

Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

Avaliação de Empresas: uma Análise do Grupo

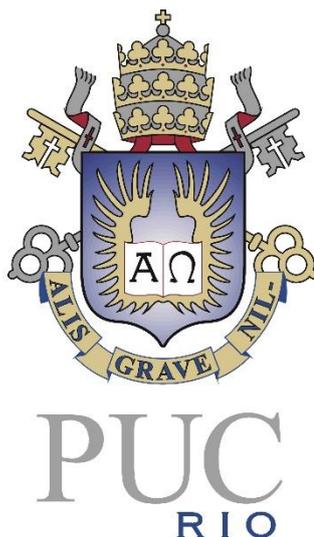
Dimed

**Aluno:** Louis André Natal Delarue

**Matrícula:** 1313335

**Orientador:** Marcelo Nuno Sousa

Novembro de 2017



Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

Avaliação de Empresas: uma Análise do Grupo

Dimed

**Aluno:** Louis André Natal Delarue

**Matrícula:** 1313335

**Orientador:** Marcelo Nuno Sousa

Novembro de 2017

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

---

Louis André Natal Delarue

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

# Agradecimentos

Ao meu orientador, Marcelo Nuno Sousa, pela atenção e paciência durante toda a elaboração deste projeto.

Aos meus amigos, por todo o apoio e companheirismo durante toda esta trajetória.

A todos os professores que passaram pelo meu caminho na PUC-Rio, por todo o ensinamento e conhecimento transmitidos, que muito ajudaram na elaboração deste trabalho.

A toda minha família, pelo carinho, segurança e apoio, que tanto foram essenciais durante esta trajetória.

Por fim, um agradecimento especial à minha mãe, Andrea, por sempre estar ao meu lado me apoiando, sendo fonte de inspiração para mim e por ter me proporcionado a oportunidade de estudar na PUC-Rio. Minhas conquistas são dedicadas a você.

# Sumário

<b>1. Introdução.....</b>	
<b>2. O Grupo Dimed.....</b>	
<b>2.1 Descrição da Companhia.....</b>	
<b>2.2 Histórico da Companhia.....</b>	
<b>2.3 Receita e Segmentos de atuação.....</b>	
<b>2.4 Varejo: Presença Geográfica.....</b>	
<b>2.5 Diretoria e Conselho de Administração.....</b>	
<b>3. O Setor de Varejo farmacêutico.....</b>	
<b>3.1 O Setor no Brasil.....</b>	
<b>3.2 Principais Concorrentes da Companhia.....</b>	
<b>4. A Teoria do Valuation.....</b>	
<b>4.1 O Método do Fluxo de Caixa Descontado.....</b>	
<b>4.1.1 Fluxo de Caixa para o Acionista.....</b>	
<b>4.1.2 Custo do Capital Próprio.....</b>	
<b>4.1.3 Fluxo de Caixa para a Firma.....</b>	
<b>4.1.4 WACC.....</b>	
<b>4.2 O Método da Avaliação Relativa.....</b>	
<b>4.2.1 Avaliação por Múltiplos.....</b>	
<b>4.2.2 Múltiplos de Patrimônio Líquido.....</b>	
<b>4.2.3 Múltiplos de Valor da Empresa.....</b>	

<b>5. Valuation da Companhia.....</b>	
<b>5.10 Método do Fluxo de Caixa Descontado.....</b>	
5.1.1 Dados Históricos.....	
5.1.2 Premissas Gerais do Modelo.....	
5.1.3 Taxa de desconto.....	
5.1.4 Projeção das Demonstrações Financeiras.....	
5.1.5 Fluxo de Caixa para a Firma.....	
5.1.6 Fluxo de Caixa para o Acionista.....	
5.1.7 Valor Justo por Ação.....	
<b>5.2 Avaliação Relativa.....</b>	
5.2.1 Descrição das Empresas Comparáveis.....	
5.2.2 Múltiplos de Patrimônio Líquido.....	
5.2.3 Múltiplos de Valor da Empresa.....	
5.2.4 Conclusões da Avaliação Relativa.....	
<b>6. Conclusão.....</b>	
<b>7. Referências Bibliográficas.....</b>	

# 1. Introdução

Existem diferentes métodos para se avaliar um ativo. Em particular, segundo Damodaran, existem três métodos principais: (i) avaliação pelo fluxo de caixa descontado; (ii) avaliação relativa e (iii) avaliação por direitos contingentes. O objetivo desta monografia é o de avaliar a companhia Grupo Dimed, a partir do primeiro e segundo métodos mencionados.

Cada vez mais com o passar dos anos, é esperado que a população brasileira envelheça e, acompanhando esta mudança, o setor de saúde deve sentir os impactos. Em particular, pessoas de mais idade tendem a precisar de maiores cuidados e remédios.

Sendo assim, empresas varejistas farmacêuticas devem se beneficiar deste cenário, dado que são provedoras de remédios e outros itens de saúde para o consumidor varejista.

Inicialmente, será descrita a companhia Grupo Dimed. Em seguida, será feita uma breve descrição do setor em que a empresa encontra-se. Posteriormente, abordaremos a teoria do método do fluxo de caixa descontado e da avaliação relativa. Por fim, estes dois métodos serão aplicados para avaliar o Grupo Dimed.

## 2. Grupo Dimed

### 2.1 Descrição da Companhia

Sediado em Eldorado do Sul – RS, o Grupo Dimed tem como principais atividades de negócios a comercialização de medicamentos e perfumaria, incluindo produtos farmacêuticos e cosméticos. A Companhia é formada por três negócios: (i) rede de farmácias Panvel, que comercializa produtos de beleza e medicamentos; (ii) a distribuidora de medicamentos Dimed; (iii) e o laboratório Lifar, que desenvolve e fabrica medicamentos, cosméticos e alimentos, incluindo produtos da marca Panvel. A Companhia possui ações ordinárias e preferenciais negociadas na BM&F BOVESPA.

#### *Panvel*

A Panvel é a maior rede de farmácias do Sul do Brasil, com um total de 383 lojas nos Estados do RS, PR, SC e SP. A rede de lojas atende aproximadamente 26 milhões de clientes ao ano e possui mais de 15 mil itens à venda em suas lojas. A rede possui a maior linha de produtos de marca própria do Brasil com 8 milhões de unidades vendidas ao ano, dentre 500 itens agrupados em 18 submarcas, sendo a maior parte destes produtos produzida pela Lifar. Além das lojas físicas, está presente também o canal de vendas via *web*, que atende todas as regiões do Brasil, além de contar com um *call center* próprio que abrange toda a região sul do país.

#### *Dimed*

Com mais de 16 mil itens para distribuição, a Dimed atende mais de 6,5 mil clientes por mês e entrega 48 milhões de unidades mensalmente, sendo uma das principais distribuidoras de medicamento do país e a primeira empresa da Companhia, fundada em 1967.

A distribuição ocorre através de dois centros de distribuição localizados nas cidades de Eldorado do Sul (RS) e Passo Fundo (RS). Estes centros recebem mercadorias de fornecedores, e são encarregados de abastecer redes varejistas, incluindo a Panvel, além de outros clientes, localizados nos Estados do Paraná, Santa Catarina, Rio Grande do Sul e São Paulo. O transporte dos centros de

distribuição para o cliente, para lojas próprias ou entre os centros de distribuição, é terceirizado.

### ***Lifar***

O laboratório fabrica medicamentos, cosméticos e alimentos, sendo responsável pela produção de grande parte dos produtos da marca Panvel, além de também atuar no segmento de terceirização de produção. Os produtos são distribuídos em redes de farmácias, incluindo a Panvel, em supermercados e em atacados.

## **2.2 Histórico da Companhia**

Fonte: Companhia e BM&FBOVESPA.

A história do Grupo tem início em 1967, ano em que a Panitz e a Velgos, então as duas maiores redes farmacêuticas do RS, criam a Dimed Distribuidora de Medicamentos Ltda., uma central de compra de medicamentos. Em 1969, a Panitz, então detentora do laboratório Lifar, une-se a Rede Velgos, detentora do Laboratório Sanitas, para criar o Laboratório Lifar. Em 1973, os acionistas de ambas as redes criam a Panvel Farmácias.

A empresa expande sua área de varejo, alcançando, em 1983, 72 lojas. Em 1994, tem início o serviço Alô Panvel de tele-entrega. Quatro anos depois, a Panvel inicia a Loja online, ampliando ainda mais seus canais de venda.

Em 2001, é implementado o E-Dimed, um sistema eletrônico de pedidos no procedimento de compra atacadista. Três anos depois, O Lifar recebe o Certificado de Boas Práticas, conferido pela ANVISA, atestando então que o laboratório possui um conjunto de práticas que precisam ser implementadas para assegurar a qualidade sanitária e o alinhamento dos produtos com os regulamentos técnicos. Em 2005, é inaugurado no Lifar uma estrutura de produção de cosméticos.

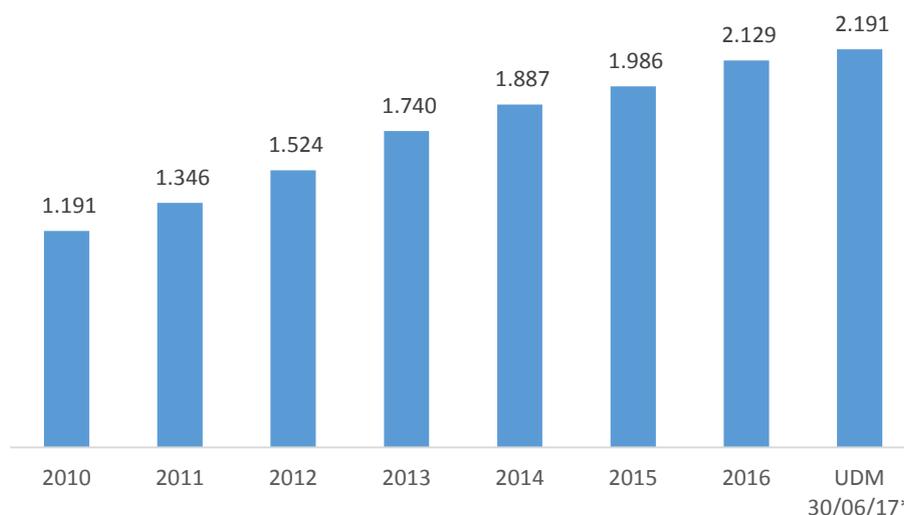
No ano seguinte, a Panvel torna-se a primeira empresa a emitir Nota Fiscal eletrônica no Brasil. Em 2008, são inauguradas na cidade de Porto Alegre a loja conceito Panvel Megastore, especializada em beleza e bem-estar, e a Panvel Bem-Estar, uma farmácia especializada em ortopédicos, diabéticos e *fitness*.

Em 2010, a Panvel atinge a marca de 280 filias, e entra no estado do Paraná, com 3 lojas. Em 2014, o Grupo Dimed, composto pelas três empresas Panvel, Dimed e Lifar

é formalmente institucionalizado. No ano seguinte é lançado o APP Pannel, que oferece soluções de compra e funcionalidades diárias para o consumidor.

### 2.3 Receita e Segmentos de atuação

A evolução da Receita Líquida consolidada da Companhia é apresentada no gráfico abaixo.



**Gráfico 1** – Receita Líquida do Grupo Dimed (R\$ milhões).

Elaboração: Autor.

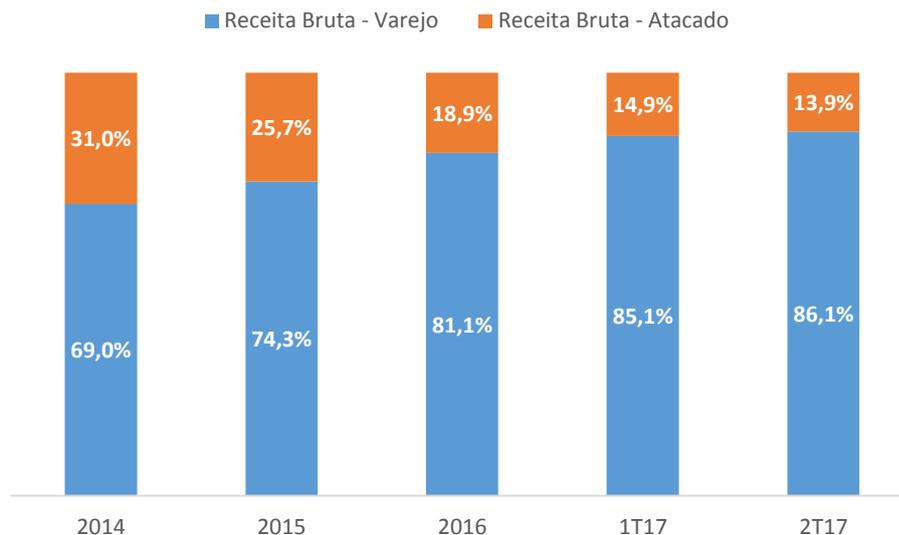
Fonte: Bloomberg.

\*Últimos doze meses findos em 30/06/17.

As Receitas da Companhia são preponderantemente provenientes de dois segmentos operacionais: (i) Comercialização através do canal distribuidor; e (ii) Comercialização através do canal varejista. A empresa controlada Laboratório Industrial Farmacêutico Lifar Ltda. tem pouca relevância na Receita Total do Grupo. Sendo assim, o Grupo não divulga suas receitas como um segmento separado.

