

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Análise Fundamentalista: RaiaDrogasil

João Pedro Souza de Campos Goes

Matrícula: 1810271

Orientador: Marcelo Nuno

Outubro de 2020

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Análise Fundamentalista: RaiaDrogasil

João Pedro Souza de Campos Goes

Matrícula: 1810271

Orientador: Marcelo Nuno

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

João Pedro Souza de Campos Goes

Outubro de 2020

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

Agradecimentos

Aos meus pais, Helio e Jonia, por fazerem o possível e o impossível para me dar a melhor formação possível, desde sempre. Vocês são a minha maior fonte de apoio e inspiração, obrigado por estarem ao meu lado em cada decisão importante da minha vida.

À Mariana, minha namorada, por todo o amor, incentivo e por me fazer descobrir na prática que a correria de final de graduação também pode ser leve e prazerosa, como tudo ao seu lado.

À todos os meus amigos que participaram dessa jornada, especialmente ao Luiz Carpizo e Rafael Lacoste, pelos estudos nesses último anos, além das risadas e histórias que compartilhamos desde a época de colégio.

Ao meu orientador Marcelo Nuno, pelo suporte na realização deste trabalho.

SUMÁRIO

1.0 - INTRODUÇÃO	9
1.1 - Método.....	10
1.2 - Resultados Pretendidos.....	11
2.0 - CONTABILIDADE PARA APLICAÇÃO DO MODELO	11
2.1 - Balanço Patrimonial (BP).....	11
2.2 - Demonstração de Resultado de Exercício (DRE).....	13
2.3 - O modelo de Fluxo de Caixa Descontado (DCF).....	15
2.4 - Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)	16
3.0 - A RAIADROGASIL	17
3.1 - Histórico	17
3.2 - Conselho e Diretoria Executiva.....	18
3.3 - O Business	20
3.4 - Presença Geográfica	22
3.5 - Market Share	23
4.0 - O SETOR FARMACÊUTICO NO BRASIL.....	24
4.1 - A fragmentação do setor.....	24
4.2 - O desafio de comparar com os mercados internacionais.....	25
4.3 - O que esperar dos próximos anos?	27
5.0 - PRINCIPAIS COMPETIDORES.....	30
5.1 - Pague Menos	30
5.2 - Grupo Drogarias Pacheco São Paulo (DPSP)	32
5.3 - ExtraFarma	33
5.4 - Como a RaiaDrogasil se posiciona?	34

6.0 - EXPANSÃO DA COMPANHIA	36
6.1 - Vias de Crescimento.....	36
6.2 - Riscos do negócio.....	37
7.0 - VALUATION	38
7.1 - Dados operacionais.....	38
7.2 - Demonstrações financeiras	40
7.3 - Covid 19	44
7.4 - Premissas	44
7.5 - Perpetuidade	46
7.6 - Cost of equity (K_e) e Cost of debt (K_d).....	47
7.7 - Estimando o WACC e determinando o valor intrínseco da companhia	48
8.0 - CONCLUSÕES	49
9.0 - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	50

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Balanço Patrimonial (DE IUDÍCIBUS e MARION)	12
Tabela 2 – Demonstração do Resultado do Exercício (DE IUDÍCIBUS)	13
Tabela 3 – EBT (DE IUDÍCIBUS)	14
Tabela 4 – Lucro Líquido (DE IUDÍCIBUS).....	15
Tabela 5 – Crescimento do número de lojas <i>year-over-year</i>	22
Tabela 6 – Evolução do Market Share por região (RI RaiaDrogasil)	38
Tabela 7 – Curva de Maturação das lojas (RI RaiaDrogasil).....	39
Tabela 8 – Distribuição de lojas por ano de maturação (RI RaiaDrogasil).....	39
Tabela 9 – DRE RaiaDrogasil	40
Tabela 10 – Balanço Patrimonial RaiaDrogasil	42
Tabela 11 – Capital de Giro RaiaDrogasil	43
Tabela 12 – Capex RaiaDrogasil.....	43
Tabela 13 – Dívida RaiaDrogasil	43
Tabela 14 – Premissa de abertura de lojas	45
Tabela 15 – Cálculo do WACC.....	48
Tabela 16 – Valuation	48

Lista de Figuras

Figura 1 – Conselho da RaiaDrogasil	18
Figura 2 – Composição Acionária	19
Figura 3 – Diretoria Executiva.....	19
Figura 4 – A operação da RD	20
Figura 5 – Evolução do Faturamento.....	21
Figura 6 – Distribuição das Lojas e CD's por Estado.....	22
Figura 7 – Market Share São Paulo e Brasil (RI RaiaDrogasil)	23
Figura 8 - Herfindal-Hirschman Index (Investopedia)	24
Figura 9 – Número de Lojas e Faturamento no Setor.....	25
Figura 10 – Dinâmica de lojas vs EUA (Poli-USP)	26
Figura 11 – Crescimento do mercado farmacêutico	28
Figura 12 – Pirâmide etária em 2010 e 2030E	29
Figura 13 – Uso de medicações por faixa etária (IQVIA).....	29
Figura 14 – Distribuição de Lojas Pague Menos (RI Pague Menos)	31
Figura 15 – Notas ReclameAqui.....	34
Figura 16 – Dados Financeiros dos concorrentes (RI RaiaDrogasil)	35
Figura 17 – O conceito de HUB de saúde (RI RaiaDrogasil).....	36

1.0 – INTRODUÇÃO

O mercado financeiro é imprescindível para o desenvolvimento da economia. É através dele que os agentes superavitários, ou poupadores, irão transferir os recursos para os agentes deficitários, ou tomadores. Essa mobilidade de capital garante que os recursos sejam canalizados para projetos rentáveis, geradores de produtos e serviços, e, em escalas maiores, permitindo o crescimento de empresas e regiões do país.

Com o cenário estrutural de juros baixos que passamos nos últimos anos, experimentamos uma menor parcela de endividamento das empresas, além de uma queda generalizada na rentabilidade dos ativos de renda fixa, que já apresentaram retornos bem acima dos atuais quando a Taxa Selic tinha patamares relativamente altos no país. Sendo assim, é natural observar um movimento do investidor para os ativos renda variável, que passa a enxergar novas possibilidades no segmento.

É essencial que o analista de investimentos, para obter retornos persistentemente acima da média de mercado, entenda de avaliação de ativos. Isso acontece porque preço e valor são conceitos extremamente distintos na economia. Deve-se buscar os papéis com a maior assimetria entre os dois, investindo naqueles que estão mais subvalorizados no mercado, isto é, que apresentem um “valor justo” com o maior *spread* possível em relação ao preço que está sendo negociado. Como definido por Aswath Damoraran, “um bom postulado do bom investimento é o investidor não pagar mais por um ativo do que seu valor justo”, e é papel do analista determinar qual seria o valor intrínseco dos ativos, através da sua tese de investimento e do seu *valuation*.

Este trabalho tem como objetivo realizar uma análise fundamentalista da Raia Drogasil S.A., empresa líder no setor farmacêutico brasileiro, por meio da ferramenta de *valuation* conhecida como Fluxo de Caixa Descontado. Nele, analisaremos os fundamentos quantitativos e qualitativos que podem impactar a geração de caixa da empresa e estimaremos um valor justo para a sua ação, veiculada na B3 através do *ticker* RADL3.

1.1 – Método

A avaliação do ativo se dará pelo Fluxo de Caixa Descontado, recurso utilizado por analistas para chegar ao valor justo das empresas e auxiliar na tomada de decisão de investimentos. No modelo citado, projetaremos o fluxo de caixa da companhia e descontaremos por uma taxa, calculando assim o seu valor presente através da fórmula:

$$V = \left(\sum_{t=1}^n \frac{C^t}{(1+r)^t} \right) + \frac{C^{n+1} + (1+g_p)C^n}{(r_p - g_p) \times (1+r)^n}, \text{ onde:}$$

V = Valor da empresa em $t = 0$;

C^t = Fluxo de caixa no período t ;

r = Taxa de desconto estimada;

r_p = Taxa de desconto na perpetuidade;

g_p = Taxa de crescimento na perpetuidade;

Para determinação das premissas do *valuation*, iremos considerar o modelo de negócios da companhia e sua atuação dentro do setor, considerando os seus concorrentes e o quanto que o ambiente macroeconômico pode influenciar nos seus resultados. Após estudarmos o *case* da empresa, iremos determinar as proposições mais relacionadas ao modelo de avaliação, como a taxa de desconto que irá trazer o caixa para o valor presente e o crescimento da companhia na perpetuidade.

É válido ressaltar que o Fluxo de Caixa Descontado está longe de ser o único método para avaliação de ativos de renda variável. Embora seja o mais encontrado na literatura e conseqüentemente o mais conhecido, podemos citar outras metodologias, que não são melhores ou piores do que o FCD, mas o complementam na análise. Citando alguns deles, temos o Modelo de Desconto de Dividendos, o *valuation* através de comparação de Múltiplos de negociação, e a avaliação através do Valor Patrimonial da companhia.

1.2 – Resultados pretendidos

O trabalho visa estimar um valor justo da ação da Raia Drogasil S.A, e, através de uma comparação com o preço vigente do papel, interpretar se o modelo criado para o trabalho sugere uma posição neutra, de compra ou de venda do ativo.

2.0 – CONTABILIDADE PARA APLICAÇÃO DO MODELO

O valor justo de uma ação deve sempre estar relacionado com os indicadores financeiros da empresa avaliada, e temos na Contabilidade toda a matéria-prima necessária para desenvolvermos o modelo de Fluxo de Caixa Descontado. Para determinar as premissas do nosso modelo de maneira fundamentada, precisamos saber interpretar os dados financeiros que as empresas listadas em Bolsa divulgam periodicamente ao mercado. Nos próximos tópicos, iremos apresentar e descrever as principais demonstrações financeiras (Demonstração de Resultado de Exercício e Balanço Patrimonial), que serão amplamente utilizadas em nosso processo de avaliação.

2.1– Balanço Patrimonial (BP)

Para entendermos o que é o Balanço Patrimonial, podemos utilizar o conceito de fotografia. Assim como nos registros feitos pelas câmeras, que capturam o instante, o BP está registrando um determinado momento de uma empresa. Sendo assim, podemos dizer que não existe um BP de 2020, mas sim um BP de uma determinada data de 2020. Basicamente, estamos fotografando a empresa naquele instante (frequentemente ao final do Exercício Social).

Basicamente, o Balanço Patrimonial nos revela as informações financeiras da empresa em um determinado ponto no tempo. Ele é constituído por duas colunas: no lado esquerdo, temos o *Ativo*, e no lado direito o *Passivo* e *Patrimônio Líquido*. O primeiro engloba todos os bens e direitos da companhia, representando benefícios circulantes ou não circulantes, isto é, que possuem sua liquidação dentro de 12 meses ou não. Já o segundo trata das obrigações (dívidas) que a empresa tem com terceiros, sendo estes também circulantes ou não circulantes. Por fim, o *Patrimônio Líquido* engloba os recursos dos proprietários/sócios que estão aplicados na empresa. Abaixo, temos um recorte de Sérgio de Iudícibus e José Carlos Marion para a estrutura de um BP:

ATIVO	PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO
<p>Circulante* São contas que estão constantemente em giro – em movimento – sendo que a sua conversão em dinheiro ocorrerá, no máximo, até o próximo exercício social.</p> <p>Não Circulante Compreendem todas as contas que não serão realizadas no próximo exercício social.</p> <p>– Realizável a Longo Prazo Incluem-se nessa conta bens e direitos que se transformarão em dinheiro após o exercício seguinte.</p> <p>– Investimento São as participações permanentes em outras sociedades e os direitos de qualquer natureza, não classificáveis no ativo circulante, e que não se destinem à manutenção da atividade companhia ou da empresa.</p> <p>– Imobilizado São os direitos que tenham por objeto bens corpóreos (palpáveis) destinados à manutenção da atividade fundamental da companhia ou da empresa ou exercidos com essa finalidade, inclusive os decorrentes de operações que transfiram à empresa os benefícios, riscos e controle desses bens.</p> <p>– Intangível São direitos que tenham por objetos bens incorpóreos, isto é, que não podem tocar, destinados à manutenção da empresa ou exercidos com essa finalidade, inclusive o fundo de comércio adquirido.</p> <p>– Diferido São as despesas pré-operacionais e os gastos de reestruturação que contribuirão, efetivamente, para o aumento do resultado de mais de um exercício social e que não configurem tão-somente uma redução de custos ou acréscimo na eficiência operacional.</p>	<p>Circulante* São obrigações exigíveis que serão liquidadas no próximo exercício social: nos próximos 365 dias após o levantamento do balanço.</p> <p>Não Circulante Compreendem todas as obrigações exigíveis que não serão liquidadas no próximo exercício social.</p> <p>– Exigível a Longo Prazo São obrigações exigíveis que serão liquidadas com prazo superior a um ano – dívidas a longo prazo.</p> <p>– Resultado de Exercícios Futuros Serão classificadas como resultados de exercício futuro as receitas de exercícios futuros, diminuídas dos custos e despesas a elas correspondentes.</p> <p>– Patrimônio Líquido São recursos dos proprietários aplicados na empresa. Os recursos significam o capital mais o seu rendimento – lucros e reservas. Se houver prejuízo, o total dos investimentos dos proprietários será reduzido.</p>

* Na entidade em que o Ciclo Operacional tiver duração maior do que o período de 12 meses, a classificação como Circulante ou Não Circulante terá por base o prazo do ciclo.

(Tabela 1: Balanço Patrimonial, Curso de Contabilidade para Não Contadores (2011))

Um conceito fundamental para a compreensão dessa demonstração financeira, como o nome sugere, é o da “balança”. Temos no lado do Passivo toda a origem de recursos, e no lado do Ativo, entretanto, temos todo o lado da aplicação desse capital que foi gerado. Portanto, criando uma situação hipotética em que a empresa toma dinheiro emprestado e aplica em algum ativo imobilizado, teremos uma entrada nas duas colunas do BP (Ativo Imobilizado e Passivo Circulante/Não Circulante, dependendo do prazo do empréstimo). Fica claro que não importa qual empresa esteja sendo analisada, teremos um *Ativo = Passivo + Patrimônio Líquido*, em seu Balanço Patrimonial.

Citando Alexandre Póvoa, temos que “qualquer registro de operação de débito de uma ou mais contas deve corresponder a um crédito de valor equivalente em uma ou mais rubricas, e, obviamente, o inverso é verdadeiro.” (*Valuation*, 2012).

