



Mateus Barreto de Rezende Oliveira

Análise Fundamentalista da Empresa Raia Drogasil

Monografia de Final de Curso

Orientador: Maria Elena Gava Reddo Alves

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.

Rio de Janeiro, Junho de 2024

Agradecimentos

Aos meus pais, Carmen e José, e minha família, pelo apoio incondicional ao longo de todas as etapas da minha vida. Agradeço por sempre acreditarem em mim e por me proporcionarem todas as oportunidades necessárias para o meu crescimento pessoal e acadêmico.

À minha namorada, Sara, pela presença constante, suporte emocional e carinho. Sua compreensão, paciência e incentivo foram fundamentais para que eu pudesse superar os desafios ao longo deste percurso.

Aos meus amigos, pelo apoio que sempre me proporcionaram. Agradeço pela companhia e alívio nos momentos de estresse e pelo incentivo contínuo. Vocês tornaram essa jornada muito mais leve e prazerosa.

À minha orientadora, Maria Elena Gava Reddo Alves, pela atenção, paciência e orientação durante todo o processo de elaboração deste trabalho. Sua expertise, feedback construtivo e apoio foram indispensáveis para que eu pudesse realizar este TCC com qualidade.

A todos os professores e funcionários do departamento de economia, agradeço por compartilharem seu conhecimento e experiências, contribuindo significativamente para minha formação.

SUMÁRIO

Lista de ilustrações	5
1 INTRODUÇÃO	6
2 OVERVIEW SETORIAL	7
2.1 Setor de Varejo	7
2.2 Setor de Varejo Farmacêutico	8
3 EMPRESA	11
3.1 Histórico	11
3.2 Negócio	11
3.2.1 Presença Geográfica	12
3.2.2 Market Share	13
3.2.3 Digitalização	14
3.2.4 Vendas	15
3.3 Gestão	16
4 METODOLOGIA	17
4.1 Fluxo de Caixa Descontado	17
4.1.1 Perpetuidade	18
4.2 Fluxo de Caixa Livre para a Firma	19
4.3 Fluxo de Caixa Livre para o Acionista	20
4.4 FCFF X FCFE	21
4.5 WACC	21

4.5.1	Custo de Capital Próprio	22
4.5.2	Custo de Capital de Terceiros	22
5	DADOS CONTÁBEIS	24
5.1	Balanço Patrimonial	24
5.1.1	Análise Vertical	24
5.2	Capital de Giro	25
5.3	Capital Fixo	26
5.4	Endividamento	26
5.5	DRE	27
5.6	Métricas de Liquidez	27
5.7	Métricas de Solvência	29
6	VALUATION	30
6.1	Projeções	30
6.2	Valor Justo	32
7	CONCLUSÃO	35
8	BIBLIOGRAFIA	36

Lista de ilustrações

Figura 1 – Pirâmide Etária Brasileira	8
Figura 2 – População Total Brasileira	9
Figura 3 – Número de Farmácias	12
Figura 4 – Farmácias por Região	13
Figura 5 – Venda e Penetração dos Canais digitais	14
Figura 6 – Mix de Vendas do Varejo	15
Figura 1 – Balanço Patrimonial Simplificado	24
Figura 2 – Análise Vertical	25
Figura 3 – Capital de Giro	25
Figura 4 – Capital Fixo	26
Figura 5 – Endividamento	26
Figura 6 – Endividamento	27
Figura 7 – Métricas de Liquidez	29
Figura 8 – Métricas de Solvência	29
Figura 9 – Premisas Operacionais	30
Figura 10 – Resultado Financeiro	31
Figura 11 – DRE Projetada	32
Figura 12 – WACC	33
Figura 13 – FCFF	33
Figura 14 – DCF	34
Figura 15 – Valor Justo	34

1 Introdução

A Raia Drogasil é uma das principais empresas do setor de farmácias e drogarias no Brasil, destacando-se por sua atuação sólida e sua posição como uma das líderes do mercado farmacêutico do país.

Fundada em 2011 a partir da fusão da Raia S.A. e da Drogasil S.A., a empresa rapidamente se estabeleceu como um player de destaque nesse segmento altamente competitivo. Com uma presença significativa em todo o território brasileiro, a Raia Drogasil oferece uma ampla gama de produtos farmacêuticos, de saúde e bem-estar, além de serviços de qualidade.

A empresa opera em um setor que tem passado por mudanças significativas, impulsionadas pelo envelhecimento da população, demanda crescente por produtos de saúde e regulamentações rigorosas. Apesar dos desafios inerentes ao setor, a Raia Drogasil se destaca como o *lowest cost producer*¹ do Brasil, o que a coloca em uma posição vantajosa no que diz respeito à eficiência operacional. Além disso, a empresa continua a expandir seu alcance ao abrir novas lojas e diversificar suas fontes de receita.

Baseado no desempenho operacional e financeiro recente, análise dos planos e metas futuras divulgados e seu desempenho no setor de saúde nacional, será estabelecido um valor financeiro adequado para a empresa por meio de uma avaliação.

¹ Um produtor de baixo custo é uma empresa que fornece bens ou serviços a baixo custo, em geral utilizando economias de escala para executar a sua estratégia de preços baixos.

2 Overview Setorial

2.1 Setor de Varejo

De acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o encerramento de 2023 marcou um crescimento no varejo brasileiro em relação ao ano anterior, com um aumento de 1,7% no conceito restrito e de 2,4% no conceito ampliado. Este resultado, embora positivo, ficou inferior ao crescimento registrado entre 2017 e 2019, antes da pandemia de covid-19.