A receita é resultante de vendas através das lojas do Grupo, Centros de distribuição, *Call Center*, e *Internet*.

No gráfico abaixo, tem-se a segmentação da Receita Bruta do Grupo segmentada por Varejo e Atacado.

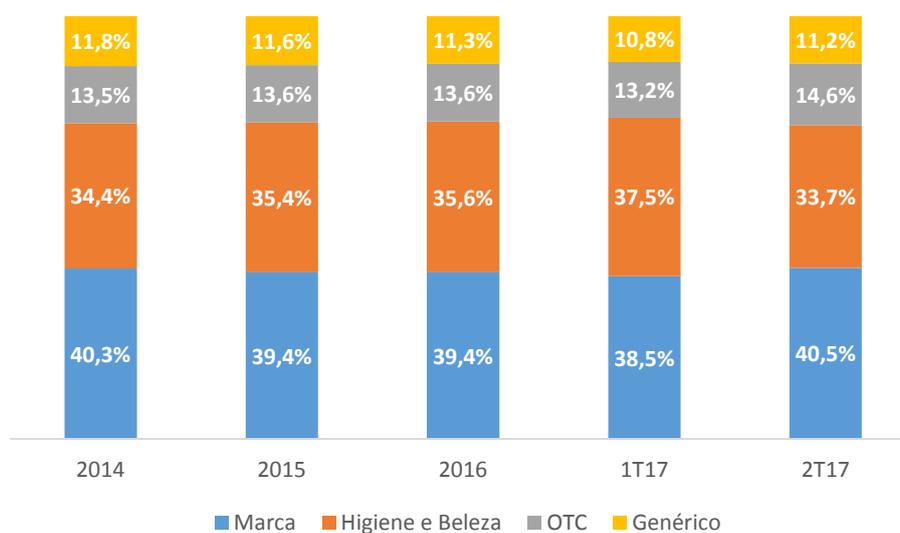


**Gráfico 2** – Receita Líquida: percentual por segmento de atuação.

Elaboração: Autor.

Fonte: Companhia.

No gráfico abaixo, tem-se a segmentação de vendas no varejo da Companhia com abertura em quatro diferentes categorias.



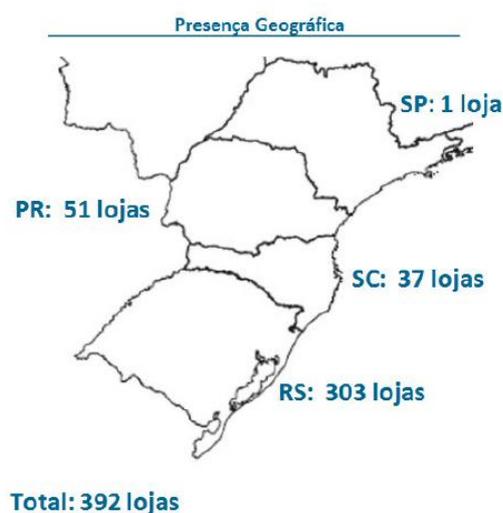
**Gráfico 3** – Vendas no varejo: percentual por categoria de produtos.

Elaboração: Autor.

Fonte: Companhia.

## 2.4 Varejo: Presença Geográfica

Abaixo, tem-se um mapa parcial do Brasil com o detalhamento da presença geográfica da Companhia no segmento de varejo, em números de lojas.



**Gráfico 4** – Presença geográfica, medida em número de lojas, da Companhia no segmento de varejo.

Elaboração: Autor.

Fonte: Companhia.

## **2.5 Diretoria e Conselho de Administração**

### JÚLIO RICARDO MOTTIN NETO - Diretoria

Formou-se em 1998 no curso de Ciências Econômicas, pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. Atuou no Grupo como Diretor de Marketing até 2009. Atualmente o é Diretor Presidente da Companhia.

### ANTONIO CARLOS TOCCHETTO NAPP – Diretoria

Formou-se em Administração de Empresas com ênfase em finanças pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, além de possuir MBA em Finanças Empresariais e MBA em Comércio Exterior pela Fundação Getúlio Vargas. Também possui mestrado em Economia pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos. Atualmente é Diretor de Relações com Investidores da Companhia.

### MARCELO MENDES DOMINGUES - Diretoria

Formou-se como Administrador de Empresas pela Pontifícia Universidade Católica – PUC/RS, além de ter feito o Curso de Pós-Graduação em Marketing, concluído em 2002, pela mesma instituição. Atuou como Vice-Presidente Comercial de Varejo de 2010 até 2015 na Walmart Brasil, sendo responsável por diferentes segmentos como Comercial Higiene e Beleza, Limpeza, Baby e PET âmbito Brasil.

ROBERTO COIMBRA SANTOS - Diretoria

Formou-se como Engenheiro Mecânico Graduado pela UFRGS, além de possuir Curso de Pós-Graduação em Gestão Empresarial concluído em 1994 no PPGA-UFRGS, Curso de Pós-Graduação em Gestão Empresarial pela Universidade da Califórnia em Berkley, nos Estados Unidos, concluído em 1998, General Management Program pela Harvard Business School, Boston, concluído em 2011. Atuou como supervisor de produção da Paramout Industrias Têxteis, como gerente de projetos da Oracle do Brasil até 1998, e como Diretor de Relações com Investidores do Grupo Dimed de 2008 até 2016. Atualmente, é diretor executivo na Companhia.

*Conselho de Administração*

JULIO RICARDO ANDRIGHETTO MOTTIN – Conselho de Administração

Formou-se em 1970 em Ciências Jurídicas e Sociais, pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. Iniciou suas atividades no Grupo em 1967 como auxiliar de departamento pessoal. Atualmente é o Diretor Presidente da Companhia.

ROBERTO LUIZ WEBER – Conselho de Administração

Formou-se em 1978 em Administração de Empresas, pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Atuou como gerente de recursos humanos e atuou como gerente de compras até 2007 na Companhia. Atualmente é o Presidente do Conselho de administração.

CLAUDIO ROBERTO ELY – Conselho de Administração

Formou-se em 1972 em Engenharia Civil, pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Foi Membro Suplente do Conselho de Administração e Diretor Geral, tornando-se em 2007 Diretor Geral e de Relações com Investidores da Drogasil S.A.. A partir de 10/11/2011, foi nomeado Diretor Presidente da Raia Drogasil S.A. Atualmente é membro efetivo do Conselho de Administração da Dimed S/A Distribuidora de Medicamentos.

DENIS PIZZATO – Diretoria e Conselho de Administração

Formou-se em 2002 como Engenheiro Agrônomo, além de possuir Curso de Pós-Graduação em Gestão Empresarial no PPGA – UFRGS. Foi Diretor de Relações com Investidores até 2008 e Vice-Diretor Superintendente até 2009. Atualmente, é o Diretor Executivo do Grupo.

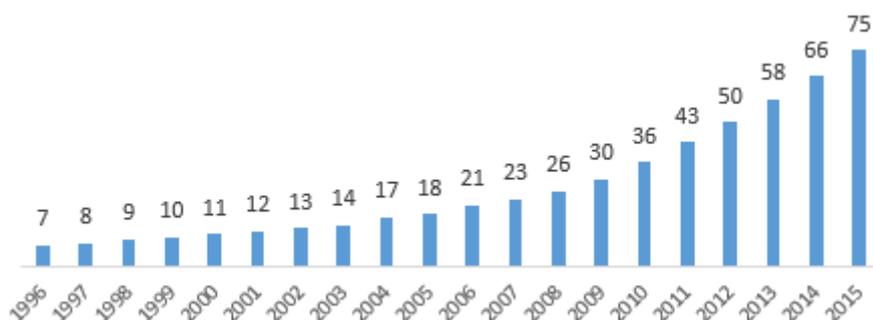
BRUNO BARRETO MACHADO – Conselho de Administração

Atua como sócio da IP, onde começou a trabalhar em 2004. Gere o fundo IP-Value Hedge e co-gere o fundo IP-Participações. É formado em economia pelo IBMEC-RJ.

## 3.O Setor de Varejo farmacêutico<sup>1</sup>

### 3.1 O Setor no Brasil

Nos últimos anos, o setor farmacêutico brasileiro vem apresentando crescimento significativo, como pode ser visto no Gráfico 5, que mostra a evolução de produtos farmacêuticos vendidos para drogarias. De 1996 a 2015, o CAGR – *constant anual growth rate* é de aproximadamente 13%. Alguns drivers de crescimento ajudam a explicar esta tendência, como o aumento da renda e o envelhecimento da população. Este último contribui para o aumento de doenças crônicas, reforçando o aumento de demanda por remédios. Além disso, o setor é fragmentado e possui diversas marcas regionais, abrindo espaço para futuras consolidações e crescimento inorgânico.



**Gráfico 5** – Vendas de produtos farmacêuticos para drogarias.

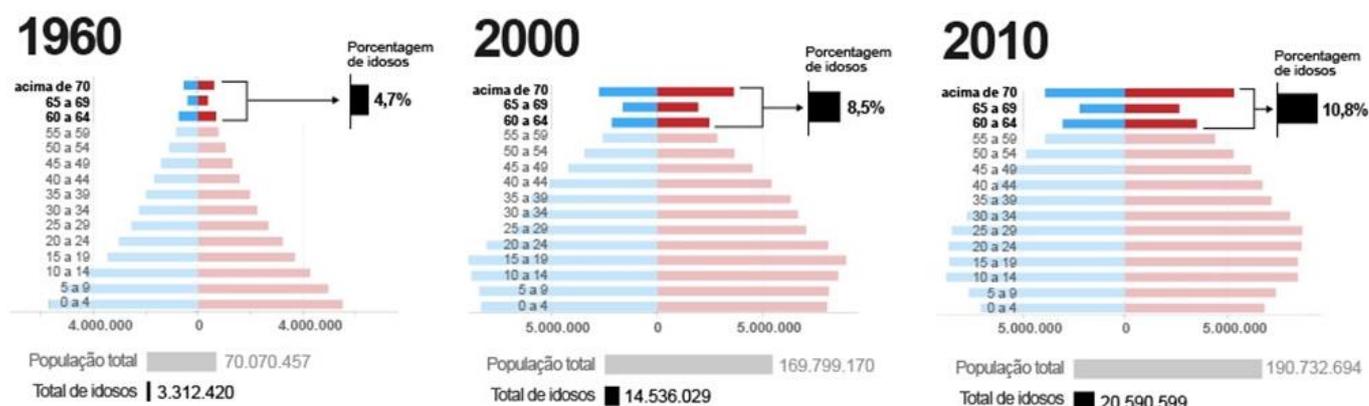
Fonte: Profarma.

Elaboração: Autor.

De acordo com os dados apresentados no Gráfico 6 abaixo, observa-se que a população idosa apresentou um crescimento anual médio maior do que a população total, considerando os períodos de 1960 a 2000 e de 2000 a 2010. De fato, entre 1960 e 2000, a população total apresentou um crescimento anual médio de 2%, enquanto que para a população idosa esse crescimento foi de 4%. Entre 2000 e 2010, a população total apresentou um crescimento anual médio de 1%, enquanto que para a população idosa esse crescimento foi de 4%. A tendência de envelhecimento da população brasileira fica evidente ao comparar a diferença de formato entre as pirâmides etárias

<sup>1</sup> As fontes deste capítulo incluem dados divulgados pela Raia Drogasil, Profarma, IBGE, G1.globo.com, ABRAFARMA.

apresentadas no Gráfico 6, assim como ao comparar as taxas de crescimento da população idosa com as taxas de crescimento da população total.



**Gráfico 6** – Evolução histórica da pirâmide populacional brasileira.

Fonte: IBGE e G1.globo.com.

### 3.2 Principais Concorrentes da Companhia

Abaixo, a Tabela 1 apresenta o ranking por faturamento total em 2016 dos maiores grupos varejistas entre aqueles que fazem parte da ABRAFARMA - Associação Brasileira de Redes de Farmácias e Drogarias. A Tabela 2, por sua vez, apresenta o ranking por número de lojas no final de 2016 entre esses grupos.

2016	2015	Grupos Econômicos	UF
1	1	Raia Drogasil	SP
2	2	Drogaria Pacheco São Paulo	SP
3	3	Farmácias Pague Menos	CE
4	5	PanVel	RS
5	6	Drogaria Araújo	MG
6	4	BR Pharma	SP
7	7	Extrafarma	PA
8	8	Drogarias Nissei	PR
9	9	Drogaria Venancio	RJ
10	15	D1000 Varejo Farma	RJ
11	10	Drogal Farmacêutica	SP
12	13	Farmácia Indiana	MG
13	11	Farmácias Wal-Mart	SP

**Tabela 1** – Ranking por Faturamento – ABRAFARMA.

Fonte: ABRAFARMA.

2016	2015	Grupos Econômicos	UF
1	1	Raia Drogasil	SP
2	2	Drogaria Pacheco São Paulo	SP
3	3	Farmácias Pague Menos	CE
4	4	BR Pharma	SP
5	5	PanVel	RS
6	6	Extrafarma	PA
7	8	Drogarias Nissei	PR
8	16	D1000 Varejo Farma	RJ
9	7	Farmácias Wal-Mart	SP
10	10	Drogaria Araújo	MG
11	9	Drogaria Mais Econômica	RS
12	11	Drogal Farmacêutica	SP
13	12	Farma Ponte	SP

**Tabela 2** – Ranking por Número de Lojas – ABRAFARMA.

Fonte: ABRAFARMA.

