especificidades das doenças ali presentes.

Tabela 6: Principais Companhias do Varejo de Farmácias Brasileiro

Empresa	Estado da Sede	Número de Lojas Ativas	Breve Descrição
	São Paulo	1825	Constituída em 2011, a partir da fusão entre a Droga Raia e a Drogasil. Líder de mercado há 7 anos, com cerca de 11,8% de participação. Emitiu ações pela Raia em 2010.
	São Paulo e Rio de Janeiro	1230	Provinda da fusão entre a drogaria Pacheco e a Drogaria São Paulo, em 2011. É a segunda empresa em fatia de mercado no cenário de varejo farmacêutico e a sétima no varejo amplo, com cerca de 7,5% do mercado de drogarias.
	Ceará	1165	Fundada em Fortaleza, em 1981, a rede já foi a maior em número de lojas, segundo os dados da Abrafarma. Tem a terceira posição no segmento de varejo de drogarias, com 5,5% do mercado.
	Rio Grande do Sul	705	Fundada em Campo Novo, no interior do Rio Grande do Sul, a empresa está na quarta posição e mostra forte presença no mercado do sul. Abriu a loja de número 700 em 2018 e possui cerca de 2,4% do mercado de drogaria.
	Rio Grande do Sul	418	A Panvel surgiu da fusão das farmácias Panitz e Velgos, em 1973. Com presença focada na região Sul, a empresa faz parte do Grupo Dimed, de varejo farmacêutico e exames de laboratório. Está listada na B3.

Fonte: Elaborado pelo autor

É possível perceber, entre os principais agentes do mercado do varejo farmacêutico, algumas semelhanças no que diz respeito às margens e indicadores de geração de caixa operacional.

O mercado como um todo acaba sendo atingido por uma dependência dos fornecedores, no caso os laboratórios e companhias farmacêuticas, que necessitam de um custo muito elevado para a produção dos medicamentos e, dessa forma, a margem ao longo da cadeia de produção acaba sendo muito baixa, tanto por questões relacionadas à regulação estatal, que limita o preço em algumas medicações, como pela disposição do consumidor em se pagar por produtos com um preço muito alto. A Tabela 7 mostra um quadro comparativo do setor, com quatro dos cinco principais agentes do mercado, uma vez que as Farmácias São João não reportam seus resultados. Os dados foram obtidos nas plataformas virtuais das companhias, na seção de relação com investidores, e por meio do Diário Oficial de São Paulo, para o Grupo DPSP.

Nele estão as receitas líquidas para o ano de 2018 (em milhões de unidades de reais), e as margens bruta e EBITDA, obtidas a partir da divisão do lucro bruto e EBITDA pela receita líquida de bens e serviços, respectivamente. Também é colocado a relação da dívida líquida pelo EBITDA, que conforme visto na seção 2 deste trabalho, mostra uma relação de alavancagem. Para o cálculo da dívida bruta, tomou-se o passivo como um todo, a fim de se observar a relação dos componentes da dívida geral das companhias, não apenas a financeira. Nota-se, por fim, a relevância da conta dos fornecedores, que em geral representa mais da metade do passivo total.

Tabela 7: Comparação entre os Principais Agentes de Farmácias

Empresa	Receita Líquida (R\$ mm')	Margem Bruta	Margem EBITDA	Passivo Líquido/EBITDA	Passivo Líquido/EBITDA s/ Fornecedores
Grupo RD	14.801	30,04%	7,67%	3,15 X	1,26 X
Grupo DPSP	9.086	29,52%	6,56%	4,44 X	2,53 X
Pague Menos	6.245	33,27%	4,59%	7,77 X	4,02 X
Panvel	2.432	29,44%	6,20%	3,30 X	1,32 X

Fonte: Diário Oficial de São Paulo e RI das companhias (2018)

Conforme é possível observar, há enorme peso dos fornecedores sobre o ciclo operacional das companhias e, se o excluirmos do cálculo do passivo total e considerarmos apenas empréstimos e financiamentos, os níveis da relação dívida líquida pelo EBITDA estaria abaixo dos padrões de mercado, ou seja, as companhias mostram segurança em honrar seus deveres com as partes terceiras.

Deve-se atentar para as margens, especialmente a margem EBITDA, que se mostra baixa perto de outros setores do mercado, mas se justifica pela baixa flexibilidade sobre o produto recebido dos fornecedores e o alto custo em estoques e centros de distribuição, além da manutenção de lojas, dependendo do modelo de negócios adotados por cada companhia.

Por fim, a fim de se observar a relevância das contas com fornecedores, a Tabela 8 mostra um quadro comparativo do índice de endividamento das companhias (dívida líquida pelo EBITDA) sem considerar o cálculo dos fornecedores para a composição da dívida líquida.

Tabela 8: Comparação do endividamento com e sem os fornecedores

Empresa	Passivo Líquido/EBITDA	Passivo Líquido/EBITDA s/ Fornecedores
Grupo RD	3,15 X	1,26 X
Grupo DPSP	4,44 X	2,53 X
Pague Menos	7,77 X	4,02 X
Panvel	3,30 X	1,32 X

Fonte: Diário Oficial de São Paulo e RI das companhias (2018)

Conforme é possível observar, a participação de mercado dos cinco maiores grupos corresponde a menos de 30% do total de vendas do setor, evidenciando um elevado potencial de consolidação no setor.

3.2.3 Produtos Vendidos

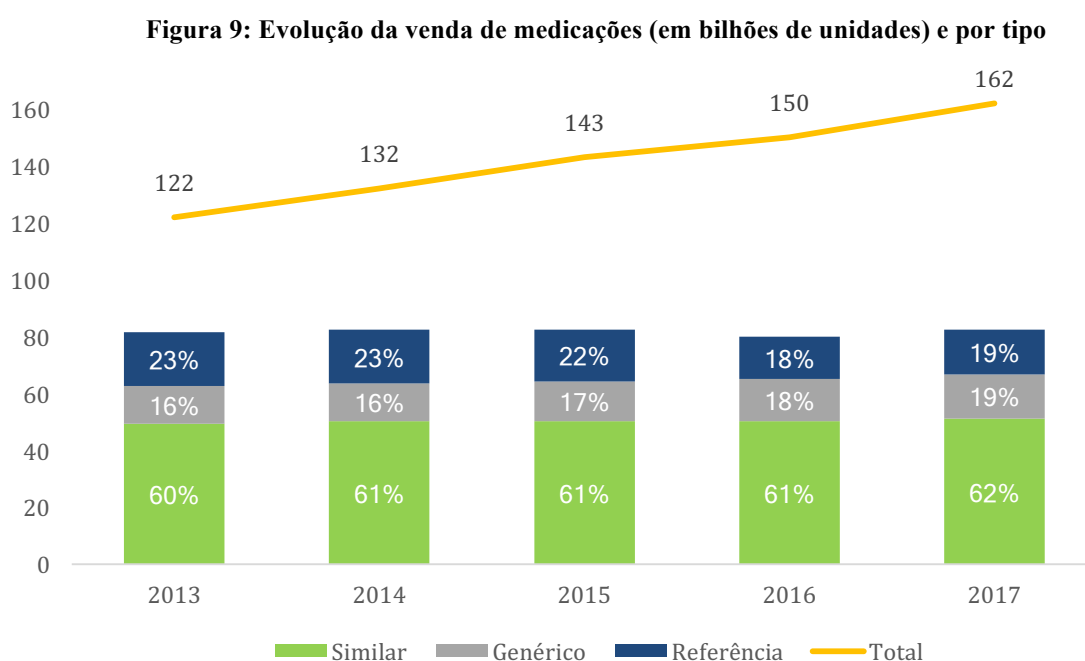
Os produtos vendidos em farmácias podem ser divididos de forma categórica entre aqueles relacionados à saúde, os medicamentos e outros produtos, e os de higiene e cosméticos. A maior relevância no setor se dá pela venda de medicamentos.

A divisão das capsulas vendidas pode ser feita da seguinte forma, de acordo com o estudo da FIA-USP:

- **Referência:** trata-se dos medicamentos de marcas conhecidas, como Novartis e Shire, que costumam apresentar um preço superior e se destacar pela confiança para o consumidor com poder aquisitivo superior;
- **Similar:** possui o mesmo princípio ativo dos medicamentos referência no mercado, porém possuem diferenças em relação à marca, embalagem, prazo de validade e/ou qualquer outro fator que possa impactar no preço para o consumidor final;

- **Genérico:** passaram a apresentar maior força no mercado mais recentemente. Após o prazo das patentes dos remédios de marca expirarem, os genéricos aparecem com o mesmo princípio ativo, porém por não possuírem o mesmo peso em termos de marca, apresentam um preço mais acessível ao público em geral, o que os torna bem relevantes nas chamadas farmácias populares.

A Figura 9 mostra a evolução em volume dos medicamentos por categoria, conforma descrita acima, para o mercado de varejo farmacêutico brasileiro.



Fonte: FIA-USP (2018)

É possível notar a presença extremamente relevante das medicações do tipo referência, com cerca de 62% do total de produtos vendidos. Entre os medicamentos com maior relevância para o mercado, o líder de vendas tem sido o relaxante muscular e analgésico Dorflex.

Uma outra classificação dos produtos vendidos em farmácias e divulgados amplamente pelo mercado é a proposta pela antiga IMS Health (IQVIA), em que se toma não apenas os medicamentos vendidos, mas sim a amplitude total dos produtos.

G – Genéricos: Conforme colocado acima, são as medicações que não apresentam a marca relevante e com grande valor agregado ao consumidor, mas apresenta um preço mais acessível, e são produzidos após o prazo de proteção de patente.

Rx promovido: são medicações que exigem a prescrição médica e apresentam um desconto na venda inferior a 50%, em geral são atrelados à classe médica.

Rx similar: está na categoria dos similares, e entre os mais vendidos, não possui as mesmas características em termos de marca dos promovidos, porém não se enquadra em uma medicação do tipo genérico. Exige prescrição.

MIP marca e similar: Medicamento isento de prescrição.

HPC: do inglês, *home & personal care*, são os produtos de cuidados pessoais e não estão relacionados a pontos medicamentosos. Podem ser divididos em:

- **PEC:** do inglês, *personal care*. Trata-se dos produtos de cuidados pessoais, tais como *shampoos*, condicionadores, desodorantes, escova de dentes entre outros;
- **PAC:** do inglês, *patient care*. São os produtos para cuidados pessoais dos pacientes, isto é, fraldas geriátricas, curativos, medidores de pressão e temperatura etc;
- **Nutricionais:** São aqueles produtos específicos de nutrição, tais como barras de cereal e outros alimentos com propósitos especiais;
- **OTC:** do inglês, *over the counter*. São os produtos para além do balcão que não necessitam de receitas médicas. Alguns tipos de comprimidos e vitaminas de uso diário entram nessa categoria.

É importante salientar que, dentro de qualquer categoria, os medicamentos são inspecionados e controlados pela ANVISA (Agência Nacional de Vigilância Sanitária) e, portanto, devem seguir os padrões e normas especificados.

3.2.4 Cadeia de suprimentos

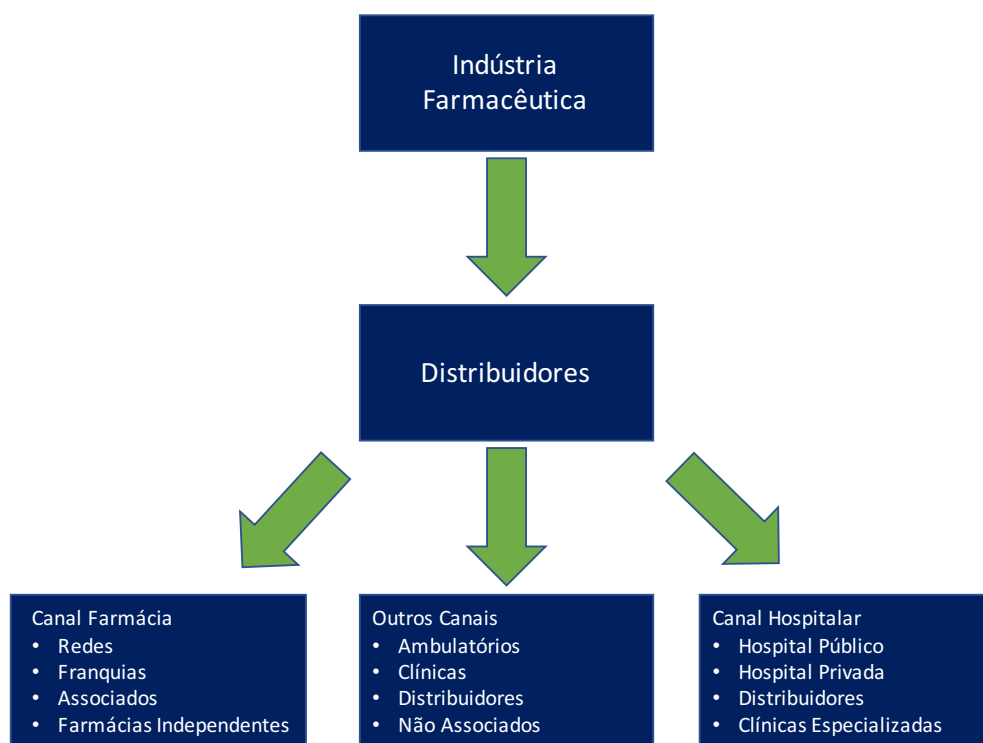
A fim de se ter uma visão mais geral do mercado de drogarias, é importante compreender a dinâmica setorial e a relação entre os lojistas, fornecedores e produtores envolvidos no processo. Tomando como referência a importância da gestão de capital de giro, em especial dos estoques, haja vista que as medicações são custosas para os varejistas, deve-se basear a quantidade de pedidos de forma bastante detalhada, nesse sentido, os modelos de previsão de demanda e informatização dos estoques tem se mostrado cada vez mais sofisticados.

A cadeia de suprimentos possui um formato simples, porém, através dela é possível perceber, devido à baixa flexibilidade das companhias na indústria farmacêutica pelo custo de

produção e ensaios clínicos extremamente alto, as origens da dependência e do peso dos fornecedores para o varejo de drogarias.

Um ensaio clínico para o lançamento de um novo medicamento tem um custo médio de US\$ 320 milhões e a duração de uma patente de um novo medicamento, tem o prazo de no mínimo 10 anos (BNDES, 2011). Tal quadro acaba criando um conflito para os outros agentes da cadeia farmacêutica, baixando a flexibilidade para sensibilizar a margem e obter lucratividade elevada por unidade de medicação, pressionado para a venda massiva, em especial dos produtos similares e genéricos. A importância da gestão dos estoques é de grande importância para os varejistas, a fim de não incorrerem em grandes custos sem obter as vendas relacionadas.

Figura 10: Cadeia do Mercado Farmacêutico



Fonte: Elaborado pelo autor

Dentro do contexto dos canais de distribuição para as medicações, o mais comum e utilizado são as farmácias, de forma que atendem todo o consumo e podem ser divididas pelo padrão de consumo. A escolha do local para se implementar uma farmácia, bem como o tipo, são postos-chave para os grupos dentro do contexto de expansão estratégica.

O local não gera tanto valor para as classes mais baixa, que são mais sensíveis à variação do preço dos produtos, mas possui um valor intrínseco para as pessoas das classes mais altas,

que, de um modo geral prezam pelo local em que a loja está instalada em termos de região e ponto, isto é, se é uma região que abrange um fluxo de pessoas, se está próxima a alguma localização com concentração de moradores de alta renda (em geral acima de 10.000 habitantes), se é uma loja em um ambiente seguro. De acordo com as informações mostradas pelo Grupo RD (2018), a maior parte das lojas necessita de cerca de três anos para fidelizar os clientes locais e se tornar madura (atingir o *breakeven*⁶).

As farmácias podem ser divididas em três principais tipos: tradicionais, populares e especializadas.

- **Tradicionais:** são as farmácias mais corriqueiras, aquelas dedicadas para o público amplo e que tende a se adaptar nos tipos de produtos vendidos de acordo com o local em que o ponto está instalado. Em geral requer um custo superior, pois tende a operar de muitas horas até em tempo integral. Possui uma participação de OTCs e HPCs específicos, isto é, produtos cosméticos e remédios isentos de receitas direcionados a uma classe específica de acordo com o ponto de venda. Os modelos de negócio dos grandes grupos sustentam a tese de elevado volume de vendas e ganhos de escala para ampliar a lucratividade e reduzir a alavancagem operacional, isto é, peso dos custos e despesas.
- **Populares:** nesse caso, o público-alvo são as classes mais baixas, ou seja, os produtos OTC e HPC não possuem especificidade e não apresentam qualidade de primeira linha. Não há relevância em esforços no atendimento, mas sim foco em preços menores. Nesse ambiente, os genéricos desempenham um papel essencial para sustentar preços baixos e conseguir margens relativamente mais elevadas.
- **Especializadas:** trata-se das lojas que vendem medicações específicas, com grande foco em homeopatia e manipulação. Trata-se de um modelo em muitos casos baseado em produção própria de medicamentos, ou seja, não há forte dependência de fornecedores. Segmento voltado para classes com elevado poder aquisitivo e sem competição direta com os demais.

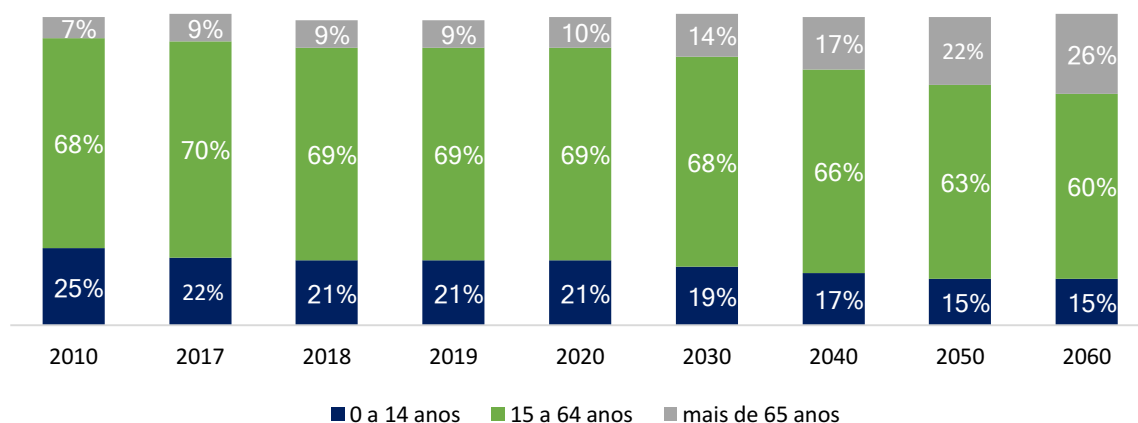
⁶ Do inglês, termo para designar o momento em que uma empresa se torna lucrativo: passa a ter lucro em vez de prejuízo.

3.2.5 Padrão de consumo e envelhecimento da população

Um dos maiores pilares para o crescimento do setor farmacêutico, bem como para o de saúde como um todo, é o aumento da expectativa de vida da população a nível global. Esse fenômeno é consequência de melhores condições sanitárias, expansão dos meios de saúde e outros fatores para melhoras na qualidade de vida.

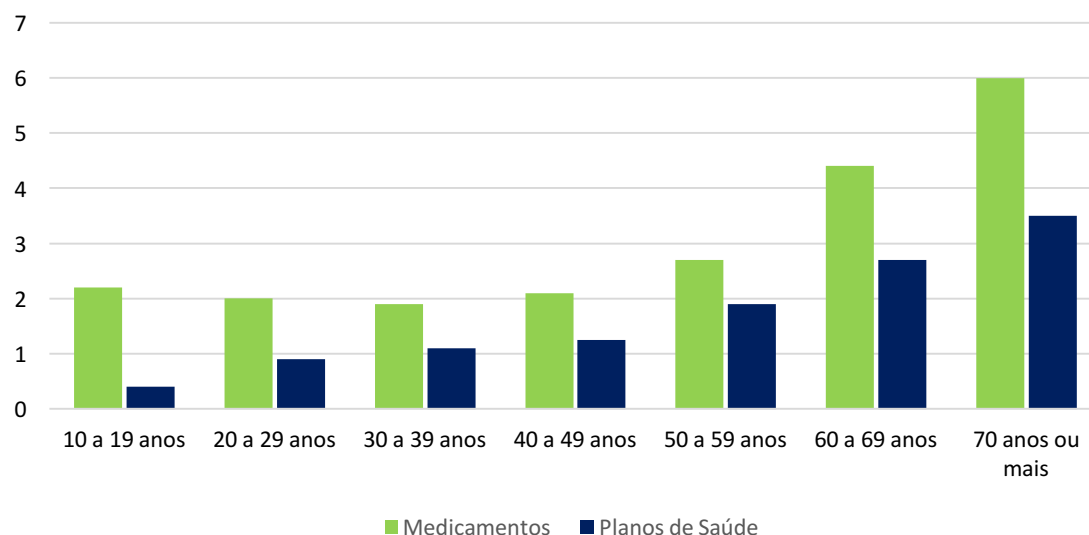
De acordo com o sistema de expectativas publicado pelo IBGE, até 2060 cerca de 25% da população brasileira estará na faixa etária superior a 65 anos, isso significa, dentro do espectro de população total previsto para 228 milhões de habitantes, que o Brasil terá uma população idosa de cerca de 57 milhões de pessoas. Trata-se de um forte fator de demanda para o crescimento da indústria farmacêutica.

Figura 11: Expectativa de faixa etária da população brasileira

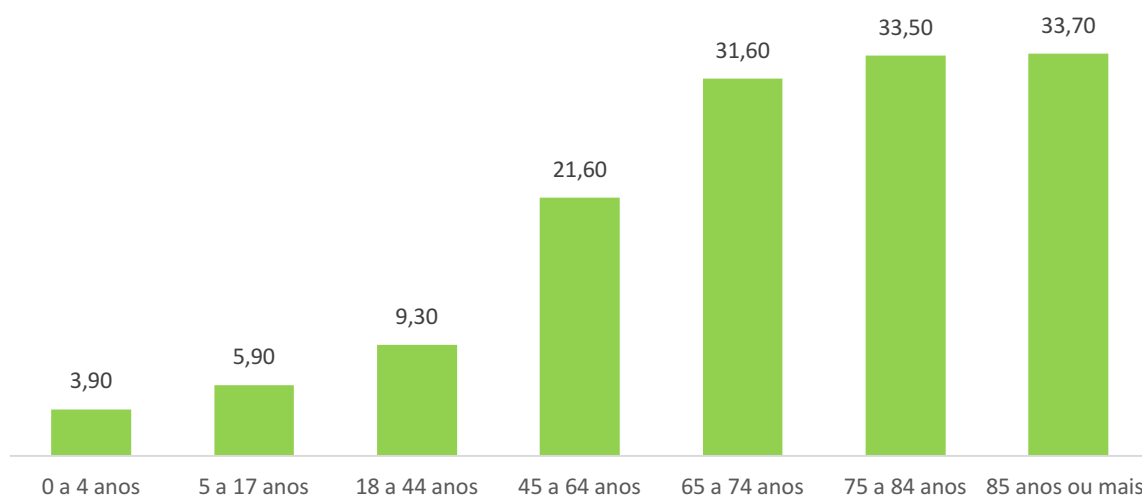


Fonte: IBGE (2018)

Os gastos relativos à saúde são consideravelmente maiores nas populações idosas. De acordo com o IBGE, os gastos percentuais com saúde dentro das despesas das famílias aumentam para uma média de 2,7% entre 50 e 59 anos, para 4,4% entre 60 e 69 anos, e 6,0% a partir dos 70 anos de idade. Os gastos se diluem entre planos e seguros da saúde, mas são consideravelmente superiores com as medicações, o que beneficia o varejo.