A análise dos últimos dois anos também revela uma heterogeneidade no desempenho dos diferentes segmentos do varejo. Parte dessa disparidade é atribuída ao impacto defasado das restrições durante a pandemia. Durante o auge da crise sanitária, entre março de 2020 e meados de 2021, as restrições à mobilidade, impostas ou voluntárias, resultaram em um aumento significativo no consumo de bens que dependem de crédito, como bens duráveis (computadores, eletrodomésticos, eletrônicos) e materiais de construção. Essas compras foram impulsionadas pela necessidade de ficar em casa, seja pelo trabalho remoto ou pela adaptação dos ambientes empresariais, e foram parcialmente financiadas por programas governamentais emergenciais.

Os segmentos vinculados ao crédito começaram a se recuperar a partir do segundo semestre de 2020, acelerando em 2021. Esse período coincidiu com taxas de juros e inflação mais baixas, além de uma injeção de recursos governamentais para mitigar os impactos da pandemia.

Após esse período inicial, o surto inflacionário iniciado em 2021 que se estendeu até 22 levou a um aperto monetário que impactou as vendas, resultando em aumento da inadimplência e redução no consumo de bens duráveis ou que dependem de crédito.

A partir de 2022, houve o término desses programas e uma mudança no cenário macroeconômico, com inflação acima da meta e aumento da taxa de juros para conter as expectativas inflacionárias. Isso desafiou o varejo ampliado², levando a uma queda nas vendas anuais. No entanto, a retomada do mercado de trabalho

² Termo utilizado para se referir à diversificação de estratégias, em que os varejistas reconhecem a importância de adaptar-se às mudanças nas preferências dos consumidores e nas tecnologias emergentes.

e o aumento dos recursos destinados a programas sociais em 2023 impulsionaram atividades sensíveis à renda, gerando resultados favoráveis em alguns segmentos do varejo.

2.2 Setor de Varejo Farmacêutico

O envelhecimento da população brasileira tem sido um catalisador significativo para o crescimento do setor de varejo farmacêutico. Com um contingente crescente de idosos, a demanda por produtos de saúde e medicamentos aumentou consideravelmente, tendo em vista que pessoas com idades mais avançadas tendem a ter gastos maiores com produtos farmacêuticos.

Estimativas do IBGE indicam que, até o ano de 2060, aproximadamente 25% da população terá 60 anos ou mais, ultrapassando a parcela de crianças, que será um pouco superior a 14% na mesma época. Esse fenômeno tem se desenvolvido ao longo das últimas décadas. No censo mais recente, realizado em 2022, o percentual de idosos na população era de 10,9%, representando um aumento significativo em comparação aos 7,38% registrados em 2010, doze anos antes.

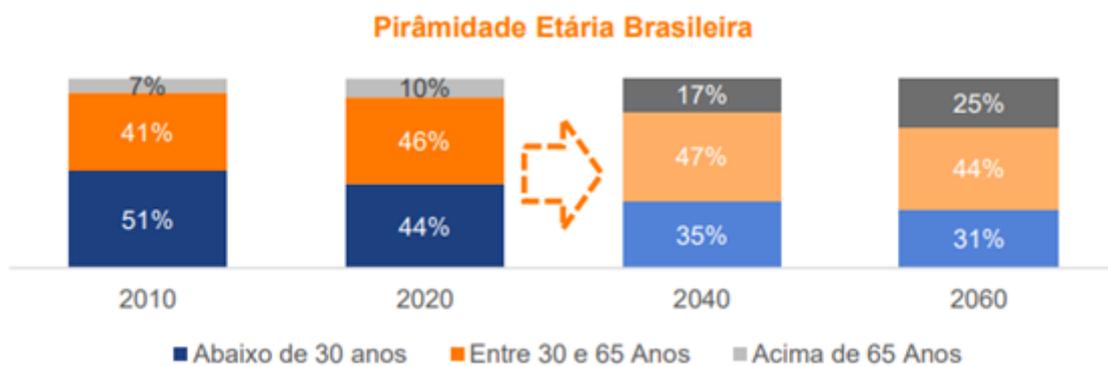


Figura 1 – Pirâmide Etária Brasileira

Fonte: Dados do IBGE, Elaborado pelo Autor

Conforme informações apresentadas na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) pelo IBGE, observa-se um contínuo processo de envelhecimento da população brasileira e uma evidente mudança na estrutura etária da população brasileira ao longo do tempo. Esse cenário cria um mercado em expansão para empresas farmacêuticas.

Vale apontar que segundo uma pesquisa feita pelo Instituto de Pesquisa em Econômica Aplicada (Ipea), as projeções de crescimento indicam que a população

brasileira apresentará declínio a partir de 2050, tendo em vista a constante diminuição nas taxas de crescimento.