## 4.A Teoria do *Valuation*<sup>2</sup>

De acordo com o livro *Avaliação de Empresas*, de Aswath Damodaran, “O princípio fundamental de um investimento sólido é que o investidor não pague por um ativo mais do que ele vale.”. De acordo com o livro *Valuation – Como Precificar Ações*, de Alexandre Póvoa, “(...) o valor justo de uma empresa para seus donos – os chamados acionistas – representa o que ela pode gerar de retorno no futuro expresso em valores de hoje.”.

De acordo com Damodaran, em termos gerais, existem três abordagens à avaliação: (i) a avaliação pelo fluxo de caixa descontado, que relaciona o valor de um ativo aos fluxos de caixa futuros esperados desse ativo; (ii) a avaliação relativa, na qual é observada a precificação de ativos comparáveis ao ativo a ser avaliado, em relação a uma mesma variável; e (iii) a avaliação por direitos contingentes, que é usada para avaliar ativos que possuem características de opção.

Neste capítulo, serão descritos os métodos (i) e (ii), os quais serão utilizados para realizar um valuation do Grupo Dimed.

### 4.1 O Método do Fluxo de Caixa Descontado

Damodaran explica que, de acordo com o Método do Fluxo de Caixa Descontado (“*Discounted Cash Flow*”, “DCF”), o valor do ativo equivale ao somatório dos fluxos de caixa esperados desse ativo, descontados por uma taxa de desconto, de modo a refletir o risco associado a esses fluxos de caixa. O Valor do Ativo pode ser encontrado pela seguinte equação:

$$\text{Valor do Ativo} = \frac{E(FC_1)}{(1+r)} + \frac{E(FC_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(FC_3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{E(FC_n)}{(1+r)^n}$$

$E(FC_t)$ : Fluxo de caixa previsto no período  $t$ .

$r$ : Taxa de desconto que reflete o risco dos fluxos de caixa estimados

$n$ : Vida do ativo.

**Equação 1** – Valor do Ativo.

Fonte: Avaliação de Empresas (Damodaran).

---

<sup>2</sup> As descrições contidas neste capítulo são essencialmente baseadas no conteúdo apresentado nos livros “Valuation – Como Precificar Ações”, do autor Alexandre Póvoa, e “Avaliação de Empresas”, do autor Aswath Damodaran.

#### 4.1.1 Fluxo de Caixa para o Acionista

De acordo com Póvoa, o Fluxo de Caixa para o Acionista (“*Free Cash Flow to the Equity*”, “FCFE”) considera o caixa que sobra do fluxo de caixa da companhia para ser distribuído aos detentores do capital próprio da companhia, os *stockholders*.

Segundo Damodaran, o FCFE é o fluxo de caixa somente para os investidores acionistas na companhia. Nesse sentido, de acordo com o autor, o FCFE pode ser entendido como o fluxo de caixa disponível para os acionistas após os fluxos de caixa associados à dívida da companhia. Assim, temos que o FCFE pode ser encontrado pela seguinte equação:

$$\begin{aligned} FCFE = & \text{Lucro Líquido} - \text{Gastos de Capital} + \text{Depreciação} \\ & - \text{Alteração em capital de giro não monetário} + \text{Emissão de nova dívida} \\ & - \text{Repagamentos de dívida} \end{aligned}$$

**Equação 2** – FCFE.

Fonte: Avaliação de Empresas (Damodaran).

Para encontrar o valor do patrimônio (“*Equity Value*”), o raciocínio é análogo ao cálculo geral do valor do ativo, apresentado anteriormente na equação 1. Dessa forma, o *equity value* equivale ao somatório dos fluxos de caixa para o acionista esperados, descontados por uma taxa de desconto que reflita o risco associado a esses fluxos de caixa. Temos que:

$$Equity Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{P_n}{(1 + k_e)^n}$$

$FCFE_t$ : Fluxo de caixa para o acionista no período  $t$ .

$P_n$ : *Equity Value* após  $n$  períodos.

$k_e$ : Custo do capital próprio.

**Equação 3** – *Equity Value*.

Fonte: Avaliação de Empresas (Damodaran).

De acordo com Damodaran, em geral calcula-se  $P_n$  assumindo um crescimento estável do FCFE. Adotando esta prática, temos a seguinte equação para o valor terminal do *equity*:

$$P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{k_e - g}$$

$FCFE_{n+1}$ : Fluxo de caixa para o acionista no período  $n+1$ .

$g$ : Taxa de crescimento do FCFE.

$k_e$ : Custo do capital próprio.

**Equação 4** – Valor terminal do *equity*.

Fonte: Avaliação de Empresas (Damodaran).

### 4.1.2 Custo do Capital Próprio

O FCFE deve ser sempre descontado pelo custo de capital próprio (“custo do *equity*”),  $k_e$ . De acordo com Póvoa, o principal modelo utilizado para o cálculo dessa taxa de desconto para o acionista é o Capital Asset Pricing Model (“CAPM”). Ainda de acordo com o autor, existem quatro hipóteses-chave assumidas pelo CAPM:

1. Não há custos de transação;
2. Total liquidez no mercado;
3. Simetria de informação no mercado; e
4. Há possibilidade de eliminar completamente o risco específico da ação.

Em razão da possibilidade de diversificar o risco específico, só há um risco a ser monitorado, o risco de mercado, ou risco não-diversificável, representado por  $\beta$ . Póvoa explica que este índice pode ser obtido através de uma regressão linear simples de Y em X, onde Y é a variação do preço da ação, e X é a variação de um índice referencial de mercado como, por exemplo, o Índice Bovespa. Dessa maneira, o modelo CAPM indica que o retorno exigido pelo ativo será:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

$K_e$ : Custo do capital próprio.

$\beta$ : Beta do ativo avaliado.

$R_m - R_f$ : Prêmio de risco do mercado, onde  $R_m$  é o retorno do mercado de ações.

**Equação 5** – Custo do Capital Próprio (Taxa de desconto do FCFE).

Fonte: Valuation – Como Precificar ações (Alexandre Póvoa).

### 4.1.3 Fluxo de Caixa Para a Firma

Enquanto que o FCFE considera apenas os fluxos de caixa da companhia restantes a serem distribuídos para os acionistas, o Fluxo de Caixa para a Firma (“*Free Cash Flow to the Firm*”, “FCFF”), de acordo com Póvoa, contempla os fluxos de caixa da companhia a serem distribuídos para os credores da companhia e para seus acionistas.

Segundo Damodaran, o FCFF considera os fluxos de caixa que são gerados por todos os detentores de direitos na companhia. Ainda segundo o autor, podemos encontrar o FCFF por meio da seguinte equação:

$$FCFF = Lucro Operacional(1 - \text{alíquota}) - Gastos de Capital + Depreciação \\ - \text{Alteração em capital de giro não monetário}$$

**Equação 6** – FCFF.

Fonte: Avaliação de Empresas (Damodaran).

Para encontrar o valor da firma (“*firm value*”), o raciocínio é análogo ao cálculo geral do valor do ativo, apresentado anteriormente na equação 1. Dessa forma, o *firm value* equivale ao somatório dos fluxos de caixa esperados para os credores e acionistas da companhia avaliada, descontados por uma taxa de desconto que reflita o risco associado a esses fluxos de caixa. Temos que:

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

$FCFF_t$ : Fluxo de caixa para a firma no período  $t$ .

$WACC$ : Média ponderada do custo de capital.

**Equação 7** – *Firm Value*.

Fonte: Avaliação de Empresas (Damodaran).

#### 4.1.4 WACC

Enquanto que o FCFE deve ser descontado pelo custo do *equity*, o FCFF deve ser descontado pela média ponderada do custo de capital da companhia, o WACC (“*Weighted Average Cost of Capital*”). Assim como o capital próprio tem um custo, a dívida da companhia também tem um custo. Segundo Póvoa, o WACC pode ser entendido como uma composição ponderada do custo da dívida ( $K_d$ ) e do custo do capital próprio ( $K_e$ ), levando em conta a participação da dívida e do capital próprio no capital total da companhia.

Segundo Damodaran, o custo de capital da companhia pode ser encontrado pela seguinte equação:

$$WACC = K_e * (E/(D + E)) + K_d * (1 - t) * (D/(D + E))$$

$WACC$ : Custo de Capital.

$K_e$ : Custo de capital próprio.

$K_d$ : Custo da dívida.

$t$ : Alíquota de Imposto de Renda.

$D$ : Valor presente da Dívida.

$E$ : Valor de Mercado.

**Equação 8** – Custo de Capital (WACC).

Fonte: Avaliação de Empresas (Damodaran).

A dedução do imposto de renda ocorre sobre o Lucro antes dos Impostos, ou EBT (“*Earnings Before Taxes*”); o EBT, por sua vez, já contempla as despesas financeiras. Estas despesas, que refletem o custo da dívida, são reconhecidas antes da dedução dos impostos mencionados acima. Além disso, o fluxo de caixa a ser descontado pelo WACC, isto é, o FCFF, já contempla saídas de caixa relacionadas à pagamentos de impostos. Assim, é necessário reconhecer um benefício fiscal no cálculo do WACC, multiplicando  $K_d$  por  $(1 - t)$ . A alíquota  $t$  pode ser obtida dividindo o valor do imposto de renda pelo EBT.

## 4.2 O Método da Avaliação Relativa

Segundo Damodaran, “Na avaliação relativa, avaliamos um ativo analisando como o mercado precifica ativos similares.”. Com relação à abordagem do método, o autor fala em dois principais componentes: (i) a ideia de ativos comparáveis e (ii) preço padronizado.

Ativos são comparáveis quando possuem, segundo Damodaran, “(...) fluxos de caixa, risco e potencial de crescimento similares.”. Na prática, segundo o autor, geralmente as companhias comparáveis são aqueles que atuam no mesmo segmento da companhia a ser avaliada.

Por sua vez, os preços ou valores das companhias incluídas na análise relativa devem ser padronizados, afim de evitar arbitrariedades na comparação entre as companhias. Nesse sentido, dividem-se esses preços ou valores por variáveis relacionadas aos mesmos.

### 4.2.1 Múltiplos de Patrimônio Líquido

Segundo Damodaran, um múltiplo de patrimônio líquido é formado por duas variáveis: a primeira é uma variável de valor do patrimônio líquido e a segunda é uma variável que é usada para escalonar a primeira variável, com objetivo de manter a consistência na análise relativa feita, que envolve a comparação dos múltiplos entre as companhias. A seguir são abordados exemplos de múltiplos de patrimônio líquido, que serão utilizados na avaliação relativa do Grupo Dimed.

#### ***P/L: Preço/Lucro***

Segundo Damodaran, o múltiplo *P/L* é definido pela seguinte razão:

$$\frac{P}{L} = \frac{\text{Valor de Mercado do Patrimônio Líquido}}{\text{Lucros de Patrimônio Líquido}}$$

**Equação 9** – *P/L*.

Fonte: Avaliação de Empresas (Damodaran).

Segundo o autor, convencionou-se como alternativa para uso do *P/L* o preço corrente por ação dividido pelos lucros por ação diluídos<sup>3</sup>.

#### ***P/BV: Preço/Valor Contábil***

Segundo Damodaran, o múltiplo *P/BV* é definido pela seguinte razão:

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Valor de Mercado do Patrimônio Líquido}}{\text{Valor Contábil do Patrimônio Líquido}}$$

**Equação 10** – *P/BV*.

Fonte: Avaliação de Empresas (Damodaran).

O Valor Contábil do Patrimônio Líquido corresponde à diferença entre os valores contábeis do ativo total e do passivo total da companhia.

---

<sup>3</sup> O lucro por ações em circulação não incorpora o efeito de uma possível diluição causada por um aumento das ações em circulação no futuro, decorrente do exercício de opções administrativas da companhia. O lucro por ações diluído contempla esse efeito.

## 4.2.2 Múltiplos de Valor da Empresa

Segundo Damodaran, os múltiplos de valor da empresa são formados por duas variáveis: uma estimativa de valor da empresa ou valor das operações da empresa no numerador, além de uma estimativa de receita, lucro ou valor contábil no denominador. Da mesma forma que nos múltiplos de patrimônio líquido, o denominador escalona o numerador, com o objetivo de manter a consistência na análise relativa feita, que envolve a comparação dos múltiplos entre as companhias. A seguir são abordados exemplos de múltiplos de valor da empresa, que serão utilizados na avaliação relativa do Grupo Dimed.

### ***EV/Receita: Valor de Mercado da Firma/Receita***

Temos que:

$$\begin{aligned} EV &= \text{Valor de mercado do Patrimônio Líquido} \\ &+ \text{Valor de mercado da Dívida} \\ &- \text{Caixa} \end{aligned}$$

**Equação 11** – Valor de Mercado da Firma.

Fonte: Avaliação de Empresas (Damodaran).

Desconta-se o caixa de maneira a considerar somente o valor das operações da empresa. Em seguida, divide-se o EV (“*Enterprise Value*”) pela receita da companhia, obtendo o múltiplo *EV/Receita*.