Figura 12: Gasto com saúde (% das despesas das famílias)**Fonte: IBGE (2016)**

Outro fato relevante acerca da população idosa é a quantidade média de prescrições médicas por idade que a população recebe, que aumenta de forma expressiva até a idade idosa, e segue um padrão sensível de crescimento para os grupos etários subsequentes. A Figura 13 mostra esse padrão, de acordo com uma pesquisa do MEPS (do inglês, *Medical Expenditure Panel Survey*).

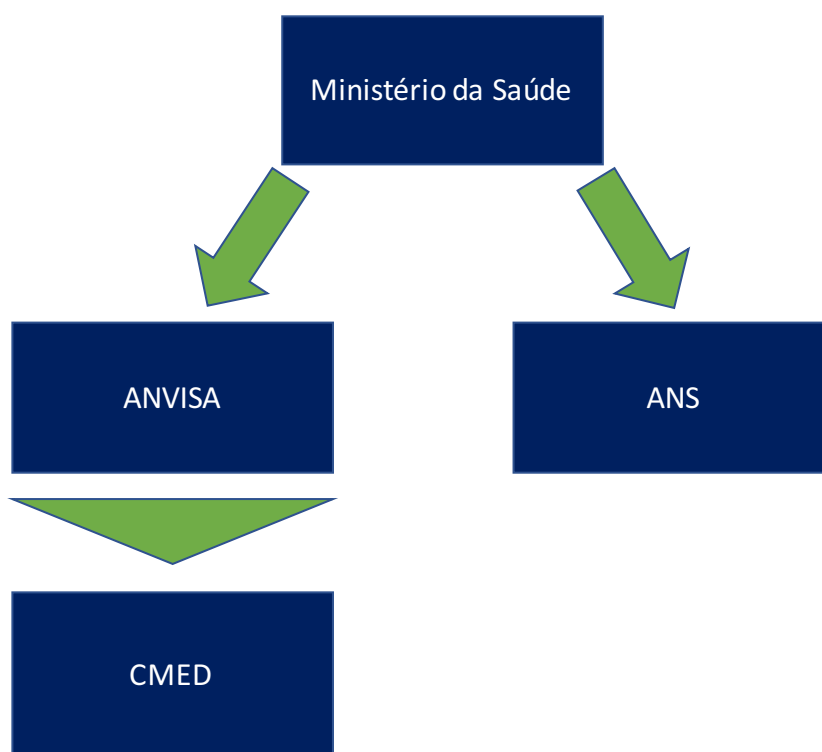
Figura 13: Número de prescrições por idade**Fonte: MEPS (2006)**

3.2.6 Ambiente Regulatório

O setor de vendas de medicações está sob a vigilância de autarquias especiais atreladas ao Ministério da Saúde. A função dos órgãos consiste, de forma geral, em controlar as medicações vendidas, em termos de segurança ao consumidor e aderência às normas sanitárias estabelecidas, e controlar o fluxo de mercadorias, em especial para aquelas importadas, que podem apresentar conflito de patente ou outro ponto com o mercado doméstico.

A estrutura dos órgãos reguladores apresenta a seguinte disposição, conforme as informações colocadas na plataforma do Ministério da Saúde.

Figura 14: Organização dos órgãos reguladores



Fonte: Elaborado pelo autor

- **ANVISA:** A Agência Nacional de Vigilância Sanitária foi criada sob a tutela da Lei 9782/1999. Trata-se de uma autarquia que tem a função de controle sanitário sobre medicamentos e outros produtos a serem circulados pelo mercado, sendo responsável pela aprovação dos produtos por meio da realização de testes específicos para tal, por meio de critérios e técnicas específicas para cada caso. A agência exerce grande influência para o mercado farmacêutico e pode vetar a entrada de novas drogas, pelo controle de mercadorias em portos e aeroportos.

- **CMED:** A Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos tem como função o controle econômico de mercadorias médicas. O órgão estabelece os limites para os preços de comercialização dos produtos e é incumbido de aplicar as penas em caso de não cumprimento das normas estabelecidas. Funciona como um agente de defesa econômica para o setor de medicamentos e é também responsável pela ação do desconto em casos de compras por instituições públicas.
- **ANS:** A Agência Nacional de Saúde Suplementar está inserida na Lei 9.961/2000, e tem como função o controle dos planos de saúde. É responsável por controlar a assistência suplementar. Para os medicamentos, o órgão aloca as regras de reembolso para os seguros de saúde na questão do reembolso a ser distribuído aos detentores de planos. Tem assim, uma função complementar no desenvolvimento da saúde nacional.

3.2.7 Considerações da seção

Os dados observados na seção presente mostram como o setor do varejo é complexo e sensível às flutuações macroeconômicas. No entanto, vale salientar como o setor de drogarias tem apresentado os valores mais resilientes, especialmente no momento entre 2016 e 2017, em que o volume de vendas como um todo se mostrou estar em colapso, mas as vendas em farmácias foram as menos atingidas no período.

Conforme os dados observados específicos ao setor, pode-se observar que, a tendência global de envelhecimento com o crescimento do mercado de drogarias, ainda com a relativa expectativa de melhoria na economia, refletida no Índice de Confiança do Consumidor, o mercado de varejo farmacêutico deve prosseguir em expansão, com possibilidade de consolidação no longo prazo.

4 O GRUPO RD

O Grupo RD, também conhecido como Raia Drogasil, foi fundado em novembro de 2011, a partir da fusão das marcas destaques do varejo farmacêutico Raia S.A e Drogasil S.A, atualmente se enquadra como o maior grupo do varejo farmacêutico e o quinto maior grupo do varejo, com uma receita bruta de R\$ 15 bilhões e mais de 1800 lojas em 22 estados brasileiros (Grupo RD, 2018).

O controle acionário do grupo é composto pelas famílias dos dois grupos participantes da fusão, que juntos somam cerca de 194 anos de atuação no mercado. O grupo está listado no novo mercado, sob o código RADL3.

4.1 Visão Geral

4.1.1 Breve Histórico

A Raia Drogaria foi funda em 1905, por João Batista, em Araraquara (SP), sob o nome Pharmacia Raia, já a Drogasil em 1935, por José Pires de Oliveira, pela fusão de dois pequenos grupos. Os grupos foram crescendo em diferentes regiões de São Paulo, e ambos já eram negociados na bolsa de valores até a fusão, em 2011. Para ter uma visão ampla do histórico, tem-se as informações divulgadas pela Companhia, pela equipe de relação com investidores.

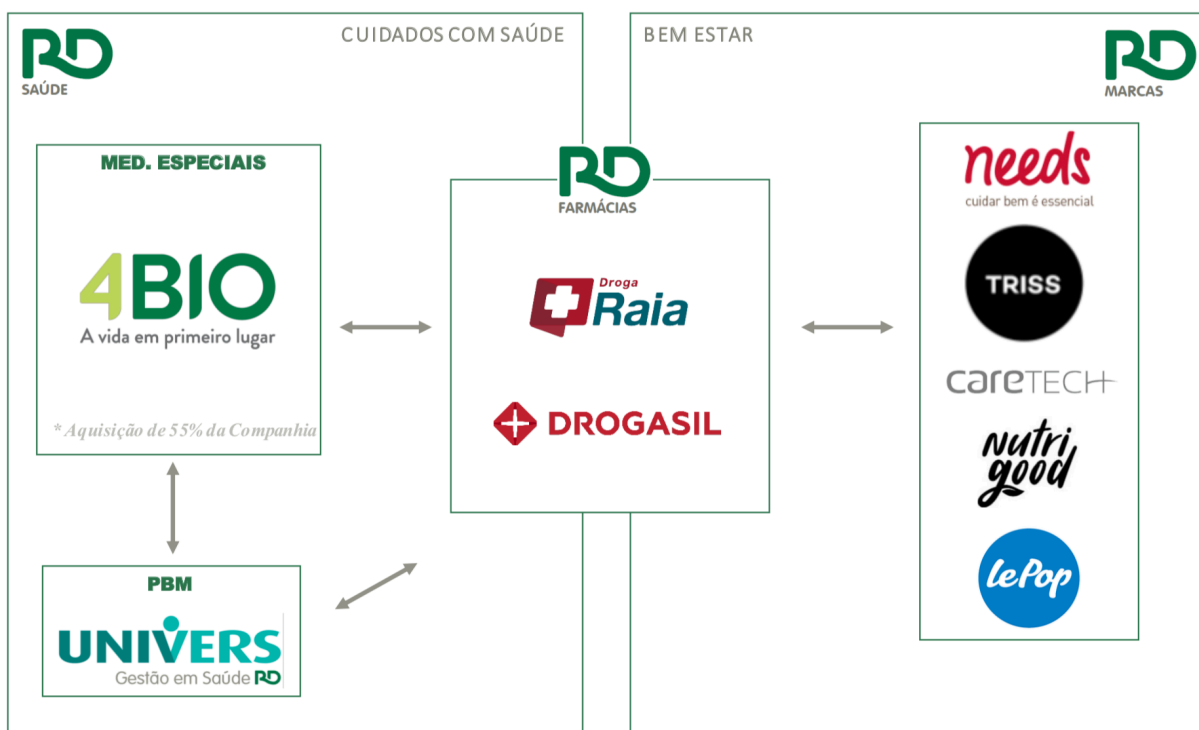
- 1905: Fundação Pharmacia Raia.
- 1935: Fundação Drogasil.
- 1937: Raia se torna uma rede, na região do interior de São Paulo, em três grandes cidades.
- 1937: Drogasil incorpora outras cinco farmácias.
- 1977: Drogasil é a primeira empresa do varejo a abrir seu capital e ser negociada na bolsa de valores.
- 1994: Drogasil passa a adotar melhores práticas em termos de recursos tecnológicos, a fim de otimizar os estoques e obter mais eficiência.
- 2005: Raia comemora 100 anos, com 135 lojas em quatro estados.
- 2008: Fundos de investimento passam a integrar a estrutura societária da Raia, elevando o nível da governança corporativa.

- 2010: Raia faz sua oferta de ações no Novo Mercado, passando a integrar a Bovespa.
- 2011: As empresas anunciam a fusão, formando o maior grupo do varejo farmacêutico.
- 2015: A empresa entra no mercado de segmento de medicações especiais pela compra do maior varejista do setor, a 4Bio.
- 2017: A empresa coloca sua marca corporativa de Raia Drogasil para grupo RD Gente, Saúde e Bem-Estar.

4.1.2 Modelo de Negócios

O portfolio de negócios do grupo RD é baseado em um grupo de empresas dos setores de saúde e bem-estar. A estrutura organizacional dos negócios do grupo se dá de acordo com a Figura 15.

Figura 15: Estrutura do Portfólio do Grupo RD



Fonte: Grupo RD (2018)

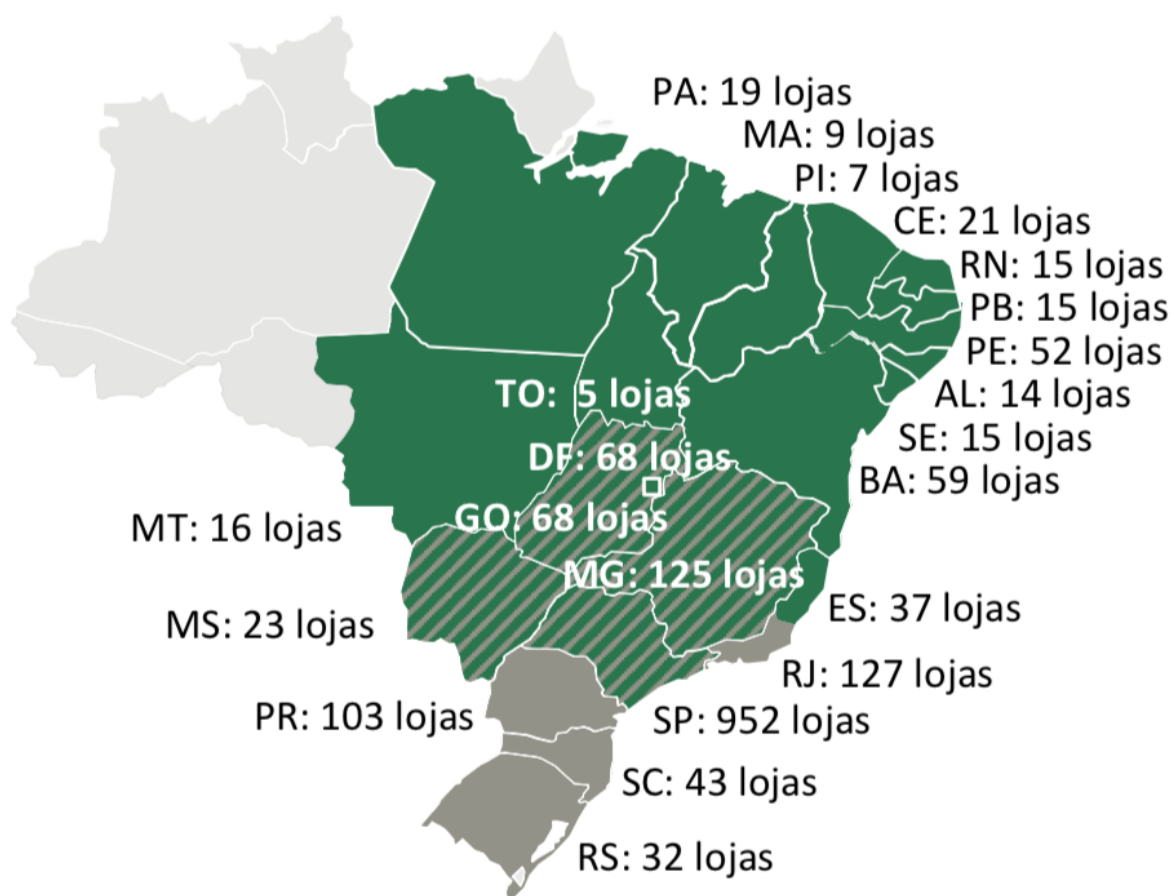
Dentre as diversas marcas, que compreendem tanto a venda de produtos como serviços, caso da 4Bio, de medicamentos especiais feitos sob medida, que vale o destaque para o grupo. A 4Bio foi adquirida em 2014, e em 2018 gerou uma receita de R\$ 749 milhões. Há também a

divisão popular do grupo, a Farmasil, que tem sido foco nos projetos de expansão, especialmente para as regiões mais carentes.

4.1.3 Dinâmica Geográfica

A Companhia está presente em 22 estados da federação, com um total de 1825 lojas, sendo 814 da bandeira Raia, 991 da Drogasil, 17 da Farmasil e 3 da 4Bio. Existe uma notória concentração na região Sudeste, haja vista que se trata do berço do grupo, englobando 952 lojas em São Paulo, 127 lojas no Rio de Janeiro e 125 lojas em Minas Gerais.

Figura 16: Distribuição Geográfica de Lojas



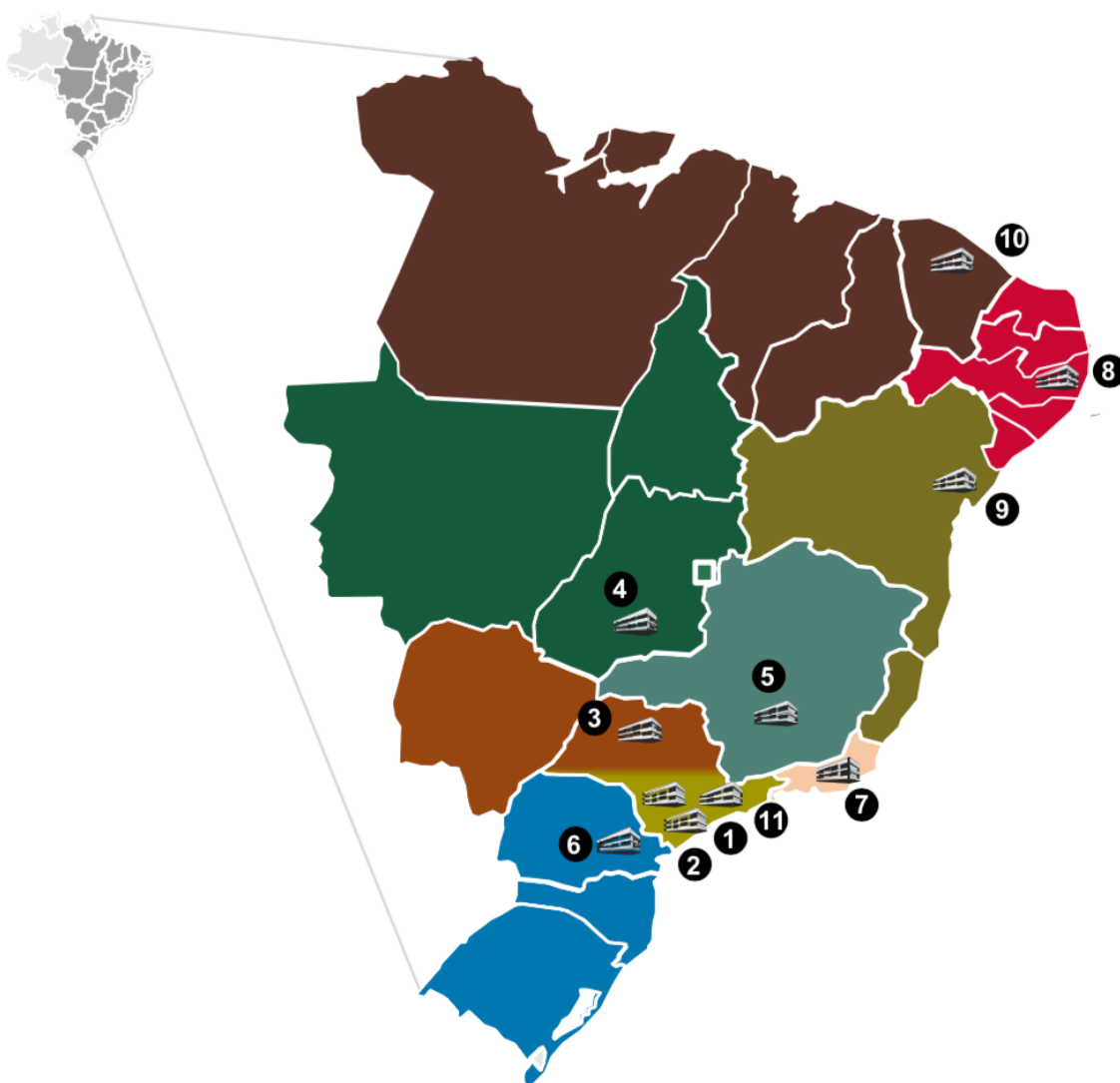
Fonte: Grupo RD (2018)

Os centros de distribuição (CD) são também uma peça chave para o funcionamento e eficiência da operação do grupo. Colocados em pontos bem estratégicos e alinhado com os

principais mercados a serem explorados, sendo o maior o de Guarulhos (28.000 m²), que se justifica pelo abastecimento de boa parte da região da Grande São Paulo.

Dentro do contexto de expansão e ganho de escala, pilares da estratégia da empresa, os CDs são alocados para se prevenir de eventuais riscos estruturais, como condições de estrada que barram o transporte de mercadorias, garantindo que as lojas possam ter o estoque bem controlado e os produtos repostos sem induzir uma imagem negativa da loja pela escassez de produtos específicos aos clientes. Trata-se de um ponto de extrema importância se tratando de um mercado fragmentado e com diversos agentes, em que o cliente poderia substituir facilmente o varejista.

Figura 17: Distribuição Geográfica de Centros de Distribuição



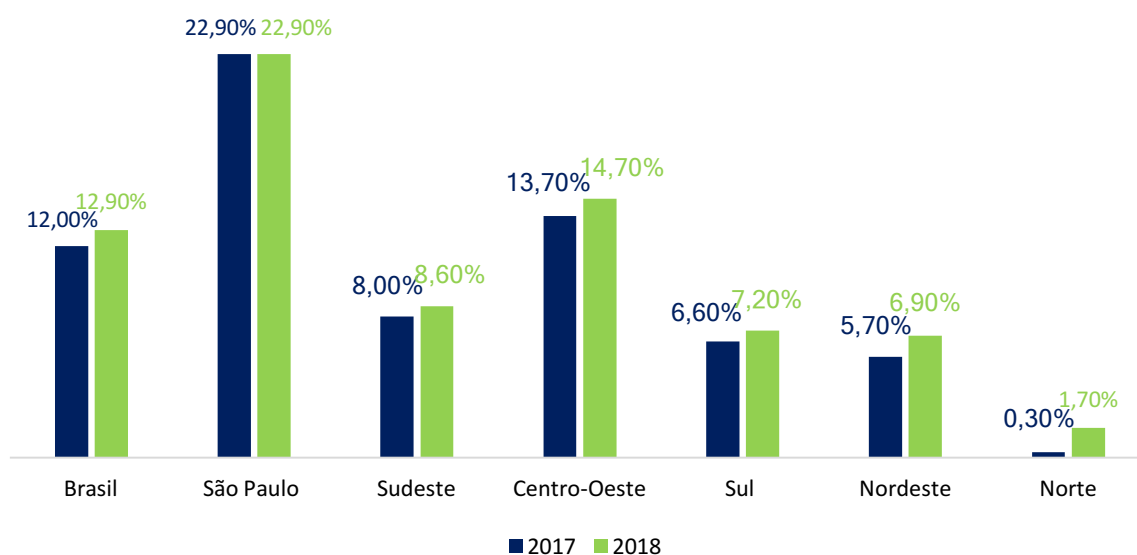
Fonte: Grupo RD (2018)

4.2 Inserção no mercado brasileiro

4.2.1 Market Share por Região

A Raia Drogasil se mostra referência em termos de Market Share. Considerando o mercado competitivo e fragmentado na qual se encontra, dentro de um ambiente bastante complexo, é capaz de se alavancar por meio de marca, em que os clientes percebem o valor e o atendimento, e o ganho de escala cada vez maior, expandindo as marcas principais para regiões pouco explorado, bem como diversificando o seu portfólio de negócios em outros modelos, tais como o da farmácia popular para regiões mais carentes e públicos de classes econômicas inferiores.