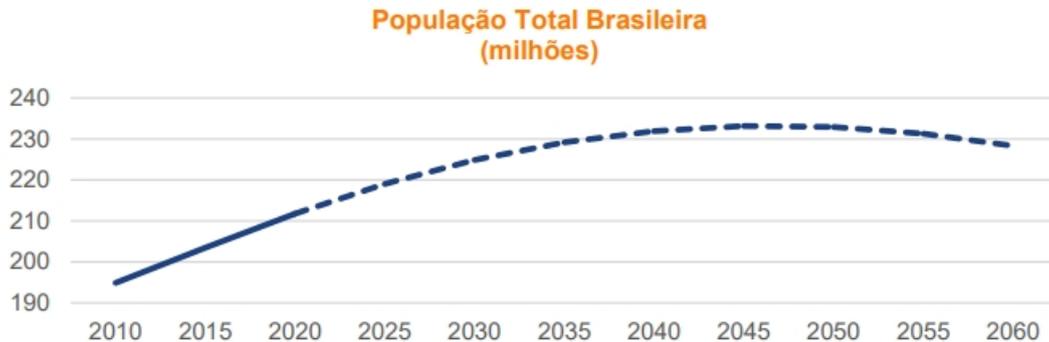


Figura 2 – População Total Brasileira
Fonte: Dados do IBGE, Elaborado pelo Autor

Além disso, é essencial destacar que o setor farmacêutico é altamente dependente de capital, especialmente em termos de capital de giro e investimentos fixos. A presença generalizada de lojas e farmácias reflete a intensidade do capital necessário para sustentar esse tipo de negócio. Este cenário de margens apertadas é um dos motivos que explicam a frequência com que várias empresas não conseguem se manter no mercado ao longo do tempo.

Este contexto reforça a ideia de que, em um setor intensivo em capital, com margens ajustadas e altamente fragmentado e com a presença de diversos *players*, a resiliência e a capacidade de gerenciamento financeiro são cruciais para a sobrevivência e o sucesso a longo prazo e explicam a frequência com que várias empresas não conseguem se manter no mercado.

Apesar de ser a maior, a Raia Drogasil detém uma fatia relativamente modesta do mercado, calculada em 16%. Isso evidencia um cenário consideravelmente aberto, oferecendo amplas oportunidades para a consolidação.

Também vale ressaltar que o mercado é caracterizado por uma multiplicidade de participantes, incluindo muitos de pequeno porte e não filiados a nenhuma franquia, embora, ao longo do tempo, seja improvável que consigam competir com as grandes corporações. Essa dinâmica destaca a necessidade de estratégias de consolidação para empresas que buscam uma posição mais proeminente em meio à diversidade de *players* presentes.

Outro ponto importante é a alta regulação desse setor. O Brasil é caracterizado por uma complexa rede de regulamentações que abrangem desde a produção até a

distribuição e comercialização de medicamentos.

A Agência Nacional de Vigilância Sanitária (ANVISA) é o principal agente regulador, responsável pela autorização e fiscalização da produção e comercialização de medicamentos em conjunto com o Ministério da Saúde. Os Conselhos Federal e Regionais de Farmácia supervisionam a conduta profissional dos farmacêuticos, enquanto o Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA) atua na regulamentação de produtos de origem animal, incluindo medicamentos veterinários.

A natureza altamente regulamentada do setor de varejo farmacêutico é justificada pela importância dos produtos comercializados, que têm um impacto direto na saúde e bem-estar dos consumidores.

3 Empresa

3.1 Histórico

Em 1905, João Batista Raia inaugurou a Pharmacia Raia em Araraquara (SP), enquanto em 1935, sob o comando de José Pires de Oliveira Dias, a Drogasil surgiu da fusão de dois grupos de farmácias em São Paulo.

Ao longo das décadas seguintes, Raia e Drogasil expandiram suas operações, tornando-se redes reconhecidas no mercado farmacêutico brasileiro. Em 1966, após a morte de João Batista Raia, seu genro Arturo Pipponzi assumiu o controle da Raia, consolidando sua gestão. A Drogasil, por sua vez, tornou-se a primeira empresa do varejo farmacêutico a integrar a Bolsa de Valores de São Paulo em 1977.

A partir dos anos 1990, ambas as empresas passaram por processos de reestruturação e modernização. Em 1994, a Drogasil iniciou uma reengenharia que resultou na nova Rede Drogasil, mais eficiente e moderna. Enquanto isso, a Raia celebrou seu centenário em 2005, com uma presença significativa em várias regiões do país.

O ano de 2011 foi anunciado a fusão entre Drogasil e Droga Raia, marcas que atuam ainda hoje de forma independente e com formatos distintos de loja, dando origem à RD Saúde. A partir daí, a empresa passou por um processo de integração e sinergia, culminando na criação da identidade corporativa da RD Saúde em 2012 e na unificação total dos sistemas corporativos em 2014.

Em 2015, entrou no segmento de Especialidades com a aquisição da 4Bio, consolidando sua atuação em diferentes áreas do setor de saúde. Em 2017, a empresa anunciou a mudança da sua marca corporativa para RD Saúde - Gente, Saúde e Bem-estar.

3.2 Negócio

A RD é líder no mercado brasileiro de Varejo Farmacêutico, tanto em faturamento quanto em número de farmácias, tendo cerca de 16,1% do market share. O grupo possui 2.953 farmácias (4T23), tendo ampla presença geográfica, com escala e capilaridade em níveis nacionais, e também controla outras empresas que atuam

em diversos segmentos do setor de saúde: 4BIO Medicamentos, Drogaria Onofre, RD Ventures e Vitat Serviços em Saúde.