### ***EV/EBITDA: Valor de Mercado da Firma/EBITDA***

O EBITDA (“*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*”<sup>4</sup>), segundo Póvoa, é o Lucro antes do pagamento de juros e impostos e antes da depreciação e amortização. Dividindo-se o EV pela EBITDA da companhia, obtém-se o múltiplo *EV/EBITDA*.

---

<sup>4</sup> Fonte: Investopedia.

## 5. *Valuation* da Companhia

O *valuation* da Companhia será realizado a partir de dois métodos: (i) o Método do Fluxo de Caixa Descontado; e (ii) Método da Avaliação Relativa.

### 5.1 O Método do Fluxo de Caixa Descontado

O Método do Fluxo de Caixa Descontado relaciona o valor do ativo ao somatório dos fluxos de caixa esperados, descontados por uma taxa de desconto que, por sua vez, contempla o risco associado a esses fluxos de caixa. Para realizar o *valuation* do Grupo Dimed, calculou-se o FCFF para cada período explícito estimado, incluindo o período de perpetuidade, e em seguida calculou-se o FCFE para cada um destes períodos. Abaixo, temos novamente as equações 6 e 2 para o FCFF e FCFE, respectivamente.

$$FCFF = \text{Lucro Operacional}(1 - \text{alíquota}) - \text{Gastos de Capital} + \text{Depreciação} \\ - \text{Alteração em capital de giro não monetário}$$

**Equação 6** – FCFF.

Fonte: Avaliação de Empresas (Damodaran).

$$FCFE = \text{Lucro Líquido} - \text{Gastos de Capital} + \text{Depreciação} \\ - \text{Alteração em capital de giro não monetário} + \text{Emissão de nova dívida} \\ - \text{Repagamentos de dívida}$$

**Equação 2** – FCFE.

Fonte: Avaliação de Empresas (Damodaran).

Conforme explicado em “**4.1.1 Fluxo de Caixa para o Acionista**”, O FCFE pode ser entendido como o fluxo de caixa disponível para os acionistas após os fluxos de caixa associados à dívida da companhia. Portanto, a partir das equações 6 e 2, conclui-se que o FCFE pode ser obtido a partir do FCFF de acordo com a equação 12 abaixo:

$$FCFE = FCFF - \text{Despesas Financeiras} + \text{Emissão de nova dívida} \\ - \text{Repagamentos de dívida}$$

**Equação 12** – FCFE obtido através FCFF.

Foram projetados 10 períodos anuais de forma explícita, seguidos pelo período de perpetuidade. Optou-se por este número de anos para a fase “pré-perpetuidade” para que fosse explicitamente capturada pelo modelo a fase de expansão acelerada (2018-2022) da Companhia no segmento de varejo, seguida por uma segunda fase de expansão menos acelerada (2022-2027), ambas projetadas no DCF. Caso fossem projetados, por exemplo, apenas 5 períodos anuais de maneira explícita, possivelmente a estimativa do valor justo da Companhia poderia apresentar um viés negativo, visto que a fase de expansão exigirá da Companhia maiores investimentos, o que impacta negativamente o fluxo de caixa disponível nestes anos iniciais.

### 5.1.1 Dados Históricos

A seguir, tem-se a Demonstração do Resultado do Exercício (“DRE”) consolidada do Grupo Dimed, com anos históricos.

<b>DRE (R\$ milhares)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Receita Bruta</b>	<b>1.646.172</b>	<b>1.885.848</b>	<b>2.022.457</b>	<b>2.109.176</b>	<b>2.260.023</b>
Impostos e devoluções + Programa de Fidelidade	(122.172)	(145.428)	(135.381)	(123.150)	(131.291)
<b>Receita líquida</b>	<b>1.524.000</b>	<b>1.740.420</b>	<b>1.887.076</b>	<b>1.986.026</b>	<b>2.128.732</b>
Custo das Mercadorias Vendidas	(1.181.278)	(1.358.399)	(1.467.670)	(1.534.454)	(1.608.447)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>342.722</b>	<b>382.021</b>	<b>419.406</b>	<b>451.572</b>	<b>520.285</b>
Ressarcimento de custos com aportes	52.541	67.450	91.981	98.965	105.067
Outras deduções	(5.032)	(6.501)	(8.895)	(9.521)	(10.180)
<b>Lucro Bruto Ajustado</b>	<b>390.231</b>	<b>442.970</b>	<b>502.492</b>	<b>541.016</b>	<b>615.172</b>
Outras Receitas Operacionais	1.714	13.916	3.903	5.222	40.674
<b>Lucro bruto com outras receitas operacionais</b>	<b>391.945</b>	<b>456.886</b>	<b>506.395</b>	<b>546.238</b>	<b>655.846</b>
<b>Despesas</b>	<b>(314.322)</b>	<b>(370.786)</b>	<b>(425.115)</b>	<b>(455.399)</b>	<b>(550.954)</b>
Vendas	(277.191)	(326.541)	(377.619)	(403.658)	(490.486)
Gerais e Administrativas	(37.131)	(44.245)	(47.496)	(51.741)	(60.468)
<b>Resultado financeiro</b>	<b>(2.498)</b>	<b>(6.128)</b>	<b>(14.812)</b>	<b>(22.124)</b>	<b>(18.875)</b>
Despesas financeiras	(7.731)	(9.708)	(21.025)	(28.398)	(24.769)
Receitas financeiras	5.233	3.580	6.213	6.274	5.894
<b>Lucro antes do IR, C.S. e das Participações</b>	<b>75.125</b>	<b>79.972</b>	<b>66.468</b>	<b>68.715</b>	<b>86.017</b>
Participações dos empregados / administradores	(10.531)	(8.673)	(4.958)	(6.714)	(13.305)
<b>Lucro antes do IR e Contribuição Social</b>	<b>64.594</b>	<b>71.299</b>	<b>61.510</b>	<b>62.001</b>	<b>72.712</b>
Imposto de Renda e Contribuição Social	(17.489)	(15.154)	(12.151)	(16.733)	(19.653)
<b>Lucro líquido</b>	<b>47.105</b>	<b>56.145</b>	<b>49.359</b>	<b>45.268</b>	<b>53.059</b>

**Tabela 3** – Demonstração do Resultado do Exercício consolidada.**Fonte:** Companhia.**Elaboração:** Autor.

Calculou-se separadamente os anos históricos da Receita Bruta – Varejo, Receita Bruta – Atacado e Receita Bruta – Outros, não explicitamente divulgados pela Companhia. Esta divulga o Lucro Bruto Ajustado<sup>5</sup> consolidado, o Lucro Bruto Ajustado – Varejo, o Lucro Bruto Ajustado – Atacado, a Margem Bruta Ajustada<sup>6</sup> – Varejo, a Margem Bruta Ajustada – Atacado, além das taxas de crescimento da Receita Bruta – Atacado e Receita Bruta – Varejo. Reconciliando esses dados, estimou-se a Receita Bruta – Varejo, a Receita Bruta – Atacado e a Receita Bruta – Outros<sup>7</sup>. Os resultados são apresentados na Tabela 4.

<b>Receita Bruta Segmentada (R\$ milhares)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Receita Bruta - Varejo	1.215.157	1.367.052	1.557.072	1.816.787
Receita Bruta - Atacado	651.444	614.183	537.523	420.953
Receita Bruta - Outros	19.247	41.222	14.581	22.283
<b>Receita Bruta consolidada</b>	<b>1.885.848</b>	<b>2.022.457</b>	<b>2.109.176</b>	<b>2.260.023</b>

**Tabela 4** – Segmentos da Receita Bruta consolidada.**Fonte:** Companhia.**Elaboração:** Autor.

A seguir, tem-se o Balanço Patrimonial consolidado do Grupo Dimed.

<sup>5</sup> Lucro Bruto Ajustado equivale ao Lucro Bruto somado ao “Ressarcimento de custos com aportes” e “Outras deduções”. Tal método é válido para o Lucro Bruto Ajustado consolidado, o Lucro Bruto Ajustado – Varejo e o Lucro Bruto Ajustado – Atacado. A conta “Outras Deduções” pode ser encontrada nos relatórios financeiros da Companhia como “Deduções s/ outras receitas operacionais”.

As Margens Brutas Ajustadas consolidada, do varejo e do atacado, são calculadas dividindo-se o Lucro Bruto Ajustado pela Receita Bruta.

<sup>7</sup> Representou menos de 1% da Receita Bruta consolidada da Companhia em 2016.

<b>Balço Patrimonial (R\$ milhares)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>401.204</b>	<b>421.167</b>	<b>508.347</b>	<b>539.884</b>	<b>590.440</b>
Caixa e equivalentes de caixa	28.245	18.892	24.766	17.002	22.340
Clientes	141.249	133.448	185.104	188.867	182.428
Estoque	210.359	248.429	271.575	307.840	357.037
Imposto de renda e contribuição social a recuperar	3.059	6.935	6.989	4.691	8.021
Tributos a recuperar	4.136	1.398	5.042	1.567	3.140
Outras contas a receber	14.156	12.065	14.871	19.917	17.474
<b>Ativo Não Circulante</b>	<b>99.450</b>	<b>178.727</b>	<b>210.924</b>	<b>220.083</b>	<b>230.533</b>
Tributos diferidos	3.903	5.214	5.480	4.579	3.152
Impostos a recuperar	959	3.237	2.425	2.019	1.719
Depósitos judiciais	4.572	5.476	6.173	7.110	9.072
Outros ativos	2.877	372	1.059	798	599
Outras participações	-	341	341	284	284
Imobilizado	80.368	154.973	186.755	193.907	200.908
Intangível	6.771	9.114	8.691	11.386	14.799
<b>ATIVO</b>	<b>500.654</b>	<b>599.894</b>	<b>719.271</b>	<b>759.967</b>	<b>820.973</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>228.717</b>	<b>250.946</b>	<b>288.565</b>	<b>315.609</b>	<b>370.484</b>
Fornecedores	151.475	160.036	184.292	209.763	250.242
Empréstimos e financiamentos	4.901	5.390	21.235	20.938	29.495
Salários e encargos sociais	12.327	14.527	16.234	24.703	28.552
Participações a pagar	8.637	7.331	4.201	5.884	10.580
Impostos, taxas e contribuições	20.399	23.673	24.966	21.084	17.806
Dividendos e juros s/capital próprio	5.996	5.700	6.373	5.651	5.432
Outras contas a pagar	21.173	29.754	26.092	23.245	24.424
Programa Fidelidade / Fidelidade prêmios a resgatar	3.809	4.535	5.172	4.341	3.953
Provisões fiscais, previdenciárias, trabalhistas e cíveis	-	-	-	-	-
<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>38.297</b>	<b>72.051</b>	<b>119.404</b>	<b>100.216</b>	<b>68.839</b>
Empréstimos e financiamentos	28.186	59.879	105.141	88.512	59.334
Provisões fiscais, previdenciárias, trabalhistas e cíveis	5.085	7.146	7.884	7.033	6.708
Receitas diferidas - subvenção para investimento	5.026	5.026	4.826	3.626	2.426
Parcelamento de tributos	-	-	1.553	1.045	371
<b>Patrimônio líquido</b>	<b>233.640</b>	<b>276.897</b>	<b>311.302</b>	<b>344.142</b>	<b>381.650</b>
<b>PASSIVO + PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>500.654</b>	<b>599.894</b>	<b>719.271</b>	<b>759.967</b>	<b>820.973</b>

Tabela 5 – Balço Patrimonial consolidado.

Fonte: Companhia.

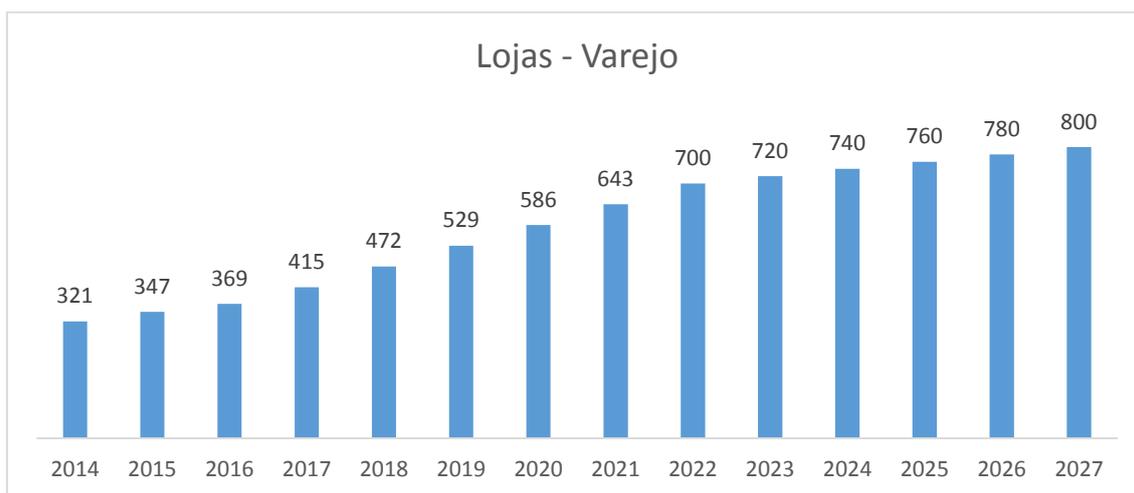
Elaboração: Autor.