Figura 18: Participação de Mercado por Região



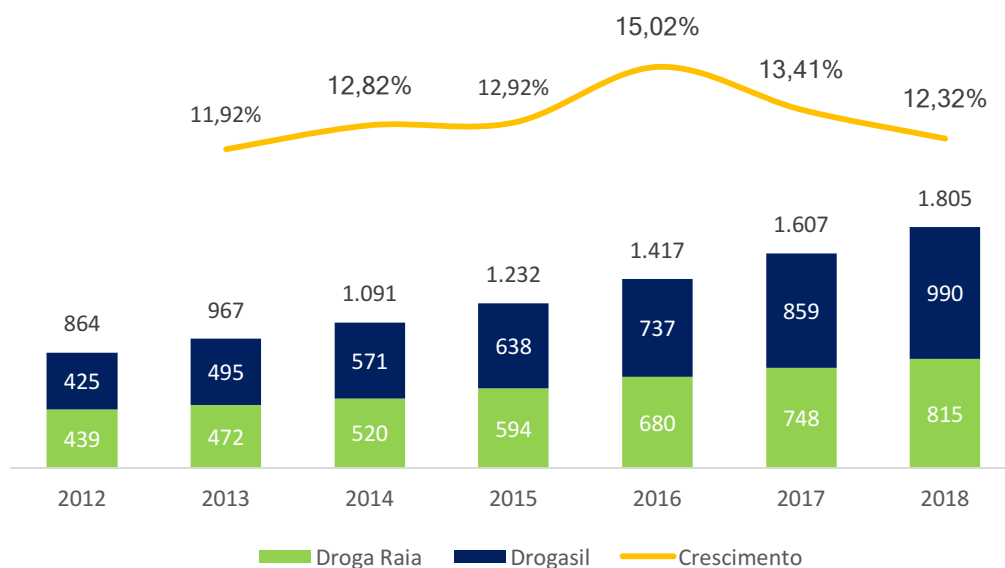
Fonte: Grupo RD (2018)

Como mostra a Figura 18, a participação de mercado do grupo se manteve no estado de São Paulo, o de maior demanda e maior fonte geradora de receita para o setor, haja vista a concentração demográfica. Outro ponto a se notar é a crescente evolução em todas as regiões do Brasil, com foco especial para a região Norte, ainda pouco explorada pelo grupo, mas que obteve um aumento de mercado considerável entre 2017 e 2018.

4.2.2 Evolução da quantidade de Lojas

Um ponto importante para o crescimento do grupo foi, desde a sua originarção, a notória expansão em termos de números de lojas. Como ambas as marcas já eram referência no setor e atuavam com foco em regiões distintas e complementares do estado de São Paulo, além de outros pontos do país, há grande sinergia operacional para se aproveitar, fato que pode ser observado pelo notório crescimento do número de lojas. A Figura 19 mostra a dinâmica da quantidade de lojas entre 2012 até 2018, ao final dos períodos, e o crescimento de lojas em relação ao ano anterior.

Figura 19: Evolução da quantidade de lojas

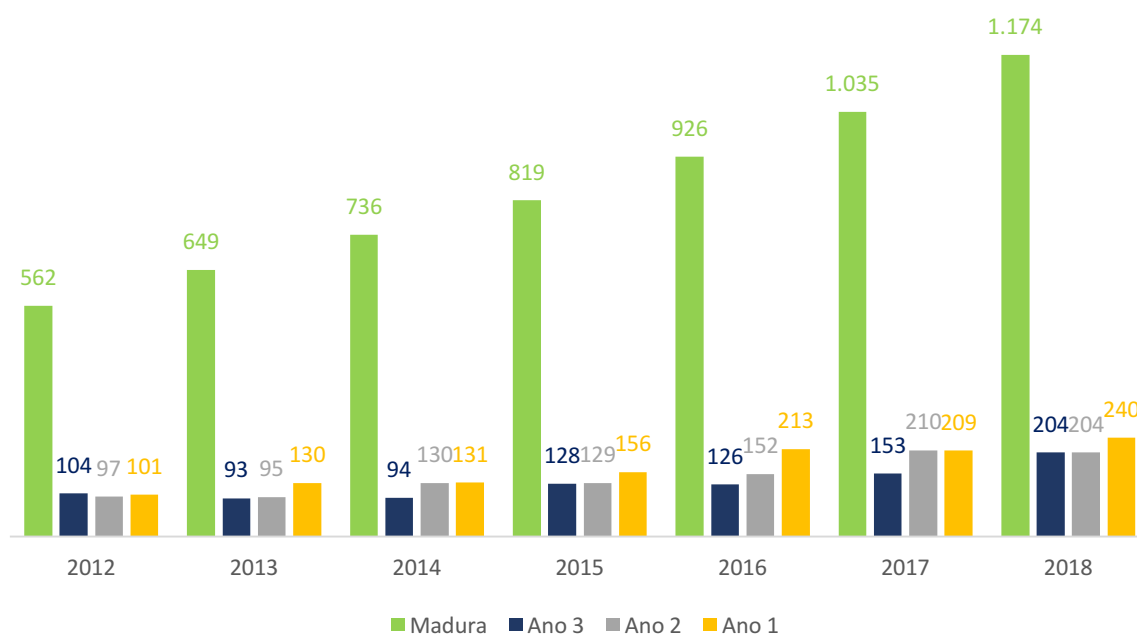


Fonte: Elaborado pelo autor com base em Grupo RD (2018)

Nesse sentido, é possível notar a grande expansão do grupo, que acumulou, entre 2012 e 2018 um crescimento de 109% no número de lojas. A desaceleração no crescimento em 2016 está relacionada ao contexto político e econômico do período, em que existia enorme instabilidade. A 4Bio entra no primeiro trimestre de 2014, porém ela ainda apresenta três unidades e se mostra com outro perfil de público. Vale apontar que no mesmo período a rede passou de uma presença em 9 para 22 estados, abrangendo praticamente toda a geografia nacional.

O investimento para abrir uma nova loja, de acordo com os dados da Companhia, é pouco custoso em relação ao faturamento potencial que se pode obter delas. Dessa forma, a Companhia investe em novas lojas e espera a maturidade, isto é, que passem a ser lucrativas. As lojas necessitam de, em média, três anos para atingir a maturidade e, dessa forma, se manter em operação. Na Figura 20, pode-se observar um gráfico da variação, entre 2012 a 2018, do número total de lojas tomando como referência as lojas maduras.

Figura 20: Variação do número de lojas por tempo de operação



Fonte: Grupo RD (2018)

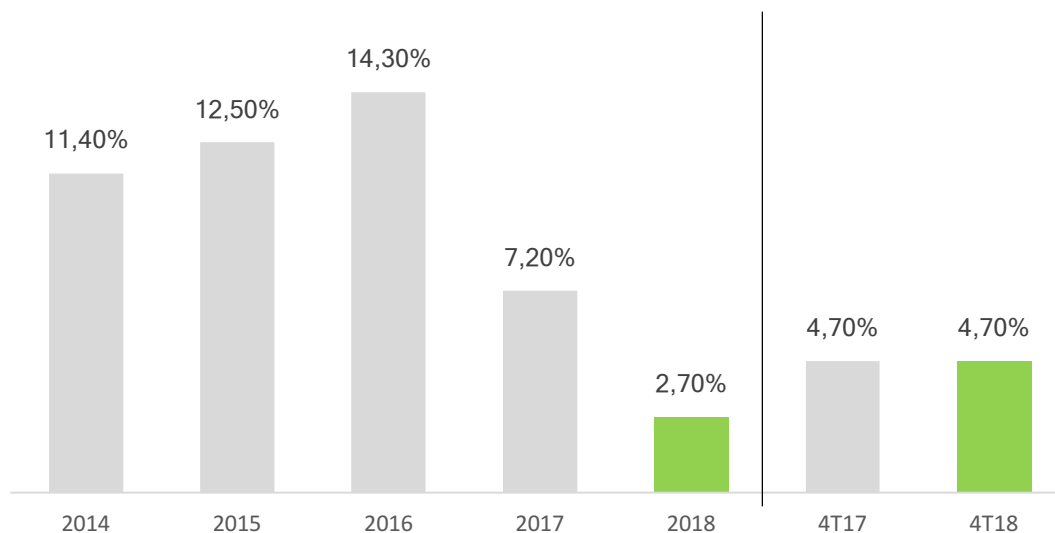
4.2.3 Índice SSS

Um dos indicadores mais importantes para a análise do varejo é o índice SSS (do inglês, vendas nas mesmas lojas), o qual tem por fundamento mostrar a variação, ano a ano do crescimento de receita em mesmas lojas. Trata-se de um bom indicador operacional, pois dá um racional de eficiência além dos pontos contábeis.

Se a receita bruta dobrar de um ano para o outro, mas a Companhia tiver tido a necessidade de dobrar o número de lojas para tal indicaria uma fraqueza em termos de eficiência operacional, isto é, a Empresa só conseguiria alavancar a operação por meio de gastos com investimentos na mesma proporção.

A Figura 21 revela o índice SSS entre 2014 e 2018 para a Companhia, além dos dois últimos períodos para os anos de 2017 e 2018.

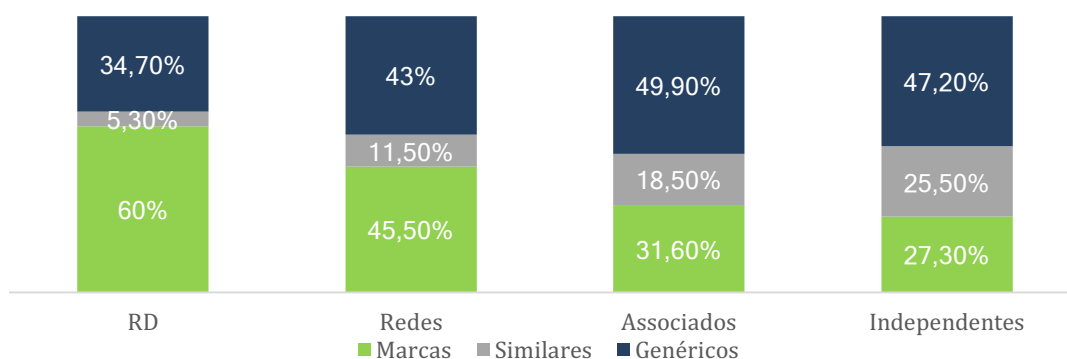
Figura 21: Índice SSS do Grupo RD



Fonte: Grupo RD (2018)

No gráfico pode-se perceber uma notável ruptura no crescimento de vendas em mesmas lojas, isto se deve, em grande parte, à grande penetração dos genéricos no padrão de consumo dos clientes, por consequência do contexto macroeconômico, além de uma diminuição no preço dos produtos vendidos. Dessa forma, houve uma alteração no mix de produtos, em que os medicamentos de marcas perderam lugar para os genéricos, que por sua vez tiveram os preços reduzidos. Assim, apesar do crescimento em valor absoluto do mercado de varejo farmacêutico, houve uma queda no crescimento de vendas em lojas já consolidadas.

Figura 22: Mix de vendas por tipo de farmácia (2018)



Fonte: Grupo RD (2018)

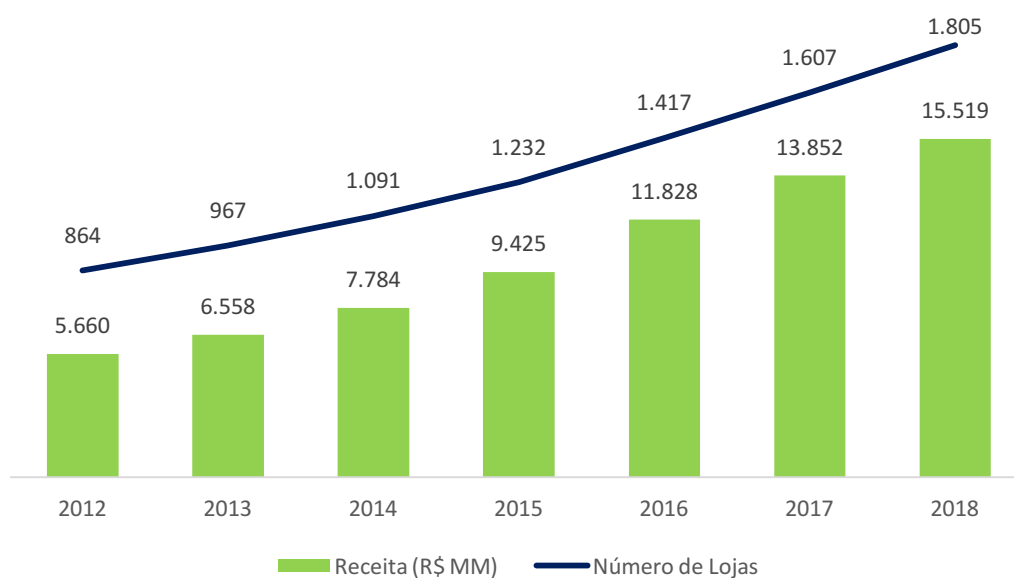
4.3 Desempenho Financeiro

O desempenho financeiro da Companhia é avaliado por indicadores contábeis utilizados pelo mercado e em meios acadêmicos como forma preliminar de se avaliar e entender o contexto financeiro em que o ativo analisado se encontra.

4.3.1 Receita Bruta de Vendas

A receita da venda de produtos, medicações e perfumaria, tem se mostrado cada vez maior e são a principal fonte geradora de receita para o grupo, de forma que tem se mostrado consideravelmente superior em relação aos principais concorrentes.

Figura 23: Evolução da receita bruta e lojas

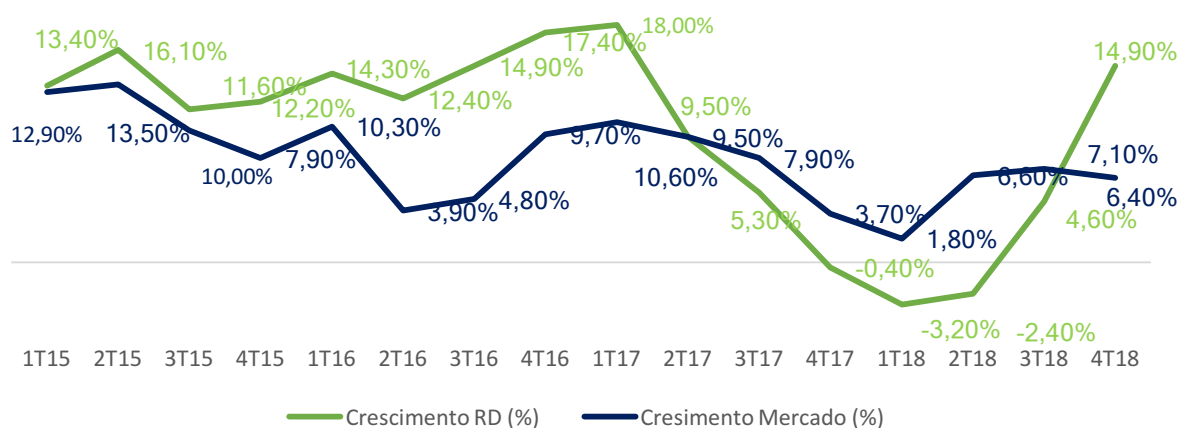


Fonte: Grupo RD (2018)

A análise do gráfico evidencia um crescimento semelhante entre a quantidade de lojas e a receita bruta, mas com número superior para o da receita até 2017. Em 2018 pode-se observar um valor sensivelmente maior para o valor da expansão de lojas, fato que pode ser explicado pela penetração dos remédios bem como expansão mais elevada da Companhia em novos mercados, o que tende a tomar mais tempo para ser uma fonte recorrente de receita.

É interessante entender, por outro lado, como se deu o crescimento do Grupo RD com relação ao mercado como um todo. De forma a analisar se foi um fato comum apenas ao modelo de negócios do grupo ou também para seus principais concorrentes.

Figura 24: Comparação entre crescimento RD e mercado



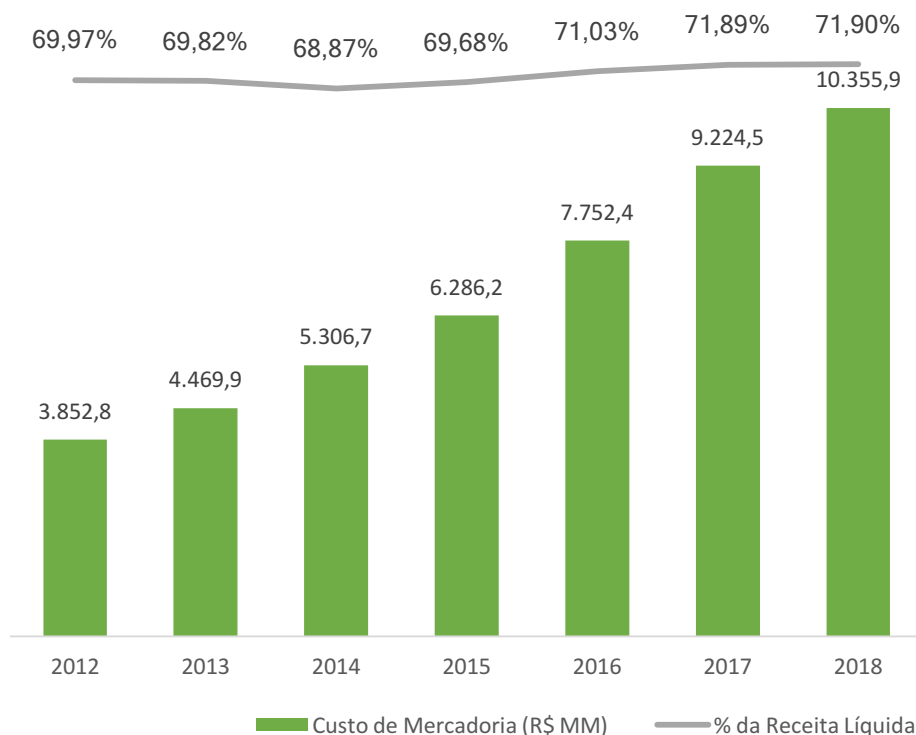
Fonte: Grupo RD e IQVIA (2018)

A marca manteve consistência no crescimento até 2017, em que começou a decair por conta da penetração dos genéricos, contexto macroeconômico e crise de incerteza política. Porém em 2018 pode-se observar a derrocada de crescimento e a tendência estratégica de expansão recorrente refletir no crescimento.

4.3.2 Custos de Mercadorias

Os custos com as mercadorias tendem a ser um grande desafio para os varejistas farmacêuticos, haja vista que o preço de medicações é elevado desde a produção. Segundo o artigo de Sertkaya et al. (2016), o custo efetivo para o lançamento de uma nova droga no mercado gira em torno de US\$ 2.6 bilhões. Isto representa um elevado custo de produção imerso em uma incerteza se o produto será de fato lançado ao mercado, haja vista que a nova medicação pode apresentar barreiras sobre as aprovações de órgãos legais ou ser descontinuado ao longo do processo de ensaio clínico.

Para o Grupo RD, a estratégia geral é de expansão orgânica, em que se pode obter ganhos de escala e gerar faturamento em cima de um elevado volume de venda. Existem pontos chave também em relação à distribuição logística e a diversificação do modelo de negócios, que explora o mercado virtual e o de farmácias populares.

Figura 25: Evolução dos Custos de Mercadoria

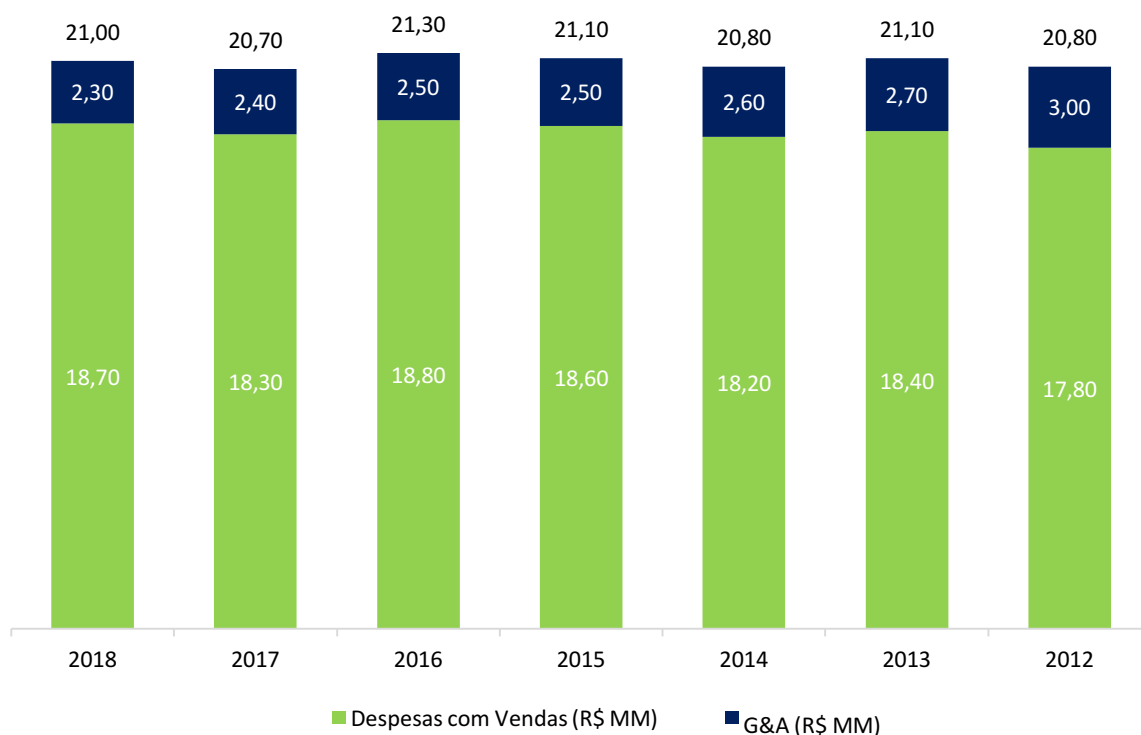
Fonte: Grupo RD (2018)

O gráfico mostra como os custos são, de fato, onerosos para a Companhia, representando em média cerca de 70% do total de receita líquida de cada período.

4.3.3 Despesas Gerais e Administrativas e EBITDA

As despesas com vendas, gerais e administrativas, também conhecidas como SG&A⁷, são um ponto importante para a Companhia, tendo em vista a relação bastante importante para efeitos de resultado operacional. Tais operações incluem gastos com pessoas, manutenção das lojas, aluguel dos espaços, entre outros pontos. De forma geral, são pouco expressivos em termos de valor total quando comparado com os custos das medicações, entretanto, em especial os gastos com vendas, que se mostram mais elevados na categoria, muito em função das movimentações logísticas necessárias para o transporte e estocagem das mercadorias vendidas.

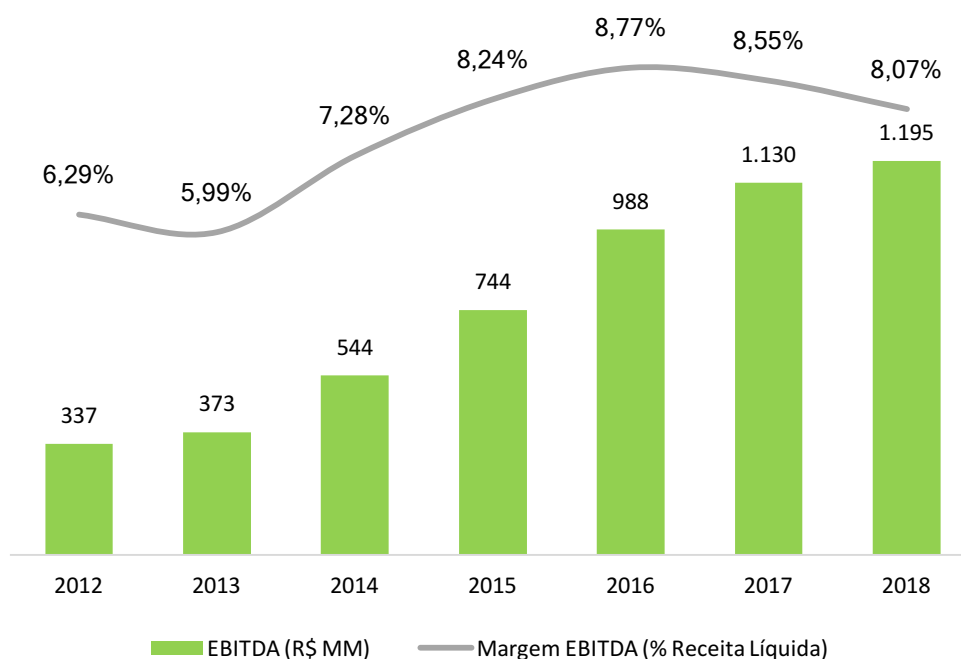
⁷ Do inglês, Selling, General and Administrative.