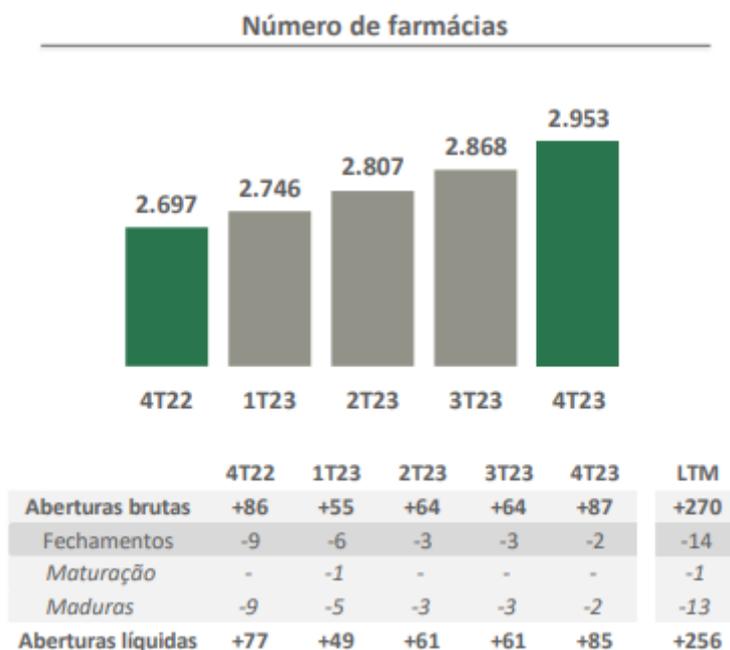


Figura 3 – Número de Farmácias

Fonte: Site da RD

A empresa registrou uma receita bruta de R\$ 36,3 bilhões, representando um crescimento de 17,4% em comparação ao ano anterior. Esse crescimento foi impulsionado pelo desempenho das lojas maduras, que conseguiram superar a inflação pelo quarto ano consecutivo, alcançando um crescimento real de 3,4 pontos percentuais. Além disso, a abertura de 270 novas farmácias contribuiu para esse resultado.

3.2.1 Presença Geográfica

Das 270 aberturas realizadas no último ano, 74% ocorreram fora do estado de São Paulo, mercado nativo da empresa. A presença da empresa estendeu-se para 574 cidades, um acréscimo de 34 em relação ao último trimestre de 2022. Adicionalmente, dentre as 319 cidades brasileiras com mais de 100 mil habitantes, a empresa já possui farmácias operando ou em processo de inauguração em 307 delas. A maioria das aberturas nos últimos doze meses, representando 80%, adota o formato popular ou híbrido, perfis que atualmente compõem 60% da rede.

A empresa está presente em todos os estados do país, contando com uma rede de 14 Centros de Distribuição que abastecem quase 3 mil farmácias. Além disso,

foram inaugurados no último trimestre de 2023 dois novos CDs, somando-se ao CD inaugurado no primeiro trimestre de 2023.

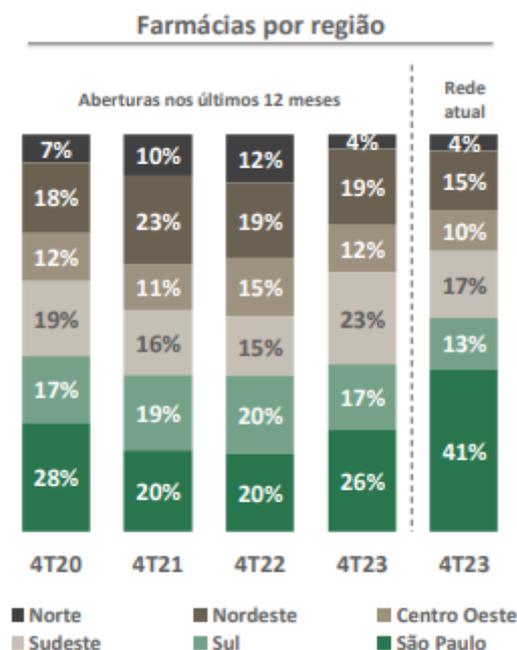


Figura 4 – Farmácias por Região

Fonte: Site da RD

3.2.2 Market Share

A empresa registrou um *market share*³ recorde de 16,1%, um aumento anual de 0,9 pontos percentuais. A empresa alcançou uma participação de mercado de 28,0% em São Paulo, um crescimento de 1,1 ponto percentual, de 11,5% no Sudeste (excluindo São Paulo), com aumento de 0,7 ponto percentual, e de 20,0% no Centro-Oeste, com um ganho de 1,2 pontos percentuais. Registrou-se também participações de 10,8% no Sul, um avanço de 0,9 ponto percentual, de 11,2% no Nordeste, um incremento de 0,7 ponto percentual, e de 9,0% no Norte, um aumento de 1,5 pontos percentuais. No geral, houve um aumento anual de 0,9 pontos percentuais de participação no mercado.

³ Market Share, ou participação de mercado, é a porcentagem das vendas ou receitas totais de uma empresa em relação às vendas ou receitas totais de seu setor ou mercado.

3.2.3 Digitalização

A penetração dos canais digitais teve um aumento significativo, passando de 1,5% da receita em 2019 para 16,7% no último trimestre de 2023. Isso se traduziu em um crescimento anual de 57,5% nas vendas digitais, atingindo o montante de R\$ 5,1 bilhões no ano.

A receita bruta proveniente dos canais digitais alcançou R\$ 5,1 bilhões no ano, com um aumento absoluto de R\$ 1,9 bilhão em 2023 e um crescimento de 57,5% em relação ao ano anterior (60,3% no 4T23). Esses canais representaram uma penetração no varejo de 15,2% (16,7% no 4T23), um incremento de 4,1 pontos percentuais no ano (4,9 pontos percentuais no 4T23).