## 5.1.2 Premissas Gerais do Modelo

Conforme a Companhia informou no 3º trimestre de 2017<sup>8</sup>, o Grupo Dimed continua mantendo a estratégia de crescimento no segmento de varejo e redução no segmento de atacado. Este último, segundo o cenário descrito pela Companhia, deve

<sup>8</sup> Divulgação de Resultados do 3T17.

apresentar um patamar de venda estável. Além disso, segundo<sup>9</sup> Julio Mottin Neto, diretor presidente da Companhia, o Grupo Dimed tem o plano de expansão de superar 700 lojas em 5 anos, coerente com uma estratégia de expansão do varejo. O diretor-presidente do Grupo Dimed ainda afirmou que em 2017 serão abertas 46 lojas. Esses dados qualitativos são considerados na estimação do DCF da Companhia, sendo refletidos nas taxas de crescimento estimadas do varejo e do atacado, no número estimado de lojas e na evolução estimada da margem bruta consolidada da Companhia.



**Gráfico 7** – Estimativa da evolução do número de lojas.

**Fonte:** Companhia e estimativas do Autor.

Elaboração: Autor.



**Gráfico 8** – Estimativa de crescimento da Receita Bruta do segmento de varejo.

<sup>9</sup> Notícia divulgada no dia 28/10/17, pelo Jornal do Comércio ([http://jcrs.uol.com.br/conteudo/2017/10/cadernos/empresas\\_e\\_negocios/591100-panvel-quer-ser-a-melhor-farmacia-do-brasil.html](http://jcrs.uol.com.br/conteudo/2017/10/cadernos/empresas_e_negocios/591100-panvel-quer-ser-a-melhor-farmacia-do-brasil.html)).

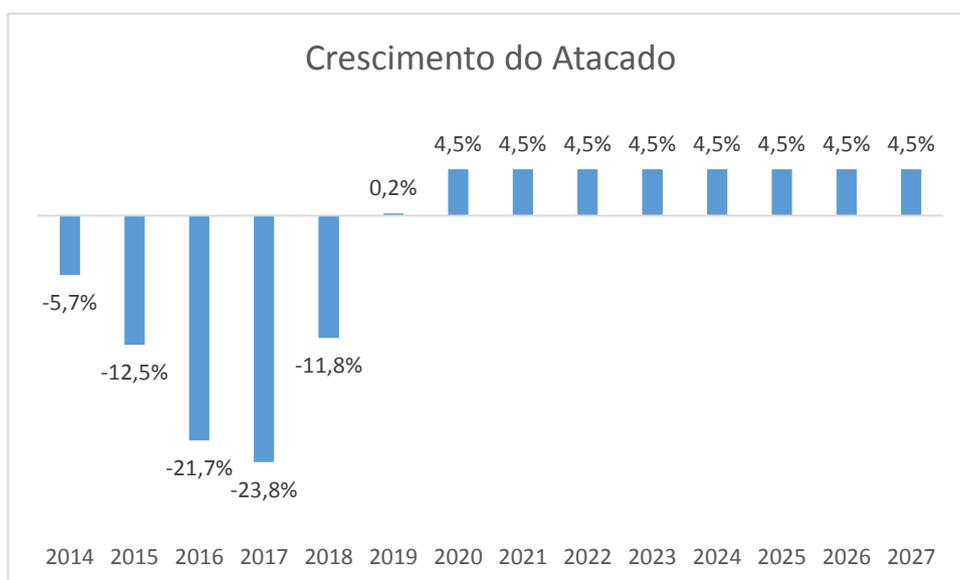
**Fonte:** Companhia e estimativas do Autor.

Elaboração: Autor.

<sup>1</sup>Crescimento proveniente de lojas com mais de 1 ano de existência.

<sup>2</sup>Crescimento proveniente de lojas com menos de 1 ano de existência.

O Gráfico 8 apresenta o crescimento histórico do varejo de 2014 até 2016, além do crescimento projetado para os anos de 2017 até 2027. Em razão da aceleração na estimativa de abertura de lojas de 2018 até 2022, visível no Gráfico 7, projeta-se uma taxa de crescimento do varejo proveniente de novas lojas superior aos anos históricos. Após 2022, ano em que espera-se que a Companhia atinja 700 lojas, reduz-se o ritmo de abertura de lojas e, conseqüentemente, reduz-se o crescimento estimado do varejo proveniente de novas lojas. Para o crescimento *Same Stores Sales*, projeta-se uma taxa de crescimento constante e próxima às taxas de crescimento anuais históricas.



**Gráfico 9** – Estimativa de crescimento da Receita Bruta do segmento de atacado.

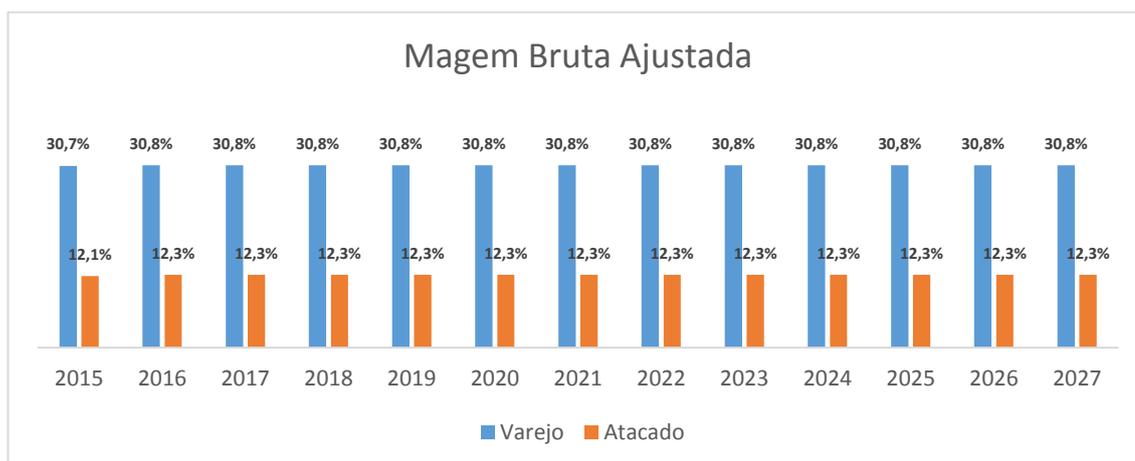
**Fonte:** Companhia e estimativas do Autor.

Elaboração: Autor.

Em razão da previsão feita pela Companhia, relacionada ao alcance de um patamar de venda estável no segmento de atacado, estimou-se um crescimento que gradativamente evolui para então, em 2020, igualar-se a um crescimento igual à inflação projetada para os anos de 2020 em diante. Projeta-se, para os anos de 2020 até 2027, uma taxa de inflação anual de 4,5%, atual meta a ser perseguida pelo Banco Central.

Vale destacar que as taxas de crescimento apresentadas no Gráfico 8 e no Gráfico 9 para o ano de 2017 contemplam os resultados do 1º, 2º e 3º trimestres reportados pela Companhia, além das taxas de crescimento estimadas para o 4º trimestre.

Por fim, cabe discutir sobre a projeção da Margens Brutas Ajustadas<sup>10</sup> do segmento de varejo e o segmento de atacado. Assumem-se margens constantes para ambos os segmentos nos períodos anuais explícitos estimados.



**Gráfico 10** – Estimativa de Margens Brutas Ajustada para o varejo e o atacado.

**Fonte:** Companhia e estimativas do Autor.

**Elaboração:** Autor.

### 5.1.3 Taxa de Desconto

Calcula-se uma taxa de desconto para trazer a valor presente os FCFE anuais, além do FCFE referente à perpetuidade. Será calculado, portanto, o Custo de Capital Próprio, cuja equação é rerepresentada abaixo.

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

$K_e$ : Custo do capital próprio.

$\beta$ : Beta do ativo avaliado.

$R_m - R_f$ : Prêmio de risco do mercado, onde  $R_m$  é o retorno do mercado de ações.

**Equação 5** – Custo do Capital Próprio (Taxa de desconto do FCFE).

**Fonte:** Valuation – Como Precificar ações (Alexandre Póvoa).

<sup>10</sup> A Margem Bruta Ajustada foi calculada a partir de Lucro Bruto Ajustado.

Segundo Damodaran<sup>11</sup>, é possível entender o prêmio de risco de mercado de um determinado país como sendo igual ao prêmio de risco de mercado de um mercado de *equity* maduro, como o dos Estados Unidos, somado a uma medida de “risco-país” do país em questão, tal como mostra a Equação 13.

$$\text{Prêmio de Risco de Mercado do país} = \\ \text{Prêmio Base para um mercado de equity maduro} + \text{Prêmio País}$$

**Equação 13** – Prêmio de Risco de Mercado.

**Fonte:** Investment Valuation: Second Edition (Damodaran).

Nesse sentido, segundo Damodaran, podemos encontrar o Custo de Capital Próprio, em dólares, através da Equação 14.

$$K_e = R_f + \beta * (R_{EUA} - R_f) + \text{Default Spread}$$

$K_e$ : Custo do capital próprio.

$R_f$ : Treasury bond rate americano (taxa livre de risco).

$\beta$ : Beta do ativo avaliado.

$R_m - R_f$ : Prêmio de risco do mercado dos EUA, onde  $R_m$  é o retorno do mercado de ações.

*Default Spread*: Prêmio que contempla o “risco país”.

**Equação 14** – Custo do Capital Próprio (Taxa de desconto do FCFE).

**Fonte:** Investment Valuation: Second Edition (Damodaran).

Para converter o Custo de Capital Próprio para reais, segundo Damodaran, basta aplicar a equação 15.

$$K_e(R\$) = (1 + K_e) * \left( \frac{\text{Inflação}_{BRA}}{\text{Inflação}_{EUA}} \right) - 1$$

$K_e(R\$)$ : Custo do capital próprio em reais.

$K_e$ : Custo do capital próprio calculado pela Equação 14.

$\text{Inflação}_{BRA}$ : Inflação brasileira.

$\text{Inflação}_{EUA}$ : Inflação americana.

**Equação 15** – Custo do Capital Próprio (Taxa de desconto do FCFE).

**Fonte:** Investment Valuation: Second Edition (Damodaran).

<sup>11</sup> Investment Valuation: Second Edition (Damodaran).

Para a  $Inflação_{BRA}$ , utilizou-se o IPCA de 12 meses acumulados até outubro de 2017. Para a  $Inflação_{EUA}$ , utilizou-se o CPI-U<sup>12</sup> de 12 meses acumulados até outubro 2017.

O cálculo do custo de capital próprio foi realizado com base nas equações 13 e 14. Para a taxa livre de risco  $R_f$ , utilizou-se a média geométrica do período 1928-2016 dos retornos anuais de Treasury Bonds americanos de 10 anos de maturidade. Foi utilizado o  $\beta$  do Grupo Dimed calculado pelo Reuters. Para o  $R_m$ , utilizou-se média geométrica do período 1928-2016 dos retornos anuais do S&P 500. Para o *Default Spread*, fez-se uso do EMBI+ Risco-Brasil<sup>13</sup>. Por fim, utilizou-se a equação 15 para converter a taxa em dólares para reais. O Custo de Capital Próprio encontrado é de 13,72%. Os valores utilizados encontram-se na tabela 6.

Conta	Valor
Taxa livre de risco	4,91%
Retorno de Mercado (EUA)	9,52%
Beta ação	0,27
Prêmio de Risco EUA	4,62%
Risco Brasil (EMBI)	2,46%
Inflação Brasil IPCA (outubro-últimos 12 meses)	2,70%
Inflação EUA CPI (outubro-últimos 12 meses)	2,00%
<b>Custo do Capital Próprio (Cost of Equity)</b>	<b>13,72%</b>

**Tabela 6** – Custo de Capital Próprio.

**Fonte:** Damodaran Online; Reuters; Ipea; Bureau of Labor Statistics; Valor Econômico.

**Elaboração:** Autor.

<sup>12</sup> Segundo o site Investopedia.com, o U.S. Bureau of Labor Statistics publica mensalmente dois tipos de Consumer Price Index (CPI). Um deles é o CPI-U, que é o CPI para consumidores urbanos e é o tipo que melhor representa o público geral.

<sup>13</sup> O EMBI+ é um índice baseado nos títulos de dívida emitidos por países emergentes. Mostra a diferença entre a taxa de retorno dos títulos de países emergentes e a oferecida por títulos emitidos pelo Tesouro americano; em outras palavras, mostra o spread soberano. O índice é calculado pelo JP Morgan. (Fonte: Ipea).

#### **5.1.4 Projeção das Demonstrações Financeiras**

##### ***Receita Bruta***

Para a projeção da Receita Bruta consolidada, foram projetadas as Receita Bruta – Varejo e Receita Bruta – Atacado com base nas premissas de taxas de crescimento apresentadas nos gráfico 8 e 9; a Receita Bruta – Outros foi projetada com base no crescimento da soma das receitas projetadas Receita Bruta – Varejo e Receita Bruta – Atacado.