2.2 – Demonstração de Resultado de Exercício (DRE)

A Demonstração do Resultado do Exercício é, resumidamente, uma tabela que agrupa as receitas e despesas da empresa durante o Exercício Social, esclarecendo seu lucro em diferentes níveis (Operacional, Antes do IR e Líquido). Conseguimos, através do DRE, verificar quais operações da empresa estão lucrando ou acarretando prejuízo durante o período relatado. Além disso, a demonstração financeira nos permite avaliar a magnitude de cada entrada e saída de capital, permitindo análises fundamentais para o desenvolvimento do negócio da companhia.

A Lei das S.A (nº 6404/1976) determina no artigo 187 a maneira que uma DRE deve ser estruturada. Abaixo, seguiremos com recortes explicitando as etapas de sua estrutura organizacional:

RECEITA BRUTA
(-) Deduções
<hr/>
RECEITA LÍQUIDA
(-) Custos das vendas
<hr/>
LUCRO BRUTO
(-) DESPESAS OPERACIONAIS
De vendas
Administrativas
Financeiras (-) Receitas Financeiras
Variações Monetárias
Outras Despesas ou receitas operacionais
<hr/>
EBITDA
<hr/>
(-) Depreciação e Amortização
<hr/>
LUCRO OPERACIONAL

(Tabela 2: Demonstração do Resultado do Exercício, Análise de Balanços, 2008)

O primeiro lucro calculado é o Bruto, que nada mais é do que a Receita Líquida (Receita Bruta – Deduções) subtraindo o Custo das Vendas, também conhecido como CMV (Custo das Mercadorias Vendidas). Logo após, são subtraídas todas as despesas operacionais, entendidas como aquelas que envolvem a atividade operacional da empresa (Ex: marketing, salários, etc). Após essa segunda subtração, temos o chamado Lucro Operacional da companhia, também conhecido como EBIT, abreviação para *Earning Before Interest and Taxes*. Depois, ao somar a Depreciação e Amortização de volta, que não tem efeito no caixa da companhia caixa e está embutida na subtração do CMV e das despesas gerais, ficamos com o EBITDA (*Earning Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*) da firma, uma das métricas mais utilizadas para avaliar o desempenho financeiro da empresa dentro do seu exercício contábil.

Na figura abaixo, temos a conta necessária para chegarmos no Lucro Antes do Imposto de Renda (LAIR, também conhecido como EBT). Devemos deduzir do Lucro Operacional, previamente calculado, o valor das receitas e despesas financeiras, que traduzem os resultados das aplicações financeiras da companhia (caixa + *hedge* através de derivativos, geralmente) e pagamentos dos empréstimos que foram tomados.

LUCRO OPERACIONAL
(+) Receitas Financeiras
(-) Despesas Financeiras
Lucro Antes do Imposto de Renda (EBT)

(Tabela 3: EBT, Análise de Balanços, 2008)

Finalizando a estrutura da DRE, temos a dedução do Imposto de Renda e Contribuição Social, calculada através de uma alíquota sobre o EBT. Com essa última subtração, chegamos no chamado Lucro Líquido da companhia, que resume todo o ganho real da companhia após todas as suas linhas operacionais, financeiras e fiscais.

Lucro Antes do Imposto de Renda (EBT)
(-) Alíquota do IR

Lucro Líquido do Exercício

(Tabela 4: Lucro Líquido, Análise de Balanços, 2008)

2.3 – O modelo de Fluxo de Caixa Descontado (DCF)

O modelo de Fluxo de Caixa Descontado, também conhecido como *Discounted Cash Flow* (DCF), será o método utilizado em nossa análise do valor justo da ação da RaiaDrogasil SA. Nele, buscaremos trazer os fluxos de caixas futuros, determinados através de nossas premissas sobre o panorama econômico e sobre o andamento do negócio da empresa, para o valor presente, chegando assim a um valor intrínseco considerado “justo” para o ativo.

A taxa de desconto utilizada será o custo médio ponderado do capital (*Weighted Average Cost of Capital*, WACC). Quanto à sensibilidade dessa variável, é possível afirmar que, quanto maior o WACC, maiores são os riscos do negócio da empresa, pois estaremos atribuindo um maior incerteza ao futuro da companhia e, conseqüentemente, à garantia dos fluxos de caixa estimados em nosso modelo.

Por fim, determinaremos a Perpetuidade da firma em nosso modelo. Em outras palavras, determinaremos um valor e um crescimento para a empresa para os anos seguintes à nossa avaliação, considerando que a empresa irá perdurar indeterminadamente. Precisamos determinar o valor da Perpetuidade da firma pois o processo de investimento em uma companhia não possui uma data limite de prazo para investimento, como é o caso dos Títulos Públicos ou dos títulos de dívidas corporativas (debêntures). Sendo assim, precisamos considerar os fluxos de caixa por um tempo indeterminado em nossa avaliação. Na prática, iremos analisar os próximos 5 anos de geração de caixa da empresa

de maneira singular, considerando toda a estrutura da companhia, seguindo com o crescimento na perpetuidade para os anos seguintes.

2.4 - Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

Como determinado anteriormente, o WACC será a variável utilizada para trazer os lançamentos futuros da companhia para o valor presente. Na literatura de *valuation*, ela é considerada uma das variáveis mais importantes do modelo de Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF), com impactos extremamente relevantes para o resultado final e sujeita à premissas subjetivas em seu cálculo. Como o nome sugere, ele é uma média ponderada que traduz a estrutura de capital da companhia, calculado através da proporção entre custo de capital próprio (Ke) e o custo da dívida (Kd). Sua fórmula é determinada por:

$$WACC = Ke * \left(\frac{E}{D + E} \right) + Kd * \left(\frac{D}{D + E} \right)$$

Onde:

Ke = Custo de Capital Próprio

Kd = Custo de Capital de Terceiros

D = Porcentagem de Capital de Terceiros na Companhia

E = Porcentagem de Capital Próprio na Companhia

Portanto, O WACC nos fornece dados sobre as perspectivas da empresa através da sua estrutura de financiamento. Seu valor calculado pode ser interpretado como o custo de oportunidade de se investir na empresa, e, quanto maior for o seu valor, maior o risco atrelado à operação de investimento.

3.0 – A RAIADROGASIL

3.1 - Histórico







A Droga Raia, fundada em 1905, foi uma das pioneiras no setor farmacêutico brasileiro. Em uma época onde os medicamentos eram majoritariamente de manipulação, a pequena loja de Araraquara, liderada pelo italiano João Batista Raia, mantinha uma operação com foco no cliente. Com um ritmo de aceleração completamente diferente do século que se sucedeu na empresa, o empreendedor resolveu abrir sua segunda loja em 1931, na cidade de Araçatuba, que fica à 300km de Araraquara. Desde então, a empresa iniciou um projeto de ganhar presença em São Paulo, atingindo a marca de 750 funcionários em 1992 e 80 lojas distribuídas pelo estado em 1999. Em 2010, com presença nacional, a empresa realiza sua oferta pública de ações (IPO) na B3 para acelerar seu projeto de expansão.

Trinta anos depois da primeira farmácia da Raia, surge a primeira loja da Drogasil na cidade de São Paulo, resultado da fusão de dois até então pequenos grupos de farmácias tradicionais: Drogaria Brasil e Drogaria Bráulio. Durante os anos que se passaram, foram realizadas diversas outras fusões, e a empresa foi encorpendo o seu projeto de crescimento com destimidez. Sempre tomando iniciativas no ramo tecnológico e de P&D, foi uma das pioneiras do setor a abrir o próprio laboratório em 1952, e a desenvolver um setor de Tecnologia da Informação em 1957. Em 1977, a empresa realizou uma oferta pública no pouquíssimo amadurecido mercado de ações brasileiro da época, que completava seu 9º ano de atuação.

Com quase 200 anos de história e experiência somados no setor, as duas empresas realizaram uma fusão em 2011 para formar a RaiaDrogasil. Atualmente, a “RD” (apelido expresso em seu logotipo) é a maior empresa do setor farmacêutico no Brasil. Se considerarmos o setor de varejo, ela ocupa a 6ª posição. Com mais de 2000 lojas e uma receita bruta de R\$21,2 bilhões em 2020, a empresa começa a trabalhar com novas vias de crescimento, visando se tornar um HUB de saúde nos próximos anos e mudando completamente a dinâmica do setor, que há pouco mais de 100 anos atrás vendia apenas remédios manipulados.

3.2 – Conselho e Diretoria Executiva

O *Board* da RaiaDrogasil é composto por 9 conselheiros, dos quais 3 são independentes, isto é, não possuem participação controladora do negócio, e trabalharam em lugares distintos para agregar no debate que culmina na tomada de decisão do rumo da empresa. De acordo com o Formulário de Referência divulgado pela companhia, que é participante do chamado Novo Mercado (empresas que atendem diversos requisitos da B3 e, por consequência, são reconhecidas como detentoras de um alto padrão de governança), o Board da RaiaDrogasil possui 45% de sua remuneração fixa e 55% variável. Isso significa que mais da metade do salário dos seus conselheiros está atrelada ao cumprimento de metas pré-estabelecidas, relacionadas à operação e expansão da empresa. Temos, portanto um alinhamento de interesses entre os membros do Conselho e a lucratividade da empresa no longo prazo, algo que é extremamente benéfico para os seus demais acionistas. Abaixo, temos um quadro com a descrição de cada membro do Conselho, e uma tabela com a distribuição acionária da companhia:

	• Antonio Carlos Pipponzi (Presidente)	} Família herdeira da Droga Raia. Antonio Carlos Pipponzi foi o CEO da Droga Raia durante o período de fusão com a Drogasil.
	• Cristiana Almeida Pipponzi	
	• Carlos Pires de Oliveira Dias	} Família controladora da Drogasil desde 1935, quando a Drogaria Bráulio realizou uma fusão com a Drogaria Brasil.
	• Renato Pires Oliveira Dias	
	• Paulo Sérgio Coutinho G. Filho	} Primeiro CEO da RaiaDrogasil.
	• Plínio V. Musetti	} Janos Holding, que realizou um investimento de Private Equity na empresa em 2008. Também fazem parte do Board da Natura, outra empresa do Novo Mercado.
	• Marco Ambrogio C. Bonomi	} Membro do Comitê de Governança Corporativa do Banco Itaú.
	• Marcelo José Ferreira e Silva	} Primeiro CEO da Magazine Luiza.
	• Jairo Eduardo Loureiro	} Membro do Board da Hypera Pharma.

(Figura 1: Conselho da RaiaDrogasil, Elaborado pelo autor)

Shareholder	% (ON)
Família Pires	13%
Família Pipponzi	11%
Família Galvão	7%
Janos Holding	4%
Free Float	65%
Total	100%

(Figura 2: Composição Acionária, Elaborado pelo autor)

A Diretoria Executiva, responsável pela execução diária do negócio, é composta por 8 pessoas com experiências em *managements* de outras empresas ou consultorias. Também temos o caso do CFO Antônio Coelho, que acumula mais de 30 anos de experiência na RaiaDrogasil. É válido ressaltar que Eugênio de Zagottis, diretor de Planejamento Corporativo, RI e M&A da RD, também é o atual presidente da ABRAFARMA (Associação Brasileira de Redes de Farmácias e Drogarias).

Nome	Posição	Ocupação anterior	Experiência dentro da RD
Marcílio D'Amico Pousada	CEO	Presidente Saraiva	8 anos
Antonio Carlos Coelho	CFO	-	36 anos
Bruno Wright Pipponzi	Negócios de Saúde	Odontoprev	10 anos
Eugênio de Zagottis	Planejamento Corporativo, RI e M&A	Consultor na McKinsey	18 anos
Fernando Kozel Varela	Transformação Digital	Consultor na Arthur Andersen	22 anos
Marcello de Zagottis	Comercial e Marketing	Consultor na Accenture	15 anos
Maria Susana de Souza	RH	RH no Walmart	7 anos
Renato Cepollina Raduan	Operações de Loja, Multicanal e Expansão	VP Walmart	8 anos

(Figura 3: Diretoria Executiva, Elaborado pelo autor)

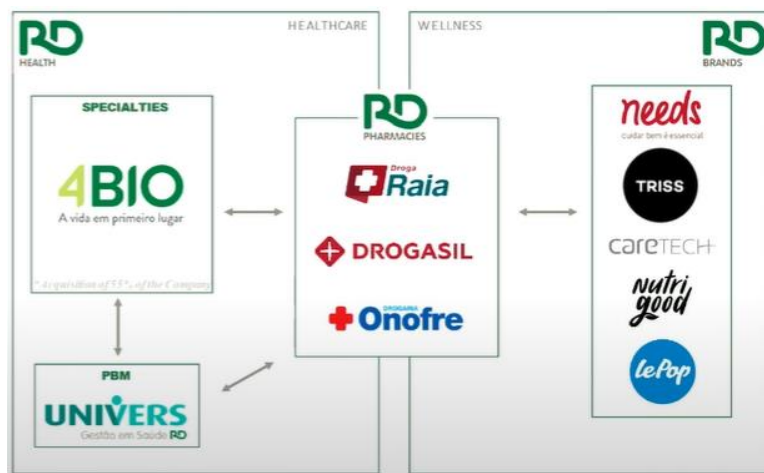
3.3 – O Business

A RaiaDrogasil, em sua apresentação institucional, divide sua operação em 3 pilares: Farmácia, Marcas e Saúde. A primeira é a sua principal frente, composta pelas lojas físicas e digitais da Raia e Drogasil. Até o final de 2020, a Onofre (adquirida em 2008) também fazia parte do time de lojas físicas, mas migrou totalmente para o ambiente virtual. É a maior fonte de receita da companhia, representando seu *core business*.

A frente de Marcas diz respeito aos produtos de *private label* da companhia, isto é, que são fabricados pela própria RaiaDrogasil. Hoje em dia, eles representam aproximadamente 3% do faturamento da RD, e estão majoritariamente distribuídos nos setores de cuidado/bem-estar e perfumaria das lojas. São produtos com margens elevadas (52% de margem bruta, em média vs. 29% dos outros produtos), sendo assim um ponto importante na estratégia de lucratividade da empresa.