Figura 26: Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas

Fonte: Grupo RD (2018)

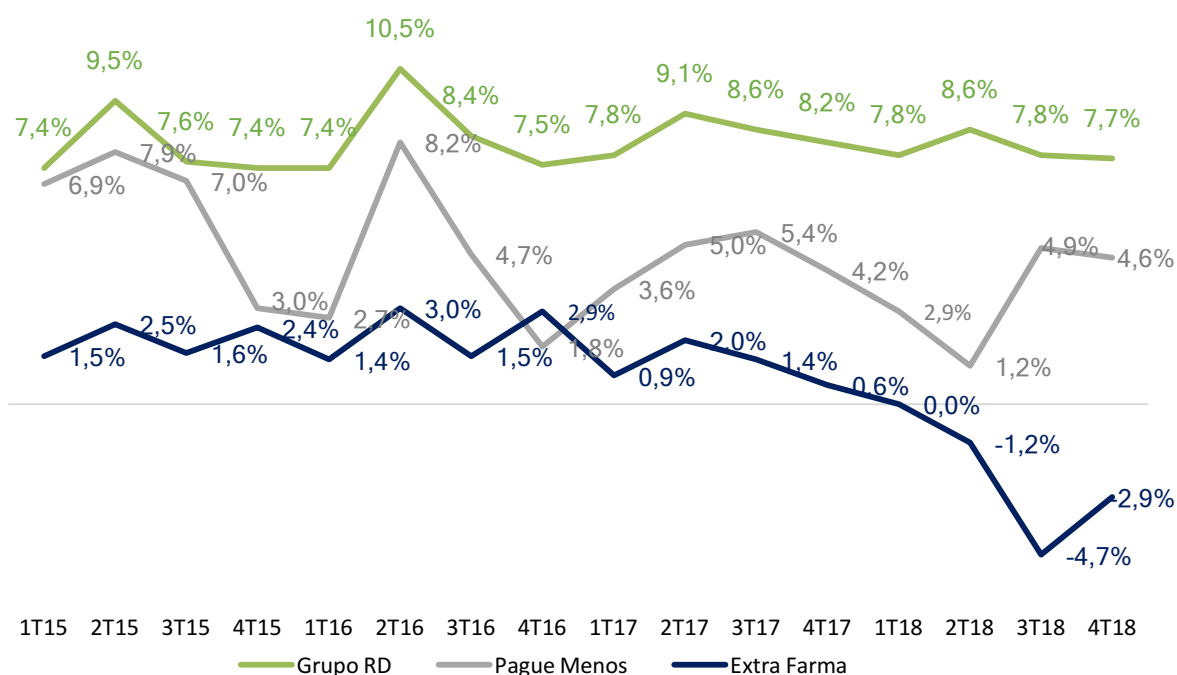
Outro ponto importante para se analisar dentro do contexto contábil da Companhia é a evolução do EBITDA, que não é uma referência contábil em termos normativos, porém se trata de um índice de ampla importância, que mostra uma proximidade da geração de caixa operacional da Companhia descontando os efeitos de capital de giro, isto é, não está em regime de caixa, mas sim em regime de competência, conforme visto na segunda seção deste trabalho.

O Grupo RD se mostra bastante sólido em termos de geração de caixa conforme a análise do EBITDA da Companhia. O mercado de varejo, de forma geral, apresenta um índice pequeno em comparação com a receita líquida, isto se dá, conforme já discutido, pelo fato de as operações com mercadorias e despesas com logística serem um ponto a retrain os ganhos de receita bruta. Entretanto, o grupo apresenta um valor maior frente a seus principais concorrentes, muito em função do ganho de escala, que reduz as despesas com logísticas em comparação às diversas lojas e há aumento de poder de negociação com os fornecedores, haja vista o maior volume de mercadorias adquiridas.

Figura 27: EBITDA e Margem EBITDA

Fonte: Grupo RD (2018)

O time de relações com investidores do Grupo RD disponibilizou um comparativo entre a performance da margem EBITDA, como parte da receita bruta, em comparação com dois dos principais concorrentes, a drogaria Pague Menos e a Extra Farma. No gráfico da Figura 28, pode-se observar como o grupo tem mantido maior relação de margem EBITDA sobre a média do setor. O gráfico mostra o período entre 2015 a 2018, para cada relatório trimestral publicado pela Companhia, dentro do contexto de uma das mais abrangentes recessões econômicas que o Brasil já sofreu.

Figura 28: Comparação da Margem EBITDA (% da Receita Bruta)

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Grupo RD (2018)

O setor de varejo farmacêutico possui uma média de margem EBITDA baixa mesmo em comparação com o setor do varejo amplo, que tende a ter as margens retraídas.

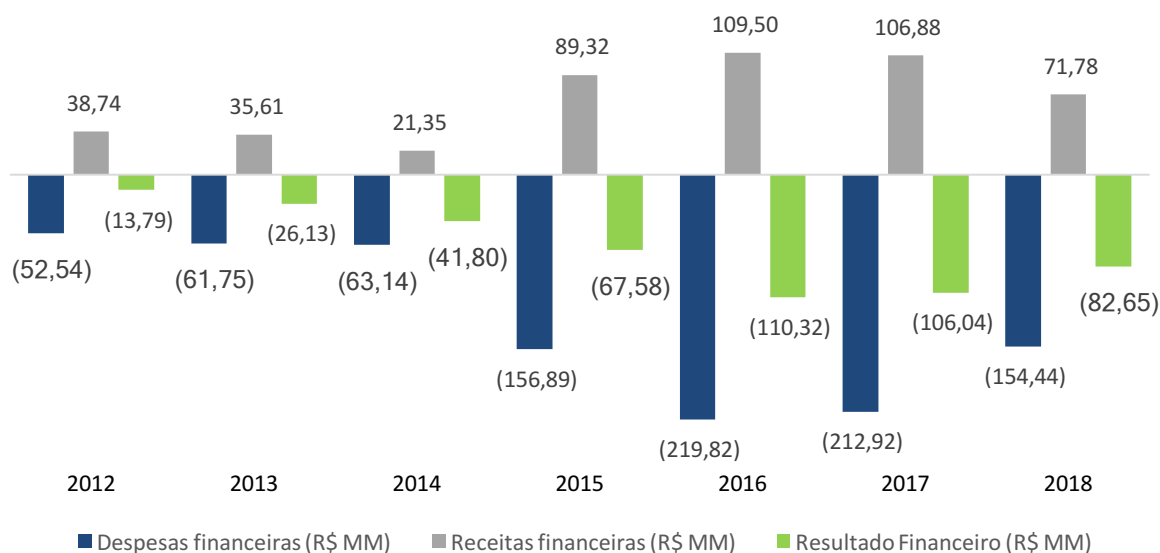
4.3.4 Resultado Financeiro

O resultado financeiro refere-se às receitas e despesas financeiras que a Empresa tem ao longo do exercício. As despesas podem consistir em juros referentes às dívidas contraídas, bem como variações cambiais passivas, em que há apreciação de uma moeda estrangeira sobre a qual a Companhia possui um contrato de dívida e tem o valor do principal aumentado. De forma geral, as despesas representam os ganhos de capital para terceiros.

As receitas financeiras consistem, em geral, nos ganhos de aplicações financeiras em títulos ou outro instrumento financeiro ou variações cambiais ativas, em que há depreciação de uma moeda estrangeira frente à moeda doméstica e, nesse caso, há diminuição do principal da dívida. Vale lembrar que, para receitas financeiras há incidência de PIS/Cofins, portanto, elas aumentam a base tributável.

O Grupo Raia Drogasil apresenta um baixo índice de alavancagem financeira, isso significa uma baixa relação do endividamento sobre o total de caixa gerado pela companhia, de forma que a Empresa possui uma base sólida de ativos e liquidez para honrar seus débitos.

Figura 29: Resultado Financeiro



Fonte: Grupo RD (2018)

4.4 Estratégia Geral

A aplicação de metodologias para avaliação de gestão estratégica será descrita com maior detalhe na seção seguinte, em que se buscará uma análise mais detalhada acerca das forças e fraquezas. Agora serão descritos os principais pontos colocados pela Companhia como pilar estratégico para os próximos anos.

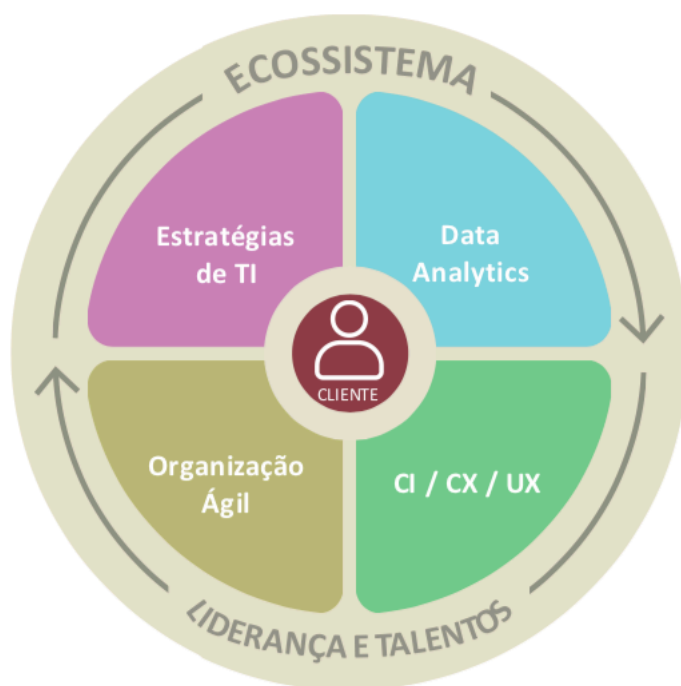
Até o momento, a Companhia buscou manter o processo de crescimento orgânico, por meio da construção e implantação de novas lojas, diversificando o portfólio para novos formatos tais como o de farmácia popular. Alinhado a isso, buscou foco na integração e melhoria do atendimento, bem como o auxílio na experiência com o cliente, em que, ao final das compras se podia avaliar o atendimento e, com isso, a Companhia pode se aprofundar em uma base de dados para compreender por região e tipo de serviços uma resposta dos clientes, podendo assim implantar processos de melhoria.

Além disso, a Companhia sustenta a tese de um plano de carreira para as pessoas que trabalham nas lojas, que podem, dada a performance e engajamento, serem promovidas para trabalhar em partes administrativas na sede da Empresa.

Os novos moldes estratégicos consistem em um maior aprofundamento de plataforma digital, além do modelo expansionista já observado nos últimos anos. O racional do novo modelo se baseia na expansão de lojas com maior foco em farmácias populares, que tem apresentado boas margens e demandam menos investimentos de capital. Há um movimento de fortalecimento da marca nas mídias digitais e fortificação do modelo de negócios da UNIVERS (divisão de serviços da Companhia), que temo mostrado um elevado crescimento. Ampliar a dimensão de canais e prover maior foco no pós-venda, de forma a manter o relacionamento com clientes que fazem usos contínuos de medicações ou necessitam de outros produtos de saúde. Buscar expansão das marcas próprias, por meio de modelos de precificação específicos para o ambiente da Companhia.

Um ponto importante é a adequação aos novos moldes de mercado, em que a Empresa aposta em novas dinâmicas de gestão de projetos. Através do modelo de *squads* bastante difundido no setor de tecnologia e nas chamadas *startups*. Nesse aspecto, a Companhia se mostra a frente de seus concorrentes com a elaboração de novas tendências e modelos de análise e monitoramento de dados, o que tende a melhorar a gestão de mercadorias e a transformação digital.

Figura 30: Modelo estratégico do Grupo RD



Fonte: Grupo RD (2018)

Por fim, a compra da Onofre se mostra uma oportunidade para a Companhia se adequar aos padrões observados no mercado. Trata-se de uma marca líder no comércio digital e que tende a ser um dos pilares para a penetração do Grupo RD no cenário digital.

A Companhia visa expandir e reestruturar a marca em São Paulo, Rio de Janeiro e Minas Gerais, regiões em que a Companhia já possui um arcabouço em termos de logística e há uma sinergia complementar, em que as drogarias Raia e Drogasil são focadas em escala e ganho por volume de vendas, dado os locais de conveniência em que se encontram. Já a Onofre se colocar como uma marca com foco em maior alavancagem pelo preço dos produtos.

5 AVALIAÇÃO DA COMPANHIA

Nesta seção serão realizadas as aplicações das metodologias vistas na parte dois do trabalho. Primeiramente serão aplicadas as ferramentas para a gestão estratégica, através da análise SWOT e a análise das cinco forças de Porter, em que serão utilizados o arcabouço teórico obtido na parte três e quatro, como forma de visualizar o posicionamento e os principais fatores no que diz respeito à estratégia do Grupo RD.

Na sequência, serão aplicados os conceitos de finanças e economia, por meio da realização de projeções contábeis através dos dados disponibilizados pela equipe de Relações com Investidores da Empresa, em que, a fim de minimizar distorções serão feitas sensibilidade com pontos críticos como a abertura de lojas, o custo de capital e o valor na perpetuidade.

5.1 Análise Estratégica

5.1.1 Análise SWOT

A análise SWOT, traduzindo do inglês, busca encontrar as forças, fraquezas, oportunidades e ameaças para a análise de uma empresa.

5.1.1.1 Forças

A maior força do Grupo RD está na sua dominação de parcela de mercado, bastante acima dos seus concorrentes subsequentes, e do seu poder de ganho de escala. Isto acontece pela presença destaque no eixo São Paulo, Rio de Janeiro e Minas Gerais, que se mostra consideravelmente superior economicamente e consegue arcar com os gastos com saúde de forma mais consistente. O ganho de escala é um ponto fundamental para a eficiência operacional do grupo, de forma que, em função de uma estratégica e bem alocada distribuição dos centros de distribuição, a Empresa consegue manter uma boa gestão de estoques e garantir a presença de produtos para os clientes. Assim, apesar das margens baixas em termos operacionais e líquidos, a Empresa consegue sustentar uma boa vantagem em termos de volume de produtos vendidos.

A distribuição demográfica dos centros de distribuição é também um ponto relevante na medida de proteção à externalidades. Em caso de vias obstruídas, desastres naturais ou qualquer eventualidade além do poder de atuação da Companhia, ela consegue repor seus produtos com as outras unidades.

Outro ponto destaque de forças para a Companhia, é o setor sobre o qual ela se encontra, que é tipicamente resiliente a crises econômicas, nesse sentido, trata-se de uma demanda inelástica e que tende a se manter como um gasto não discricionário por parte dos consumidores, assim, apesar de estar situada no setor de varejo, o comércio de farmácias para uma marca líder do mercado que se mostra expansiva mostra uma tendência de crescimento constante de vendas. Alinhado ao setor, o Grupo RD tem um portfólio diversificado de produtos, diferente da maioria dos seus concorrentes, tanto em termos de produtos tais como as farmácias tradicionais e os medicamentos especiais (4bio), como em termos de marcas próprias para execução de serviços de saúde.

O ambiente externo em termos de suprimento da saúde se mostra benéfico para a Companhia, haja vista a deficiência que o setor público apresenta no que diz respeito à distribuição de medicações e, por se tratar de uma necessidade imediata para o consumidor, os varejistas acabam alavancando as suas vendas, como a Raia Drogasil mostra a maior parcela do mercado, em termos proporcionais, isso traduz em um fator forte para sua operação. Outro ponto que faz com que a marca tenha vantagem frente a seus concorrentes é a visão engajada sobre o cliente, em que são investidos altos valores em publicidade e disposição das lojas a fim de melhorar a experiência do cliente. Tal ação, apesar de se desdobrar em perdas de margem operacional, se mostra relevante como posicionamento estratégico da marca e acaba sendo um recurso de médio e longo prazo para reter mais clientes alinhado à expansão.

É importante salientar que, apesar de esforços secundários para posicionamento de marca e diversificação, o ponto estratégico mais relevante é a força demográfica em conjunto com a estratégia de expansão de lojas e centros de distribuição, que fazer a fatia de mercado e a receita bruta do Grupo RD crescer ano após ano.

5.1.1.2 Oportunidades

O Grupo RD tem algumas potenciais frentes a tomar a fim de alavancar sua posição no mercado e aumentar o número de vendas.

Uma tendência recorrente no mercado farmacêutico é a penetração dos chamados genéricos, que já possuem relativa participação na composição de receita da Companhia, porém pode ser um ponto importante em termos de eficiência operacional, na medida que possuem um custo de compra com o fornecedor menor e, nesse caso, depende de um alto volume de vendas, que está casado com o porte de escala já inerente ao grupo. A entrada em genéricos se alinha ao aumento da Companhia em termos de farmácias populares, já colocada como ponte

estratégica pela Empresa, que também se coloca como um fator de oportunidade a ser atingido, haja vista a exploração de outros setores da sociedade e do custo de investimento demandado ser consideravelmente menor em comparação com as redes tradicionais, que exigem acabamento mais elaborado e equipamentos mais onerosos.

Dentro do contexto de expansão do número de lojas, a Companhia pode, além de manter a estratégia de crescimento orgânico, através da construção de lojas de marcas proprietárias, adotar uma postura complementar de crescimento inorgânico, isto é, por aquisição de marcas menores e regionais, especialmente em áreas pouco exploradas pela Companhia como é o caso do Norte e do Nordeste. Esta postura, além de ser menos custosa em termos de ampliação a zonas em que a Empresa não possui tanto domínio acerca da dinâmica de mercado, se mostra alinhada à expansão de centros de distribuição e não exige gastos no sentido do posicionamento da marca nas regiões com baixa presença, pois as marcas adquiridas já as teriam, sendo melhoradas pelas boas práticas de gestão e sinergias com o Grupo RD. É importante apontar que cerca de 24% da parcela de mercado do varejo de farmácias é composta pelas redes menores.

No mercado de saúde, além da tendência de crescimento da venda de produtos e expansão da indústria, a divisão de planos de saúde vem apresentando cada vez mais empresas atuantes e crescimento do volume de planos vendidos. Assim, a Raia Drogasil pode buscar incremento em parcerias com os principais planos, de forma que podem fornecer descontos em medicações específicas, em especial as com margens mais baixas, e reter usuários dos planos e alavancar o volume de vendas.

O ponto mais crítico para o varejo como um todo no futuro são as compras digitais (*e-commerce*). Nesse sentido, o Grupo RD adquiriu a Onofre, marca já consolidada entre as classes mais altas e que se mostra referência em vendas de produtos pela *internet*. A Empresa visa reestruturar a Onofre e enquadrar melhores práticas de gestão, com isso poderá obter maior amplitude sobre o segmento de vendas digitais, ainda pouco expressivo no Brasil. Além do impacto nas vendas pelas vendas digitais com a Onofre, o Grupo RD pode utilizar plataformas digitais para vendas de seus produtos em outras marcas, tais como as tradicionais. Apesar de a receita ser composta em grande parte por produtos que exigem prescrição médica, que se sustenta em uma legislação bastante restritiva para flexibilizar canais de vendas nesse sentido, a Empresa pode aproveitar a venda para os OTCs (medicações que dispensam receitas médicas) e outros produtos de cosméticos. Nesse caso, vale salientar que a Onofre se tornou parceira de fabricantes referência no mercado de cosméticos, tais como Gucci e Calvin Klein.

5.1.1.3 Fraquezas

Conforme já supracitado, o mercado de drogarias, por se enquadrar em uma distribuição deveras fragmentada, acaba sendo bastante competitivo internamente. Apesar de se tratar de uma fraqueza inerente a todos os *players* do setor, trata-se de uma fraqueza para a Empresa se comparada a de outros setores para agentes fornecedores de recursos de financiamento. Nesse sentido, as margens baixas comuns ao setor de varejo se refletem na operação do Grupo RD, em que para gerar R\$ 500 milhões em lucro líquido, é necessário um valor de receita bruta de cerca de R\$ 15 bilhões, de forma que uma leve flutuação no valor da receita pode acarretar em uma grande queda para o resultado líquido da Companhia.

Outro ponto de fraqueza é a extrema dependência física de operação, isto é, do funcionamento das lojas, dos centros de distribuição e do escritório geral. Apesar de a Companhia estar diversificando, conforme supracitado, para o comércio digital, ela ainda se mostra fortemente restrita à capacidade de expansão e manutenção do ciclo operacional ao meio físico, o que pode levar a perdas em caso de formas de alteração do padrão de consumo das medicações ou de preço de aluguéis regionais. Nesse contexto, a baixa diferenciação dos produtos acaba por inibir estratégias de inovação em produto, o que dá pouca margem estratégica no sentido de diferenciação como forma de alavancar suas vendas.

A expansão orgânica, principal tese estratégica de crescimento, pode ser mais difícil em regiões pouco exploradas pela Companhia, na medida em que podem apresentar públicos distintos daqueles estratificados pela Companhia, em geral pertencentes às classes mais altas, além das redes menores e lojas independentes (segmentadas por bairro) terem maior presença em termos de posicionamento de marcas. Dessa forma, a Companhia pode se mostrar potencialmente restrita ao crescimento orgânico em determinadas regiões, porém isso poderia ser mitigado pela expansão inorgânica.

Por se tratar de uma Companhia líder no mercado, as fraquezas podem ser cobertas pelo potencial expansivo e larga escalabilidade, entretanto, o risco de alavancagem operacional do setor de varejo pode reduzir interesse de investidores e instituições financeiras fornecedoras de crédito para o funcionamento da estratégia de crescimento.