##### ***Lucro Bruto Ajustado***

O Lucro Bruto Ajustado para cada período explícito estimado é calculado pela soma das Receita Bruta – Varejo, Receita Bruta – Atacado e Receita Bruta – Outros multiplicadas pelas respectivas Margens Brutas Ajustadas. Calculou-se a Margem Bruta Ajustada – Outros para os períodos históricos e projetados como o resultado da divisão entre a soma dos lucros brutos ajustados do varejo e do atacado sobre a soma das receitas brutas do varejo e do atacado.

Por se utilizar método de estimação através de premissas de Margens Brutas Ajustadas, não foram projetadas as linhas da DRE consolidado entre a Receita Bruta e o Lucro Bruto Ajustado.

##### ***Outras Receitas Operacionais***

As linhas de baixo valor representativo ou não-recorrentes que compõem a conta de Outras Receitas Operacionais não foram projetadas na DRE. As linhas projetadas foram projetadas com base na sua relação histórica com a Receita Bruta consolidada.

##### ***Despesas com Vendas***

Todas as linhas de despesas com vendas foram projetadas com base na sua relação histórica com a Receita Bruta consolidada, com exceção da linha de Depreciação e amortização – Vendas, que será estimada em separado.

### ***Despesas Gerais e Administrativas (“G&A”)***

Todas as linhas de despesas gerais e administrativas foram projetadas com base na sua relação histórica com a Receita Bruta consolidada, com exceção da linha de Depreciação e Amortização – G&A, que será estimada em separado.

### ***Depreciação e Amortização – DRE***

Soma das linhas Depreciação e Amortização – Vendas e Depreciação e Amortização – G&A, a Depreciação e Amortização – DRE foi estimada com base na linha no crescimento da linha Depreciação e Amortização – FC, apresentada na Demonstração de Fluxo de Caixa da Companhia. Cabe ressaltar que, nos períodos históricos, a linha Depreciação e Amortização – DRE apresenta uma pequena diferença para a linha de Depreciação e Amortização – FC. Dessa forma, buscando a projeção da linha Depreciação e Amortização – DRE mais consistente possível, a Depreciação e Amortização – DRE foi projetada com base no crescimento estimado<sup>14</sup> da Depreciação e Amortização – FC.

### ***Despesas e Receitas Financeiras***

As Despesas Financeiras foram estimadas com base na relação histórica entre as Despesas Financeiras e o Endividamento Bruto da Companhia. As Receitas Financeiras foram estimadas com base na relação histórica entre as Receitas Financeiras e a linha de Caixa e Equivalentes de Caixa.

### ***Participação dos Empregados / Administradores***

A Participação dos Empregados / Administradores com base na alíquota de imposto histórica da Companhia.

---

<sup>14</sup> Será abordado na subseção “5.1.5 Fluxo de Caixa para a Firma”.

DRE (R\$ milhares)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Receita Bruta</b>	<b>2.445.467</b>	<b>2.818.774</b>	<b>3.310.518</b>	<b>3.910.035</b>	<b>4.624.405</b>	<b>5.475.946</b>	<b>6.258.517</b>	<b>7.156.497</b>	<b>8.187.078</b>	<b>9.370.026</b>	<b>10.728.058</b>
<b>Lucro Bruto Ajustado</b>	<b>686.711</b>	<b>815.241</b>	<b>966.637</b>	<b>1.148.957</b>	<b>1.366.544</b>	<b>1.626.268</b>	<b>1.864.616</b>	<b>2.138.388</b>	<b>2.452.876</b>	<b>2.814.159</b>	<b>3.229.230</b>
Outras Receitas Operacionais	3.015	3.725	4.375	5.167	6.111	7.236	8.270	9.457	10.819	12.382	14.177
<b>Lucro bruto com outras receitas operacionais</b>	<b>689.726</b>	<b>818.966</b>	<b>971.012</b>	<b>1.154.124</b>	<b>1.372.655</b>	<b>1.633.504</b>	<b>1.872.886</b>	<b>2.147.845</b>	<b>2.463.694</b>	<b>2.826.541</b>	<b>3.243.406</b>
<b>Despesas</b>	<b>(569.409)</b>	<b>(670.113)</b>	<b>(786.505)</b>	<b>(927.526)</b>	<b>(1.094.848)</b>	<b>(1.293.629)</b>	<b>(1.476.673)</b>	<b>(1.681.348)</b>	<b>(1.916.906)</b>	<b>(2.187.852)</b>	<b>(2.499.378)</b>
Vendas	(493.851)	(580.627)	(681.919)	(805.411)	(952.561)	(1.127.966)	(1.289.164)	(1.474.135)	(1.686.420)	(1.930.090)	(2.209.825)
Gerais e Administrativas	(52.344)	(65.380)	(76.786)	(90.691)	(107.261)	(127.012)	(145.163)	(165.991)	(189.895)	(217.333)	(248.832)
Depreciação e Amortização - DRE	(23.214)	(24.106)	(27.801)	(31.424)	(35.026)	(38.652)	(42.346)	(41.222)	(40.591)	(40.429)	(40.721)
<b>Resultado financeiro</b>	<b>(20.207)</b>	<b>(22.625)</b>	<b>(23.287)</b>	<b>(23.336)</b>	<b>(23.094)</b>	<b>(22.461)</b>	<b>(21.347)</b>	<b>(18.639)</b>	<b>(15.465)</b>	<b>(11.736)</b>	<b>(7.355)</b>
Despesas financeiras	(22.239)	(23.540)	(23.540)	(23.540)	(23.540)	(23.540)	(23.540)	(23.540)	(23.540)	(23.540)	(23.540)
Receitas financeiras	2.032	915	253	204	446	1.079	2.193	4.901	8.075	11.804	16.185
<b>Lucro antes do IR, C.S. e das Participações</b>	<b>97.094</b>	<b>122.504</b>	<b>156.845</b>	<b>198.094</b>	<b>248.602</b>	<b>310.177</b>	<b>366.596</b>	<b>438.401</b>	<b>520.505</b>	<b>614.571</b>	<b>722.497</b>
Participações dos empregados / administradores	(5.909)	(11.360)	(13.342)	(15.758)	(18.637)	(22.069)	(25.223)	(28.842)	(32.996)	(37.763)	(43.236)
<b>Lucro antes do IR e Contribuição Social</b>	<b>91.185</b>	<b>111.144</b>	<b>143.503</b>	<b>182.336</b>	<b>229.965</b>	<b>288.108</b>	<b>341.373</b>	<b>409.559</b>	<b>487.510</b>	<b>576.808</b>	<b>679.261</b>
Imposto de Renda e Contribuição Social	(24.283)	(29.597)	(38.215)	(48.556)	(61.239)	(76.723)	(90.908)	(109.065)	(129.824)	(153.604)	(180.887)
<b>Lucro líquido</b>	<b>66.903</b>	<b>81.546</b>	<b>105.288</b>	<b>133.780</b>	<b>168.725</b>	<b>211.385</b>	<b>250.466</b>	<b>300.493</b>	<b>357.686</b>	<b>423.205</b>	<b>498.374</b>

Tabela 7 – DRE Projetado.

Fonte: Estimativas do Autor.

Elaboração: Autor.

As linhas projetadas do Balanço Patrimonial que sofrem variações são as seguintes: Clientes (ativo), Estoque (ativo), Imobilizado (Ativo), Fornecedores (Passivo) e Salários e encargos Sociais. As demais linhas, com exceção do Patrimônio Líquido e do Caixa, são mantidas constantes a partir de 2018.

### *Clientes, Estoque, Fornecedores e Salários e Encargos Sociais*

Para projetar estas linhas, primeiramente foram calculadas as linhas históricas Dias de Clientes, Dias de Estoques, Dias de Fornecedores e Dias de Salários, que medem cada uma destas linhas em termos de receita bruta, multiplicando pelo número de dias<sup>15</sup>. Estimou-se uma trajetória cada uma das linhas de “dias” e, por engenharia reversa, foram estimadas as linhas de Clientes, Estoque, Fornecedores e Salários e Encargos Sociais. Com isso, temos a Variação do Capital de Giro, que será relevante para o cálculo do FCFF.

<sup>15</sup> Para o período anual, multiplicou-se por 360 dias. Para o período trimestral (utilizado para estimar o 4º trimestre), multiplicou-se por 90 dias.

Varição do Capital de Giro	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>ATIVO</b>											
Clientes	185.570	213.898	251.213	296.706	350.915	415.532	474.916	543.058	621.262	711.028	814.079
Estoque	373.863	393.497	452.947	524.113	607.023	703.590	804.141	919.520	1.051.936	1.203.930	1.378.420
<b>PASSIVO</b>											
Fornecedores	238.468	274.256	322.101	380.431	449.937	532.788	608.930	696.300	796.571	911.668	1.043.799
Salários e encargos sociais	36.850	27.019	31.733	37.480	44.327	52.490	59.991	68.599	78.477	89.817	102.834
<b>Capital de Giro (ATIVO + PASSIVO)</b>	<b>284.115</b>	<b>306.119</b>	<b>350.326</b>	<b>402.908</b>	<b>463.674</b>	<b>533.844</b>	<b>610.136</b>	<b>697.679</b>	<b>798.149</b>	<b>913.474</b>	<b>1.045.867</b>
<b>Varição do Capital de Giro</b>	<b>(23.444)</b>	<b>(22.004)</b>	<b>(44.208)</b>	<b>(52.581)</b>	<b>(60.766)</b>	<b>(70.170)</b>	<b>(76.292)</b>	<b>(87.543)</b>	<b>(100.470)</b>	<b>(115.324)</b>	<b>(132.393)</b>
Dias de Clientes (Receita Bruta)	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27
Dias de Estoques (Receita Bruta)	55	50	49	48	47	46	46	46	46	46	46
Dias de Fornecedores (Receita Bruta)	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35
Dias de Salários (Receita Bruta)	5	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3

**Tabela 8** – Projeção da Variação do Capital de Giro.

Fonte: Estimativas do Autor.

Elaboração: Autor.

Cabe ressaltar que os Dias de Estoques foram projetados caindo até 2022, onde atingem um patamar semelhante aos primeiros anos históricos considerados na elaboração do DCF.

### ***Patrimônio Líquido***

O Patrimônio Líquido de um determinado período foi estimado como Patrimônio Líquido do período anterior somado ao lucro líquido do período atual e às saídas de caixa relativas à pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio do período atual estimadas, além de aquisições de ações próprias<sup>16</sup> que afetam o Patrimônio Líquido projetado para o final de 2017.

### ***Caixa e Equivalentes de Caixa***

A linha de Caixa e Equivalentes de Caixa foi projetada com o uso de um Fluxo de Caixa simplificado.

### ***Depreciação e Amortização – FC***

A Depreciação e Amortização – FC foi estimada com base na relação histórica da mesma como percentual da soma do Imobilizado e do Intangível.

### ***Custo do imobilizado ou intangível baixado ou vendido***

O Custo do imobilizado ou intangível baixado ou vendido foi estimado com base na relação histórica do mesmo como percentual da soma do Imobilizado e do Intangível.

<sup>16</sup> As aquisições de ações próprias não são projetadas.

### Investimentos

Os Investimentos são a soma da projeção de aquisição de imobilizado e de aquisição de intangível<sup>17</sup>. A projeção de aquisição de imobilizado leva em conta a relação entre o Imobilizado e o número de lojas abertas previsto no período. A projeção de aquisição de intangível leva em conta a relação entre o Intangível e a Receita Bruta.

### Imobilizado

O Imobilizado de um determinado período foi estimado como o Imobilizado do ano anterior subtraído da Depreciação e Amortização – FC do período atual e do Custo do imobilizado ou intangível baixado ou vendido do período atual e somado aos investimentos do período atual.