Por fim, a frente de Saúde é representada por duas empresas: 4Bio e Univers. A 4Bio, adquirida em 2015 pela *holding*, é uma empresa que fabrica medicamentos de alta complexidade, que necessitam de cuidados especiais no armazenamento e transporte, sendo muitas vezes recebido em mãos pelo cliente em seu domicílio. É uma empresa com um crescimento notável, expandindo seu faturamento de R\$186mn para R\$933mn em quatro anos (CAGR 2015-2019 de 49,7%), e que na divulgação do 4º trimestre de 2020 tinha 4 lojas físicas. O segundo braço da frente de Saúde está na Univers, que negocia contratos e convênios com planos de saúde.

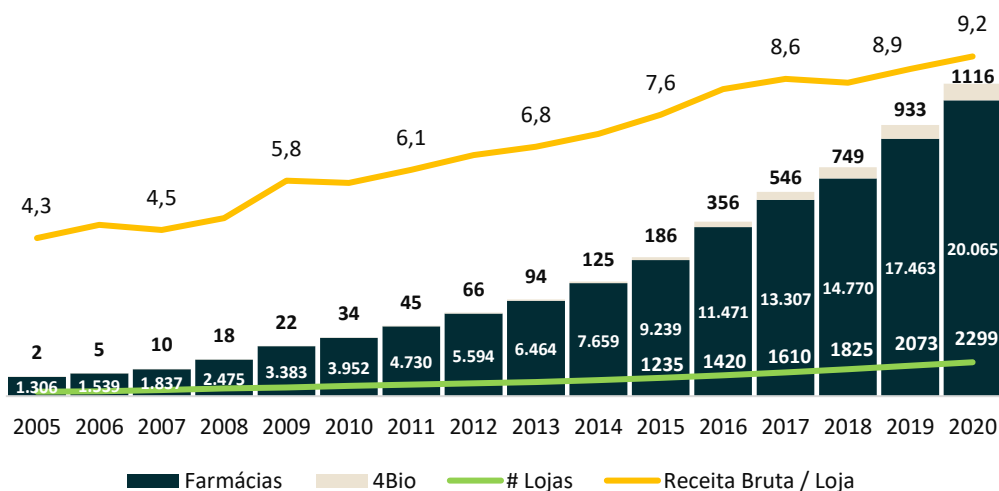
O diagrama abaixo foi retirado da apresentação de Relações com os Investidores da companhia, e ajuda a visualizar toda a sua operação:



(Figura 4: A operação da RD (Apresentação institucional))

A empresa também possui uma frente digital desenvolvida, com omnicanalidade entre loja digital e física. Sua presença no e-commerce engloba diversas iniciativas, como o aplicativo Stix em parceria com o Grupo Pão de Açúcar, com troca de pontos entre as marcas que garantem descontos digitais. A empresa alega como vantagem competitiva a sua extensa base de clientes (aproximadamente 40 milhões, segundo Eugênio De Zagottis, Diretor de RI), que traz como consequência um CAC (*Customer Acquisition Cost*) abaixo dos seus concorrentes no negócio digital.

Abaixo, podemos ver a evolução do faturamento da RaiaDrogasil. A linha amarela representa a receita bruta por loja, que nada mais é do que a coluna azul (faturamento declarado nas divulgações de resultado, em milhões) dividido pelo número de lojas (linha verde clara). A inclinação positiva desta linha é um indício de que a expansão da companhia não tem apresentado perdas de eficiência em seu decorrer.

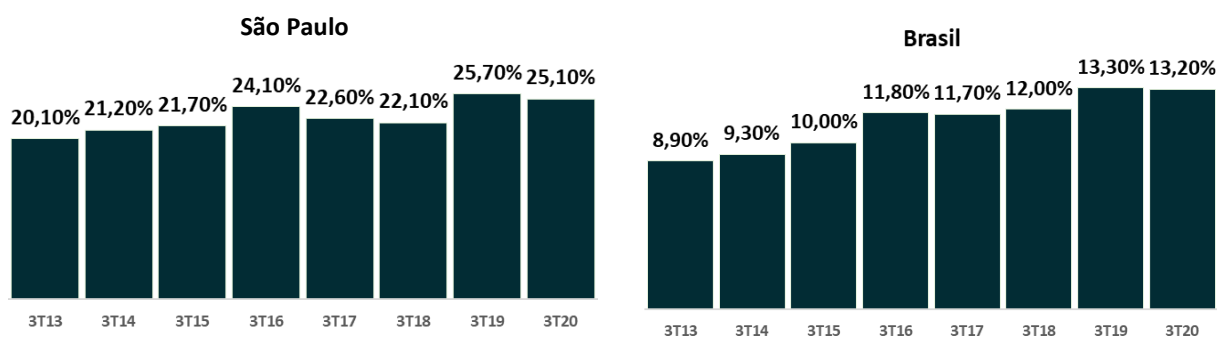


(Figura 5: Evolução do faturamento, Elaborado pelo autor)

3.5 – Market Share

O *Market Share*, ou fatia de mercado, corresponde à porcentagem do faturamento da empresa sobre o valor transacionado no setor em um determinado período. Logo, quanto mais dominante for a empresa dentro do mercado, maior a porcentagem calculada.

Embora seja a empresa mais consolidada do setor farmacêutico brasileiro, a RaiaDrogasil não possui uma fatia de mercado significativa se compararmos com as empresas líderes de outros setores. Em São Paulo, onde sua operação é mais concentrada (3 CDs e 1106 lojas), a companhia detém um Market Share de 25,10% (3T20). Quando consideramos o Brasil inteiro, temos parcela logicamente menor, com 13,10% da fatia total de mercado.



(Figura 7: Market Share São Paulo e Brasil (RI RaiaDrogasil))

Isso pode ser um bom sinal, pois teoricamente existe espaço para a empresa crescer em território nacional, explorando as suas vantagens competitivas. No entanto, antes de assumir essa proposição como verdadeira, precisamos entender a dinâmica do setor e como a empresa se situa diante dos seus competidores, para ver se é possível realizar o crescimento e “roubar” a participação das outras companhias, ou então se existe espaço para adensamento de um mercado pouco penetrado dentro de seu *addressable market*.

4.0 – O SETOR FARMACÊUTICO NO BRASIL

4.1 – A fragmentação do setor

Uma particularidade do setor farmacêutico brasileiro é a sua fragmentação. Existem muitas empresas tradicionais/familiares que operam de maneira independente dentro deste nicho, e muitos deles conseguem preços competitivos através das associações, que ganham poder de barganha com os fornecedores de medicamentos e fazem frente com as grandes empresas.

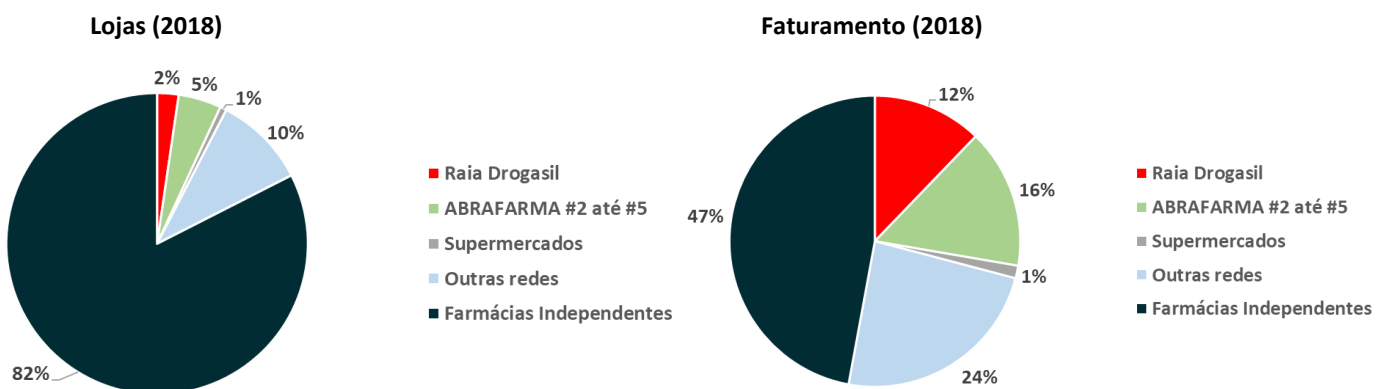
Um índice muito utilizado pelos reguladores americanos para avaliar se um setor está concentrado após uma transação de M&A é o chamado *Herfindahl-Hirschman Index* (HHI). O seu resultado é calculado através da soma dos quadrados das fatias de mercado que as 50 maiores empresas desse nicho detém. Temos, portanto, que se uma empresa possui um share de 60%, a primeira parcela para a soma do HHI é de 3600. Por outro lado, se a maior empresa do setor tiver uma participação de 10%, o cálculo parte de 100, sendo assim efetuado para todas as 50 companhias. Abaixo, temos os parâmetros utilizados para julgar a concentração de um setor baseado em seu HHI:

HHI (Herfindal-Hirschman Index)	
$x < 1500$	Mercado Competitivo
$1500 < x < 2500$	Moderadamente Concentrado
$x > 2500$	Altamente Concentrado
Varejo Farmacêutico	365

(Figura 8: *Herfindal-Hirschman Index (Investopedia)*)

Calculando o HHI para o varejo farmacêutico, chegamos no valor de 365, indicando que trata-se de um setor com “Mercado Competitivo”. É válido ressaltar que o valor encontrado ainda é superestimado, uma vez que não foi possível coletar dados do share de 39 *players*; Sendo assim, a participação do 11º colocado foi replicada para os demais, resultando em um número muito maior do que o valor “justo” para o índice, mas que já explicita o quão fragmentado é o setor, fornecendo espaço para posteriores consolidações.

Abaixo, temos dois gráficos extremamente relevantes para entendermos como a categoria funciona, retirados da apresentação de RI da RaiaDrogasil. O primeiro diz respeito ao número de lojas no Brasil, enquanto o segundo corresponde ao faturamento. Na legenda, “ABRAFARMA #2 até #5” entende-se pelas empresas que ocupam as respectivas posições quando tratamos de faturamento da Associação.



(Figura 9: Número de lojas e faturamento no setor (RI RaiaDrogasil))

Enquanto a RaiaDrogasil possuía apenas 2% das farmácias em âmbito nacional (2018), temos que seu faturamento correspondia a 12% do setor. Enquanto isso, as farmácias independentes, que compunham 82% das lojas no Brasil, possuíam um Market Share de 47%. Isso deixa claro a lucratividade na operação da RD, que utiliza de seu tamanho dentro do setor para trabalhar com dados, logística e relações com fornecedores, mantendo um alto nível de faturamento por loja frente aos demais concorrentes.

4.2 – O desafio de comparar com os mercados internacionais

Quando estamos analisando uma companhia, é natural o processo de procurarmos por casos semelhantes ao redor do mundo. Assim, podemos refinar as nossas premissas, entendendo os diferentes estágios de maturação que as empresas podem passar, os múltiplos financeiros que elas apresentam e como o mercado/setor podem reagir aos seus respectivos planos de expansão, dentre inúmeras outras informações que podem ser extraídas.

No entanto, ao realizar esse tipo de análise com o mercado farmacêutico, encontramos diversas particularidades quando tratamos do Brasil. A primeira grande “jabuticaba” está no número acima da média de farmácias por habitante. Enquanto a World Health Organization recomenda que as nações pratiquem uma proporção de 1 farmácia para 8000 habitantes, em 2009 tínhamos aproximadamente 1 farmácia para 2500 habitantes em território nacional. É um número de farmácias muito acima do recomendado, que levantam vários questionamentos sobre o risco de saturação do mercado. Porém, toda leitura de dados precisa vir acompanhada de uma análise qualitativa, e, ao realizá-la, temos alguns esclarecimentos sobre o setor brasileiro.

A primeira consideração está na particularidade no que tange o modelo de loja. Comparando com o modelo dos Estados Unidos, vemos que as farmácias aqui são menores (muitas vezes negócios locais com administração familiar, como já vimos). Isso já levanta a hipótese de que o Brasil talvez não ofereça uma variedade de produtos dentro de suas farmácias se comparado ao resto do mundo, fazendo com que exista uma maior quantidade de farmácias vendendo produtos complementares como consequência. Abaixo, temos um recorte comparando o tamanho das lojas e o de seus frequentadores, em estudo realizado pela Liga Financeira da Poli-USP:

País	m ² (2019)	Gasto per capita (R\$/ano)	Faturamento (US\$ bi/2019)
EUA	850	2912	250
Brasil	202	524	26

(Figura 10: Dinâmica das lojas vs EUA (Poli-USP))

Outro dado que chama a atenção é o gasto *per capita* anual dos consumidores do varejo farmacêutico brasileiro. De fato, esse número é muito menor se comparado à mesma métrica nos EUA, e que salta aos olhos de quem está comparando os números de maneira

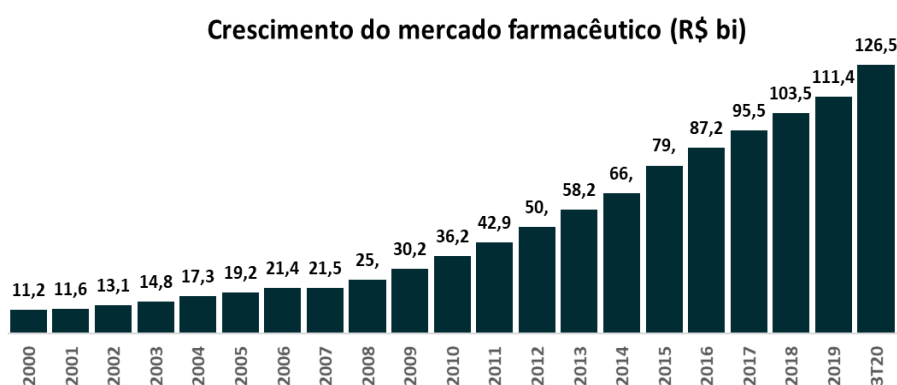
isolada. Contudo, devemos considerar que o setor farmacêutico possui dinâmicas muito distintas entre os países quando consideramos a compra de medicações:

Nos EUA, existem programas de benefícios aos trabalhadores, onde intermediários negociam descontos e reembolsos com fabricantes e atacadistas. Já a Europa é marcada por políticas de reembolso de medicações muito abrangentes. No Brasil, boa parte do gasto com medicações sai do bolso do consumidor (aprox. 90% - dados da PoliFinance (USP)), o que naturalmente justifica esse gasto *per capita* reduzido. Em outros países, temos uma parcela muito maior sendo reembolsada, devido às diversas políticas locais.