5.1.1.4 Ameaças

As ameaças mais relevantes para a Empresa são aquelas provenientes de outros canais de compras de produtos de drogarias. Em especial às lojas de postos de gasolina e supermercados,

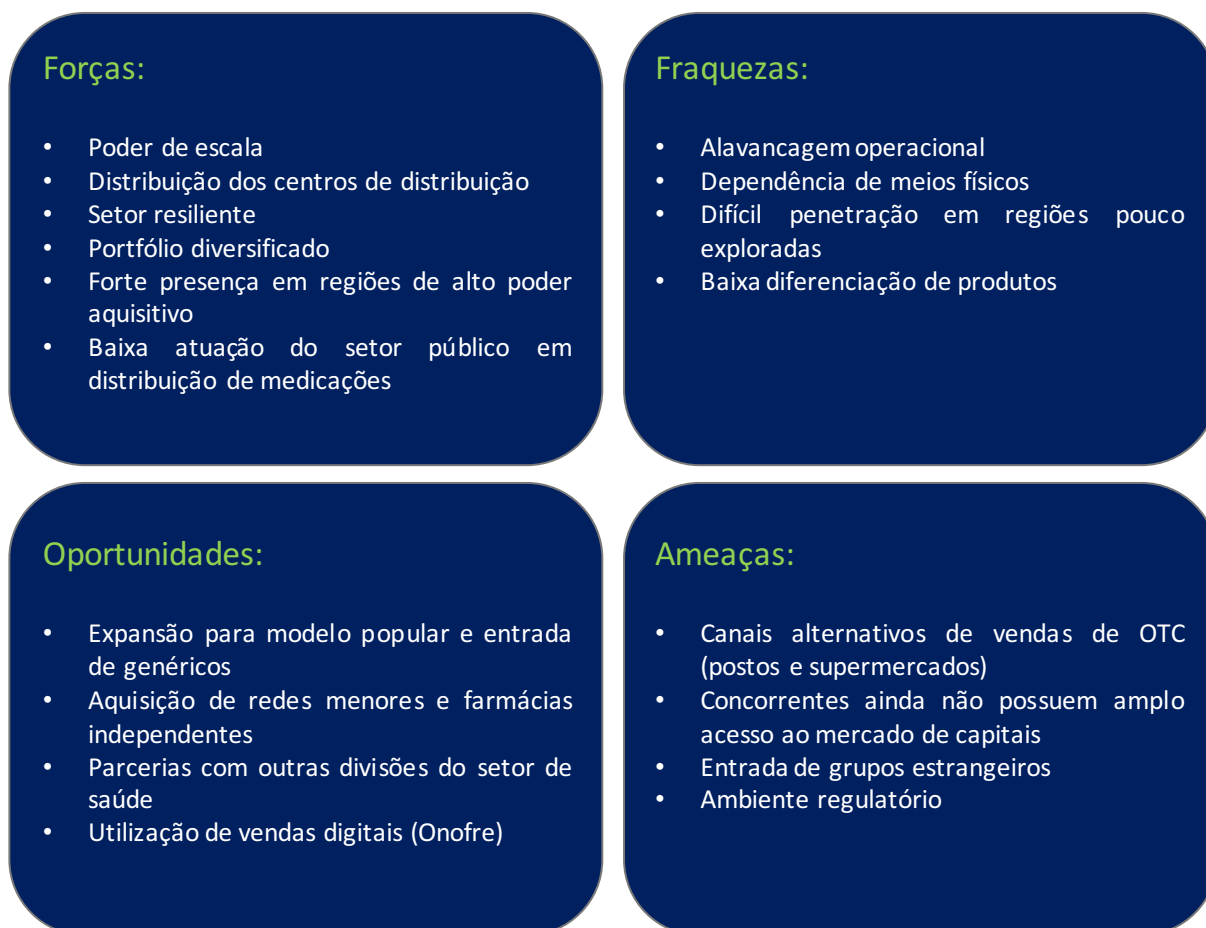
que vendem OTCs, medicamentos que dispensam receitas médicas, e tem como força o fato de que já preenchem uma necessidade do consumidor (abastecer o carro e/ou fazer comprar cotidianas) e geram a comodidade complementar de não necessitar se dirigir para uma farmácia para a compra de medicações específicas.

Apesar de mostrar menos provável, a possível estratégia dos concorrentes pode ocasionar em perda de mercado para o grupo, na medida em que eles podem se embasar em pontos específicos de redução de custos e diminuir as margens para atrair mais clientes. Além disso, o Grupo RD, além da Profarma, Panvel e a Brasil Pharma (em recuperação judicial), é o único listado na bolsa de valores e com amplo acesso ao mercado de capitais, de forma que, em caso da abertura de capital de um de seus concorrentes mais expressivos, isto poderia aumentar as possibilidades de eles adquirirem recursos no sentido de expansão.

Além disso, a presença de *players* internacionais se mostra um risco para a Companhia, tanto os tradicionais do mercado de drogarias, como o CVS Health, que já buscou alternativas de entrada, e grupos de varejo mais amplo, como o caso da Amazon, um dos maiores grupos a nível global e com postura sabidamente agressiva na aquisição de novos mercados, e que tem se diversificado, nos Estados Unidos, para a venda de medicações isentas de prescrição. Um grupo como a Amazon pode chegar ao mercado brasileiro com o poder de marca e eficiência operacional e tomar mercado de OTCs dos *players* nacionais.

Por fim, o ambiente regulatório se mostra como um risco para futuros investimentos, em que, dependendo do contexto político, podem aparecer medidas no sentido de controlar preços e impedir a entrada de medicações responsáveis por parte significativa da receita da Companhia, além das patentes sobre medicações, que impedem a diversidade de genéricos e a queda de patentes para remédios de elevado volume de vendas.

Figura 31: Análise SWOT do Grupo RD



Fonte: Elaborado pelo autor

5.1.2 Cinco forças de Porter

O modelo das cinco forças, desenvolvido por Michael Porter, tem como destino a análise da dinâmica competitiva entre as empresas, tendo como guia o posicionamento de cinco fatores críticos para o estabelecimento de uma estratégia consistente ao caso da empresa estudada.

5.1.2.1 Rivalidade entre os concorrentes

A primeira força de Porter é a mais visível para o setor sobre o qual o Grupo RD se encontra, o varejo de farmácias.

Conforme visto na seção 3 deste trabalho, existe um número elevado de farmácias distribuídas pelo território nacional, de forma que, além dos diversos grupos grandes como a

Raia Drogasil, DPSP e Pague Menos, existe ainda uma vasta parcela do mercado composta por redes menores e drogarias independentes.

Além disso, podemos observar que o mercado se mostra em constante crescimento e, tomando referência em fatores como o envelhecimento da população e a qualidade sanitária cada vez mais ampla para a população, o mercado farmacêutico tende a apresentar um crescimento maior nos próximos anos.

Devido à baixa diferenciação entre os produtos vendidos, haja vista que medicações cumprem uma necessidade biológica e não se enquadram em um anseio de consumo, a flexibilização para medidas estratégicas no sentido de se diferenciar por produto acaba ficando restrita. Ainda que se busque diferenciação no preço, com a venda mais atrelada a genéricos, a venda de medicamentos referência e similares aparecem com mais força. Dessa forma, as empresas com maior poder de escala e maior força de marca acabam ancorando mais clientes, uma vez que podem controlar melhor suas margens e aumentar a lucratividade no volume de produtos vendidos. Nesse tópico, as farmácias poderiam se diferenciar em outros produtos que não os medicamentos, tais como os de perfumaria e cosméticos, porém, como eles compõem uma baixa participação na receita, acabam não sendo o foco geral das estratégias das farmácias.

Com o cenário de diversos agentes atuando na venda de produtos de drogaria, um mercado, além de fragmentado, em notável crescimento e o baixo poder de diferenciação nos produtos somada à facilidade em se obter uma nova drogaria, a rivalidade entre os competidores é alta.

5.1.2.2 Poder de negociação dos clientes

A barganha dos varejistas com os clientes depende, para este caso, da quantidade de clientes e empresas atuantes no mercado e do grau de diferenciação dos produtos vendidos.

Como se pode observar na análise do mercado, na seção 3, existe uma vasta gama de farmácias de diversos tipos e a população como um todo é um potencial cliente, haja vista que todos podem ser alvo de alguma enfermidade e necessitar de algum tipo de medicação. Nesse sentido, os clientes possuem uma tendência clara a não medir esforços, ainda que em um cenário de recessão econômica, para a compra de medicações, isto é, os consumidores trocariam a compra de outros bens do varejo amplo (como eletrodomésticos) pela compra de remédios para manter a continuidade de um tratamento médico.

Entretanto, levando em consideração o excesso de farmácias existentes, tanto as de redes como as independentes, que podem apresentar mais conforto para o cliente pela proximidade

do local de moradia, o preço das medicações acaba carregando uma pressão deflacionária, de forma que, se uma loja aumentar o preço de um produto, o cliente poderá utilizar diversas outras drogarias para o consumo de seus medicamentos. Anexado a isso, existe o baixo grau de diferenciação entre os produtos, o que torna alto o poder de negociação dos consumidores.

5.1.2.3 Poder de negociação dos fornecedores

Na dinâmica observada na cadeia farmacêutica brasileira, pode-se observar uma vasta gama de agentes na produção de medicamentos, tanto a nível nacional como internacional, de forma que a composição dos fornecedores dos varejistas de drogarias pode ser considerada ampla. Destaca-se algumas como Eurofarma e EMS, com capital de origem brasileiro, e Johnson & Johnson (de remédios, cosméticos e produtos de saúde), Novartis e Pfizer, de origem internacional. Além destas existem diversos outros grupos focados na indústria farmacêutica.

A possibilidade de uma rede varejista verticalizar a cadeia e, assim, passar a também ser responsável pela produção das mercadorias vendidas se mostra bastante difícil de ser realizada. O empecilho se dá, em primeiro lugar, pelo custo fixo elevado em se manter uma fábrica para produção dos medicamentos, o que conflita com as margens baixas do varejo farmacêutico e a possibilidade de se introduzir novas drogas é ainda mais provável, conforme destacado na seção 4, em que o custo médio para um ensaio clínico supera, em média, US\$ 2.0 bilhões. Algumas redes, como é o caso do Grupo RD, verticaliza a cadeia para outros produtos como os de cosméticos e medicamentos especiais (4bio).

Outro fator a se destacar é a baixa diferenciação dos produtos, que não carregam grande valor agregado para o cliente final senão em resolver os males de saúde. Para alguns produtos isentos de prescrição, tais como pastilhas para dor de garganta, o fornecedor coloca sabores específicos de forma a tornar o uso mais prazeroso, porém é uma prática utilizada pela maioria dos fornecedores e que não aumenta significativamente a disposição do cliente em se pagar mais pelo produto.

Apesar de os fornecedores incorrerem em altos custos, em especial aqueles que dependem de patentes, e o cenário mostrar uma notória dificuldade para construir produção própria, não é possível verificar grande poder por parte dos produtores de medicações, em especial para a Raia Drogasil que representa quase 13% do mercado, o que também mostra grande força no faturamento dos fornecedores, e realiza suas compras em grandes lotes. Existe um movimento maior de força para as indústrias detentoras de patentes, pois elas apresentam medicamentos

únicos para doenças específicas, porém elas são minoria em reação ao todo. Dessa forma, o poder dos fornecedores é médio para o caso analisado.

5.1.2.4 Ameaça de novos ingressantes

O custo para a abertura de uma nova farmácia é relativamente baixo, e mostra um retorno sobre o investimento rápido mesmo no caso dos grupos independentes, o que torna a entrada de novos entrantes fácil. Entretanto, ao se observar o grau de competitividade do setor, é possível desprender que os principais concorrentes para as grandes redes são outras grandes redes, de forma que, apesar de os agentes menores compuserem a maior parte do mercado, eles ainda não possuem o poder de escala e expansão necessários para concorrer com as empresas mais consolidadas.

Dessa forma, existem duas principais formas de risco de novos entrantes no mercado de drogarias. A primeira são a de grupos estrangeiros, tanto de varejo farmacêutico como os de varejo de outros produtos, tal como foi o caso da tentativa da CVS Health, que buscou penetração pela aquisição da Onofre, mas que não se mostrou muito bem-sucedida frente aos grupos nacionais. Os outros grupos de varejo podem ter interesse no mercado brasileiro, tal como a Amazon, que já vem comercializando medicações no exterior e tem grande parte de seu modelo de negócios em formular estratégias alternativas de canais para entregas digitais, como as realizadas por *drones*, e pode ser uma ameaça para os varejistas brasileiros devido à geração de valor em comodidade e facilidade de entrega para o cliente, além da redução de diversas despesas operacionais.

Outros grupos que tem mostrado interesse no mercado são os grandes varejistas em operação no Brasil, como o Grupo Pão de Açúcar e o Carrefour Brasil, que tem farmácias em seus estabelecimentos e já possuem o poder de escala e de relacionamento em cadeia.

As redes estrangeiras não tendem a ter o domínio da cadeia nacional e das distribuições estratégicas, o que torna a barreira para se tornar uma grande rede custosa, apesar disso, os grandes conglomerados poderiam perder margens no curto prazo em um contexto estratégico de se consolidar no mercado e passar a obter lucratividade, política adotada pela Amazon em alguns casos de entrada em novos mercados, o que faz a ameaça de novos entrantes ser média devido a possibilidade de outros mercados mirados por esses grupos em médio horizonte de tempo.

5.1.2.5 Ameaça de produtos substitutos

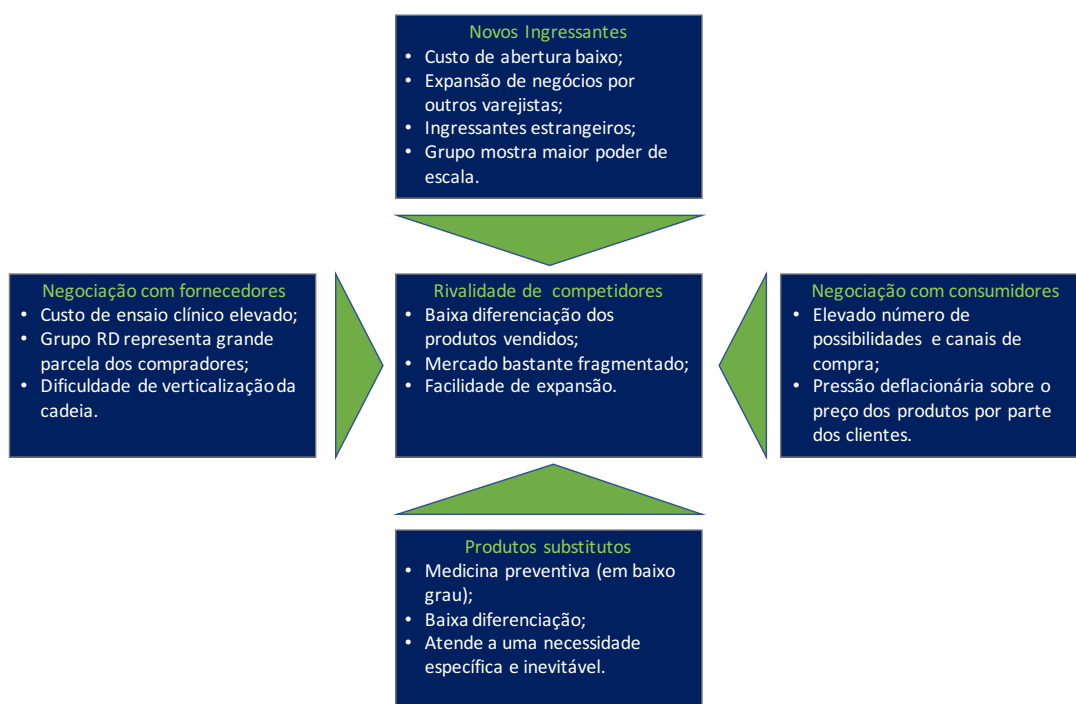
Os medicamentos possuem um baixo grau de diferenciação muito em função da objetividade funcional que eles apresentam.

Dessa forma, é difícil a concepção de um novo produto que substitua a necessidade de medicamentos, se não por avanços de tecnologia em medicina, que possam reduzir o uso contínuo de certos medicamentos.

Por outro lado, para os produtos de cosméticos e perfumaria pode existir mais produtos substitutos que não são vendidos em farmácias, mas em lojas de cosméticos e, nesse caso, poderiam alterar a necessidade para os clientes e direcionarem-na para os outros tipos de produtos. Entretanto, os cosméticos representam um baixo faturamento para as farmácias, de forma que não existe grande pressão, nesse caso, de um risco de substituição.

Existe ainda a medicina preventiva em crescente expansão, através do Programa Saúde da Família, do Governo Federal, que visa a realização de consultas na população para detectar potenciais fatores de risco e introduzirem tratamentos antes do evento de enfermidade. Tal conduta poderia reduzir a necessidade futura por medicações, porém, devido à prematuridade do programa e a tendência de crescimento da população idosa, que historicamente apresenta maior necessidade por medicações, a pressão por produtos substitutos é baixa.

Figura 32: Forças de Porter para o mercado de farmácias



Fonte: Elaborado pelo autor

5.2 Avaliação Econômico-Financeira

Nesta etapa será realizada a avaliação da companhia pelo ponto de vista financeiro, com base nas metodologias colocadas na seção 2 deste trabalho. Para tal, foi construído um modelo em que se realizou projeções dos principais indicadores financeiros bases para a projeção de fluxo de caixa e utilizou-se os cálculos utilizados tanto nos meios acadêmicos como no mercado financeiro.

5.2.1 Horizonte de Projeção

Em primeiro lugar, é preciso definir um tempo de projeção que seja consistente com o contexto em que a companhia analisada. Os horizontes de projeção são feitos, em geral, para 5 ou 10 anos, e depois é realizado o crescimento a taxa estipulada para a perpetuidade no último ano projetado. Para o estudo de caso em questão, dado que a Companhia já mostra um crescimento acelerado e tende a mantê-lo nos próximos anos, já sendo a líder de mercado e um dos maiores nomes do varejo brasileiro, a projeção será feita no horizonte a fim de evitar distorções no valor atingido, uma vez que é muito difícil manter um padrão preciso e consistente com o atual para um período posterior a este, podendo ultrapassar a capacidade de retenção do mercado.

5.2.2 Premissas Financeiras

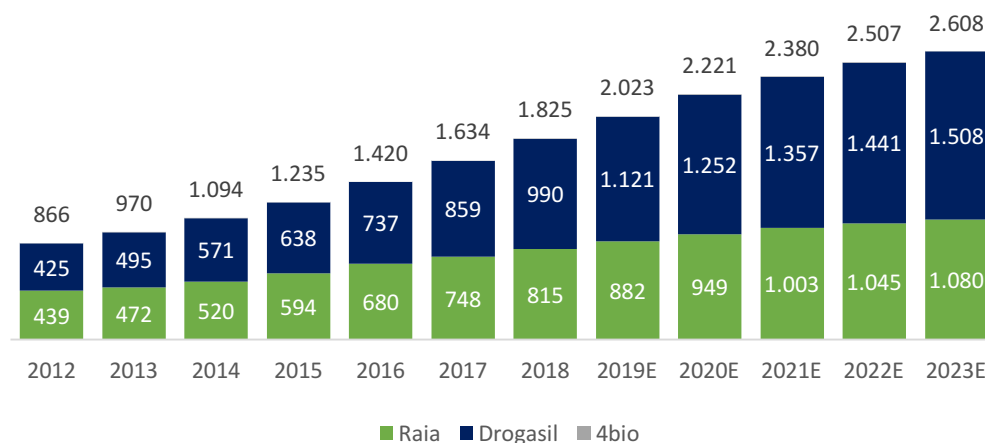
5.2.2.1 Premissas de Receita Bruta

A capacidade de geração de receita do grupo RD está diretamente relacionada com as lojas existentes e, nesse sentido, o crescimento de receita provém da atividade de novas lojas elaboradas a cada ano. Para as premissas de receita do Grupo, foi realizado primeiramente a projeção do crescimento de novas lojas, com base no plano de abertura destacado pela companhia para o curto prazo. Para o ano de 2019, a companhia reportou que pretende abrir o mesmo número de lojas de 2018, e, para os anos subsequentes, foi mantido o padrão de crescimento a um fator de desconto de 20% a partir de 2020, haja vista a desaceleração potencial e dificuldade de se manter um padrão tão elevado dentro de um horizonte longo.

É importante segmentar o crescimento das lojas pelo tipo de loja que o grupo apresenta, em especial a Raia, Drogasil e 4bio, em que, para o último, devido ao baixo número de lojas e

elevado faturamento, foi acrescentado apenas uma loja, totalizando quatro unidades. Para tal, o crescimento projetado para as lojas do grupo até 2023 é ilustrado pela Figura 33. Para o valor total na parte superior dos eixos dos gráficos, foi adicionado o valor das lojas Farmasil, as quais, de acordo com os dados do Grupo, estão em processo de reestruturação para serem escaladas no longo prazo e, nesse caso, foi mantido o valor referente ao ano de 2018.

Figura 33: Crescimento do número de lojas

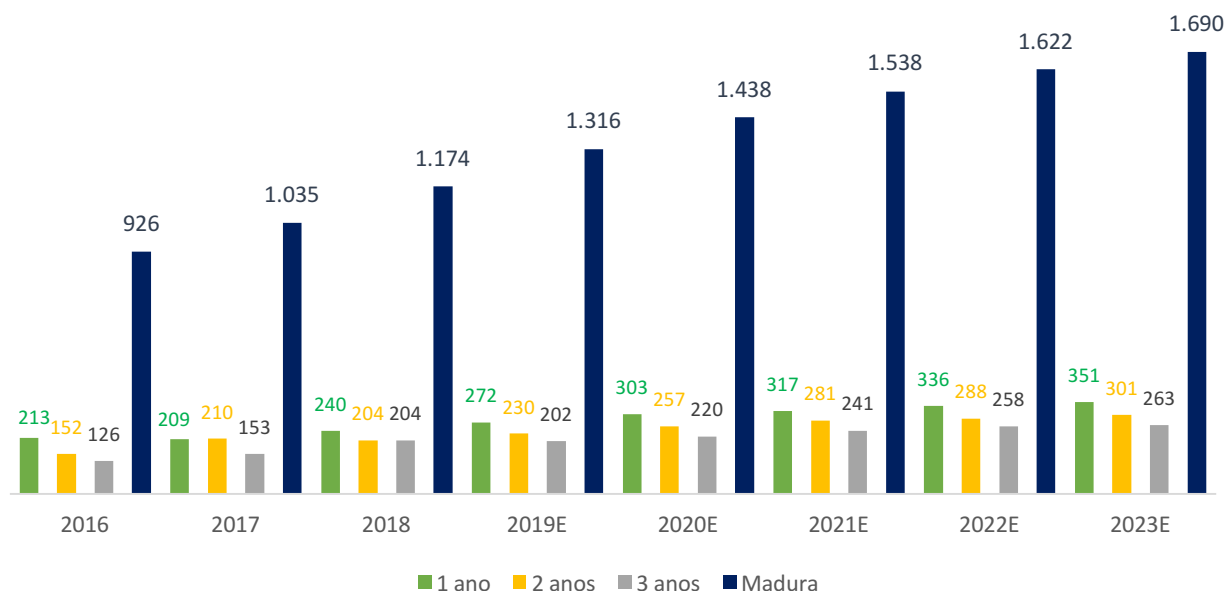


Fonte: Elaborado pelo autor

A fim de segmentar os tipos de loja pelo perfil adotado pela Companhia, é importante projetar os grupos nesse sentido para obter mais precisão no valor obtido na receita. O Grupo RD divide as lojas pela maturação em termos de anos de existência, de forma que, a partir do terceiro ano em diante, a loja é considerada madura e tende a apresentar menor probabilidade de ser descontinuada.

Para se obter o valor projetado do número de lojas de cada tipo sobre o total projetado anteriormente, foi calculada a média móvel da proporção de cada perfil a partir dos quatro últimos anos históricos. Tal metodologia visa captar o padrão que a companhia tem mostrado e está alinhada à curva de maturação relatada na apresentação institucional do time de relações com investidores.

Figura 34: Evolução do perfil de lojas por valor total



Fonte: Elaborado pelo autor

O próximo passo para projetar a receita bruta do grupo, é tomar como base a receita média por loja e, a partir dos valores, estipular um crescimento adequado para cada perfil.