Balanco Patrimonial (R\$ milhares)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Ativo Circulante</b>	<b>621.267</b>	<b>670.669</b>	<b>765.201</b>	<b>892.843</b>	<b>1.058.733</b>	<b>1.270.574</b>	<b>1.553.536</b>	<b>1.881.329</b>	<b>2.261.399</b>	<b>2.702.252</b>	<b>3.213.624</b>
Caixa e equivalentes de caixa	10.062	11.502	9.268	20.252	49.022	99.678	222.706	366.979	536.428	735.522	969.352
Clientes	185.570	213.898	251.213	296.706	350.915	415.532	474.916	543.058	621.262	711.028	814.079
Estoque	373.863	393.497	452.947	524.113	607.023	703.590	804.141	919.520	1.051.936	1.203.930	1.378.420
Imposto de renda e contribuição social a recuperar	21.199	21.199	21.199	21.199	21.199	21.199	21.199	21.199	21.199	21.199	21.199
Tributos a recuperar	3.252	3.252	3.252	3.252	3.252	3.252	3.252	3.252	3.252	3.252	3.252
Outras contas a receber	27.322	27.322	27.322	27.322	27.322	27.322	27.322	27.322	27.322	27.322	27.322
<b>Ativo Não Circulante</b>	<b>262.338</b>	<b>300.053</b>	<b>337.045</b>	<b>373.815</b>	<b>410.823</b>	<b>448.535</b>	<b>437.064</b>	<b>430.619</b>	<b>428.964</b>	<b>431.949</b>	<b>439.507</b>
Tributos diferidos	4.381	4.381	4.381	4.381	4.381	4.381	4.381	4.381	4.381	4.381	4.381
Impostos a recuperar	1.625	1.625	1.625	1.625	1.625	1.625	1.625	1.625	1.625	1.625	1.625
Depósitos judiciais	9.510	9.510	9.510	9.510	9.510	9.510	9.510	9.510	9.510	9.510	9.510
Outros ativos	450	450	450	450	450	450	450	450	450	450	450
Outras participações	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
Imobilizado	226.547	264.262	301.254	338.024	375.032	412.744	401.273	394.828	393.173	396.158	403.716
Intangível	19.541	19.541	19.541	19.541	19.541	19.541	19.541	19.541	19.541	19.541	19.541
<b>ATIVO</b>	<b>883.605</b>	<b>970.722</b>	<b>1.102.246</b>	<b>1.266.659</b>	<b>1.469.556</b>	<b>1.719.109</b>	<b>1.990.600</b>	<b>2.311.948</b>	<b>2.690.363</b>	<b>3.134.202</b>	<b>3.653.131</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>402.081</b>	<b>428.038</b>	<b>480.597</b>	<b>544.674</b>	<b>621.027</b>	<b>712.041</b>	<b>795.684</b>	<b>891.661</b>	<b>1.001.812</b>	<b>1.128.247</b>	<b>1.273.396</b>
Fornecedores	238.468	274.256	322.101	380.431	449.937	532.788	608.930	696.300	796.571	911.668	1.043.799
Empréstimos e financiamentos	55.576	55.576	55.576	55.576	55.576	55.576	55.576	55.576	55.576	55.576	55.576
Salários e encargos sociais	36.850	27.019	31.733	37.480	44.327	52.490	59.991	68.599	78.477	89.817	102.834
Participações a pagar	2.506	2.506	2.506	2.506	2.506	2.506	2.506	2.506	2.506	2.506	2.506
Impostos, taxas e contribuições	34.428	34.428	34.428	34.428	34.428	34.428	34.428	34.428	34.428	34.428	34.428
Dividendos e juros s/capital próprio	2.882	2.882	2.882	2.882	2.882	2.882	2.882	2.882	2.882	2.882	2.882
Outras contas a pagar	26.652	26.652	26.652	26.652	26.652	26.652	26.652	26.652	26.652	26.652	26.652
Programa Fidelidade / Fidelidade prêmios a resgatar	4.373	4.373	4.373	4.373	4.373	4.373	4.373	4.373	4.373	4.373	4.373
Provisões fiscais, previdenciárias, trabalhistas e cíveis	346	346	346	346	346	346	346	346	346	346	346
<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>45.853</b>	<b>45.853</b>	<b>45.853</b>	<b>45.853</b>	<b>45.853</b>	<b>45.853</b>	<b>45.853</b>	<b>45.853</b>	<b>45.853</b>	<b>45.853</b>	<b>45.853</b>
Empréstimos e financiamentos	38.448	38.448	38.448	38.448	38.448	38.448	38.448	38.448	38.448	38.448	38.448
Provisões fiscais, previdenciárias, trabalhistas e cíveis	5.825	5.825	5.825	5.825	5.825	5.825	5.825	5.825	5.825	5.825	5.825
Receitas diferidas - subvenção para investimento	1.526	1.526	1.526	1.526	1.526	1.526	1.526	1.526	1.526	1.526	1.526
Parcelamento de tributos	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54
<b>Patrimônio líquido</b>	<b>435.671</b>	<b>496.831</b>	<b>575.797</b>	<b>676.132</b>	<b>802.676</b>	<b>961.214</b>	<b>1.149.064</b>	<b>1.374.434</b>	<b>1.642.698</b>	<b>1.960.102</b>	<b>2.333.882</b>
<b>PASSIVO + PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>883.605</b>	<b>970.722</b>	<b>1.102.246</b>	<b>1.266.659</b>	<b>1.469.556</b>	<b>1.719.109</b>	<b>1.990.600</b>	<b>2.311.948</b>	<b>2.690.363</b>	<b>3.134.202</b>	<b>3.653.131</b>

**Tabela 9 – Projeção do Balanço Patrimonial Consolidado.**

Fonte: Estimativas do Autor.

Elaboração: Autor.

<sup>17</sup> Por simplificação, os investimentos em intangível recaem sobre a conta de Imobilizado, do Balanço Patrimonial.

### 5.1.5 Fluxo de Caixa para a Firma

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>EBIT</b>	<b>110.422</b>	<b>133.768</b>	<b>166.790</b>	<b>205.672</b>	<b>253.059</b>	<b>310.569</b>	<b>362.720</b>	<b>428.198</b>	<b>502.974</b>	<b>588.544</b>	<b>686.616</b>
alíquota de imposto (t)	-27%	-27%	-27%	-27%	-27%	-27%	-27%	-27%	-27%	-27%	-27%
<b>EBIT(1-t)</b>	<b>80.702</b>	<b>98.146</b>	<b>122.374</b>	<b>150.902</b>	<b>185.669</b>	<b>227.865</b>	<b>266.128</b>	<b>314.169</b>	<b>369.032</b>	<b>431.815</b>	<b>503.770</b>
Despesas não Caixa	27.932	31.205	35.987	40.678	45.341	50.033	54.815	53.361	52.543	52.334	52.712
Varição no Capital de Giro	(23.444)	(22.004)	(44.208)	(52.581)	(60.766)	(70.170)	(76.292)	(87.543)	(100.470)	(115.324)	(132.393)
CAPEX	(58.314)	(68.920)	(72.980)	(77.448)	(82.348)	(87.745)	(43.345)	(46.915)	(50.888)	(55.319)	(60.269)
<b>FCFF</b>	<b>26.877</b>	<b>38.427</b>	<b>41.173</b>	<b>61.551</b>	<b>87.895</b>	<b>119.983</b>	<b>201.306</b>	<b>233.072</b>	<b>270.217</b>	<b>313.505</b>	<b>363.820</b>

Tabela 10 – FCFF.

Fonte: Estimativas do Autor.

Elaboração: Autor.

### 5.1.6 Fluxo de Caixa para o Acionista

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>FCFF</b>	<b>26.877</b>	<b>38.427</b>	<b>41.173</b>	<b>61.551</b>	<b>87.895</b>	<b>119.983</b>	<b>201.306</b>	<b>233.072</b>	<b>270.217</b>	<b>313.505</b>	<b>363.820</b>
Despesa Financeira	(22.239)	(23.540)	(23.540)	(23.540)	(23.540)	(23.540)	(23.540)	(23.540)	(23.540)	(23.540)	(23.540)
Varição do Endividamento	5.195	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FCFE</b>	<b>9.832</b>	<b>14.887</b>	<b>17.633</b>	<b>38.011</b>	<b>64.356</b>	<b>96.443</b>	<b>177.766</b>	<b>209.532</b>	<b>246.677</b>	<b>289.966</b>	<b>340.280</b>

Tabela 11 – FCFE.

Fonte: Estimativas do Autor.

Elaboração: Autor.

### 5.1.7 Valor Justo por Ação

	4T17	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Perpetuidade
<b>FCFE</b>	<b>(1.502)</b>	<b>14.887</b>	<b>17.633</b>	<b>38.011</b>	<b>64.356</b>	<b>96.443</b>	<b>177.766</b>	<b>209.532</b>	<b>246.677</b>	<b>289.966</b>	<b>340.280</b>	<b>3.108.804</b>
Fator de Desconto	0,99	0,87	0,76	0,67	0,59	0,52	0,46	0,40	0,35	0,31	0,27	0,27
<b>FCFE presente</b>	<b>(1.486)</b>	<b>12.949</b>	<b>13.487</b>	<b>25.557</b>	<b>38.050</b>	<b>50.142</b>	<b>81.273</b>	<b>84.210</b>	<b>87.178</b>	<b>90.113</b>	<b>92.992</b>	<b>849.576</b>

Tabela 12 – FCFE presente.

Fonte: Estimativas do Autor.

Elaboração: Autor.

<b>Resumo</b>	
<b>Custo do Capital Próprio</b>	13,7%
<b>Crescimento perpetuidade</b>	2,5%
<b>Equity Value (R\$ milhares)</b>	1.424.042
<b>Valor Justo por Ação (R\$)</b>	312,5
<b>Preços de Mercado 11/30/2017</b>	
PNVL3	454,99
PNVL4	383,5
<b>Upside / Downside 11/30/2017</b>	
PNVL3	-31%
PNVL4	-19%

Encontramos, pelo Método do Fluxo de Caixa descontado, um *downside* de -31% para as ações ordinárias da companhia, e um *downside* de -19% para as ações preferenciais.

## 5.2 Avaliação Relativa

Para realizar a avaliação relativa, primeiramente é necessário definir as empresas comparáveis à companhia que será avaliada. Damodaran<sup>18</sup> explica que, em teoria, empresas são comparáveis quando possuem, “(...) fluxos de caixa, risco e potencial de crescimento similares”, mas que, em termos práticos, são selecionadas companhias que atuem no mesmo segmento da companhia que será avaliada. Buscou-se, portanto, pesquisar empresas listadas em bolsa que atuassem predominantemente no setor de varejo farmacêutico. Ao todo, foram selecionadas 7 empresas comparáveis ao Grupo Dimed.

Foram obtidos os múltiplos de patrimônio líquido e de valor da empresa apresentados em “4.2 O Método da Avaliação Relativa”. Por fim, para cada diferente tipo de múltiplo, foram comparados o múltiplo do Grupo Dimed e a média dos múltiplos das empresas comparáveis.

### 5.2.1 Descrição das Empresas Comparáveis Selecionadas<sup>19</sup>

#### ***RD - Gente Saúde e Bem-estar (“RD”)***

A RD é a maior rede de drogarias do país em termos de receita e número de lojas. Possui mais de 1.450 lojas em 18 estados do Brasil. A companhia, criada em 2011, é resultado de uma fusão entre Raia S.A. e Drogasil S.A..

#### ***Walgreens Boots Alliance Inc (“WBA”)***

A companhia opera em 3 segmentos: *Retail Pharmacy USA*, *Retail Pharmacy Internacional* e *Pharmaceutical Wholesale*. O segmento *Retail Pharmacy USA* inclui a operação de drogarias, incluindo 8.100 lojas<sup>20</sup>, de clínicas de atendimento e a oferta de serviços farmacêuticos nos Estados-Unidos, Porto Rico e Ilhas Virgens Americanas. O segmento *Retail Pharmacy Internacional* inclui a operação de drogarias em 8 países,

<sup>18</sup> Avaliação de Empresas (Damodaran).

<sup>19</sup> As fontes para elaboração desta seção são o Reuters, que disponibiliza uma descrição para as companhias, e os sites de relação com investidores das companhias.

<sup>20</sup> Número de lojas em 31/08/2017.

com um total de 4.722 lojas<sup>21</sup>, além de atuar no mercado óptico e oferecer outros serviços. O segmento *Pharmaceutical Wholesale* consiste em vendas de atacado e distribuição de medicamentos e outros produtos de saúde, além da oferta de serviços relacionados. As receitas dos segmentos de *Retail Pharmacy USA* e *Retail Pharmacy Internacional* compõem grande maioria da receita consolidada da companhia.

#### ***Jean Coutu Group (PJC) Inc (“PJC”)***

Companhia baseada no Canadá, a empresa atua em dois segmentos: *franchising*, que compõe praticamente toda a receita da empresa, e *generic drugs*. No segmento de *franchising*, atua no varejo farmacêutico no modelo de franquias, sob diversas marcas. No segmento de *generic drugs*, a companhia atua na manufatura e venda de medicamentos genéricos para atacadistas e farmacêuticos. A companhia oferece diversos serviços para seus franqueados, incluindo compra centralizada, distribuição, marketing, entre outros.

#### ***China Jo-Jo Drugstores (“CJJD”)***

A companhia atua na China como varejista e distribuidora de produtos farmacêuticos além de outros produtos relacionados a saúde. A empresa atua nos segmentos de *retail drugstore*, *online pharmacy*, *drug wholesale* e *herb farming*<sup>22</sup>. O segmento de *retail drugstore* consiste na venda à varejo de medicamentos e outros produtos. O segmento de *online pharmacy* consiste na venda de medicamentos e outros produtos via plataformas de terceiros como Tmall, JD.com e Amazon.com e via plataforma própria da companhia. O segmento de *drug wholesale* consiste na venda de medicamentos e outros produtos para a rede própria de lojas da companhia, assim como para outros revendedores e hospitais. O segmento de *herb farming* consiste no cultivo de ervas selecionadas e venda dos mesmos para outros revendedores. A receita líquida da companhia é em grande maioria composta pelas receitas líquidas dos segmentos de *retail drugstore* e *online pharmacy*.

#### ***Rite Aid Corporation (“Rite Aid”)***

---

<sup>21</sup> Número de lojas em 31/08/2017.