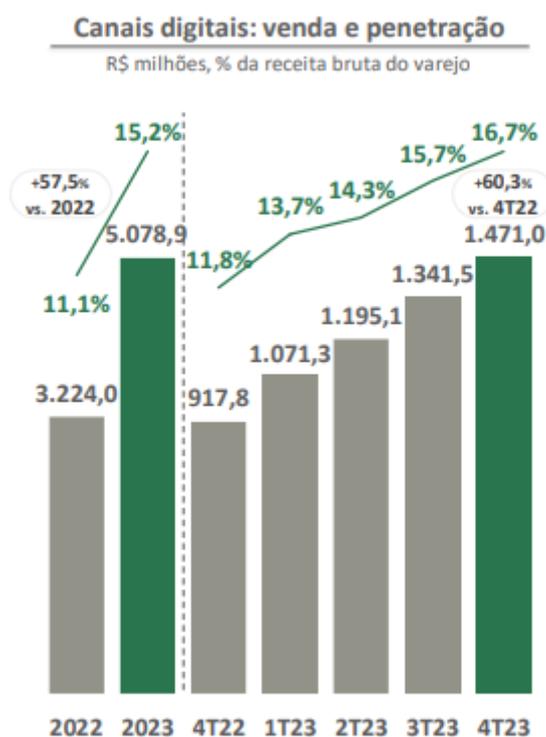


Figura 5 – Venda e Penetração dos Canais digitais

Fonte: Site da RD

No último trimestre, foram registrados 128,8 milhões de acessos aos aplicativos e sites da empresa. Os clientes assíduos digitalizados gastaram 27% a mais do que os clientes assíduos não digitalizados, destacando a digitalização como um elemento fundamental na criação de valor.

3.2.4 Vendas

O crescimento das receitas do varejo tiveram um aumento de 15,2% no ano de 2023 (13,0% no 4T23), enquanto a contribuição da 4Bio foi de 2,2 pontos percentuais no período (1,4 pontos percentuais no 4T23). Houve também um impacto negativo decorrente da venda de testes COVID-19, reduzindo 1,1 ponto percentual no ano (0,8 ponto percentual no 4T23), e um efeito negativo do calendário de 0,2 ponto percentual em 2023 (0,8 ponto percentual negativo no 4T23).

No que diz respeito aos segmentos específicos, os medicamentos de marca apresentaram um aumento de 13,9% (10,6% no 4T23), os genéricos cresceram 18,1% (11,9% no 4T23), os produtos de venda livre (OTC) tiveram um crescimento de 6,6% (6,4% no 4T23), e a perfumaria registrou um crescimento de 22,8% (21,2% no 4T23). O período também foi marcado pela mudança no mix de vendas, com uma queda nas vendas de produtos relacionados à crise, principalmente os produtos OTC, e um aumento na demanda por produtos de perfumaria.

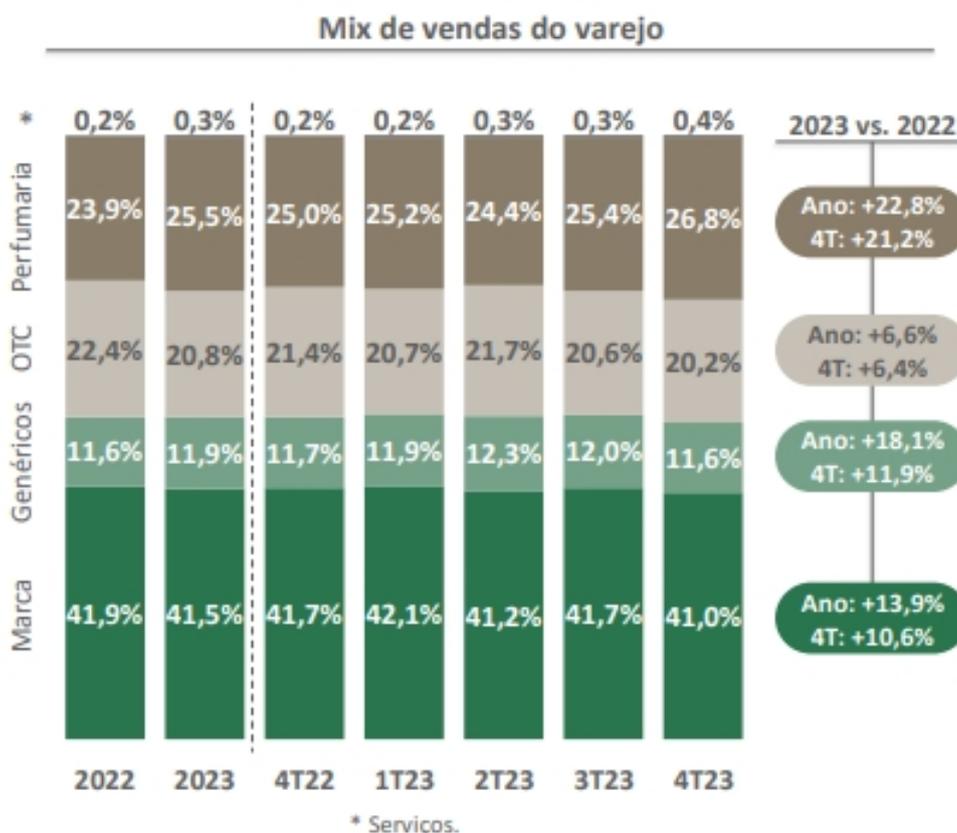


Figura 6 – Mix de Vendas do Varejo

Fonte: Site da RD

3.3 Gestão

A RD (Raia Drogasil) é controlada por um grupo de acionistas com visão e compromisso de longo prazo, incluindo membros das famílias fundadoras da Droga Raia e da Drogasil. A empresa é regida por um acordo de acionistas vigente até 2031, representando 26,2% do capital social. 73,6% das ações emitidas pela RD Saúde são negociadas em bolsa (*free-float*⁴), favorecendo a liquidez do papel.