Embora seja possível extrair informações comparáveis entre os setores ao redor do mundo, é preciso admitir o desafio que existe em filtrar os dados plausíveis para análise. Setores farmacêuticos estão muito sujeitos à regulação dos seus respectivos países, então dinâmicas de gastos dos consumidores podem ser completamente diferentes. Além disso, existe a questão microeconômica, onde as lojas podem ofertar produtos e até serviços diferentes, tendo fortes implicações no tamanho das mesmas.

4.3 – O que esperar dos próximos anos?

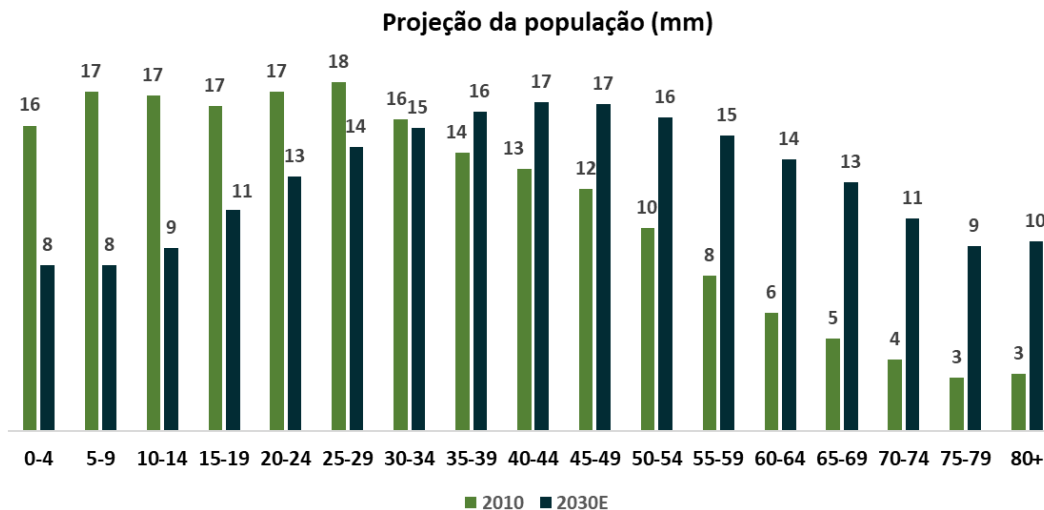
Os últimos anos foram marcados por recessões, quedas na Confiança do Consumidor (FGV-IBRE), crise do Coronavírus, dentre outros aspectos desafiadores para a economia brasileira. No entanto, o setor farmacêutico se mostrou extremamente resiliente, mantendo um crescimento anual composto médio de 12,9% ao ano desde 2000. Em nenhum ano o valor total movimentado no setor foi menor do que no ano anterior, como podemos ver no gráfico abaixo:



(Figura 11: Crescimento do Mercado Farmacêutico, Elaborado pelo autor)

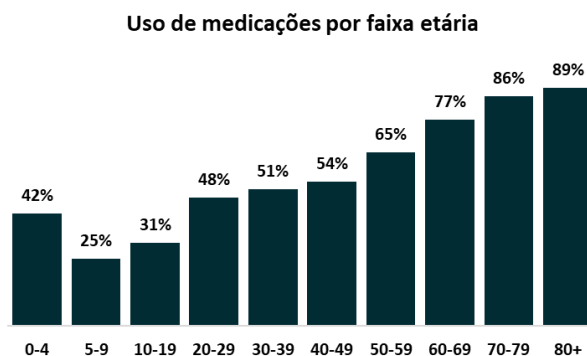
Portanto, foi um mercado bem resiliente e sólido nos últimos tempos. Mas, como em qualquer análise de mercado, é preciso considerar que resultados passados não indicam que os resultados futuros serão semelhantes. Para entender o caminho que o mercado pode trilhar, é preciso entender certos fatores que envolvem a demografia brasileira e podem sustentar uma argumentação de expansão.

O Brasil está passando por um processo de envelhecimento da população. As projeções do IBGE apontam que em 2100 teremos mais de um terço da população sexagenária, em um cenário onde as pessoas estão tendo cada vez menos filhos e a população aumenta a sua expectativa de vida com as tecnologias disponíveis. Abaixo, temos uma projeção do IBGE para 2030, onde podemos ver bem essa mudança, com as barras expressando em milhões cada faixa etária dessa população vs. o que foi estimado em 2010:



(Figura 12: Pirâmide Etária em 2010 e 2030E, Elaborado pelo autor)

Existem alguns setores que se “beneficiam” com essa mudança estrutural na população brasileira, pois acabam expandindo o seu mercado consumidor. Dentre eles, podemos destacar o de planos de saúde, além do farmacêutico. Como podemos ver abaixo (dados da IQVIA), o avanço da idade está diretamente relacionado com o consumo de medicações:



(Figura 13: Uso de medicações por faixa etária (IQVIA))

Evidencia-se, portanto, um potencial crescimento do mercado farmacêutico para os próximos anos. É um setor que apresenta resiliência em tempos difíceis para a economia, com potencial para se alavancar operacionalmente em momentos mais otimistas. Também temos um crescimento estrutural para frente com o envelhecimento da população, uma vez que temos 89% da população com mais de 80 anos consumindo algum tipo de medicação, mostrando que existirão novos consumidores em um futuro

próximo. Esse cenário é apresentado como uma oportunidade para a RaiaDrogasil buscar uma maior fatia de mercado não somente através da fatia de outras companhias, mas também desses novos entrantes, visto que a penetração no mercado tende a aumentar.

5.0 – PRINCIPAIS COMPETIDORES

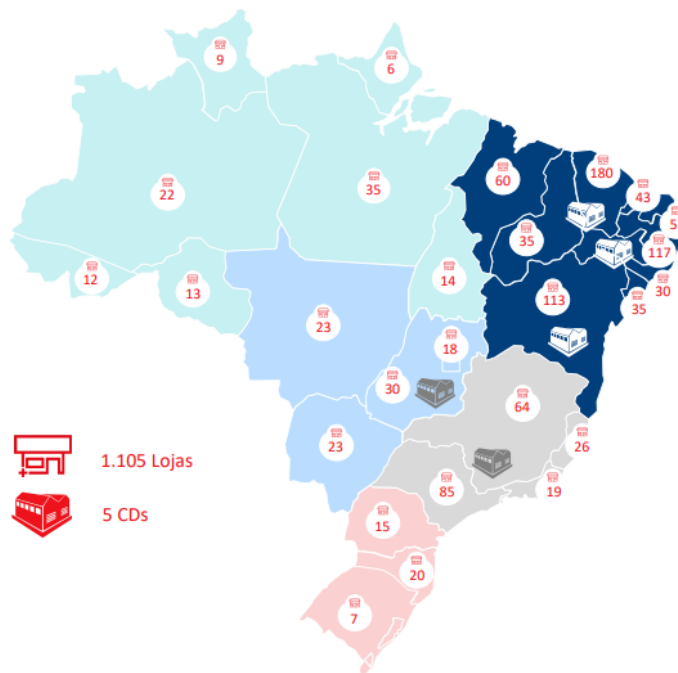
Em dados apresentados no Investor Day 2020 da Raia Drogasil, foram indicados quais seriam os principais concorrentes da RD. Abaixo, uma breve análise de cada um, seguido do posicionamento empresa no ambiente competitivo.

5.1 – Pague Menos

Fundada em 1981 no bairro de Carlito Pamplona, no Ceará, a Pague Menos sempre inovou dentro do *business* de farmácia, não se limitando ao escopo de apenas vender medicamentos no balcão. Oito anos após a sua fundação, iniciou o recebimento de contas em suas filiais, buscando gerar um maior fluxo para as lojas. Em 1993, iniciou o seu negócio de farmácia de manipulação, e em 1998 desenvolveu o Cartão de Crédito Pague Menos, com eventuais benefícios para os produtos comprados através dele.

A rede, que em 2009 alcançou presença em todas as capitais, abriu o seu capital em 2020 (PGMN3) para financiar o seu novo ciclo de crescimento. Sua oferta pública saiu 17% abaixo do piso da faixa, pois muitos investidores não compraram o crescimento da empresa, que não havia apresentado números significativos até então, mesmo com alguns aportes prévios de *private equity* que visavam um case de *turnaround* no passado. Além disso, muitas de suas lojas foram fechadas no decorrer do projeto de expansão para controlar a relação entre dívida líquida e EBITDA da companhia, mostrando que algumas lojas não performaram conforme esperado.

Ao final de 2020, a companhia se encontrava como a terceira maior rede de farmácias do Brasil, com 1105 lojas e 5 centros de distribuição, conforme figura abaixo.



(Figura 14: Distribuição de Lojas Pague Menos (RI Pague Menos))

Grande parte do seu negócio é concentrado nas regiões Norte e Nordeste (entre 65% e 75% da receita), onde a empresa pretende focar o plano de expansão. A Pague Menos é a líder de posicionamento nessas duas regiões, com 19,3% de Market Share no Nordeste e 9,8% no Norte. Para se ter uma ideia da força da marca, essas fatias de mercado correspondem à 1,9x e 1,6x a fatia da segunda empresa mais consolidada em cada área, respectivamente.

Dessas informações, podem ser elaboradas duas linhas de pensamento diferentes. A primeira seria de que a expansão nessas regiões traz consigo o risco de canibalização, com uma queda no indicador de receita por loja, se tornando algo ineficiente. No entanto, um estudo recente da IQVIA mostrou que o mercado farmacêutico cresce acima da média nacional nessas regiões (atualmente estão em 24% do mercado nacional), e um posicionamento sólido da Pague Menos poderia ser extremamente benéfico para acompanhar a tendência sendo ainda mais consolidada na sua atuação regional.

Seu foco está no consumidor da classe B, C e D, com 2/3 das lojas focadas principalmente no diferencial de preço, como o próprio nome da companhia sugere. Em medicamentos de uso contínuo, o preço da Pague Menos é o menor. Para o futuro, a empresa acredita na transformação das lojas em Hubs de saúde e na omnicanalidade para otimizar o negócio

digital. Por fim, também trabalha com os produtos de Private Label (aproximadamente 5% das vendas), estes com uma margem muito maior e um giro de estoque muito mais eficiente.

A companhia conta com um board composto por 9 pessoas, dos quais 5 são das famílias fundadoras, e 4 são especialistas do setor, com experiência em consultoria e varejo. Além disso, o seu management foi reestruturado nos últimos 3 anos, e conta com pessoas de muita experiência nos mais diversos setores da economia, principalmente no farmacêutico.

Atualmente, a empresa tem todas as suas lojas plugadas no e-commerce, e uma base de clientes de 16 milhões. Em 2020, registraram R\$7,3 bilhões de Receita Bruta, R\$572 milhões de EBITDA e R\$96 milhões de Lucro Líquido.

5.2 – Grupo Drogarias Pacheco São Paulo (DPSP)

O grupo, criado em 2011 a partir da fusão da Drogaria Pacheco com a Drogaria São Paulo, é um dos maiores players não só do mercado farmacêutico nacional, mas também do varejo de maneira geral. Foi um movimento semelhante ao que consolidou a RaiaDrogasil, no mesmo ano. A DPSP mantém uma presença nacional com alcance em 9 Estados, que, com os 6 centros de distribuição, garantem uma operação de logística bem robusta. Além da RD, o Grupo DPSP é a única empresa do setor com reposição diária de estoque.

É uma empresa que historicamente sempre se adaptou às condições que eram apresentadas, fator importante para qualquer companhia que deseja prosperar dentro do seu setor. Como exemplo, podemos citar a pandemia do coronavírus, quando o grupo inaugurou o serviço Viva Saúde como uma espécie de “clínica móvel”, que se transportava dentro de vans para as casas das pessoas, realizando testes e vacinas em domicílio.

Sua receita é basicamente concentrada na região Sudeste. Traduzindo em números, aproximadamente 80% das lojas da DPSP estavam no Rio de Janeiro (25%) e em São Paulo (55%) no final de 2019, quando registrou R\$9,7 bilhões de faturamento. O plano

de expansão da empresa está voltado para a região Nordeste, acompanhado do fechamento de algumas lojas do Sudeste.

Em estudo realizado pelo UBS e citado pela InfoMoney em outubro de 2018, temos que a taxa de canibalização da DPSP é uma das melhores do setor, se considerarmos sua extensão em número de lojas. O artigo, que apresenta o número de lojas que estão a cinco minutos de carro uma da outra, apresentou uma taxa de 85,1% para a RD, 77,7% para a DPSP e 75,9% para a Extrafarma.

Em 2020, o Grupo registrou mais de 1400 lojas físicas, além de um crescimento acima de seus concorrentes no negócio digital (300% *year over year*). A grande meta está em seguir a expansão para o negócio digital, além de focar na praticidade dentro de suas lojas, que, segundo o presidente da companhia, irá “reduzir o tempo do cliente no balcão”.

Em 2020, registraram R\$9,8 bilhões de Receita Bruta e R\$7,6 milhões de Lucro Líquido, com uma margem líquida muito apertada. Parte dessa pressão nas margens vem de um ambiente concorrencial desfavorável, com o crescimento de associações e cadeias regionais, além da pandemia do Coronavírus gerando efeitos não-recorrentes.

5.3 – ExtraFarma

Atuando no mercado como subsidiária da Ultrapar (UGPA3), a Extrafarma foi fundada em 1960 no Pará, inicialmente como uma distribuidora de medicamentos. Em 1997, migrou para o segmento de varejo farmacêutico, iniciando seu projeto de expansão dois anos após a transformação. Em 2020, fundaram seu canal de vendas digitais.

Suas lojas são majoritariamente distribuídas nas regiões Nordeste e Norte. O projeto de expansão está focado na região Sudeste (7,5% das lojas estavam em São Paulo no terceiro trimestre de 2018 vs 10,7% no terceiro trimestre de 2019). Segundo o *management* da companhia, estão realizando uma otimização para fechar as lojas que não performam conforme desejado.

No final de 2020, a empresa contabilizava 405 lojas, das quais 75% eram maduras. Registraram uma Receita Bruta de R\$548 milhões e EBITDA de R\$34 milhões. Para critérios de análise, é importante registrar que a empresa teve um impacto de R\$593,3

milhões em seu balanço no quatro trimestre de 2019, devido à uma reavaliação dos seus ativos (*impairment*).