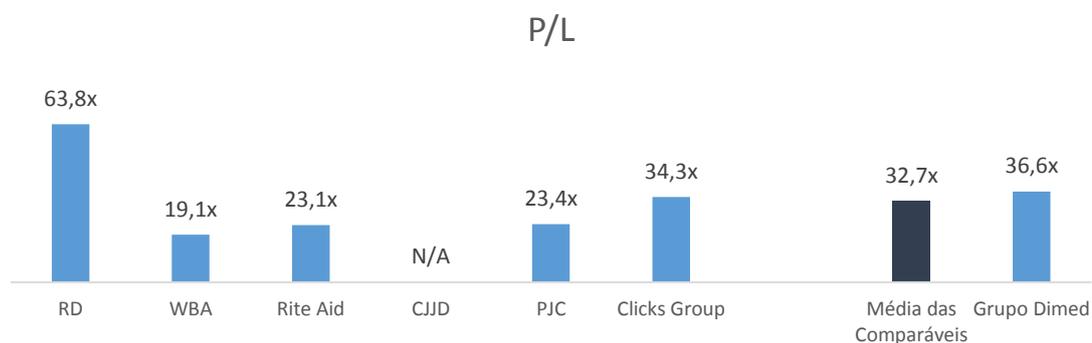
<sup>22</sup> Apesar de ser um segmento reportado pela companhia, não produziu receita no ano fiscal findo em 31/03/2017.

A companhia é uma rede de varejo farmacêutico. A empresa opera aproximadamente 4.560 lojas nos Estados-Unidos. Seus segmentos de atuação são *Retail Pharmacy* e *Pharmacy Services*. O segmento de *Retail Pharmacy* consiste na venda a varejo de medicamentos, produtos de saúde e beleza, cuidados pessoais, entre outros. O segmento de *Pharmacy Services* consiste na oferta de serviços farmacêuticos.

### ***Clicks Group***

A companhia atua em dois segmentos: varejo e distribuição. No segmento de varejo, que contribui majoritariamente para a receita da companhia, possui 5 marcas com lojas localizadas predominantemente na África do Sul; as outras lojas são localizadas no continente africano. A principal marca em termos de número de lojas é a Clicks, varejista farmacêutica, de beleza e de saúde. No segmento de distribuição, atua como atacadista farmacêutico.

## **5.2.2 Múltiplos de Patrimônio Líquido<sup>23</sup>**



**Gráfico 11** – Avaliação Relativa – Preço/Lucro.

**Fonte:** Reuters.

**Elaboração:** Autor.

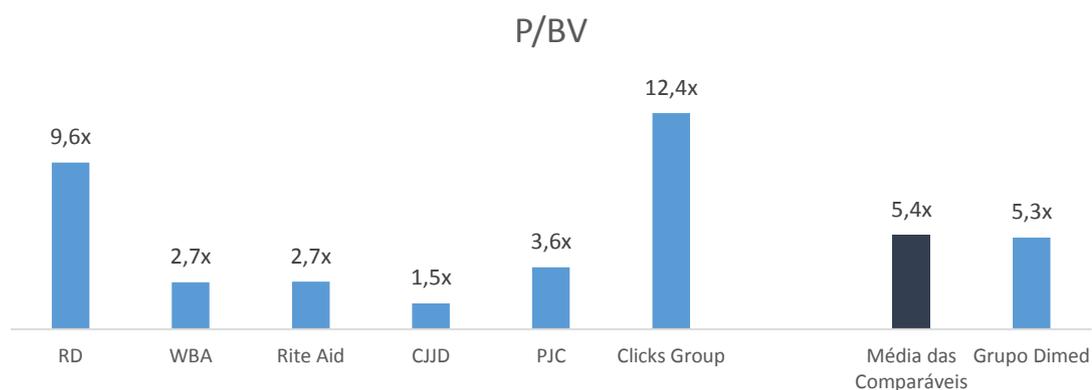
No gráfico 11, tem-se a avaliação relativa do Grupo Dimed a partir do múltiplo de patrimônio líquido Preço/Lucro. Para cada múltiplo, o numerador corresponde ao preço da ação da respectiva companhia no dia 29/11/2017<sup>24</sup>; já o denominador corresponde ao lucro consolidado por ação diluído dos últimos 12 meses reportados<sup>25</sup> pelas companhias.

<sup>23</sup> Os múltiplos foram coletados no dia 29/11/2017.

<sup>24</sup> O numerador do múltiplo, equivalente ao preço por ação, pode ou não ser correspondente ao preço de fechamento do dia (29/11/2017).

<sup>25</sup> As empresas contempladas nesta análise relativa possuem diferentes anos fiscais e, dessa forma, não reportam os seus resultados financeiros nas mesmas datas. O lucro dos últimos 12 meses é calculado

Cabe ressaltar que o numerador do múltiplo do Grupo Dimed corresponde ao preço de sua ação ordinária, cujo *ticker* é PNVL3, enquanto que o seu denominador, o lucro líquido por ação diluído dos últimos 12 meses disponíveis, é calculado com base no número total de ações da empresa, excluindo-se ações em tesouraria e somando-se as ações ordinárias e as ações preferenciais<sup>26</sup> (o *ticker* da ação preferencial da Companhia é PNVL4). Vale destacar que o Reuters ajusta esse lucro líquido por ação diluído excluindo itens extraordinários (caso eles existam).



**Gráfico 12** – Avaliação Relativa – Preço/Valor Contábil do Patrimônio Líquido.

**Fonte:** Reuters.

**Elaboração:** Autor.

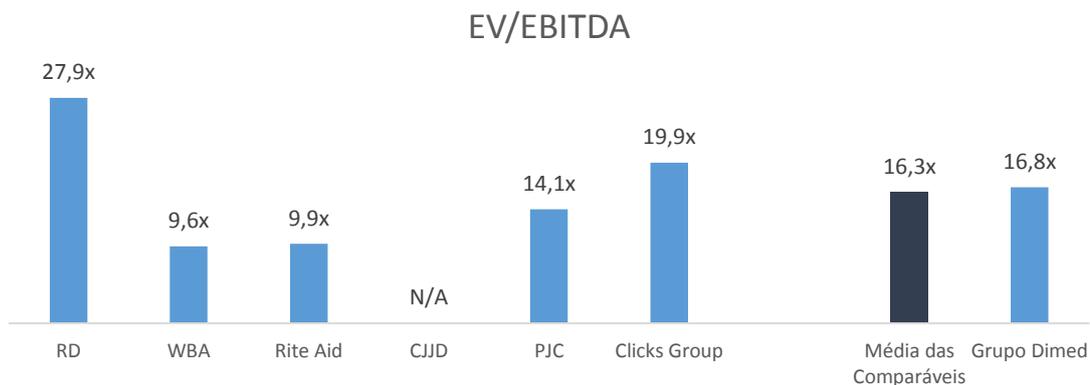
No gráfico 12, tem-se a avaliação relativa do Grupo Dimed a partir do múltiplo Preço/Valor Contábil do Patrimônio Líquido. Para cada companhia, o denominador corresponde ao Valor contábil do Patrimônio líquido contido no mais recente relatório de resultados financeiros reportado pela companhia. Todas as considerações anteriormente feitas para o numerador dos múltiplos apresentados no Gráfico 11 também valem para o numerador dos múltiplos apresentados no Gráfico 12.

---

com base nos resultados mais recentes reportados por cada empresa. Portanto, esse lucro pode ser entendido como o lucro dos últimos 12 meses reportados.

<sup>26</sup> De acordo com o relatório de informações trimestrais referentes ao 3º trimestre de 2017, o Grupo Dimed possui 4.557.513 ações, excluindo-se ações em tesouraria. Desse total, 90% corresponde à ações ordinárias e 10% à ações preferenciais.

### 5.2.3 Múltiplos de Valor da Empresa



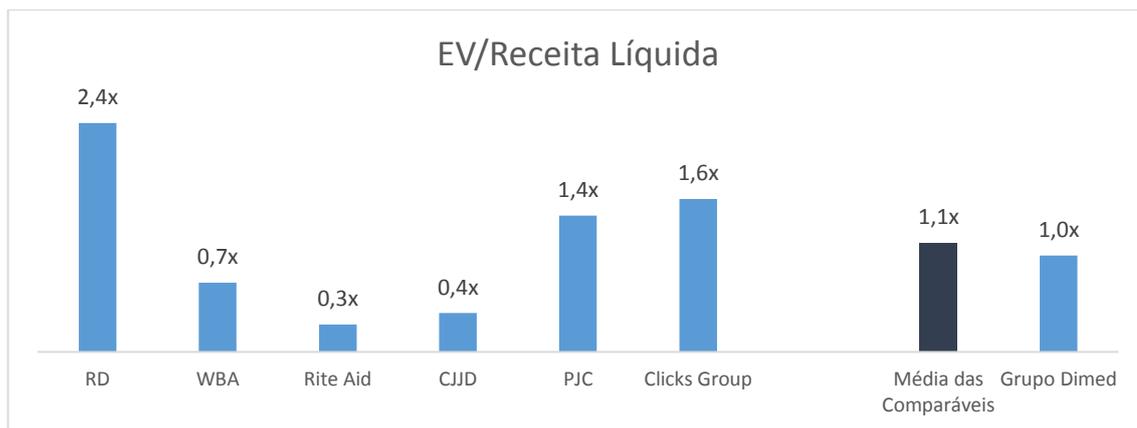
**Gráfico 13** – Avaliação Relativa – Valor de Mercado da Firma/EBITDA.

**Fonte:** Reuters.

**Elaboração:** Autor.

No gráfico 13, tem-se a avaliação relativa do Grupo Dimed a partir do múltiplo Valor de Mercado da Firma/EBITDA. De acordo com a definição da metodologia do Reuters, o numerador equivale à soma da capitalização de mercado, da dívida total, do valor de mercado das ações preferenciais (se elas existirem), da participação dos minoritários, subtraída do caixa e equivalentes de caixa. A capitalização de mercado é calculada com base no último preço de fechamento das ações e no número de ações corrente.

Na prática, no caso do Grupo Dimed, companhia que possui ações preferenciais, o Reuters realiza o cálculo da capitalização de mercado como o último preço de fechamento da ação ordinária multiplicado pela quantidade de ações ordinárias e preferenciais totais, com exceção das ações em tesouraria. Todos os outros itens da conta do numerador são provenientes do mais recente relatório de resultados disponibilizado. O denominador é o EBITDA dos últimos 12 meses reportados. Vale destacar que o Reuters ajusta esse EBITDA para alguns itens não recorrentes (caso eles existam).



**Gráfico 14** – Avaliação Relativa – Valor de Mercado da Firma/Receita Líquida.

**Fonte:** Reuters.

**Elaboração:** Autor.

No gráfico 14, tem-se a avaliação relativa do Grupo Dimed a partir da comparação do múltiplo Valor de Mercado da Firma/Receita Líquida. Para cada companhia, o denominador é a Receita Líquida dos últimos 12 meses disponíveis. Todas as considerações feitas para o numerador dos múltiplos apresentados no gráfico 13 também valem para o numerador dos múltiplos apresentados no gráfico 14.

#### 5.2.4 Conclusões da Avaliação Relativa

Observando o gráfico 11, poderíamos argumentar que o valor de mercado do patrimônio líquido da Companhia se encontra sobrevalorizado, já que o múltiplo observado para o Grupo Dimed é superior à média dos múltiplos das companhias comparáveis. Por outro lado, observando o gráfico 12, poderíamos argumentar o oposto.

Observando o gráfico 13, poderíamos argumentar que o valor de mercado da firma da Companhia se encontra sobrevalorizado, já que o múltiplo observado para o Grupo Dimed é superior à média dos múltiplos das companhias comparáveis. Por outro lado, observando o gráfico 14, poderíamos argumentar o oposto.

Chama a atenção a proximidade dos múltiplos do Grupo Dimed com a média dos múltiplos das empresas comparáveis, nos 4 casos analisados. Dessa maneira, parece imprudente afirmar que os valores de mercado do patrimônio líquido ou da firma se encontram sobrevalorizados ou subvalorizados, afinal, a avaliação relativa está sujeita a diversos erros e imprecisões. Isso seria prudente somente se observássemos diferenças mais expressivas entre os múltiplos do Grupo Dimed e as médias dos múltiplos das empresas comparáveis do que aquelas observadas nesta análise. Assim, do ponto de

vista desta análise relativa, é razoável afirmar que os valores de mercado do patrimônio líquido ou da firma encontram-se próximos aos seus respectivos valores justos.

## 6. Conclusão

Buscou-se, através de duas abordagens, avaliar o Grupo Dimed, através do Método do DCF e da Avaliação Relativa. Através do primeiro método, buscou-se relacionar o valor do ativo aos fluxos de caixa esperados. Foi uma abordagem sob a ótica do acionista, dado que os fluxos de caixa correspondiam ao FCFE, descontados pela taxa de desconto do capital próprio.

Através do segundo método, da avaliação relativa, procurou-se por empresas comparáveis ao Grupo Dimed, isto é, que atuassem nos mesmos segmentos. Em seguida, para cada múltiplo abordado, comparou-se a média dos múltiplos das comparáveis com o múltiplo do Grupo Dimed.

Pelo primeiro método, encontramos um *downside* relevante, enquanto que pelo segundo método, não encontramos uma disparidade significativa entre os múltiplos. É importante destacar que os dois métodos utilizam premissas e portanto carregam imprecisões e erros.

## 7. Referências Bibliográficas

Avaliação de empresas - ASWATH DAMODARAN

Valuation – Como Precificar Ações –ALEXANDRE PÓVOA

Investment Valuation: Second Edition – ASWATH DAMODARAN

Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies – TIM KOLLER, MARC GOEDHART, DAVID WESSELS

Fontes de dados:

Bloomberg

Reuters

U.S. Bureau of Labor Statistics

Sites de relações com investidores das companhias abordadas nesta monografia.

Banco Central do Brasil

Site Damodaran