A RD tem suas ações listadas no Novo Mercado, o mais alto nível de governança corporativa da Bolsa de Valores brasileira. Isso indica um compromisso com a transparência e a adoção das melhores práticas de governança.

É positivo observar que a empresa possui comitês dedicados a iniciativas ESG⁵, refletindo uma preocupação com questões ambientais, sociais e de gestão. No entanto, a composição do Conselho de Administração revela algumas lacunas, como a falta de uma maioria independente de membros e a ausência de um Presidente do Conselho independente, aspectos que poderiam ser alvo de aprimoramento para fortalecer ainda mais a governança da empresa.

⁴ Termo do mercado financeiro usado para se referir ao percentual de ações de uma empresa que são de livre negociação, podendo ser compradas e vendidas na bolsa de valores por pessoas físicas e jurídicas.

⁵ A sigla em inglês ESG representa a sustentabilidade ambiental, social e de governança corporativa (Environmental, Social and Governance) nas empresas.

4 Metodologia

Foi decidido utilizar o método Fluxo de Caixa Descontado - FCD (em inglês, DFC Discounted Cash Flow) que usa os conceitos de contabilidade e matemática financeira para determinar o valor justo de um negócio e é amplamente usado no mercado financeiro, consultorias estratégicas e na avaliação de fusões e aquisições.

Esse método estabelece que o valor de um negócio se dá pelo valor presente dos fluxos de caixa gerados por ele durante a sua vida útil.

Vale ressaltar que o trabalho utiliza a obra de Aswath Damodaran, renomado professor de finanças da universidade de New York, como referencial para as formulas usadas nos cálculos.

4.1 Fluxo de Caixa Descontado

A aplicação do FCD começa com a estimativa dos fluxos de caixa futuros, que envolve prever os ganhos financeiros que o investimento ou projeto irá proporcionar ao longo de um período específico, como anualmente ou semestralmente. Em seguida, é determinada a taxa de desconto, que representa o custo de capital ou a taxa de retorno que os investidores esperam receber para assumir o risco do investimento.

Com os fluxos de caixa futuros estimados e a taxa de desconto definida, é possível calcular o valor presente utilizando a fórmula do FCD:

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

Onde:

VP = Valor Presente, o valor atual de todos os fluxos de caixa futuros

FC_t = Fluxo de caixa no período t

r = Taxa de desconto

n = Número de períodos considerados no cálculo

A análise do valor presente obtido através do FCD é crucial para avaliar a viabilidade financeira do investimento. Se o valor presente for maior que o investimento inicial ou custo do projeto, isso indica que o projeto pode ser uma oportunidade de investimento atrativa. Por outro lado, se o valor presente for menor que o investimento inicial, pode ser um sinal de que o projeto não é financeiramente viável ou que os investidores exigem uma taxa de retorno maior para justificar o risco.

A adição da perpetuidade ocorre quando consideramos que os fluxos de caixa de um investimento ou projeto continuarão indefinidamente após o período de previsão inicial. Isso é particularmente relevante em situações em que o investimento possui um valor residual significativo ou gera fluxos de caixa estáveis e duradouros, pois representa a expectativa de fluxos de caixa contínuos e estáveis no longo prazo.

4.1.1 Perpetuidade

Não é razoável projetar os fluxos de caixa de uma companhia por dezenas de anos à frente. Por esse motivo, é comum estimar uma ‘taxa de crescimento perpétuo’ para a companhia e encerrar a projeção nesse ponto.

A inclusão da perpetuidade na fórmula do FCD adiciona um elemento crucial à avaliação financeira. A fórmula básica do FCD sem perpetuidade calcula o valor presente dos fluxos de caixa até o final de um período definido. No entanto, quando esperamos que os fluxos de caixa continuem além desse período, é necessário considerar o valor presente desses fluxos de caixa futuros indefinidos.

A fórmula do FCD com perpetuidade é:

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

Onde:

VT = Valor residual ou perpetuidade

Para calcular o valor residual (VT) ou perpetuidade em um modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), você pode usar uma fórmula específica que considera o fluxo de caixa estimado para o período seguinte ao último período projetado. Essa

fórmula depende da estabilidade dos fluxos de caixa e de outras premissas sobre o crescimento futuro do investimento.

Aqui está a fórmula geral para calcular o valor residual:

$$VT = \frac{FCFn \times (1 + g)}{r - g}$$

Onde:

VT = Valor Terminal

$FCFn$ = Último fluxo de caixa antes do período de perpetuidade

g = Taxa de crescimento do fluxo de caixa após o período de projeção

r = Taxa de desconto

É importante destacar que o cálculo do valor residual ou perpetuidade depende das premissas e projeções específicas de cada caso. Portanto, é fundamental realizar uma análise cuidadosa e fundamentada ao aplicar essa fórmula em uma avaliação financeira.

4.2 Fluxo de Caixa Livre para a Firma

O Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF) é uma medida de desempenho financeiro utilizada para avaliar o valor intrínseco de uma empresa. Ele representa o fluxo de caixa gerado pela empresa que está disponível para todos os investidores, incluindo acionistas e credores, após considerar todas as despesas operacionais, investimentos necessários para a manutenção e expansão das operações, e antes de qualquer distribuição de dividendos ou pagamento de juros sobre dívidas.