5.4 – Como a RaiaDrogasil se posiciona?

Como dito anteriormente, existem duas vantagens competitivas muito claras para a RD: a solidez na execução do seu *guidance* e a operação de logística, que garantem um crescimento seguro e contínuo, sem o chamado “voo de galinha”. Além disso, podemos destacar a cultura da RaiaDrogasil e o alinhamento de todos os seus funcionários como fator de destaque dentro do setor, registrando uma rotatividade de funcionários abaixo dos seus concorrentes e diluindo custos adicionais de novas contratações como consequência.

Quanto à parte de serviços, utilizaremos como métrica a nota das companhias no portal ReclameAqui, que nos fornece não só um parâmetro para número de reclamações e qualidade do serviço, mas também é um bom indicador para mostrar a preocupação da empresa em resolver os problemas que são levantados pelos consumidores no portal, com base no percentual de reclamações respondidas:

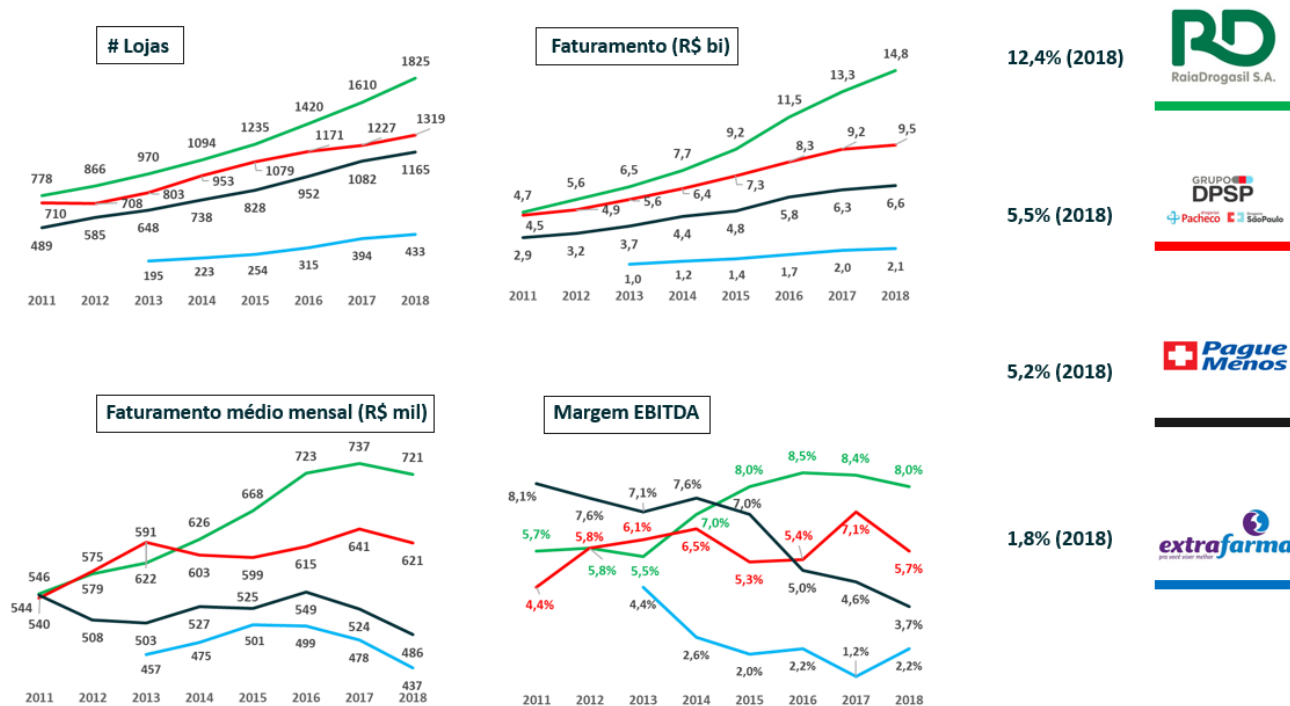
	Nota	Reclamações respondidas
Extrafarma	8	96,6%
Pague Menos	8	96,0%
Drogaria Pacheco	7,8	99,8%
Droga Raia	7,7	99,5%
Drogasil	7,6	99,5%
Drogaria São Paulo	7,6	99,8%

(Figura 15: Notas ReclameAqui, Elaborado pelo autor)

Temos, portanto, um melhor serviço da Extrafarma, com a nota 8 de 10 dada pelos consumidores. As farmácias que compõem a rede da RD estão na parte inferior da tabela, o que apresentaria em tese um serviço de menor qualidade. No entanto, percebe-se que ela possui um maior índice de resposta, mostrando que está comprometida com a melhoria do serviço prestado. Além disso, é válido ressaltar que todas as notas variam apenas 0,4 pontos na coluna de Nota e 3,8 pontos percentuais na coluna de Reclamações

Respondidas, tornando muito difícil qualquer conclusão acerca do serviço prestado pelos grandes *players* do mercado.

Abaixo, temos alguns indicadores apresentados no RD Day 2020 que servem de ferramental para uma comparação mais quantitativa. Na coluna da direita, temos a legenda por concorrente apresentado:



(Figura 16: Dados Financeiros dos concorrentes (RI RaiaDrogasil))

Os números mostram que a RaiaDrogasil possui uma estrutura de negócio mais confortável, com maior margem EBITDA. Esse indicador é importante caso a empresa decida investir em algum projeto de expansão, pois ela sacrificará um pouco de margem para isso. Além disso, o faturamento médio mensal por loja é maior na RD. Embora seja um dado muito relacionado ao tamanho da unidade, temos alguma informação para ser extraída sobre eficiência nas vendas frente aos concorrentes, ainda mais se considerarmos o número de lojas que a empresa reportou em 2018. Outro indicador que não está indicado nos gráficos, mas merece destaque, é o de endividamento. A saúde financeira da RD é evidente se comparada aos seus concorrentes, com aproximadamente 0,7x de Dívida Líquida em relação ao EBITDA.

Vemos, portanto, um excelente posicionamento da RaiaDrogasil no setor, além de indicadores claros de que existe um bom caminho a ser trilhado nos próximos anos.

6.0 – EXPANSÃO DA COMPANHIA

6.1 – Vias de Crescimento

Em sua apresentação para os investidores de 2020, chamada de RD Day, a RaiaDrogasil expressou as suas intenções de expansão para os próximos anos. Podemos dividir os pontos levantados em duas partes: expansão de projetos já existentes dentro da companhia e novas vias de crescimento. Desse primeiro grupo, temos o *guidance* de novas lojas para o ano de 2021 e 2022: 240 aberturas por ano. A companhia também reiterou o seu foco na expansão do negócio digital, e se comprometeu de maneira mais rígida com a agenda ESG.

Quanto aos novos projetos, a RaiaDrogasil anunciou um caminho muito próximo de seus *peers* nos Estados Unidos (Wallgreens/CVS), desejando fazer da farmácia um HUB de saúde. A ideia é cuidar de perto da saúde e bem-estar das pessoas em todos os momentos da vida. A farmácia irá oferecer teleatendimento com profissionais da saúde, além de realizar exames simples dentro de sua localidade. Por fim, também trouxeram aos investidores a meta de desenvolver um *marketplace* de serviços, virando não só uma fornecedora de remédios, mas um centro de saúde e bem-estar.



(Figura 17: O conceito de HUB de saúde (RI RaiaDrogasil))

O objetivo seria implementar o conceito de jornadas dentro da farmácia. Para facilitar a compreensão desse conceito, tomaremos como exemplo um indivíduo com problemas de açúcar no sangue. Ele não só terá na loja um ambiente para aferir o nível de glicose em seu organismo, como também terá todo o suporte para um teleatendimento com um endocrinologista, por exemplo. Enquanto a consulta se desenvolver, esse paciente teria dentro da farmácia um técnico que estaria apto a realizar exames simples, complementando a consulta, que sairia por um preço abaixo da média. Por fim, ao finalizar a consulta, o indivíduo poderia entrar no *marketplace* de serviços e assinar um pacote de alimentação saudável, focando no seu bem-estar e encontrando todas as soluções dentro da unidade da RD.

Percebe-se que essa fidelização também é uma poderosa ferramenta de alavancagem do ticket médio do consumidor. A Pague Menos realizou um projeto semelhante, e registrou um aumento de 2,6x nos gastos do cliente. Nos EUA, a CVS desenvolveu o programa *Minute Clinic*, que registrou o impacto na mesma magnitude.

6.2 – Riscos do negócio

O mercado de farmácias é considerado um bem essencial. Durante a pandemia, boa parte das empresas descritas mantiveram uma operação de até 95% das lojas em alguns momentos. Além disso, comprar remédio não é algo que entre na prioridade de descarte da lista de consumo das pessoas caso sua restrição orçamentária diminua. Sendo assim, é válido concluir que existe um impacto sim das condições macroeconômicas sobre o negócio, mas não tão grande como em outros setores.

Analisando sob uma ótica microeconômica, fica visível que a competição é o risco que mais merece a atenção. De fato, o ambiente pode ficar muito competitivo em preços, fazendo com que as empresas apertem suas margens. Além disso, pequenas e médias empresas podem formar associações extremamente fortes no sentido de competição, fazendo frente às maiores companhias. Por mais que a RaiaDrogasil esteja confortável dentro das suas margens, é válido lembrar da já discutida pulverização do setor, e o quanto isso poderia afetar os seus resultados dentro de um horizonte relevante.

Outro risco que vale ser citado é o de execução da Raia Drogasil. Por mais que ela seja conhecida pela solidez na execução do projeto de expansão, deve-se sempre considerar

que ela pode adensar de maneira muito intensa em uma determinada região, gerando canibalização, ou então abrir lojas em lugares muito ineficientes, que aumentaria muito o custo de logística, mitigaria a alavancagem operacional e prejudicaria o resultado da companhia.

7.0 – VALUATION

Uma vez finalizada a análise qualitativa do negócio, daremos início à análise quantitativa aplicando o modelo de *valuation* descrito anteriormente

7.1 – Dados operacionais

Os dados operacionais nos dão informações importantes sobre o posicionamento da empresa e de como a geração de receita deve se comportar nos próximos anos. Primeiramente, temos a evolução do Market Share da companhia desde 2017:

REGIÃO	2017	2018	2019	2020	Var (17-20)
São Paulo	23,7%	23,9%	26,3%	27,1%	14,3%
Sudeste (ex-SP)	8,1%	8,8%	9,4%	9,9%	22,2%
Centro Oeste	14,0%	15,2%	15,9%	17,6%	25,7%
Sul	6,7%	7,3%	8,3%	9,6%	43,3%
Nordeste	5,8%	7,0%	8,8%	9,9%	70,7%
Norte	0,3%	1,7%	3,6%	6,0%	1900,0%
Brasil	11,7%	12,4%	13,7%	14,7%	25,6%

(Tabela 6: Evolução do Market Share por região (RI RaiaDrogasil))

Os números da tabela nos indicam que a RaiaDrogasil está ganhando participação de mercado em todas as regiões brasileiras, com destaque para o Norte e Nordeste, que tinham bases fracas para comparação, por ainda contar com uma operação muito incipiente. Isso nos traz a visão de um plano de expansão bem executado, em que foi possível controlar o desenvolvimento das lojas em toda a extensão territorial brasileira. Parte do ganho de mercado em 2020 pode ser atribuído à situação financeira confortável da companhia, que trouxe uma margem para passar pela pandemia enquanto alguns concorrentes precisaram tomar medidas operacionais mais drásticas.

Outro dado relevante é o de lojas maduras. Quando a RaiaDrogasil ou qualquer outra empresa do varejo inaugura uma loja, ela não se encontra de imediato no ápice da sua capacidade operacional. Existe a chamada curva de maturação, que dura aproximadamente 4 anos, para que ela atinja 100% da lucratividade esperada. Durante esse período, ocorre todo o processo de estruturação da mesma, com gastos operacionais maiores do que a média e um fluxo crescente de consumidores, que estão conhecendo e se ambientando com a loja. Abaixo, temos uma tabela divulgada pela empresa com a evolução esperada da receita e margem bruta das suas unidades, compreendendo todos os seus gastos iniciais com a operação para deixá-la rodando no padrão de uma loja completamente integrada no *business*:

CURVA DE MATURAÇÃO	MARGEM DE CONTRIBUIÇÃO	RECEITA BRUTA
	(% DA RECEITA BRUTA)	(% DA VENDA)
Ano 1	0,0%	50,0%
Ano 2	7,3%	69,0%
Ano 3	10,7%	83,0%
Ano 4	12,9%	96,0%
Ano 5	13,4%	100,0%

(Tabela 7: Curva de Maturação das lojas (RI RaiaDrogasil))

A RaiaDrogasil também divulga a quebra das suas lojas por ano de maturação, como podemos ver na tabela abaixo:

Perfil	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Madura	736	819	926	1.035	1.174	1.352	1.542
Ano 3	94	128	126	153	204	199	237
Ano 2	130	129	152	210	204	237	280
Ano 1	131	156	213	209	240	282	240
Droga Raia	520	594	680	748	815	913	995
Drogasil	571	638	737	859	1.007	1.157	1.304
4Bio	3	3	3	3	3	3	4

(Tabela 8: Distribuição de lojas por ano de maturação (RI RaiaDrogasil))

Os dados operacionais obtidos são de suma importância para obter argumentos que justifiquem a projeção de receita da loja para os próximos anos. Podemos entender, a partir do *guidance* de abertura de lojas, quais delas estarão em cada grau de maturação ao longo do tempo, trazendo assertividade para o modelo de *valuation* desenvolvido.