- **Lojas de 1 ano:** Para as lojas abertas no ano corrente, é esperado um crescimento de receita superior as dos demais tipos. Nesse caso, foi estipulado um crescimento de 2,5% somado a 100% do IPCA projetado para o ano correspondente a partir do boletim Focus, divulgado pelo Banco Central.
- **Lojas de 2 anos:** As lojas do segundo ano após a abertura são as que se mostram mais instáveis em termos de crescimento e, portanto, apresentam a maior chance de serem descontinuadas. Nesse caso, é interessante utilizar os pontos históricos colocados pela companhia, utilizando a média móvel do crescimento real para lojas deste tipo.
- **Lojas de 3 anos:** As lojas deste tipo já se mostram em fase de transição para se tornarem lojas maduras, portanto já conseguem consolidar um crescimento de receita estável para os próximos anos. Nesse caso, foi utilizada a capacidade estática da companhia atrelado ao fator de inflação de 100% do IPCA projetado para o ano correspondente.
- **Lojas Maduras:** As lojas maduras já alcançaram o grau de consolidação e tendem a apresentar baixa probabilidade de serem descontinuadas. Nesse sentido, o

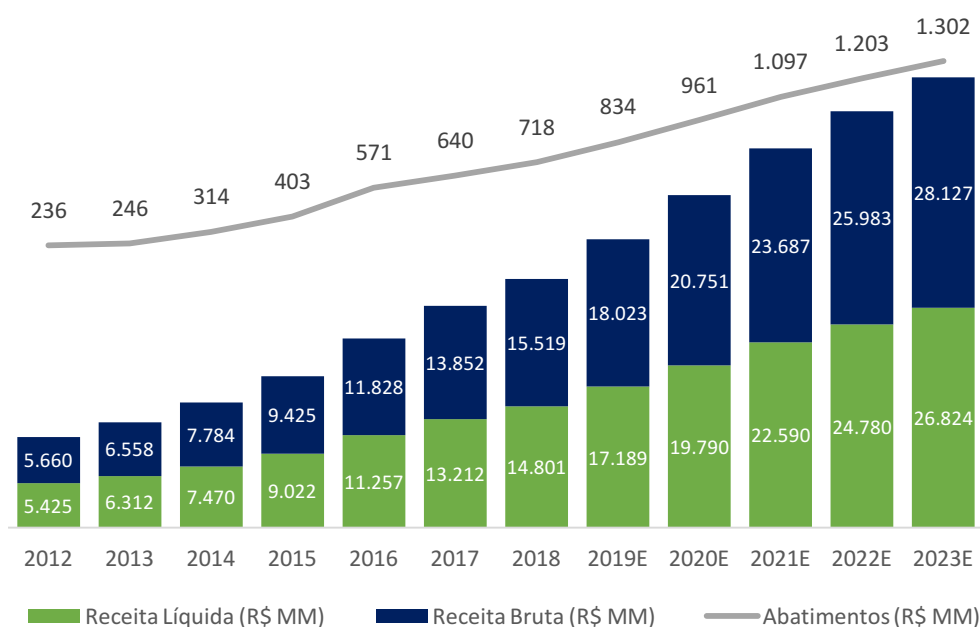
crescimento de receita para elas está atrelado ao grau de crescimento alinhado à demanda somado à 100% do IPCA projetado para o ano correspondente.

Com as projeções de crescimento para cada tipo de loja, é possível modelar a evolução da receita por loja e perfil de loja e, a partir destes dados, construir um crescimento ponderado da receita por loja da Companhia, obtendo assim, a projeção da receita bruta.

A parcela de receita da 4bio é relativamente baixa sobre o total, cerca de 5%, e apresenta um crescimento bastante expressivo desde a aquisição. Devido à dificuldade em se manter tal crescimento e projetar os valores de crescimento, foi estipulado um fator de desconto de 20%, conforme os dados históricos, a partir do ano corrente de 2018 até a projeção para 2023.

A receita líquida provém dos abatimentos da receita bruta, os quais são, de maneira geral, compostos pelos impostos sobre produto que incluem PIS/Cofins, ICMS, ISS entre outros. Para o trabalho analisado, foi colocada a taxa média efetiva de 5% sobre a receita bruta, de forma que a Figura 35 apresenta a receita projetada.

Figura 35: Projeção de receita do Grupo RD



Fonte: Elaboração própria

A projeção de receita se mostra condizente com os resultados e estratégias apresentados pela companhia, bem como os valores históricos. Para os últimos anos o crescimento tende a ser cada vez menor, a medida que a companhia se consolida no mercado e diminua o grau de crescimento do valor das lojas.

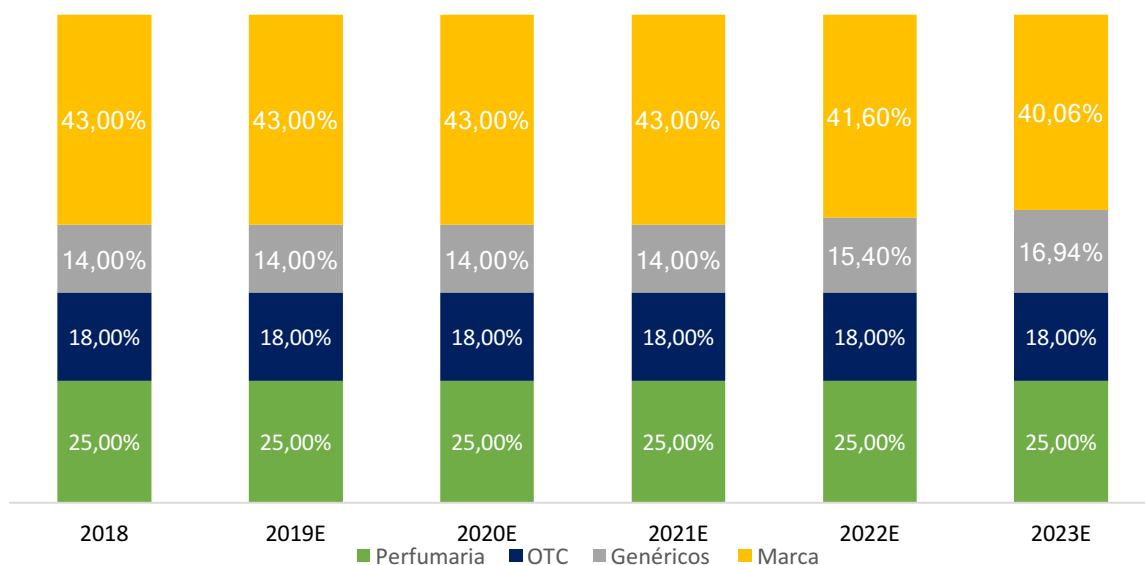
5.2.2.2 Premissas de Custo de Produtos Vendidos

Os custos de mercadorias vendidas pelos grupos são compostos majoritariamente pelas vendas de produtos em farmácias e outros canais de distribuição. Dessa forma, o valor do custo de médio de mercadorias vendidas pode ser obtido da proporção das categorias de produtos oferecidos nas unidades da Companhia. Os grupos são perfumaria, OTC (medicamento isentos de prescrição e produtos fora do balcão), genéricos e medicação de marca.

O Grupo pretende alavancar a eficiência operacional através do aumento do volume de medicações genéricas, as quais apesar de mostrarem um valor de venda inferior possuem um custo de compra deveras inferior em relação ao gasto com os medicamentos de marca, que atualmente são o maior propulsor de receita. Nesse sentido, o volume maior dos remédios cobrirá o preço de venda inferior com um custo inferior em termos de proporção geral. Para as projeções inferiu-se na maior penetração das medicações genéricas a partir de 2022.

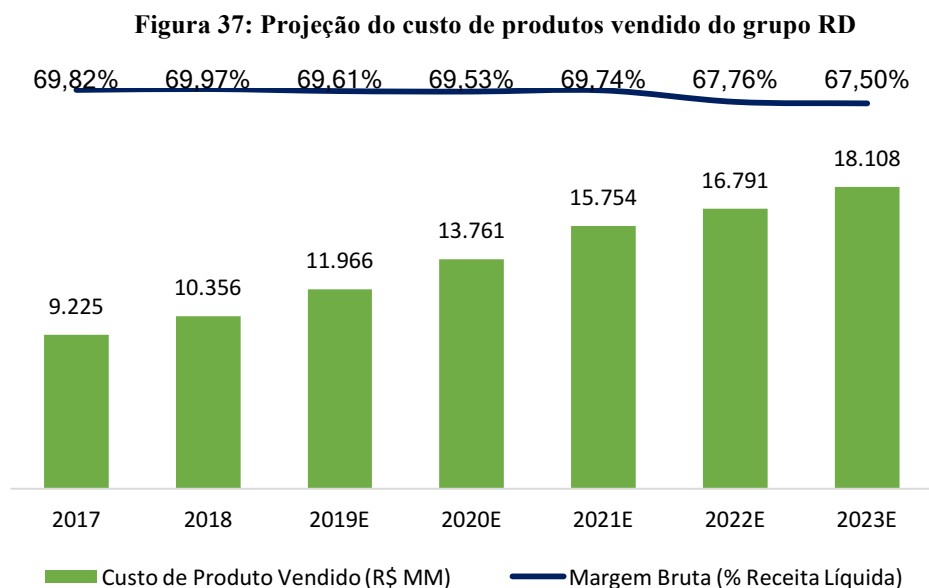
A distribuição se mostra estável desde a fusão das duas marcas e, portanto, foi considerado o valor referente ao último ano reportado pela companhia como base para a projeção, e para o cálculo do impacto no valor do custo foi considerado a proporção de 3 para 1 entre medicações de marca e genéricas.

Figura 36: Evolução da distribuição dos tipos de produtos vendidos



Fonte: Elaborado pelo autor

Os custos das mercadorias estão atrelados à quantidade de produtos vendidos e, por conseguinte, à receita bruta do Grupo. Assim, o cálculo para a projeção dos custos de produtos vendidos teve como base a média móvel da proporção dos custos sobre receita bruta dos últimos quatro anos, para os três primeiros anos do horizonte de projeção, somado ao efeito da penetração de genéricos nos últimos anos.



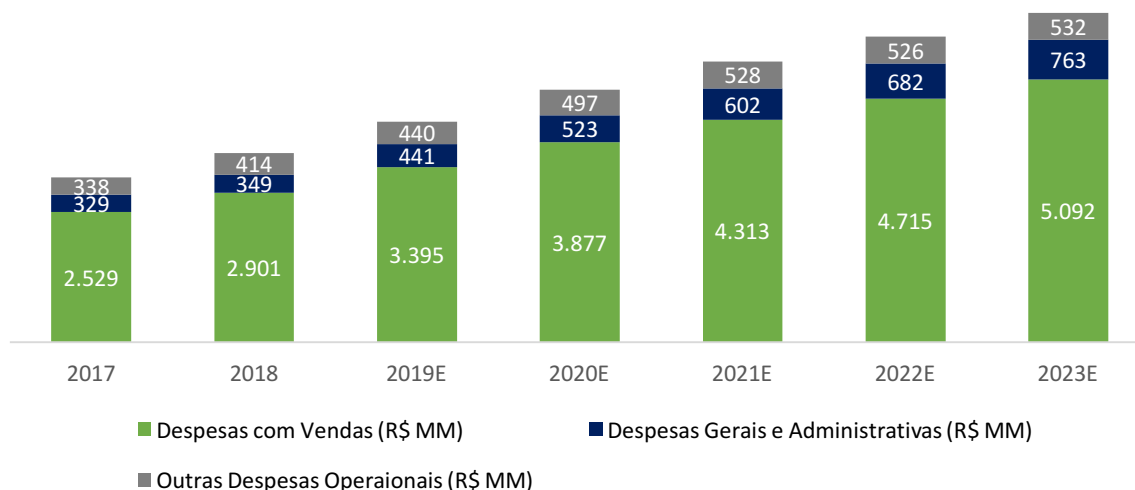
Fonte: Elaborado pelo autor

5.2.2.3 Premissas de Despesas Operacionais

As despesas operacionais da Companhia se fundamentam em gastos com vendas, treinamento de pessoas, custos com energia, além das despesas administrativas do escritório em São Paulo de outras divisões do Grupo.

Para a projeção das despesas, optou-se por utilizar a divisão geral adotada pelo grupo, em despesas com vendas, despesas gerais e administrativas e outras despesas e receitas operacionais.

A base para o cálculo das despesas foi a média móvel da porcentagem de despesas de cada tipo por loja, em que, para as despesas de aluguel e gastos com energia utilizou-se como base inflacionária 100% do IGP-M e para as demais despesas o cálculo foi obtido por 100% do IPCA para os anos correntes de cada projeção.

Figura 38: Projeção de despesas operacionais do Grupo RD

Fonte: Elaborado pelo autor

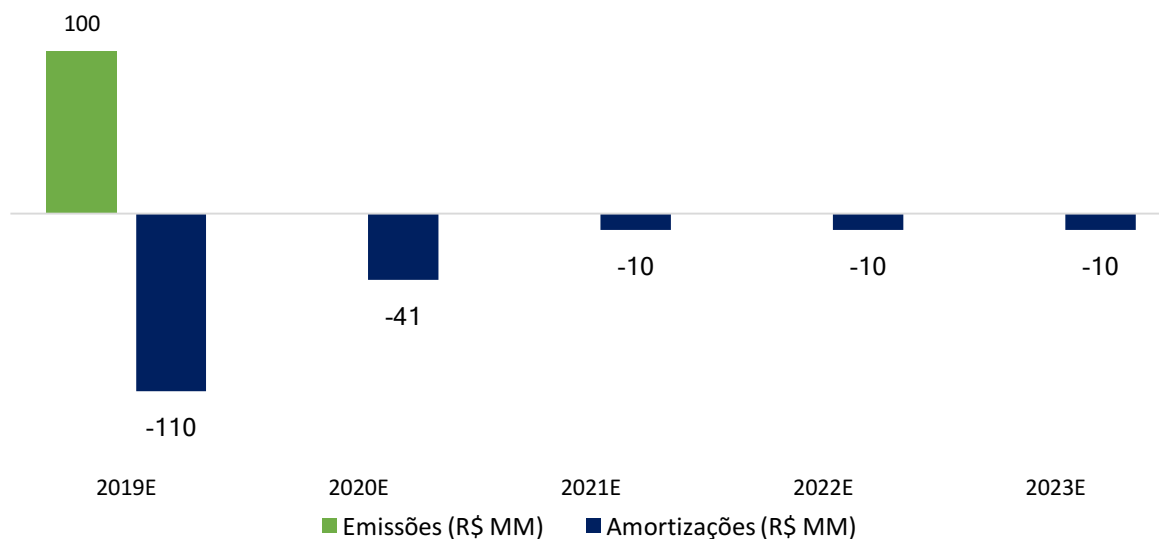
5.2.2.4 Premissas de Resultado Financeiro

Os financiamentos a partir de capital de terceiros foram projetados de acordo com a abordagem adotada pelo Grupo, de forma que são segmentadas pelos principais tipos: empréstimos bancários e títulos emitidos (debêntures).

De maneira geral, os empréstimos financeiros visam, atualmente, cobrir contras de capital de giro e sustentação de caixa, de modo que a Companhia possa manter seu ciclo operacional corrente. Já a emissão de título privados visam a captação de recursos a fim de sustentar a expansão de lojas e centros de distribuição, como forma de alavancar o poder de escala e obter maior grau de consolidação.

De fato, o Grupo RD tem mostrado mais foco na emissão de Debêntures como forma principal de financiamento por terceiros, haja vista a flexibilidade dos instrumentos bem como as boas condições exigida pelos credores dos títulos, de forma que os empréstimos bancários, em especial com o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) tem apresentado maior foco em dívidas de curto prazo, como forma de evitar rombos no caixa, haja vista os elevados gastos em investimentos apresentados.

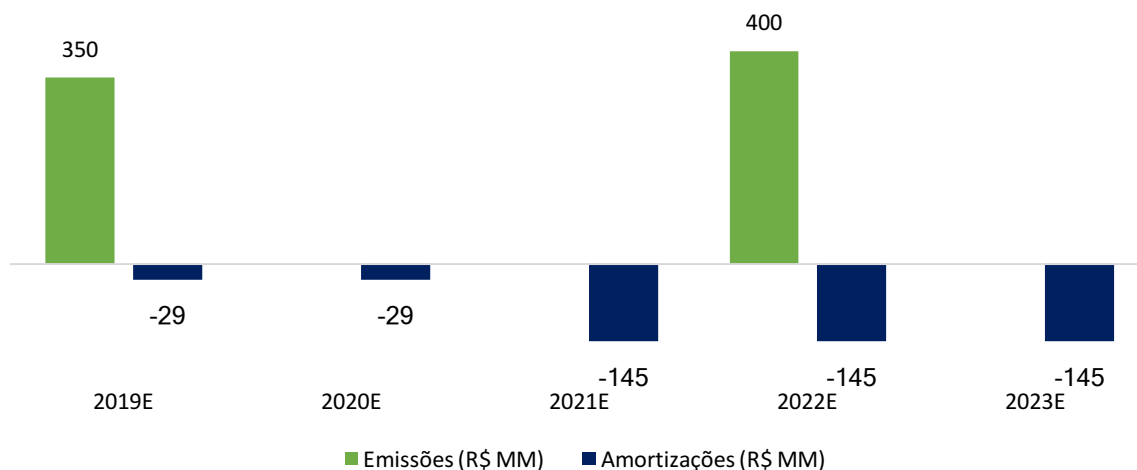
Para as projeções de empréstimos bancários, foi considerado apenas uma emissão na categoria no ano corrente de 2019, com a função de fornecer recursos para atender a demanda de capital de giro. Além disso foram adotadas premissas de amortização de acordo com os planos colocados pelo Grupo, de forma que apresentam horizontes longos e não acarretam em grandes dispêndios.

Figura 39: Projeções de empréstimos bancários

Fonte: Elaborado pelo autor

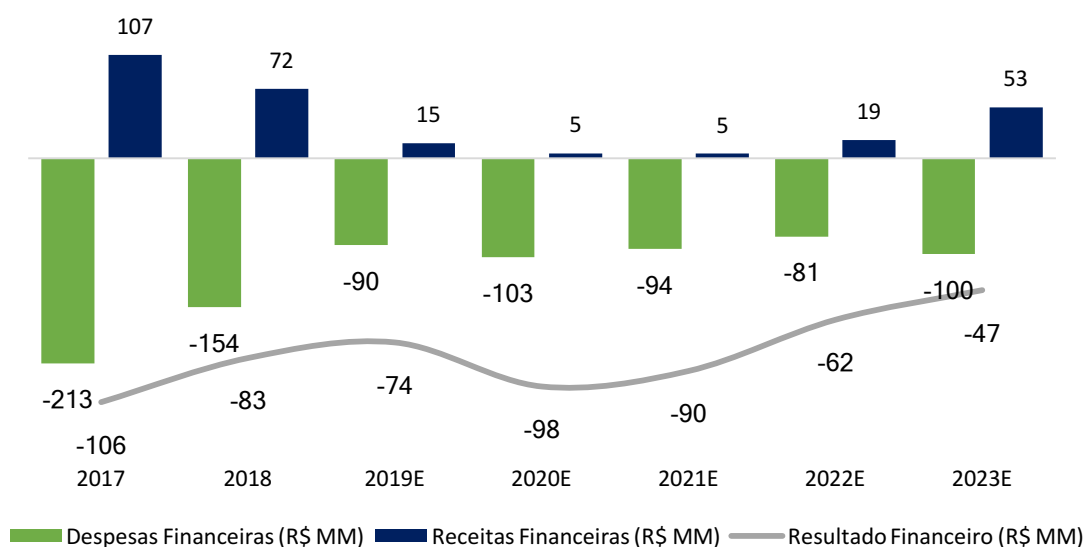
Para a emissão dos títulos privados, as chamadas Debêntures, foram consideradas duas emissões, uma em 2019 e outra em 2022, nos valores de R\$ 350 milhões e R\$ 400 milhões, respectivamente. Ambos os valores estão de acordo com os prospectos de emissão adotados pela companhia para os próximos anos, sendo os planos de amortização também colocados para o período de cinco anos através de pagamentos semestrais do principal da dívida, que para o trabalho serão consolidadas em ano a ano. Os primeiros anos de projeção irão considerar as amortizações de emissões de períodos anteriores, colocadas no planejamento presente no relatório de 2018 e, para a Debêntures emitidas em 2019, será considerado um prazo de carência de um ano para o início do pagamento do principal.

As outras projeções se mostram difíceis de serem projetados para um horizonte mais longo, haja vista que dependem, além da necessidade da companhia em obter recursos para a compra de ativos fixos, também da avaliação do mercado em fornecer o crédito estipulado por meio da compra dos títulos privados.

Figura 40: Projeções de títulos emitidos

Fonte: Elaborado pelo autor

Por meio das premissas supracitadas, é possível projetar os gastos com despesas financeiras, as quais serão limitadas aos juros pagos pela captação de dívida. Para os empréstimos bancários os juros adotados foram obtidos pela ponderação dos juros pagos ponderados pelas dívidas para o ano corrente de 2018. Para as receitas financeiras, os recebimentos de aplicações foram obtidos pela consideração de 100% do CDI sobre o caixa operacional do início do período.

Figura 41: Projeção de resultado financeiro

Fonte: Elaborado pelo autor

5.2.2.5 Premissas de Capital de Giro

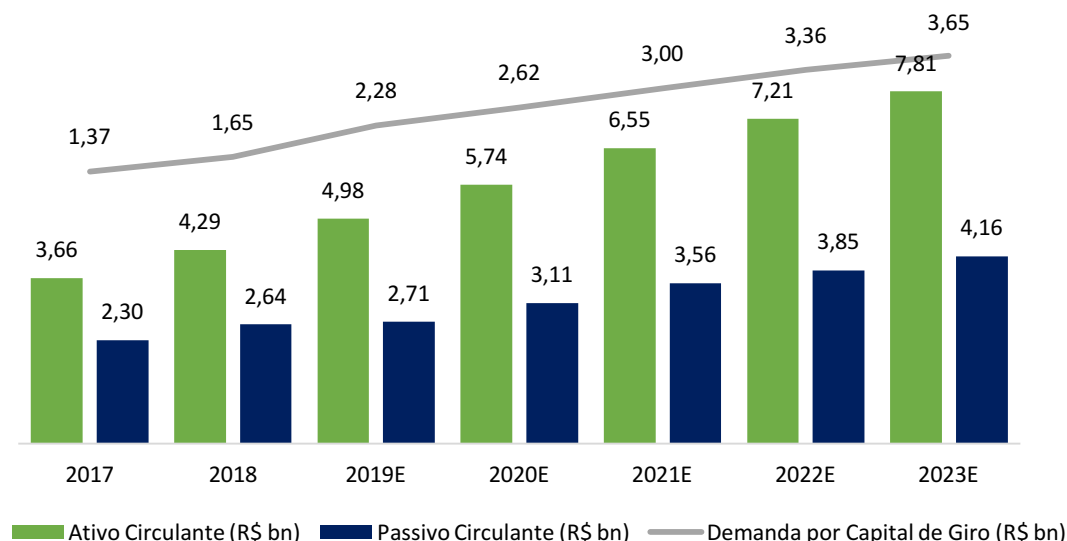
Para as projeções das contas de ativo e passivo circulante, excluindo o caixa e equivalentes, faz-se o cálculo dos dias médios de cada uma. O cálculo consiste em dividir a conta pelo guia correspondente apresentado na demonstração do resultado e multiplicar por 365, dessa forma, é possível obter o prazo médio de pagamento ou recebimento das contas em questão. Para o cálculo utilizou-se como base os dias de ativos e passivos correspondentes ao último ano reportado pela Companhia.

Tabela 9: Dias de ativo e passivo circulante

Dias de Ativo Circulante		Dias de Passivo Circulante	
Clientes (Receita Líquida)	23	Fornecedores (CMV)	65
Estoques (Receita Líquida)	76	Salários e Encargos Sociais (Despesas Operacionais)	24
Tributos a Recuperar (Total Impostos)	36	Impostos, Taxas e Contribuições (Total Impostos)	45
Outras Contas a Receber (Receita Líquida)	3,9	Dividendos e Juros sobre Capital Próprio (Total Impostos)	12
Despesas do Exercício Seguinte (Receita Líquida)	0,54	Outras Contas a Pagar (Despesas Operacionais)	14

Fonte: Elaborado pelo autor

Com as projeções dos dias de ativos e passivos, é possível calcular as contas correspondentes para os anos de projeção bem como a demanda por capital de giro. As contas de ativo aumentam a demanda a medida que aumentam, já as contas de passivo diminuem a demanda.