Para calcular o FCFF, inicia-se com o lucro operacional, ou EBIT⁶, subtrai-se os impostos que seriam pagos se a empresa não tivesse dívida, resultando no EBIT ajustado pelo imposto. Em seguida, adicionam-se depreciações e amortizações, que são despesas não monetárias, mas que reduzem o lucro contábil. Após isso, subtrai-se o investimento necessário em capital de giro e o investimento em ativos fixos, também conhecido como CAPEX⁷.

⁶ EBIT é a sigla para Earnings Before Interest and Taxes, que em português significa "Lucros Antes de Juros e Impostos".

⁷ CAPEX é a sigla da expressão inglesa Capital Expenditure, que pode ser definida como Despesas de Capital ou Investimentos em Bens de Capitais

A fórmula básica é representada da seguinte forma:

$$FCFF = \text{NOPAT} + D - \text{CAPEX} - \Delta\text{CAG}$$

Onde:

NOPAT = Lucro Operacional Líquido

D = Depreciação

CAPEX = Investimento em Capital

ΔCAG = Variação no Capital de Giro

Este fluxo de caixa livre é crucial para analistas financeiros e investidores, pois oferece uma visão clara da capacidade da empresa de gerar caixa a partir de suas operações principais, sem considerar suas políticas de financiamento. Isso permite que os investidores avaliem se a empresa está gerando caixa suficiente para sustentar suas operações e crescimento sem precisar de financiamento externo adicional.

4.3 Fluxo de Caixa Livre para o Acionista

O método do Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE) é uma abordagem utilizada para avaliar o valor de uma empresa a partir do fluxo de caixa disponível para os acionistas após todas as despesas operacionais, investimentos em capital e pagamentos de dívidas. Este método fornece uma estimativa direta do valor que pode ser retornado aos acionistas na forma de dividendos ou recompras de ações.

O FCFE é calculado a partir do lucro líquido da empresa, ajustado para refletir os efeitos de despesas não-caixa, como a depreciação, investimentos em ativos fixos (CAPEX), variações no capital de giro, e mudanças na estrutura de capital da empresa, incluindo a emissão e reembolso de dívidas.

Neste contexto, os fluxos de caixa livres projetados para os acionistas são descontados a uma taxa de retorno adequada para determinar o valor presente da empresa. A taxa de desconto normalmente utilizada é o custo do capital próprio, refletindo o retorno esperado pelos acionistas dado o risco do investimento.

4.4 FCFF X FCFE

A principal diferença entre o FCFF e o FCFE está nos destinatários do fluxo de caixa e nos ajustes realizados nos cálculos. Enquanto o FCFF abrange todos os provedores de capital, incluindo acionistas e credores, o FCFE foca exclusivamente nos acionistas após considerar o pagamento das dívidas e outras obrigações financeiras. Essa diferença é fundamental na análise financeira e na avaliação de empresas, pois fornece perspectivas distintas sobre o retorno para os diferentes tipos de investidores.

Utilizaremos o Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF) porque ele é menos sensível a mudanças na estrutura de capital. Isso significa que variações na proporção de capital próprio e capital de terceiros não impactam significativamente o modelo de avaliação utilizado.

4.5 WACC

O WACC⁸, conforme descrito por Aswath Damodaran, é uma métrica crucial na avaliação financeira, usada para determinar o custo médio que uma empresa enfrenta para obter capital de todas as suas fontes, incluindo dívida, ações ordinárias e ações preferenciais. O WACC é amplamente utilizado em modelos de avaliação, como o Modelo de Desconto de Fluxo de Caixa (DCF), para calcular o valor presente dos fluxos de caixa futuros de uma empresa.

Para calcular o WACC, pondera-se o custo de cada componente do capital (dívida, ações ordinárias e ações preferenciais) pela sua proporção relativa no total de capital da empresa.

A fórmula do WACC pode ser expressa da seguinte maneira:

$$WACC = \frac{E}{E + D} \cdot k_e + \frac{D}{E + D} \cdot k_d \cdot (1 - T)$$

⁸ WACC é a sigla para Weighted Average Cost of Capital, que em português significa Custo Médio Ponderado de Capital.

Onde:

E = Valor de Mercado

D = Valor da Dívida

k_e = Custo do Patrimônio Líquido

k_d = Custo da Dívida

T = Alíquota de Imposto

4.5.1 Custo de Capital Próprio

O Custo de Capital Próprio (K_e), também conhecido como custo do patrimônio líquido, é a taxa de retorno que os investidores exigem para investir em ações da empresa. Aswath Damodaran descreve várias abordagens para estimar o custo do capital próprio, sendo a mais comum o CAPM⁹.

O CAPM calcula o custo do capital próprio com base na relação entre o risco sistemático da empresa e o retorno esperado do mercado.

A fórmula do CAPM é:

$$k_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

Onde:

r_f = Taxa Livre de Risco

β = Medida do Risco Sistemático da Empresa

r_m = Taxa de Retorno Esperada do Mercado

$r_m - r_f$ = Prêmio de Risco do Mercado

4.5.2 Custo de Capital de Terceiros

O Custo de Capital de Terceiros (K_d), ou custo de capital da dívida, é a taxa de retorno que os credores exigem para emprestar capital à empresa. Este custo reflete os juros que a empresa paga sobre suas dívidas e é ajustado para considerar o benefício fiscal das despesas com juros.