7.2 – Demonstrações financeiras

Abaixo, temos a Demonstração de Resultado do Exercício da companhia para os seus últimos 5 anos:



DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO						
CONSOLIDADO	2015	2016	2017	2018	2019	2020
(em milhares de R\$)						
RECEITA BRUTA DE VENDAS E SERVIÇOS	9.424.777	11.827.567	13.852.469	15.519.133	18.396.046	21.180.475
Deduções	(402.822)	(571.001)	(639.964)	(717.688)	(893.150)	(1.113.637)
% Receita	-4,3%	-4,8%	-4,6%	-4,6%	-4,9%	-5,3%
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS E SERVIÇOS	9.021.955	11.256.565	13.212.505	14.801.445	17.502.896	20.066.838
Cresc. Receita	20,8%	24,8%	17,4%	12,0%	18,3%	14,6%
Custo das mercadorias vendidas	(6.286.214)	(7.752.422)	(9.224.506)	(10.355.924)	(12.319.594)	(14.175.656)
% Receita Líquida						
LUCRO BRUTO	2.735.741	3.504.143	3.987.999	4.445.521	5.183.302	5.891.182
Δ YoY (%)	26,4%	28,1%	13,8%	11,5%	16,6%	13,7%
Margem Bruta	30,3%	31,1%	30,2%	30,0%	29,6%	29,4%
Δ YoY (p.p)	1,4%	0,8%	-0,9%	-0,1%	-0,4%	-0,3%
DESPESAS	(1.992.225)	(2.516.493)	(2.857.714)	(2.793.948)	(3.317.283)	(4.494.931)
Diluição	-22,1%	-22,4%	-21,6%	-18,9%	-19,0%	-22,4%
Com vendas	(1.753.100)	(2.218.765)	(2.529.051)	(2.387.638)	(2.803.201)	(3.877.221)
Gerais e administrativas	(239.125)	(297.728)	(328.663)	(346.762)	(449.001)	(584.793)
EBITDA	743.516	987.650	1.130.285	1.651.573	1.866.018	1.396.251
Δ YoY (%)	36,6%	32,8%	14,4%	46,1%	13,0%	-25,2%
Margem EBITDA	8,2%	8,8%	8,6%	11,2%	10,7%	7,0%
Δ YoY (%)	1,0%	0,5%	-0,2%	2,6%	-0,5%	-3,7%
Depreciação e Amortização	(227.059)	(274.434)	(337.915)	(414.134)	(502.963)	(563.847)
Δ YoY (%)	21%	21%	23%	23%	21%	12%
EBIT	516.457	713.215	792.370	1.237.439	1.363.055	832.405
Δ YoY (%)	44,9%	38,1%	11,1%	56,2%	10,2%	-38,9%
DESPESAS / RECEITAS FINANCEIRAS	(67.576)	(110.322)	(106.039)	(184.163)	(334.879)	(81.298)
Despesas financeiras	(156.892)	(219.819)	(212.922)	(255.946)	(411.248)	(135.480)
Receitas financeiras	89.316	109.497	106.883	71.783	76.369	54.182
Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0	(7.867)
LUCRO ANTES DO IR E DA CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	448.881	602.893	686.331	1.053.276	1.028.177	743.240
Δ YoY (%)	42,7%	34,3%	13,8%	53,5%	-2,4%	-27,7%
Imposto de renda e contribuição social	(100.543)	(146.575)	(173.819)	(105.480)	(61.515)	(163.981)
Alíquota (%)	-22,4%	-24,3%	-25,3%	-10,0%	-6,0%	-22,1%
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	348.338	456.319	512.513	947.796	966.661	579.259
Δ YoY (%)	51,7%	31,0%	12,3%	84,9%	2,0%	-40,1%
Margem Líquida	3,9%	4,1%	3,9%	6,4%	5,5%	2,9%
Δ YoY (pp)	0,8%	0,2%	-0,2%	2,5%	-0,9%	-2,6%

(Tabela 9: DRE RaiaDrogasil, Elaborado pelo autor)

Analisando os números de 2020, conseguimos ter um panorama da atual situação da companhia. A receita bruta registrada de R\$21.180.475,0 foi majoritariamente composta pelos produtos de venda livre, também conhecidos como OTC (*Over the Counter*, ou “além do balcão”). Em outras palavras, dos produtos que não necessitam de receita médica. Uma das razões do destaque desse tipo de produto é o fato dos testes de Covid, álcool em gel, máscaras e vitaminas estarem inclusos no nicho. Enquanto o OTC cresceu 25,3% *year-over-year*, os medicamentos Genéricos apresentaram um aumento de 17,8% em relação ao ano de 2019. Fechando os segmentos de venda, temos um aumento de 12,1% nos produtos de Higiene Perfumaria e Cosméticos e um crescimento registrado de 10,7% nos Medicamentos de Marca.

O lucro bruto da companhia apresentou um crescimento de 13,7% em relação à 2019, com a margem bruta diminuindo 0,3 pontos percentuais graças ao ritmo de promoções oferecidas com o objetivo de migrar o cliente para o ambiente digital da RD. Por mais que a empresa já trabalhe com uma base de 40 milhões de clientes cadastrados, existe uma competitividade grande de preços entre os concorrentes no digital, fazendo dessa queda de margem algo compreensível.

Quanto às Despesas, temos alguns fatores que explicam a queda da diluição, isto é, do aumento da razão Despesa/Receita Líquida. Primeiramente, tratando do segmento de Despesas com Vendas: alguns fatores estavam melhorando esse indicador, como desconto em aluguéis ou ganhos de eficiência na operação de logística, mas a limpeza das lojas mais acentuada com a pandemia e o *marketing* somado com as despesas de entrega (súbita explosão de demanda nas vendas digitais) fizeram com que essa razão passasse por um aumento acima do esperado. As despesas administrativas (G&A) foram fortemente impulsionadas pela construção e otimização do *marketplace*, da loja virtual e da plataforma de saúde.

Outro indicador que precisa ser analisado para construção do modelo de Fluxo de Caixa Descontado é o Balanço Patrimonial. Abaixo, um recorte do balanço da empresa nos últimos 5 anos:

Balço Patrimonial	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ATIVO	4.699.201	5.659.303	6.464.249	7.352.005	9.212.488	10.665.656
CIRCULANTE	2.685.844	3.427.782	3.928.204	4.529.826	5.766.096	7.020.472
Caixa e Equivalentes de Caixa	266.051	276.632	264.873	241.568	299.226	880.357
Clientes	601.831	772.241	930.071	937.389	1.189.019	1.555.434
Estoques	1.650.453	2.149.468	2.517.594	3.087.275	3.851.389	4.225.407
Tributos a Recuperar	59.530	111.772	78.777	84.852	155.395	61.491
Outras Contas a Receber	98.261	105.111	119.004	156.848	244.699	261.045
Despesas do Exercício Seguinte	9.718	12.558	17.885	21.893	26.369	36.738
NÃO CIRCULATE	2.013.357	2.231.521	2.536.045	2.822.180	3.446.391	3.645.184
Depósitos Judiciais	18.730	23.007	29.215	25.770	30.001	25.753
Tributos a Recuperar	23.156	22.963	34.293	44.578	58.304	111.548
IR e Contribuição Social Diferidos	0	0	0	0	0	34.605
Outros Créditos	2.613	4.887	5.246	2.484	334.911	352.350
Investimentos	0	0	0	0	0	0
Imobilizado	801.985	1.006.606	1.276.276	1.546.960	1.777.735	1.859.220
Intangível	1.166.873	1.174.057	1.191.016	1.202.388	1.245.441	1.261.708
PASSIVO + PL	4.699.201	5.659.303	6.464.249	7.352.005	9.212.488	10.665.656
PASSIVO CIRCULANTE	1.648.766	2.184.683	2.493.779	2.913.443	3.560.828	4.366.522
Fornecedores	1.203.382	1.615.586	1.815.687	2.141.274	2.653.237	3.106.937
Empréstimos e Financiamentos	108.191	132.581	196.248	272.939	228.661	531.204
Salários e Encargos Sociais	165.409	199.378	202.799	237.542	296.673	309.161
Impostos, Taxas e Contribuições	55.877	96.731	130.432	92.964	102.672	138.673
Dividendo e Juros Sobre o Capital Próprio	24.402	25.933	37.474	24.843	92.946	66.295
Provisão para Demandas Judiciais	3.346	0	2.724	2.512	26.008	32.835
Outras Contas a Pagar	88.159	114.474	108.415	141.370	160.632	181.417
PASSIVO NÃO CIRCULANTE	393.637	538.665	720.098	903.794	1.517.612	1.757.270
Empréstimos e Financiamentos	188.196	281.387	414.711	570.211	897.815	1.122.250
Provisão para Demandas Judiciais	3.352	2.591	8.170	48.877	67.114	70.822
IR e Contribuição Social Diferidos	165.981	193.188	228.714	237.757	166.234	158.141
Outras Obrigações	36.108	61.499	68.503	46.949	386.449	406.058
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	2.656.798	2.935.955	3.250.372	3.534.769	4.134.047	4.541.863
Capital Social	1.808.639	1.808.639	1.808.639	1.808.639	2.500.000	2.500.000
Reservas de Capital	128.767	138.553	151.156	116.363	129.768	148.029
Reserva de Reavaliação	12.569	12.383	12.197	12.022	11.848	11.677
Reservas de Lucros	665.821	919.117	1.228.149	1.522.073	1.429.597	1.780.379
Lucros Acumulados	0	0	0	0	0	0
Ajustes de Avaliação Patrimonial	(30.230)	(30.230)	(30.230)	(30.230)	(30.230)	(30.230)
Participação de Não Controladores	22.989	26.169	27.860	34.911	51.421	62.531
Dividendo Adicional Proposto	48.243	61.324	52.602	70.990	41.643	69.478

(Tabela 10: Balço Patrimonial RaiaDrogasil, Elaborado pelo autor)

Através do Balanço Patrimonial, podemos tirar alguns dos fatores que entrarão no fluxo de caixa da companhia, como o Capital de Giro, o Capex e a variação da dívida.

O Capital de Giro seria o montante necessário para manter o empreendimento funcionando. Em outras palavras, é o capital essencial em um determinado período para garantir a continuidade da operação da empresa. Por definição, seu cálculo é dado pelo Ativo Circulante da companhia menos o Passivo Circulante. No entanto, como no cálculo do fluxo de caixa contamos o caixa, os ativos imobilizados/intangíveis e a dívida em outras linhas, iremos excluí-la da conta para evitar dupla contagem. Sendo assim, temos que:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Capital de Giro	718.276	892.628	1.129.166	1.387.003	1.938.122	2.194.031
Variação do Capital de Giro	0	174.352	236.538	257.837	551.119	255.909

(Tabela 11: Capital de Giro RaiaDrogasil, Elaborado pelo autor. Valores em milhares)

O Capex, abreviação para *Capital Expenditures*, é o montante investido em bens de capital da empresa, ou seja, quanto que a empresa está investindo em ativos imobilizados e em bens intangíveis. Seu cálculo pode ser deduzido através da fórmula:

$$(\text{Imobilizado} + \text{intangível})_{t-1} + \text{Capex} - \text{Depreciação} = (\text{Imobilizado} + \text{intangível})_t$$

Temos, portanto, os seguintes valores de Capex:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Capex	422.280	486.239	624.544	696.190	776.791	661.599

(Tabela 12: Capex RaiaDrogasil, Elaborado pelo autor. Valores em milhares)

Por fim, temos a variação da dívida, dada pelo delta da soma de dívida de curto prazo e longo prazo, expressas no Balanço Patrimonial pelas linhas “Empréstimos e Financiamentos” do passivo circulante e não circulante:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dívida	296.387	413.967	610.958	843.150	1.126.476	1.653.453
Variação da dívida	4.501	117.580	196.991	232.192	283.326	526.977

(Tabela 13: Dívida RaiaDrogasil, Elaborado pelo autor. Valores em milhares)

7.3 – Covid-19

As farmácias, por serem consideradas essenciais, permaneceram abertas durante o período de *lockdown*. Com exceção de algumas unidades, como as que estão alocadas em shoppings, a RaiaDrogasil funcionou com a maioria de suas unidades abertas durante o ano de 2020, marcado pelo crescimento da demanda na venda digital. A companhia obviamente sofreu impacto em alguns indicadores financeiros, como caixa, estoques, ativos que foram reavaliados, renegociação de contratos e algumas provisões que impactaram seu resultado final. No entanto, nenhuma implicação mencionada trouxe alguma consequência estrutural para o negócio da RaiaDrogasil. A empresa conseguiu abrir todas as lojas do seu *guidance* em 2020, e registrou um aumento de 14,6% na sua receita.

Visto o impacto na própria empresa, devemos também analisar os devedores da companhia, devido ao forte impacto econômico seguido de risco de crédito causado pela pandemia. Fazendo uma análise dos saldos a receber da RaiaDrogasil, vemos que 96,5% dela está concentrado nos administradores de cartão. Desses 96,5%, temos mais do que a metade desse valor (aproximadamente 70%) sendo recebido em janeiro, com o restante do montante sendo distribuído para os próximos 4 meses seguintes. Após uma análise da própria administração da empresa, concluiu-se que não havia nenhum aumento da RaiaDrogasil sofrer um *default*, não havendo assim um aumento na PDD (Provisão para Devedores Duvidosos).

7.4 - Premissas

A receita líquida da empresa foi projetada com base no *guidance* 2021-2022 de abertura de lojas divulgado pela área de Relação com os Investidores, de 240 unidades para o biênio 2021-2022. Para os demais anos, foi considerado um número menor de lojas abertas, baseado em dois argumentos: o mercado estará cada vez mais penetrado, e o foco da RaiaDrogasil terá se voltado para otimizar o faturamento dentro da loja já aberta, com o conceito de Nova Farmácia:

	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
# Lojas Abertas (bruta)	240	240	240	210	200	200

(Tabela 14: Premissa de abertura de lojas, Elaborado pelo autor)

Nas projeção da DRE, o COGS (Cost of goods sold, custo das mercadorias vendidas) apresentou uma leve diluição ao longo dos anos, permitindo assim uma expansão da margem bruta (30,0% 2025E vs. 29,6% 2019A). Boa parte dessa expansão pode ser explicada pela expectativa do aumento dos produtos de Private Label no mix da RaiaDrogasil, que apresentam uma produção mais barata se comparada aos produtos que são produzidos fora da RD e comprados por ela, além do estabelecimento e processo de amadurecimento da Nova Farmácia.

Quanto às despesas que não envolvem diretamente a produção da mercadoria vendida, temos 2 segmentos principais: despesas com vendas (Comercialização do produto, marketing, comissões, etc) e G&A (Gerais e Administrativas, folha de pagamento, material de escritório, contas de luz, etc). Embora muitas dessas linhas sejam diretamente proporcionais ao crescimento da receita, é possível aproveitar sinergias com o ganho de escala, e, ao mesmo tempo que o business cresce, realizar uma expansão de margem. Nesse ponto de escalabilidade, a RaiaDrogasil apresenta uma forte vantagem competitiva com a operação de logística, além da sua baixa rotatividade de funcionários vs. setor. Sendo assim, o modelo assumiu uma diluição dessas despesas, de maneira que a margem EBITDA apresentasse uma expansão de 1,0 ponto percentual em 2025E se comparado ao ano de 2021E. O ano de 2021E está sendo utilizado como base de comparação para não considerarmos os efeitos não-recorrentes que impactaram o resultado em 2020, com a pandemia, e para entendermos a premissa de expansão de margem na projeção, mesmo se tratando de um *case* de expansão, e não consolidação, onde as margens geralmente não expandem em prol do crescimento.