Figura 42: Projeção de capital de giro

Fonte: Elaborado pelo autor

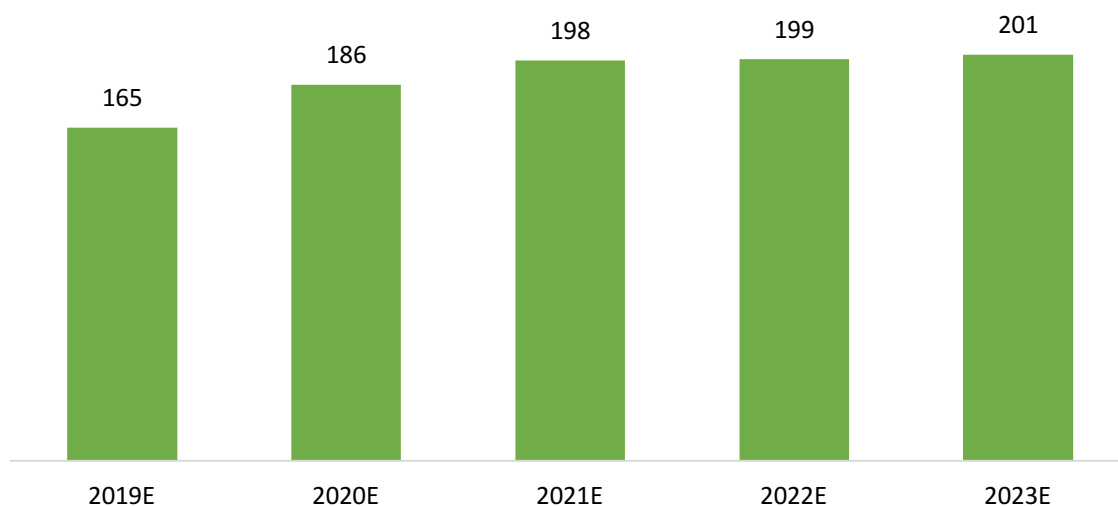
Para as contas de ativo e passivo não circulante, sem considerar ativos fixos e empréstimos financeiros, serão mantidas ao mesmo valor do ano do último demonstrativo reportado devido à baixa relevância e a dificuldade em se manter uma projeção consistente. Dessa forma, não será percebido efeito caixa por parte delas.

5.2.2.6 Premissas de Investimentos de Capital

As premissas de investimentos em ativos fixos, isto é, imobilizados e intangíveis, também conhecidas como Capex, referem-se ao gasto expendido pela Companhia na abertura e aumento de novas lojas, que envolve compra de máquinas, móveis, equipamentos elétricos entre outros. São também considerados os gastos na abertura e remodelagem da área de centros de distribuição e os gastos com ativos intangíveis, como a licença de *softwares*.

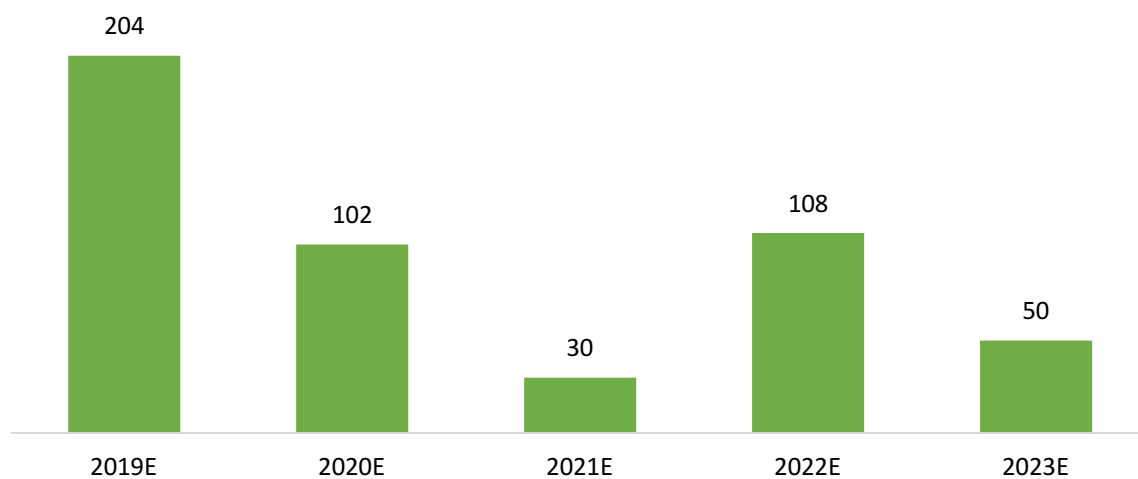
A fim de segmentar os tipos de investimentos em ativo fixo, o trabalho irá segmentar os cálculos em Capex de Lojas, referente à abertura e aumento das lojas, Capex de CD, referente à abertura e aumento dos centros de distribuição, Capex de Intangíveis, referentes aos investimentos em ativos intangíveis e Capex de manutenção, referindo-se ao investimento necessário para cobrir a depreciação e amortização dos ativos em questão.

Para o cálculo do Capex de Lojas, tomou-se como base o custo de abertura de novas lojas reportados pela companhia, que totalizam, em média, R\$ 1,9 milhão para a construção de uma nova unidade. Assim, a evolução do Capex de novas lojas pode ser visualizada na Figura 43.

Figura 43: Projeção do Capex de lojas (R\$ MM)

Fonte: Elaborado pelo autor

Já para o Capex referente aos centros de distribuição, considera-se o gasto com abertura de novas unidades, bem como a remodelagem e expansão dos centros já operacionais. Nesse sentido, a projeção para o cálculo de Capex seguiu a lógica colocada pela companhia, em termos de aberturas de novos centros, e considerou a necessidade de aberturas para sustentar a operação das novas lojas.

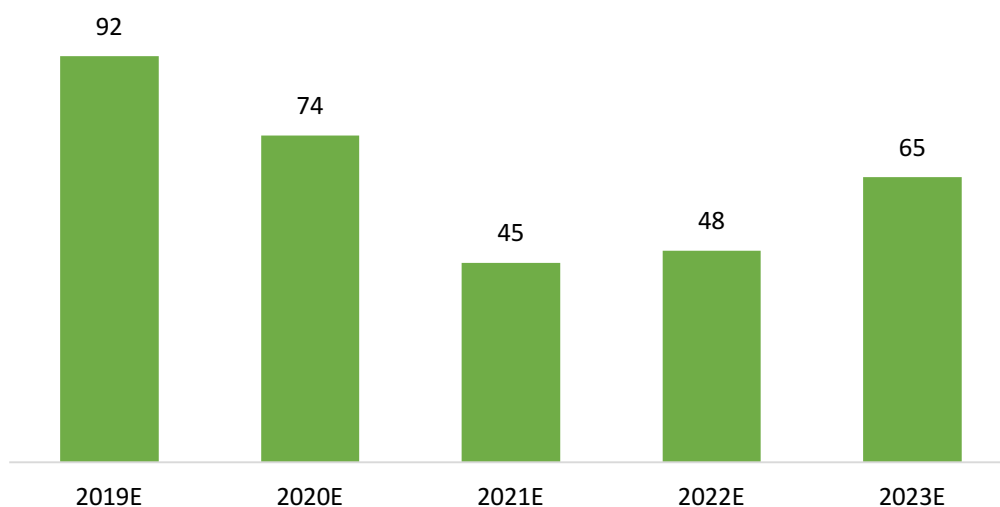
Figura 44: Projeção do Capex de centros de distribuição

Fonte: Elaborado pelo autor

O Capex de ativos intangíveis refere-se aos gastos de investimentos necessários para a aquisição de bens que não possuem características propriamente físicas, tais com licenças de

softwares e patentes. Nesse sentido, os gastos com intangíveis devem atender a demanda da abertura de novas lojas.

Figura 45: Projeção do Capex de intangíveis

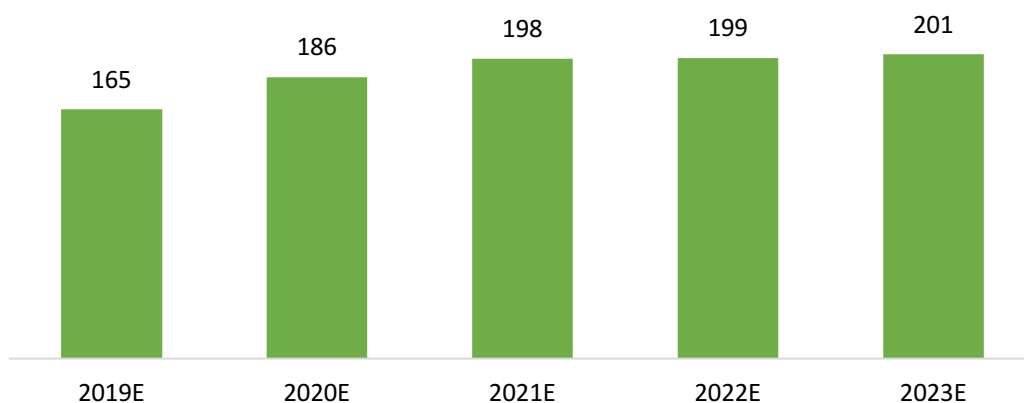


Fonte: Elaborado pelo autor

Por fim, o Capex de manutenção refere-se aos investimentos que atuam na contramão da depreciação, de forma a não permitir que os ativos fixos tenham o seu valor nulo e sejam responsáveis pela manutenção, tanto de máquinas como de plantas industriais e ativos intangíveis.

Para o caso da Companhia, o cálculo foi feito com base na porcentagem histórica que a companhia mostra gastar para a manutenção de seus ativos fixos, presente nos relatórios contábeis.

Figura 46: Projeção do Capex de manutenção



Fonte: Elaborado pelo autor

5.2.3 Custo de Capital

Agora que as principais premissas financeiras foram estabelecidas e já é possível calcular o fluxo de caixa livre para a firma, é necessário calcular um custo de capital condizente com os detentores da firma tanto para capital próprio como para o capital de terceiros.

Dessa forma, é necessário utilizar os fundamentos observados na seção 2 para se obter o valor do custo de capital médio ponderado (em inglês, *WACC*).

O primeiro passo consiste no cálculo do custo de capital para o acionista, que neste trabalho será fundamentado em uma metodologia bastante conhecida e utilizada, o CAPM, também visto na segunda seção do trabalho.

Taxa *risk-free*: O uso da taxa livre de risco para a modelagem do cálculo do custo de capital deve ser feito com base em uma taxa cujo risco de não ser paga é praticamente nulo COPELAND (2002). Para esse caso, a taxa mais recomendada é a correspondente ao título norte americano de 10 anos, o qual não apresenta reinvestimento e é menos sensível às variações inflacionárias observadas.

De acordo com as divulgações mais recentes do FED (Banco Central Norte-Americano), informadas pelos relatórios do Banco Central a rentabilidade do T-Note para 10 anos é de 2,28% a.a., taxa que será adotada para o cálculo.

Beta: O índice beta tem a função de fazer a correlação entre a volatilidade do ativo e a do mercado. O cálculo em geral se faz pela covariância entre ambos. Porém, devido ao risco de baixa liquidez do mercado e no volume de negociação das ações, é interessante utilizar como base companhias comparáveis, de forma a obter um resultado mais interessante e que não apresente distorções sobre a modelagem.

O mais interessante em termos de comparáveis para o Grupo RD seria a utilização de outros varejistas de drogarias. Entretanto, os únicos *players* listados em bolsa no Brasil são Profarma, Panvel e Brasil Pharma, todas com baixa liquidez e volatilidade de ações, o que tornaria o valor da avaliação maior ou menor em relação à expectativa real. Utilizar companhias listadas em outras bolsas ao redor do mundo também não é propriamente adequado devido à variação e mudanças no cenário macroeconômico inerente a cada um, especialmente em relação aos juros e inflação.

Nesse caso, a Empresa é comparada às empresas do setor de saúde ou varejo. Para o setor de saúde a comparação é forçada, apesar de o Grupo RD apresentar algumas das forças do setor,

em função de apresentar modelos de negócios diferentes, haja vista que muitas vezes os agentes de saúde possuem cadeias verticalizadas, outros modelos de margens e geração de caixa.

Assim sendo, optou-se por utilizar as principais empresas do setor de varejo listadas na bolsa brasileira. A partir do beta alavancado de cada companhia é feito o cálculo do beta desalavancado pela estrutura de capital e alíquota de imposto de renda fixada em 34%. Feito isso, calcula-se o beta setorial a partir da ponderação da média e mediana dos betas desalavancados.

Por fim, é possível obter o beta do Grupo RD realavancando o beta setorial a partir da estrutura de capital do Grupo RD.

O resumo do cálculo pode ser observado na Figura 47.

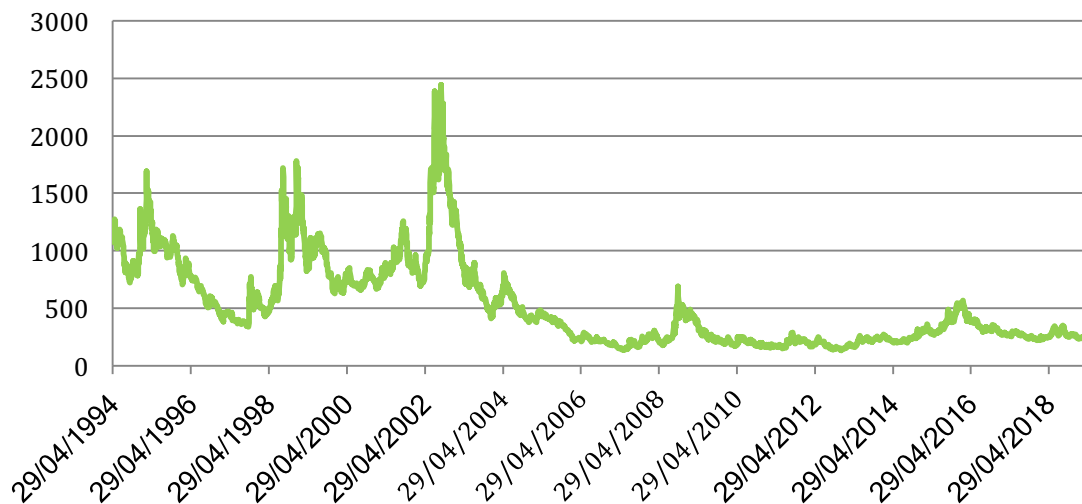
Figura 47: Cálculo do beta do Grupo RD

Empresa	Ticker	Beta Alavancado	Estrutura de Capital	Beta Desalavancado
CVC	CVCB3	0,94	4,53	0,24
Marisa Lojas	AMAR3	1,54	2,25	0,62
Hypera	HYPE3	0,58	0,28	0,49
Magazine Luiza	MGLU3	1,3	2,82	0,45
Lojas Renner	LREN3	0,91	0,77	0,60
Vulcabras Azaléia	VULC3	0,48	0,41	0,38
Arezzo	ARZZ3	0,98	0,47	0,75
Natura	NATU3	0,69	4,98	0,16
B2W	BTOW3	1,55	2,68	0,56
Lojas Americanas	LAME3	0,76	3,50	0,23
Média				0,45
Mediana				0,47
Beta Setorial				0,46
Estrutura de Capital RD				1,08
Beta RD				0,79

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Reuters (2019)

Dessa forma, o beta utilizado será conforme o cálculo acima feito de 0,79. As empresas utilizadas no cálculo possuem índices beta semelhantes ao da Companhia.

Risco Soberano: O cálculo do risco país tem por função incluir ao custo de capital o risco do país em que o ativo alvo está inserido, comum para países emergentes. O risco país é obtido pelo EMBI + ou por meio do instrumento CDS referente ao país alvo. O cálculo será feito por meio da primeira metodologia, cujos dados estão disponíveis no Ipeadata.

Figure 48: Evolução do risco soberano para o Brasil

Fonte: Ipeadata (2019)

Dessa forma, o valor utilizado para o risco soberano será adotado conforme o gráfico mostra, no valor de 2,65% a.a., o correspondente a 265 pontos-base.

Prêmio de Mercado: O prêmio de mercado corresponde ao histórico médio que apresentado por empresas listadas em termos de performance. O índice adotado foi de 7,00% a.a., que é aquele mostrado pela revista Ibbotson, que mostra a média do retorno das ações de companhias listadas nos EUA e é base tanto para modelagens em contextos profissionais como acadêmicas.

Dessa forma, é possível calcular o custo de capital para o acionista (K_e), conforme o modelo do CAPM, de acordo com a Equação 16.

Equação 16: Cálculo do custo de capital para o acionista

$$K_e = 2,28\% + 0,79 \times (7,00\% - 2,28\%) + 2,65\% = 8,65\%$$

Fonte: Elaborado pelo autor

O próximo passo é fazer a transição do custo de capital para o acionista da moeda americana para a brasileira, através do diferencial de inflação de ambas. Para o cálculo, serão utilizados os IPCA e US CPI referentes ao ano de 2018.

Equação 17: Cálculo do diferencial de inflação

$$Diferencial = \frac{(1 + 3,70\%)}{(1 + 1,90\%)} - 1$$

Fonte: Elaborado pelo autor

Assim, multiplicando o diferencial de inflação pelo valor do custo do acionista obtêm-se o valor do custo de capital para o acionista na moeda brasileira no valor de 10,57% a.a., o qual será utilizado para o cálculo do custo de capital médio ponderado.

Por fim, faz-se necessário obter o valor do custo de capital para terceiros, isto é, o custo de captação da dívida para a Companhia. Para o cálculo, foram utilizados os valores das taxas de juros que a companhia tem atualmente com os seus credores financeiros. A partir disso, fez-se uma ponderação da taxa de juros efetiva e do valor de dívida correspondente, de forma que o valor obtido para o custo de capital de terceiros será calculado com base no perfil da dívida financeira, presente na Tabela 10.

As dívidas indexadas à TJLP, SELIC, PSI e prefixadas são correspondentes à captação realizada por meio do BNDES, e estão destinadas à manutenção de capital de giro, compra de equipamentos entre outros. As demais contas, indexadas ao CDI, são correspondentes a captações de recursos por meio de debêntures. Os valores utilizados para o cálculo das taxas efetivas são os do final do período de 2018.

Tabela 10: Perfil da dívida financeira

Taxa média anual de juros de longo prazo	Taxa Efetiva
TJLP + 2,23% a.a.	9,21%
SELIC + 2,34% a.a.	8,84%
Prefixado (3,25% a.a.)	3,25%
TJLP + 2,02% a.a.	9,00%
PSI + 9,54% a.a.	10,00%
SELIC + 2,34% a.a.	8,84%
SELIC + 2,34% a.a.	8,84%
104,75% do CDI	6,70%
104,50% do CDI	6,69%

Fonte: Grupo RD (2018)

Dessa forma, ponderando os valores das taxas efetivas de juros ao principal da dívida correspondente a cada um, é possível obter o custo da dívida para terceiro no valor de 7,07% a.a., último valor necessário para o cálculo da taxa de desconto a ser utilizada.

O custo médio ponderado de capital é obtido a partir da parcela de dívida e capital próprio da estrutura de capital da Companhia, em que, com os dados supracitados e a utilização da

equação presente na seção 2.2.2.5 é possível chegar no valor de 7,50% a.a., valor que será utilizado para a taxa de desconto do fluxo de caixa para a firma.

5.2.4 Valor da firma e acionista para a Companhia

Com os dados de cima e o arcabouço teórico revisado na seção 2.2.2.4 do trabalho, é possível realizar o cálculo do fluxo de caixa livre para a firma, o qual engloba tanto os detentores da Companhia em termos de crédito como em capital próprio.

O cálculo pode ser observado na Tabela 11.

Tabela 11: Cálculo do fluxo de caixa livre para a firma

	Unidade	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	[R\$ mm']	946	1.133	1.394	2.062	2.326
(-) Impostos	[R\$ mm']	(322)	(385)	(474)	(701)	(791)
(=) NOPAT	[R\$ mm']	625	748	920	1.361	1.535
(+) Depreciação/Amortização	[R\$ mm']	440	497	528	530	536
(-) Variação Capital de Giro	[R\$ mm']	(626)	(348)	(372)	(366)	(286)
(-) Capex	[R\$ mm']	(794)	(695)	(541)	(567)	(486)
Fluxo de Caixa para a Firma		(355)	201	536	958	1.299

Fonte: Elaborado pelo autor

Com os fluxos de caixa obtidos acima, é possível calcular o valor presente líquido dos fluxos, fazendo o desconto com custo de capital acima obtido (WAAC).

O valor da perpetuidade foi obtido com base no crescimento do fluxo de caixa para a projeção de 2023, com base na taxa correspondente. A partir desse ano, a companhia cresce a uma taxa igual ao valor de crescimento estipulado.

Tabela 12: Cálculo do preço alvo da ação da Companhia

Contas	Unidade	Valor
Valor Presente do FCFF	[R\$ mm']	1.896,52
Crescimento Perpetuidade (IPCA 2023E)	[%]	3,75%
Valor da Perpetuidade	[R\$ mm']	25.002,72
Valor da Firma	[R\$ mm']	26.899,24
Dívida Líquida	[R\$ mm']	1.806,80
Valor do Acionista	[R\$ mm']	25.092,44
Preço Alvo da Ação	R\$	76,19

Fonte: Elaborado pelo autor

Os dados acima mostram que a projeção apresentou um preço-alvo de R\$ 76,19 por ação, o que configura um aumento de 17% em relação ao preço da companhia na data da divulgação dos demonstrativos financeiros referentes ao ano de 2018. Um ponto interessante a se observar é que a projeção mostra um fluxo de caixa negativo para o ano de 2019, e valores crescentes para os demais anos, o que está de acordo com o racional da companhia de manter acelerada expansão a fim de se consolidar, para depois manter índices altos de geração de caixa.

A fim de expandir a análise e evitar riscos na análise, é importante explorar outros modelos de avaliação, os quais serão realizados na seção seguinte.

5.2.5 Avaliação por comparáveis

O próximo passo para a avaliação financeira, é a comparação da empresa pelo método dos múltiplos, que consiste em tomar valores de negociações de empresas listadas na bolsa comparáveis com o ativo observado e utilizar a métrica a fim de obter um valor para a empresa.

Os múltiplos utilizados para a análise com comparáveis serão EV/EBITDA e P/E, isto é, valor da firma pelo EBITDA e valor do acionista pelo lucro líquido. Dessa forma, foram utilizados alguns *players* relevantes na bolsa comparáveis com a Companhia.

A fim de evitar distorções com empresas que tenham múltiplos extremamente altos ou baixos, é importante utilizar como base o primeiro e terceiro quartil dos múltiplos para estabelecer o intervalo de comparação.