Por fim, a margem líquida também aumentou em 1,2 pontos percentuais ao longo desse intervalo analisado de 5 anos, impulsionada pelos movimentos já citados anteriormente. O resultado financeiro e a alíquota do Imposto de Renda não apresentaram alterações substanciais no decorrer da projeção.

7.5 – Perpetuidade

Diferentemente dos produtos de renda fixa, que possuem uma data programada para o vencimento do ativo, os ativos de renda variável, em tese, não possuem data para serem descontinuados. Por serem caracterizadas pelo vencimento imprevisível, as ações não conseguem ser precificadas com a mesma exatidão do cálculo de um valor de face dos Títulos Públicos, por exemplo.

Logo, é natural assumir uma taxa de perpetuidade para a empresa, ou seja, é natural assumir que a companhia irá crescer em um ritmo estabelecido por um período indeterminado. Sendo assim, todos os modelos de Fluxo de Caixa Descontado trabalham com o conceito de Perpetuidade. Após projetarmos detalhadamente alguns anos que consideramos relevantes para o desenvolvimento da empresa no futuro, com determinada assertividade, precisamos assumir que ela crescerá numa taxa estabelecida para determinar a sua geração de caixa, e, por fim, poder trazer para um valor presente, calculando o seu valor intrínseco.

A taxa de perpetuidade, embora deixada em segundo plano em alguns modelos de análise, tem um peso extremamente relevante no produto final do *valuation*, que é o preço justo da ação. Portanto, deve-se ter muita cautela ao determinar esse ritmo de crescimento, muitas vezes subestimado por analistas.

Assumindo que o mercado farmacêutico cresça 6% ao ano no Brasil (*IMS Health*), e utilizando do argumento que a RaiaDrogasil se encontra em um patamar muito confortável de expansão frente aos concorrentes, é razoável inferir que ela crescerá em um ritmo bem mais forte do que o mercado. No entanto, para a perpetuidade, é justo considerar que a empresa irá seguir o crescimento do PIB brasileiro + Inflação, afinal, se a perpetuidade for maior que essa soma, a empresa se tornaria a própria economia após um longo horizonte de tempo. Sendo assim, o modelo está assumindo uma taxa de crescimento na perpetuidade de 7%.

7.6 - Cost of equity (Ke) e cost of debt (Kd)

Os conceitos de Ke e Kd são essenciais para o cálculo do WACC, que é a taxa de desconto utilizada no Fluxo de Caixa para a Firma (FCFF).

O Cost of Equity (Ke), segundo Damodaran, pode ser definido pela remuneração que a firma investida apresenta em relação ao risco que está sendo tomado ao investir nela. No Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE), este parâmetro é utilizado para trazer os fluxos de caixa para o valor presente no lugar do WACC. Temos a fórmula do Ke dada por:

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) , \text{ onde:}$$

Ke = Cost of equity;

Rf = Taxa livre de risco (para este caso, utilizamos 3%)

β = Coeficiente que compara a volatilidade do ativo com a do mercado que ele atua

Rm = Retorno esperado para o mercado, de tal maneira que $(Rm - Rf)$ seria o prêmio de risco estabelecido para a Bolsa.

Resolvendo a fórmula explicitada, encontrou-se um Ke de 11,1% para o modelo.

Por outro lado, o Kd é o custo da dívida da empresa. Basicamente, é a taxa de juros consolidada que a companhia paga pelas suas pendências financeiras. Seu cálculo pode ser obtido por:

$$Kd = \frac{(Desp.-JCP)}{Dívida Bruta} , \text{ onde:}$$

Desp = Despesa financeira

JCP = Juros sobre capital próprio

Dívida Bruta = Obrigações da companhia, considerando circulante e não circulante

Para o modelo em questão, foi calculado um Kd de 9,8% (dados de 3T20).

7.7 – Estimando o WACC e determinando o valor intrínseco da companhia

Por fim, com o K_d e K_e calculados e as linhas de DRE/BP projetadas, temos o ferramental necessário para estimar o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), que nada mais é do que uma média ponderada dos dois parâmetros calculados no último tópico deste capítulo. Como pesos para a média ponderada, utilizaremos a proporção de capital de terceiros e de capital próprio, respectivamente para o K_d e K_e .

Chegamos, com a fórmula explicitada no capítulo 2.4 deste trabalho, ao seguinte resultado:

WACC	
Ke	11,1%
Kd	9,8%
Alíquota de Imposto	34,0%
D (3T20)	1.732.006
E (3T20)	4.227.439
WACC	11,7%

(Tabela 15: Cálculo do WACC, Elaborado pelo autor)

Utilizando um crescimento na perpetuidade de 7%, e trazendo todos os fluxos de caixa da firma para o valor presente com a taxa de desconto de 11,7%, temos os seguintes resultados:

	FCFF					
	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
FCFF	638.198	1.144.624	1.727.862	2.343.411	2.888.096	
Valor Presente	571.398	917.551	1.240.108	1.505.853	1.661.611	
Perpetuidade com crescimento						65.882.546
Valor Presente da Perpetuidade						37.904.253
Soma dos fluxos	43.800.773					
Caixa	880.357					
Equity Value	44.681.130					
Número de Ações (K)	1.651.930					
Valor da Ação	R\$ 27,05					
Upside	5,7%					

(Tabela 16: Valuation, Elaborado pelo autor)

Temos que, com as premissas estimadas, o valor intrínseco do papel negociado em bolsa é de R\$27,06.

8.0 – CONCLUSÕES

É importante frisar, antes de qualquer conclusão, que este trabalho não configura nenhuma recomendação de investimento. Trata-se de um exercício prático, para trabalhar alguns conceitos de *valuation*. O conceito de Nova Farmácia, por exemplo, pode surpreender positivamente e gerar um maior impacto do que o estimado no modelo, trazendo um resultado diferente do exposto.

Embora a RaiaDrogasil esteja muito bem colocada no setor e tenha projeções de anos “saudáveis” pela frente, o modelo indica que boa parte desse desenvolvimento já está no preço vigente da ação. Levando em conta o conceito de margem de segurança (Seth Klarman), entende-se que modelos com *upside/downside* relativamente baixos não devem ser determinantes para uma decisão de compra ou venda do ativo. Portanto, a recomendação é neutra, e, caso o *upside* apresentado seja maior de 10% (tudo mais constante, se o preço da RADL3 atingir R\$25,7), seria válido considerar uma entrada no ativo, pois o valor intrínseco calculado no modelo deste trabalho estará substancialmente superior ao preço de tela. Por enquanto, com um *upside* calculado de 5,7%, a recomendação é neutra.

9.0 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

DAMODARAN, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 3ªed. Wiley Ed, 2012.

POVOA, A. **Valuation: Como Precificar Ações**. 2ªed. Campus, 2012

GOEDHART, M.; KOLLER, T. WESSELS, D. **Valuation: Measuring and Managing**. 6 ed. McKinsey & Company, 2015.

DE IUDÍCIBUS, Sérgio e MARION, José Carlos. **Curso de Contabilidade para Não Contadores**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.

KLARMAN, Seth. **Margin of Safety**. HarperCollins, 1991.

DE IUDÍCIBUS, Sérgio. **Análise de Balanços**. 9ªed. Atlas, 2008.

GRAHAM, Benjamin e MEREDITH, Spencer. **A Interpretação das Demonstrações Financeiras**. 1ªed. Saraiva, 2009.

INVESTOPEDIA. **Herfindahl-Hirschman Index (HHI)**. Disponível em:
<<https://www.investopedia.com/terms/h/hhi.asp>>

DROGA RAIA. **Nossa História**. Disponível em: <<https://www.drogaraia.com.br/nossa-historia>>

RAIADROGASIL. **Relação com Investidores**. Disponível em: <<https://ri.rd.com.br/>>

DROGASIL. **Nossa História**. Disponível em: <<https://www.drogasil.com.br/nossa-historia>>

POLI-USP. **Raia Drogasil**. Disponível em: <https://cfasociety.org.br/wp-content/uploads/2020/08/report_poli_usp.pdf>

Estudos diversos sobre o setor farmacêutico brasileiro, **IQVIA**. Acesso em: <<https://www.iqvia.com/pt-br/locations/brazil>>

PAGUE MENOS. **Relação com os investidores**, Disponível em <<http://portal.paguemenos.com.br/ri/index.htm>>

BRAZILJOURNAL, **Pague Menos: o que o mercado não gostou**. Disponível em <<https://braziljournal.com/pague-menos-o-que-o-mercado-nao-gostou>>

INFOMONEY, **RD: de estrela da bolsa à ameaçada em várias frentes**. Disponível em <<https://www.infomoney.com.br/negocios/rd-de-estrela-da-bolsa-a-ameacada-em-varias-frentes-quando-a-acao-ira-virar-o-jogo/>>

DIÁRIO OFICIAL DO ESTADO DE SÃO PAULO, **Demonstração de resultados do Grupo Drogarias Pacheco São Paulo**. Disponível em <https://www.imprensaoficial.com.br/DO/BuscaDO2001Documento_11_4.aspx?link=%2f2021%2fempresarial%2fmarco%2f24%2fpag_0173_c8026f4de99e112c74201c63c5ccc7b1.pdf&pagina=173&data=24/03/2021&caderno=Empresarial&paginaordenacao=100173>

ULTRAPAR. Relação com os investidores, Disponível em <<https://ri.ultra.com.br/>>

RECLAME AQUI, Disponível em <<https://www.reclameaqui.com.br/>>


DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO CONSOLIDADO
 (em milhares de R\$)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
RECEITA BRUTA DE VENDAS E SERVIÇOS	5.599.886	6.664.103	7.794.235	9.424.777	11.827.567	13.852.469	15.519.133	18.396.046	21.180.475	24.722.807	28.253.925	31.733.946	35.375.909	39.242.121
Deduções	(235.500)	(246.212)	(313.585)	(402.822)	(571.001)	(639.964)	(717.688)	(893.150)	(1.029.337)	(1.236.140)	(1.412.696)	(1.563.709)	(1.716.669)	(1.905.252)
% Receita	-4,2%	-3,8%	-4,0%	-4,3%	-4,8%	-4,6%	-4,6%	-4,9%	-4,9%	-5,0%	-5,0%	-4,9%	-4,9%	-4,9%
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS E SERVIÇOS	5.358.386	6.217.891	7.470.650	9.021.955	11.256.565	13.212.505	14.801.445	17.502.896	20.066.838	23.486.667	26.841.229	30.170.237	33.641.240	37.336.869
Crenc. Receita	16,0%	20,1%	20,1%	20,8%	24,3%	17,4%	12,0%	18,3%	14,6%	17,0%	14,3%	12,4%	11,5%	11,1%
Custo das mercadorias vendidas	(3.852.837)	(4.469.909)	(5.306.660)	(6.286.214)	(7.752.422)	(9.224.506)	(10.355.924)	(12.319.594)	(14.175.656)	(16.558.100)	(18.889.384)	(21.119.166)	(23.548.868)	(26.135.809)
% Receita Líquida	-72,1%	-72,1%	-71,0%	-70,8%	-68,9%	-69,8%	-69,2%	-70,4%	-70,6%	-70,5%	-70,4%	-70,3%	-70,3%	-70,0%
LUCRO BRUTO	1.505.409	1.747.982	2.163.990	2.735.741	3.504.143	3.987.999	4.445.521	5.183.302	5.891.182	6.928.567	7.971.845	9.051.071	10.092.372	11.201.061
Δ vor (%)	-	16,1%	23,8%	26,4%	28,1%	13,8%	11,5%	16,6%	13,7%	17,6%	15,1%	13,5%	11,5%	11,0%
Margem Bruta	28,1%	28,1%	29,0%	30,3%	31,1%	30,2%	30,0%	29,6%	29,4%	29,5%	29,7%	30,0%	30,0%	30,0%
Δ vor (%)	-	0,0%	0,9%	1,4%	0,8%	-0,9%	-0,1%	-0,4%	-0,3%	0,1%	0,2%	0,3%	0,0%	0,0%
DESPESAS	(1.168.413)	(1.375.263)	(1.619.869)	(1.992.225)	(2.516.493)	(2.857.714)	(2.793.948)	(3.317.288)	(4.494.931)	(4.932.200)	(5.636.658)	(6.245.239)	(6.896.654)	(7.654.058)
Diúrcio	-21,9%	-22,1%	-21,7%	-22,1%	-22,4%	-21,6%	-18,9%	-19,9%	-19,4%	-21,0%	-21,0%	-20,7%	-20,5%	-20,5%
Com vendas	(1.001.103)	(1.199.257)	(1.420.582)	(1.753.100)	(2.218.765)	(2.529.051)	(2.387.638)	(2.803.201)	(3.877.221)	(4.167.853)	(4.763.141)	(5.277.410)	(5.827.706)	(6.467.903)
Gerais e administrativas	(167.310)	(176.006)	(199.287)	(239.125)	(297.728)	(328.663)	(346.762)	(449.001)	(584.793)	(667.384)	(762.934)	(845.306)	(933.450)	(1.035.993)
EBITDA	337.086	372.719	544.121	743.516	987.650	1.130.285	1.651.573	1.866.018	1.396.251	1.996.367	2.335.187	2.805.832	3.195.918	3.547.003
Δ vor (%)	6,3%	6,0%	7,3%	8,2%	8,8%	8,6%	11,2%	10,7%	7,0%	8,5%	8,7%	9,3%	9,5%	9,5%
Margem EBITDA	6,3%	6,0%	7,3%	8,2%	8,8%	8,6%	11,2%	10,7%	7,0%	8,5%	8,7%	9,3%	9,5%	9,5%
Δ vor (%)	-	-0,3%	1,3%	1,0%	0,5%	-0,2%	2,8%	-0,5%	-3,7%	1,5%	0,2%	0,6%	0,2%	0,0%
Depreciação e Amortização	(124.327)	(158.736)	(187.813)	(227.059)	(274.434)	(337.915)	(414.134)	(502.963)	(563.847)	(665.339)	(809.718)	(987.256)	(1.195.305)	(1.446.319)
Δ vor (%)	28%	28%	18%	21%	21%	23%	23%	21%	12%	18%	22%	22%	21%	21%
% Ativo Imobilizado	27%	30%	29%	28%	27%	26%	27%	28%	30%	15%	15%	15%	17%	20%
EBIT	212.759	213.983	356.308	516.457	713.215	792.370	1.237.439	1.363.055	832.405	1.331.028	1.525.469	1.817.976	2.000.612	2.100.683
Δ vor (%)	0,6%	0,6%	66,5%	44,9%	38,1%	11,1%	56,2%	10,2%	-38,9%	59,9%	14,6%	19,2%	10,0%	5,0%
DESPESAS / RECEITAS FINANCEIRAS	(13.739)	(26.132)	(41.799)	(67.576)	(110.322)	(106.039)	(184.163)	(334.879)	(81.298)	(192.954)	(236.594)	(235.380)	(255.726)	(149.315)
Despesas financeiras	(52.537)	(61.746)	(63.143)	(156.892)	(219.819)	(212.922)	(255.946)	(411.248)	(135.480)	(289.024)	(312.654)	(311.450)	(331.796)	(245.385)
Endividamento	192.172	244.825	291.886	296.387	413.867	413.867	843.150	1.126.476	1.653.453	1.921.603	2.233.240	2.595.418	3.016.331	3.505.507
% Endividamento	-27,3%	-25,2%	-21,6%	-25,9%	-23,1%	-23,9%	-30,4%	-36,5%	-8,2%	-14,0%	-14,0%	-12,0%	-11,0%	-7,0%
Receitas financeiras	38.744	35.614	21.344	89.316	109.497	106.883	71.783	76.369	54.182	76.070	76.070	76.070	76.070	76.070
Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0	0	(7.867)	0	0	0	0	0
LUCRO ANTES DO IRE E DA CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	198.966	187.851	314.509	448.881	602.893	686.331	1.053.276	1.028.177	743.240	1.138.073	1.288.866	1.582.596	1.744.886	1.931.368
Δ vor (%)	-	-5,6%	67,4%	42,7%	34,3%	13,8%	53,5%	-2,4%	-27,7%	53,1%	13,3%	22,8%	10,3%	10,7%
Imposto de renda e contribuição social	(54.722)	(54.878)	(84.870)	(100.543)	(146.575)	(172.819)	(105.480)	(61.515)	(163.981)	(261.757)	(270.666)	(332.345)	(366.426)	(405.587)
Alíquota (%)	-27,5%	-29,2%	-27,0%	-22,4%	-24,3%	-25,3%	-10,0%	-6,0%	-22,1%	-23,0%	-21,0%	-21,0%	-21,0%	-21,0%
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	144.244	132.973	229.639	348.338	456.319	512.513	947.796	966.661	579.259	876.316	1.018.200	1.250.251	1.378.460	1.525.780
Δ vor (%)	-	-7,8%	72,7%	51,7%	31,0%	12,3%	84,9%	2,0%	-40,1%	51,3%	16,2%	22,8%	10,3%	10,7%
Margem Líquida	2,7%	2,1%	3,1%	3,9%	4,1%	3,9%	6,4%	5,5%	2,9%	3,7%	3,8%	4,1%	4,1%	4,1%
Δ vor (%)	-	-0,6%	0,9%	0,8%	0,2%	-0,2%	2,2%	-0,9%	-2,6%	0,8%	0,1%	0,4%	0,0%	0,0%

Anexo 2 – valuation – BP

ATIVO	3.340.186	3.614.093	4.079.323	4.699.201	5.659.303	6.464.249	7.251.168	8.211.729	9.211.728	10.666.656	12.244.916	13.973.361	15.931.679	18.109.719	20.532.534
CIRCULANTE	1.693.664	1.903.575	2.272.317	2.695.844	3.427.762	3.928.204	4.292.588	5.756.046	7.203.443	8.466.522	9.654.741	10.880.019	12.289.127	13.973.361	15.931.679
Caixa e Equivalentes de Caixa	166.963	241.885	281.467	266.051	276.627	284.873	241.568	299.226	269.637	263.577	305.400	15.720	72.385	601.982	1.733.398
Clientes	335.771	373.259	482.840	601.831	772.241	990.071	937.389	1.189.019	1.555.434	1.115.548	1.820.514	2.080.536	2.338.576	2.607.623	2.894.081
Estoque	973.396	1.132.620	1.330.971	1.650.453	2.149.468	2.517.594	3.087.275	3.851.399	4.225.407	4.935.554	5.624.490	6.295.093	7.019.326	7.790.428	
			18%	18%	19%	19%	21%	22%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	
Tributos a Recuperar	96.316	38.658	39.429	59.530	111.772	78.777	84.884	145.617	145.491	61.491	61.491	61.491	61.491	61.491	61.491
Outras Contas a Receber	116.772	108.953	107.638	98.261	105.111	119.004	156.578	244.427	261.045	261.045	261.045	261.045	261.045	261.045	261.045
Despesas do Exercício Seguinte	4.646	8.200	9.972	9.718	12.558	17.885	21.939	26.389	36.738	36.738	36.738	36.738	36.738	36.738	36.738
NÃO CIRCULANTE	1.646.322	1.710.518	1.807.006	2.013.357	2.231.521	2.536.045	2.921.580	3.455.683	3.455.683	3.455.684	4.824.174	5.893.342	6.666.552	7.521.515	7.753.354
Depósitos Judiciais	11.010	10.763	14.116	18.730	23.007	29.215	25.770	30.001	25.753	25.753	25.753	25.753	25.753	25.753	25.753
Tributos a Recuperar	9.614	11.859	17.330	23.156	22.963	34.293	44.345	68.099	111.548	111.548	111.548	111,548	111,548	111,548	111,548
IR e Contribuição Social Diferidos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	34.605	0	0	0	0	0
Outros Créditos	1.178	728	1.923	2.613	4.887	5.246	2.117	334.407	352.350	352.350	352.350	352.350	352.350	352.350	352.350
Investimentos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Imobilizado	454.322	536.629	648.360	801.985	1.006.606	1.276.276	1.546.960	1.777.735	1.777.735	1.859.220	4.334.523	5.403.691	6.376.301	7.031.864	7.265.703
Intangível	1.170.198	1.150.539	1.125.277	1.166.873	1.174.057	1.191.016	1.202.388	1.245.441	1.245.441	1.261.708					
PASSIVO + PL	3.340.186	3.614.093	4.079.323	4.699.201	5.659.303	6.464.249	7.251.169	9.211.728	10.666.656	12.244.915	13.973.360	15.931.679	18.109.719	20.532.534	
PASSIVO CIRCULANTE	869.276	1.020.004	1.298.611	1.648.766	2.184.683	2.493.279	2.913.443	3.560.828	4.466.522	5.054.741	5.744.411	6.441.139	7.203.756	8.032.436	
Fornecedores	575.587	671.455	886.533	1.203.382	1.615.566	1.815.687	2.141.274	2.653.237	3.069.937	3.629.107	4.135.681	4.628.775	5.161.303	5.728.293	
Empréstimos e Financiamentos	60.712	83.944	103.886	108.191	132.581	196.240	272.939	298.661	531.204	617.352	717.471	833.828	969.054	1.126.211	
Salários e Encargos Sociais	92.899	116.532	142.635	165.409	199.378	207.799	237.542	296.673	309.161	361.849	413.522	464.820	518.297	575.224	
Impostos, Taxas e Contribuições	40.489	65.920	85.877	105.877	130.432	130.432	92.964	107.672	138.673	138.673	138,673	138,673	138,673	138,673	
Dividendo e Juros Sobre o Capital Próprio	5.451	9.464	28.664	24.402	25.933	37.474	24.843	92.946	66.295	66.295	66.295	66,295	66,295	66,295	
Provisão para Demandas Judiciais	4.129	4.912	5.209	3.346	0	2.724	2.512	26.008	32.835	32.835	32.835	32,835	32,835	32,835	
Outras Contas a Pagar	84.009	67.957	88.368	88.159	114.474	108.415	141.370	160.632	181.417	208.630	239.925	275.913	317.300	364.895	
PASSIVO NÃO CIRCULANTE	212.251	267.106	322.051	393.637	538.665	720.098	902.959	1.516.853	1.757.270	1.991.074	2.266.184	2.590.087	2.947.664	3.421.464	
Empréstimos e Financiamentos	131.460	160.881	188.200	188.196	281.387	414.711	502.211	897.815	1.122.250	1.304.251	1.515.769	1.761.900	2.047.277	2.379.295	
Provisão para Demandas Judiciais	9.721	8.021	4.133	3.352	2.591	8.170	48.042	66.355	70.822	84.986	101.983	122.380	146.856	176.227	
IR e Contribuição Social Diferidos	64.021	93.980	125.946	165.981	193.188	228.714	237.757	166.234	158.141	195.779	242.374	300.059	371.474	459.884	
Outras Obrigações	7.049	4.224	3.292	36.108	61.499	68.503	46.949	386.449	406.058	406.058	406,058	406,058	406,058	406,058	
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	2.264.659	2.326.989	2.458.661	2.656.798	2.935.955	3.260.272	3.594.767	4.134.447	4.541.863	5.199.100	5.962.765	6.590.453	7.394.298	9.076.634	
Capital Social	908.639	908.639	909.407	1.808.639	1.808.639	1.808.639	1.808.639	2.500.000	2.900.000						
Reservas de Capital	1.039.935	1.039.935	1.019.611	128.767	138.553	151.156	116.363	129.768	148.029						
Reserva de Reavaliação	13.127	12.941	12.755	12.569	12.383	12.197	12.022	11.848	11.677						
Reserva de Lucros	294.721	357.170	475.420	665.821	919.117	1.228.439	1.522.073	1.429.597	1.780.379						
Lucros Acumulados	0	0	1.137	0	0	0	0	0	0						
Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	0	(30.230)	(30.230)	(30.230)	(30.230)	(30.230)	(30.230)						
Participação de Não Controladores	0	0	0	22.989	26.169	27.860	34.911	51.421	62.531						
Dividendo Adicional Proposto	8.237	8.298	40.331	48.243	61.324	52.602	70.990	41.643	69.478						
CHECK	0	0	0	0	0	(0)	0	(0)	(0)	(0)	0	0	0	0	0

Anexo 3 – valuation – FCFE

Contas a Receber	335.771	373.259	482.840	601.831	772.241	930.071	917.389	1.189.019	1.555.434	1.820.514	2.080.536	2.338.576	2.607.623	2.894.081
PMR	23	22	23	24	25	25	23	24	28	28	28	28	28	28
Estoque	973.396	1.132.620	1.350.971	1.650.453	2.149.468	2.517.594	3.087.275	3.851.389	4.225.407	4.935.534	5.624.490	6.295.093	7.019.326	7.790.428
PMF	91	91	91	92	95	100	98	107	113	107	107	107	107	107
Fornecedor	575.587	671.455	886.533	1.203.382	1.615.586	1.815.687	2.141.274	2.653.237	3.106.937	3.629.107	4.135.681	4.628.775	5.161.303	5.728.293
PMF	54	54	60	60	69	75	71	74	78	79	79	79	79	79
Salário	92.899	116.352	142.635	165.409	199.378	202.299	237.542	286.673	309.161	361.849	413.532	464.820	518.297	575.234
PMR	-22	-24	7	7	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
CICLO DE CAIXA	60	59	55	50	49	53	56	59	56	56	56	56	56	56
Inmovilizado + Intangível Inicial	370.605	1.624.520	1.687.168	1.773.637	1.968.858	2.180.663	2.467.292	1.546.960	1.777.755	3.120.928	4.334.523	5.403.691	6.376.901	7.031.864
Cpex	1.378.242	221.384	274.282	422.280	485.239	624.544	686.189	1.979.179	1.907.040	1.878.953	1.878.886	1.961.065	1.850.268	1.680.159
	26%	4%	4%	5%	4%	5%	5%	11%	10%	8%	7%	7%	6%	5%
Depreciação	(124.527)	(158.736)	(187.813)	(227.059)	(274.434)	(337.915)	(414.134)	(502.963)	(563.847)	(665.339)	(809.718)	(987.356)	(1.135.305)	(1.446.319)
											144.379			
Inmovilizado + Intangível Final	1.624.520	1.687.168	1.773.637	1.968.858	2.180.663	2.467.292	2.749.348	3.023.176	3.120.928	4.334.523	5.403.691	6.376.901	7.031.864	7.265.703
					19%			19%		17%	16%	18%	20%	21%
Variação Capital de Giro	665.348	(22.593)	52.688	22.833	174.352	286.538	257.384	551.122	255.909	286.750	295.814	270.191	269.999	268.256
Año - Pasivo	665.348	642.755	695.443	718.276	892.628	1.129.166	1.387.001	1.938.122	2.194.031	2.480.781	2.776.595	3.046.785	3.316.784	3.585.040
FCFE														
EBIT	0	213.933	355.308	516.457	713.215	792.370	1.237.499	1.363.055	832.405	1.331.028	1.525.469	1.817.976	2.000.512	2.100.883
(-) TAXAS	0	(62.513)	(95.149)	(115.679)	(173.396)	(200.674)	(323.923)	(81.551)	(183.653)	(261.757)	(270.666)	(332.346)	(365.626)	(405.587)
NOPLAT	0	151.470	260.159	400.778	539.819	591.696	1.113.516	1.281.505	648.752	1.069.271	1.254.803	1.485.631	1.634.886	1.695.096
(+) O&A	0	158.736	187.813	227.059	274.434	337.915	414.134	502.963	563.847	665.339	809.718	987.356	1.195.305	1.446.319
(+) Variación Cap. Giro	0	(642.755)	(52.688)	(22.833)	(174.352)	(286.538)	(257.384)	(551.122)	(255.909)	(286.750)	(295.814)	(270.191)	(269.999)	(268.256)
(-) Capex	0	(221.384)	(274.282)	(422.280)	(485.239)	(624.544)	(686.189)	(1.979.179)	(1.907.040)	(1.878.953)	(1.878.886)	(1.961.065)	(1.850.268)	(1.680.159)
Free Cash Flow to Firm	0	(402.462)	381.161	583.502	693.483	660.225	1.687.143	535.672	(301.599)	638.198	1.144.624	1.727.862	2.343.411	2.888.096