Tabela 13: Múltiplos de comparáveis

Companhias	Ticker	EV/EBITDA	P/E
CVC Brasil Agência de Viagens S.A.	CVCB3	14,9X	32,3X
Marisa Lojas S.A.	AMAR3	4,9X	53,9X
Hypera S.A.	HYPE3	13,3X	16,1X
Magazine Luiza S.A.	MGLU3	29,7X	63,4X
Lojas Renner S.A.	LREN3	18,9X	28,4X
Vulcabras Azaléia S.A.	VULC3	6,9X	10,6X
Arezzo Indústria e Comércio S.A.	ARZZ3	18,2X	33,2X
Natura Cosméticos S.A.	NATU3	15,4X	41,1X
B2W Companhia Digital	BTOW3	45,9X	-
Lojas Americanas S.A.	LAME3	11,3X	89,1X
Lojas Americanas S.A.	LAME4	11,3X	107,5X
International Meal Company S.A.	MEAL3	13,3X	154,4X
Primeiro Quartil		11,3X	30,3X
Terceiro Quartil		18,3X	76,2X

Fonte: Valor PRO (2019)

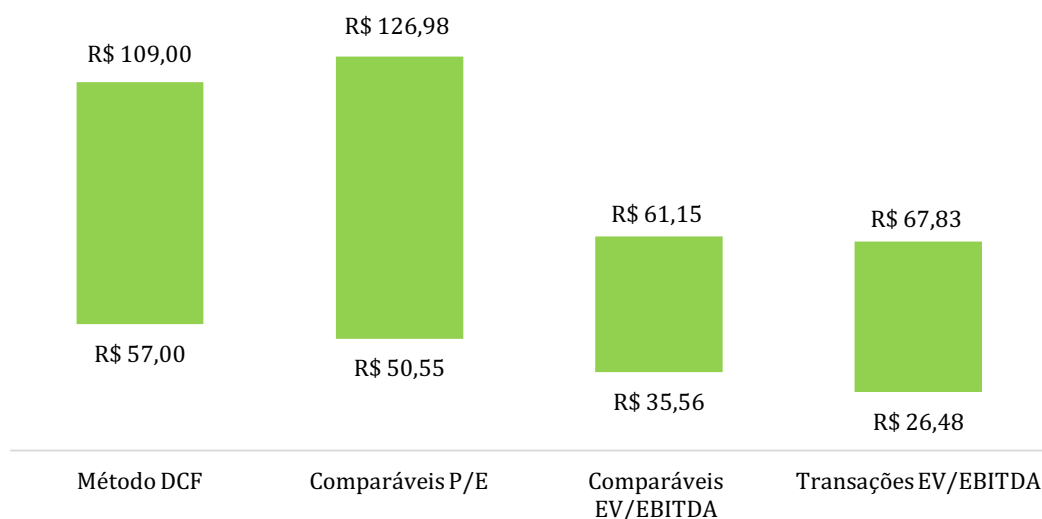
Como pode-se observar, os múltiplos resultantes da análise por comparáveis resultou em um intervalo de múltiplo EV/EBITDA de 11,3X e 18,3X, o que resulta no valor das ações de R\$ 36 a R\$ 61. Para os múltiplos de P/E, o intervalo resultante foi de 30,3X e 76,2X, gerando os valores de ação entre R\$51 e R\$ 127. Tal resultado acontece em função do último múltiplo não captar as estruturas de capital de cada companhia utilizada como comparável, e, dessa forma, elas podem apresentar lucros pequenos e elevar o múltiplo.

O outro modelo de comparáveis é aquele que se referencia em transações de fusões e aquisições precedentes. Dessa forma, é possível utilizar os múltiplos implícitos à transação com base no valor pago e indicadores financeiros da companhia adquirida no momento da compra.

A maioria das operações envolvendo fusões e aquisições não tem seus resultados divulgados pela imprensa, e dessa forma, não é possível obter os valores correspondentes à transação para o cálculo dos múltiplos. Somado a isso, muitas empresas compradas não reportam os seus resultados, o que também impede o cálculo. Dessa forma, foram utilizadas três operações a fim de formar o intervalo para a comparação, sendo o mais importante a compra de parte da Pague Menos, que atua no mercado de drogarias. Para a análise, será considerado apenas o múltiplo EV/EBITDA. O resultado mostra uma variação entre o preço da ação entre R\$ 26 e R\$ 68.

É interessante formular um comparativo entre as três metodologias, de forma a manter incertezas entre uma ou mais metodologias. Para o intervalo do fluxo de caixa descontado, foi considerado um aumento e diminuição de 1% sobre a taxa de desconto.

Figura 49: Comparação de metodologias de avaliação



Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme mostra a Figura 49, as metodologias que apresentaram maior valor na comparação foram a do fluxo de caixa descontado, por absorver melhor os fundamentos de crescimento da Companhia e, assim, ter maior respaldo sobre o contexto no qual ela está situada, e a avaliação por comparáveis P/E, isso por que apresenta possíveis distorções sobre diferentes estruturas de capitais e, apesar do valor de negociação das ações poder estar superestimado, a empresa ainda assim pode apresentar lucro líquido baixo.

5.2.6 Análise de sensibilidade

Como forma de evitar distorções e diminuir as incertezas da análise, é interessante realizar uma análise de sensibilidades sobre os resultados encontrados na modelagem. Para tal, serão sensibilizados primeiramente o crescimento da Companhia adotado para a perpetuidade e a taxa de desconto (WACC), em que o alvo a ser variado é a variação do preço alvo da ação em relação ao atual.

Figura 50: Análise de sensibilidade taxa de desconto e crescimento na perpetuidade

		Crescimento na Perpetuidade						
		3,00%	3,25%	3,50%	3,75%	4,00%	4,25%	4,50%
WACC	6,50%	31,2%	41,6%	53,7%	68,0%	85,1%	106,1%	132,3%
	6,75%	21,0%	29,9%	40,2%	52,1%	66,3%	83,3%	104,1%
	7,00%	12,1%	19,8%	28,6%	38,8%	50,6%	64,7%	81,5%
	7,25%	4,2%	10,9%	18,6%	27,3%	37,4%	49,2%	63,1%
	7,50%	-2,8%	3,1%	9,8%	17,4%	26,1%	36,0%	47,7%
	7,75%	-9,0%	-3,8%	2,1%	8,7%	16,2%	24,8%	34,7%
	8,00%	-14,7%	-10,0%	-4,7%	1,1%	7,6%	15,1%	23,6%
	8,25%	-19,7%	-15,5%	-10,9%	-5,7%	0,1%	6,6%	13,9%
	8,50%	-24,3%	-20,6%	-16,4%	-11,8%	-6,7%	-0,9%	5,5%

Fonte: Elaborado pelo autor

Como pode-se observar, o crescimento na perpetuidade é um fator de suma importância para o valor da Companhia, haja vista que foi estipulada uma taxa conservadora (IPCA), e com um leve aumento sobre o valor do crescimento é possível observar um aumento considerável no preço alvo da modelagem. Vale lembrar que o valor da taxa de desconto considerado é relativamente baixo perto de outros, de modo que o pequeno aumento indica uma grande queda no valor da companhia.

A outra sensibilidade a ser realizada é sobre o valor total da companhia é o valor do número de lojas presentes no último ano, fator com bastante incerteza dentro da projeção e um

dos maiores propulsores para o valor final atribuído à modelagem, haja vista que guia os resultados da DRE e, por conseguinte as premissas de capital de giro, bem como o valor de investimento em ativo fixo projetado.

A sensibilidade utiliza a variação da taxa de desconto, que foi variada em 0,25% e o número de lojas variou em 336 unidades, de forma que o resultado da análise de sensibilidade pode ser observado na Figura 51.

Figura 51: Análise de sensibilidade para o número de lojas e taxa de desconto

		Número de Lojas no Último Ano						
		1.600	1.936	2.272	2.608	2.944	3.280	3.616
WACC	6,50%	-10,5%	15,7%	41,8%	68,0%	94,1%	120,3%	146,4%
	6,75%	-19,1%	4,7%	28,4%	52,2%	75,9%	99,6%	123,4%
	7,00%	-26,4%	-4,6%	17,1%	38,8%	60,5%	82,2%	103,9%
	7,25%	-32,6%	-12,6%	7,4%	27,3%	47,3%	67,3%	87,2%
	7,50%	-38,0%	-19,5%	-1,1%	17,4%	35,9%	54,3%	72,8%
	7,75%	-42,7%	-25,6%	-8,4%	8,7%	25,9%	43,0%	60,2%
	8,00%	-46,9%	-30,9%	-14,9%	1,1%	17,1%	33,1%	49,1%
	8,25%	-50,6%	-35,6%	-20,7%	-5,7%	9,3%	24,2%	39,2%
	8,50%	-53,9%	-39,9%	-25,8%	-11,8%	2,3%	16,3%	30,4%

Fonte: Elaborado pelo autor

De fato, o valor do número de lojas se mostra de suma importância para a propulsão de crescimento da Companhia, de forma que os valores finais mostram um crescimento acima de 70% mantendo a mesma taxa de desconto utilizada na modelagem. Assim, se a Companhia ancorar uma taxa de crescimento maior, poderia se consolidar com um valor deveras superior.

6 CONCLUSÃO

O contexto do trabalho de formatura se deu no estágio supervisionado em uma assessoria financeira, de forma que o objetivo se alinhava ao estudo de caso de uma empresa relevante no setor de varejo brasileiro, por meio de uma avaliação econômica e estratégica do Grupo.

A ideia foi encontrar um preço alvo (justo) da empresa analisada, refletido no preço das ações negociadas em bolsa, e avaliar os amparos de posicionamento estratégico, bem como a análise do posicionamento estratégico, além das influências internas e externas que permeiam o contexto operacional.

Como primeiro passo foi realizada uma revisão das principais bibliografias dos temas de contabilidade e finanças, além de gestão estratégica, de forma a permitir solidez sobre o estudo e embasar a metodologia aplicada.

Na sequência, foi realizada uma análise do setor de varejo, mais especificamente do comércio de drogarias, a fim de encontrar os principais propulsores futuros em termos de geração de valor e dinâmica do segmento e os principais desafios enfrentados pelos agentes do setor. Como base foram pesquisados artigos acadêmicos e relatórios de bancos de dados de entidades como o Banco Central do Brasil e de organizações específicas do setor como a Abrafarma. O resultado da análise mostrou o potencial de crescimento das farmácias, muito em função guiado pelo envelhecimento da população e oportunidades de zona ainda pouco exploradas por grandes redes, o que tende a alavancar a demanda por medicamentos.

Foi necessário um entendimento sobre a companhia analisada, por meio dos relatórios institucionais e demonstrações contábeis, para sustentar a base de projeção, compreender a dinâmica financeira e estratégica, além da estratégia para os próximos anos. Após a análise, foi possível perceber que a Companhia busca crescimento acelerado por meio de construção de novas lojas e centros de distribuição, além da ampliação dos meios de distribuição, por meio de farmácias do modelo popular e consolidação no *e-commerce*.

Por fim, foi realizada a aplicação das metodologias, através do arcabouço do mercado e da companhia adquiridos. Primeiramente foram aplicados os métodos de gestão estratégica, Cinco Forças de Porter e Análise SWOT, em que foi possível perceber que a Empresa apresenta bastante vantagem em termos de capacidade de escalabilidade, através do sistema logístico integrado e elevado número de lojas, além de solidez nos resultados apresentados desde a fusão das marcas. Entretanto, o mercado se mostra bastante agressivo e, além de grandes redes competidoras, existe a tendência de outros grupos varejistas passarem a atuar no segmento.

Após a análise estratégica, foi feita uma análise econômica da empresa por meio de diferentes métodos, em que foram estabelecidas premissas alinhadas com a companhia e encontrado um preço de ação, através do fluxo de caixa descontado, de R\$ 76,19. A fim de mitigar os riscos, foram feitas sensibilidades com fatores críticos para a Companhia, em que foi possível perceber que o crescimento no longo prazo e a capacidade de construção de lojas.

Por fim, o trabalho foi feito com base na demanda da empresa em que foi realizado o estágio supervisionado do autor, de forma a poder compreender melhor o setor de varejo através da análise de uma empresa referência atuante no segmento. O trabalho, assim, pode servir de referência para outros trabalhos, entretanto, apresenta as premissas do autor e é específico a uma empresa.

7 BIBLIOGRAFIA

ABRAFARMA. **Indicadores Econômicos Abrafarma (2018)**. Disponível em: <<https://www.abrafarma.com.br/numeros>> Acesso em: 10 de abril de 2019.

AGÊNCIA NACIONAL DE VIGILÂNCIA SANITÁRIA. **Regulamentação e Fiscalização**. Disponível em: <<http://portal.anvisa.gov.br/regulamentacao>> Acesso em: 2 de maio de 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema de Séries Temporais**. Disponível em: <<http://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/preparartelaLocalizarSeries>> Acesso em: 10 de abril de 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema de Expectativas de Mercado**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/>> Acesso em: 20 de maio de 2019.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO – BNDES. **Ensaio clínicos no Brasil: competitividade internacional e desafios**. Brasil, 2011.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Measuring and Managing the Value of Companies**. 3rd ed. New York: Wiley, 2002.

DAMODARAN, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 3rd ed. New Jersey: Wiley Finance, 2012.

DIÁRIO OFICIAL DO ESTADO DE SÃO PAULO. **Seção Empresarial**. Página 99. 22/03/19.

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE ADMINISTRAÇÃO. **Guia do varejo farmacêutico 2018**. Disponível em: <<https://fia.com.br/blog/varejo-farmaceutico/>> Acesso em: 22 de abril de 2019.

FRIDSON, M.; ALVAREZ, F. **Financial Statement Analysis: A practitioner's Guide**. 4th ed. New York: Wiley Finance, 2011.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (FGV). **Ponto de Vista. História do Varejo**. FGV, 2006. Disponível em: <<http://www.bibliotecadigital.fgv.br/>>. Acesso em: 22 de março de 2019.

GRUPO DIMED. **Relação com investidores, informações financeiras e relatórios trimestrais**. Disponível em: <http://ri.grupodimed.com.br/default_pt.asp?idioma=0&conta=28> Acesso em: 25 de abril de 2019.

GRUPO RD. **Relação com investidores, informações financeiras e relatórios trimestrais**. Disponível em: <<https://www.rd.com.br/>> Acesso em: 25 de abril de 2019.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATISTICA (IBGE). **Pesquisa Mensal do Comércio**. Disponível em: <<https://pmc.ibge.gov.br>> Acesso em: 8 de abril de 2019.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATISTICA (IBGE). **Projeção da população**. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao/>> Acesso em: 22 de abril de 2019.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Indicadores Ipea**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>> Acesso em: 27 de maio de 2019.

IQVIA INSTITUTE. **Understanding the dynamic of drugs expenditures. Share levels, compositions and drivers**. New Jersey, 2017.

IQVIA INSTITUTE. **Unlocking the potential of health sector in Latin America**. New Jersey, 2018.

ITAÚ BBA. **Projeções Econômicas**. Disponível em: <<https://www.italy.com.br/italyba-pt/analises-economicas/projecoes>> > Acesso em 24 de maio de 2019.

KOTLER, P. **Administração de Marketing**. 14^a edição. São Paulo: Pearson Education, 2012.

MARION, J. C. **Contabilidade empresarial**. 16^a ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MARTELANC, R.; PASIN, R.; CAVALCANTE, F. **Avaliação de empresas: Um guia para fusões & aquisições e gestão de valor**. 2^a ed. São Paulo: Pearson Education, 2006.

MEDICAL EXPENDITURE PANEL SURVEY. **MEPS Topics: Prescription Drugs**. Rockville (MD), 2006.

PAGUE MENOS. **Relação com investidores, informações financeiras e relatórios trimestrais**. Disponível em: <<http://paguemenos.riweb.com.br/>> Acesso em: 25 de abril de 2019.

PORTER, M. E. **Estratégia Competitiva: Técnicas para Análise de Indústrias e da Concorrência**. 2a ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

REUTERS. **Reuters Finance**. Disponível em: <<https://www.reuters.com/finance>> Acesso em: 22 de maio de 2019.

ROSENBAUM, J.; PEARL, J. **Investment Banking**. 2nd ed. New Jersey: Wiley Finance, 2013.

SERTKAYA A.; WONG H.; JESSUP A.; BELECHE, T. **Key costs of pharmaceutical clinical trials in the United States**. 2016.

VALOR PRO. **Valor Empresas**. Disponível em: < <https://www.valorpro.com.br/>> Acesso em: 22 de maio de 2019.

8 APÊNDICES

8.1 Premissas Macroeconômicas

	Unidade	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Crescimento PIB	%	1,10%	1,10%	1,70%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Selic	%	7,00%	6,50%	5,75%	5,50%	5,50%	6,50%	6,50%
CDI	%	6,99%	6,40%	6,40%	5,74%	5,39%	5,39%	5,39%
TJLP	%	7,00%	6,98%	5,85%	5,27%	5,08%	4,98%	5,00%
IPCA	%	2,90%	3,70%	4,01%	4,00%	3,75%	3,75%	3,75%
IGP-M	%	-0,50%	7,50%	5,58%	4,00%	3,80%	3,80%	3,80%
US CPI	%	2,10%	1,90%	2,60%	2,40%	2,40%	2,40%	2,40%

8.2 Demonstrativo do Resultado do Exercício

	Unidade	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Receita Bruta	[R\$ mm']	13.852	15.519	18.023	20.751	23.687	25.983	28.127
<i>crescimento</i>	%	<i>n.a.</i>	12%	16%	15%	14%	10%	8%
(-) Impostos/Abatimentos	[R\$ mm']	(640)	(718)	(834)	(961)	(1.097)	(1.203)	(1.302)
<i>% receita bruta</i>	%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Receita Líquida	[R\$ mm']	13.213	14.801	17.189	19.790	22.590	24.780	26.824
<i>% receita bruta</i>	%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
(-) CMV	[R\$ mm']	(9.225)	(10.356)	(11.966)	(13.761)	(15.754)	(16.791)	(18.108)
<i>% receita líquida</i>	%	70%	70%	70%	70%	70%	68%	68%
Lucro Bruto	[R\$ mm']	3.988	4.446	5.223	6.029	6.837	7.989	8.717
<i>margem bruta</i>	%	30%	30%	30%	30%	30%	32%	32%
(-) SG&A	[R\$ mm']	(2.858)	(3.250)	(3.837)	(4.400)	(4.914)	(5.397)	(5.855)
<i>% receita líquida</i>	%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
(-) Outras Despesas Operacionais	[R\$ mm']	(338)	(414)	(440)	(497)	(528)	(530)	(536)
Resultado Operacional	[R\$ mm']	792	781	946	1.133	1.394	2.062	2.326
EBITDA	[R\$ mm']	1.130	1.195	1.386	1.629	1.922	2.592	2.862
<i>margem EBITDA</i>	%	9%	8%	8%	8%	9%	10%	11%
(+) Receitas Financeiras	[R\$ mm']	107	72	15	5	5	17	51
(-) Despesas Financeiras	[R\$ mm']	(213)	(154)	(90)	(103)	(94)	(81)	(100)
(=) Resultado Financeiro	[R\$ mm']	(106)	(83)	(74)	(98)	(90)	(64)	(48)
<i>% receita líquida</i>	%	-0,8%	-0,6%	-0,4%	-0,5%	-0,4%	-0,3%	-0,2%
EBT	[R\$ mm']	686	698	872	1.035	1.304	1.998	2.278
(-) IRPJ/CSSL	[R\$ mm']	(174)	(150)	(297)	(352)	(444)	(679)	(774)
Lucro Líquido	[R\$ mm']	513	549	576	683	861	1.319	1.503
<i>margem líquida</i>	%	3,9%	3,7%	3,3%	3,5%	3,8%	5,3%	5,6%

8.3 Balanço Patrimonial

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
ATIVO	[R\$ mm']						
CIRCULANTE							
Caixa e Equivalentes de Caixa	265	242	88	86	321	954	1.465
Clientes	930	937	1.083	1.247	1.424	1.561	1.690
Estoques	2.518	3.087	3.579	4.121	4.704	5.160	5.585
Tributos a Recuperar	79	85	112	129	152	186	205
Outras Contas a Receber	119	157	184	211	241	265	287
Despesas do Exercício Seguinte	18	22	25	29	33	37	40
TOTAL	3.928	4.530	5.071	5.824	6.875	8.162	9.271
NÃO CIRCULATE							
Realizável a longo prazo	69	73	73	73	73	73	73
Imobilizado	1.276	1.547	1848	2017	2027	2059	2016
Intangível	1.191	1.202	1256	1285	1287	1293	1285
TOTAL	2.536	2.822	3.176	3.375	3.387	3.424	3.374
ATIVO TOTAL	6.464	7.352	8.247	9.199	10.262	11.586	12.645
PASSIVO	[R\$ mm']						
CIRCULANTE							
Empréstimos e Financiamentos	196	273	204	289	289	289	329
Fornecedores	1.816	2.141	2.131	2.451	2.805	2.990	3.225
Salários e Encargos Sociais	203	238	252	289	323	355	385
Impostos, Taxas e Contribuições	130	93	139	162	190	232	256
Dividendos e Juros sobre Capital Próprio	37	25	37	43	51	62	68
Outras Contas a Pagar	111	144	147	169	188	207	225
TOTAL	2.494	2.913	2.911	3.403	3.847	4.135	4.488
NÃO CIRCULATE							
Empréstimos e Financiamentos	415	570	950	794	639	884	688
Provisão para Demandas Judiciais	8	49	49	49	49	49	49
IR e Contribuição Social Diferidos	229	238	238	238	238	238	238
Outras Obrigações	69	47	47	47	47	47	47
TOTAL	720	904	1.283	1.128	973	1.217	1.022
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	[R\$ mm']						
Capital Social	1.809	1.809	1.809	1.809	1.809	1.809	1.809
Reservas de Capital	151	116	116	116	116	116	116
Reservas de Reavaliação	12	12	12	12	12	12	12
Reservas de Lucros	1.228	1.522	2.011	2.592	3.324	4.049	4.876
Ajustes de Avaliação Patrimonial	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
Participação de Não Controladores	28	35	44	54	67	86	109
Dividendo Adicional Proposto	53	71	91	115	145	191	244
TOTAL	3.250	3.535	4.053	4.668	5.442	6.234	7.136
PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	6.464	7.352	8.247	9.199	10.262	11.586	12.645

8.4 Demonstrativo de Fluxo de Caixa

DFC	Unidade [R\$ mm]	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Caixa líquido das atividades operacionais								
Lucro líquido/prejuízo do exercício					831	1.017	1.483	1.753
(+) Depreciação e amortização				576	683	861	1.319	1.503
				440	497	528	530	536
(+/-) Clientes				(146)	(164)	(176)	(138)	(129)
(+/-) Estoques				(492)	(542)	(583)	(456)	(426)
(+/-) Tributos a Recuperar				(27)	(18)	(22)	(34)	(19)
(+/-) Outras Contas a Receber				(27)	(28)	(30)	(23)	(22)
(+/-) Despesas do Exercício Seguinte				(4)	(4)	(4)	(3)	(3)
(-/-) Fornecedores				(10)	320	355	185	234
(-/-) Salários e Encargos Sociais				15	37	34	32	30
(-/-) Impostos, Taxas e Contribuições				46	22	28	42	24
(-/-) Dividendos e Juros sobre Capital Próprio				12	6	7	11	6
(-/-) Outras Contas a Pagar				3	22	20	18	18
Caixa líquido das atividades de investimento				(794)	(695)	(541)	(567)	(486)
(-) Capex Total				(794)	(695)	(541)	(567)	(486)
Caixa líquido das atividades de financiamento				253	(139)	(241)	(283)	(757)
(+) Emissão de Dívidas				450	0	0	400	0
(-) Pagamento de Principal				(139)	(70)	(155)	(155)	(155)
(-) Dividendos Pagos				(58)	(68)	(86)	(527)	(601)
Aumento Redução de Caixas e Equivalentes				(153)	(3)	235	633	511
Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes				242	88	86	321	954
Saldo Final de Caixa e Equivalentes			242	88	86	321	954	1.465