⁹ A sigla CAPM significa Capital Asset Pricing Model, ou Modelo de Precificação de Ativos Financeiros. Esse método analisa a relação entre o risco e o retorno esperado de um investimento.

Diferentemente do K_e , o K_d pode ser observado publicamente, pois o custo da dívida da empresa é conhecido. Com base no tipo de dívida e sua indexação e spread, é possível estimar o retorno esperado pelos credores, assumindo um comportamento específico do indexador.

5 Dados Contábeis

Neste capítulo serão apresentadas as duas demonstrações financeiras fundamentais para a construção do modelo de precificação da empresa.

5.1 Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial é um documento que exhibe todos os ativos e passivos de uma empresa. Através dele, é possível fazer várias análises sobre a companhia, bem como identificar seus pontos fortes e fracos.

Através dele 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.

Balanço Simplificado	2019	2020	2021	2022	2023
Ativo Circulante	5.766.096	7.020.472	7.718.899	9.577.056	11.561.672
Caixa e Equivalentes	299.226	880.357	356.117	433.541	412.322
Recebíveis de Clientes	1.189.019	1.555.434	1.710.057	2.295.640	3.084.940
Estoques	3.851.389	4.225.407	5.117.799	6.126.056	7.197.426
Outros	426.463	359.273	534.926	721.819	866.984
Ativo Não Circulante	3.446.391	3.645.184	3.726.484	4.230.249	4.945.926
Imobilizado	1.777.735	1.859.220	1.999.020	2.196.405	2.453.423
Intangível	1.245.441	1.261.708	1.486.252	1.738.113	1.917.279
Outros	423.215	524.256	241.212	295.731	575.224
Passivo Circulante	3.560.828	4.366.522	5.211.081	5.618.493	7.228.869
Empréstimos de curto prazo	228.661	531.204	613.831	186.356	604.601
Fornecedores	2.653.237	3.106.937	3.656.605	4.258.917	5.095.166
Outros	678.931	728.381	940.646	1.173.220	1.529.102
Passivo Não Circulante	1.517.612	1.757.270	1.298.434	2.553.833	2.956.508
Empréstimos de longo prazo	897.815	1.122.250	891.393	2.131.548	2.526.102
Outros	619.797	635.021	407.042	422.285	569.594
Patrimônio Líquido	4.134.047	4.541.863	4.935.868	5.634.979	6.322.221

Tabela 1 – Balanço Patrimonial Simplificado

Fonte: Site da RD, Elaboração do Autor

5.1.1 Análise Vertical

A análise vertical é uma técnica que permite avaliar a composição e a estrutura financeira de uma empresa em um determinado período. Nesta análise, cada item do balanço é apresentado como uma porcentagem do total de ativos ou do total de passivos e patrimônio líquido. Isso facilita a visualização de quais itens têm maior peso e como a empresa está estruturada financeiramente.

Análise Vertical	2019	2020	2021	2022	2023
Ativo	100%	100%	100%	100%	100%
Caixa e Equivalentes	3%	8%	3%	3%	2%
Recebíveis de Clientes	13%	15%	15%	17%	19%
Estoques	42%	40%	45%	44%	44%
Outros - Circulante	5%	3%	5%	5%	5%
Imobilizado	19%	17%	17%	16%	15%
Intangível	14%	12%	13%	13%	12%
Outros - Não Circulante	5%	5%	2%	2%	3%
Passivo + PL	100%	100%	100%	100%	100%
Empréstimos de curto prazo	2%	5%	5%	1%	4%
Fornecedores	29%	29%	32%	31%	33%
Outros - Circulante	7%	7%	8%	8%	10%
Empréstimos de longo prazo	10%	11%	8%	15%	16%
Outros - Não Circulante	7%	6%	4%	3%	-4%
Patrimônio Líquido	45%	43%	43%	41%	41%

Tabela 2 – Análise Vertical
Fonte: Site da RD, Elaboração do Autor

5.2 Capital de Giro

O capital de giro é o montante necessário para que uma empresa possa continuar suas atividades após a abertura e estruturação. É o dinheiro que garante que a empresa continue funcionando mesmo quando os investimentos ainda não geraram retorno ou quando as vendas estão baixas.

Já a necessidade de capital de giro é o valor mínimo de recursos financeiros que uma empresa precisa para manter suas operações diárias. Ela inclui despesas como pagamento de fornecedores, salários, aluguel e outras obrigações.

Para calcular a necessidade de capital de giro é necessário subtrair o ativo circulante, que inclui os recursos disponíveis para a empresa, do passivo circulante, que engloba as obrigações de curto prazo.

Investimentos em Capital de Giro	2019	2020	2021	2022	2023
(+) Contas a Receber	1.189.019	1.555.434	1.710.057	2.295.640	3.084.940
(+) Estoques	3.851.389	4.225.407	5.117.799	6.126.056	7.197.426
(-) Fornecedores	2.653.237	3.106.937	3.656.605	4.258.917	5.095.166
Necessidade de Capital de Giro	2.387.171	2.673.904	3.171.251	4.162.779	5.187.200
Investimento em Capital de Giro	- 503.781	- 286.734	- 497.346	- 991.528	- 1.024.421

Tabela 3 – Capital de Giro
Fonte: Site da RD, Elaboração do Autor

5.3 Capital Fixo

Capital fixo é o valor correspondente ao ativo estável de uma empresa ou organização. Esse capital serve como apoio na produção da empresa, sendo utilizado como uma espécie de alicerce para que ela produza seus bens.

Por outro lado, o CAPEX representa os investimentos em bens de capital. São investimentos que impulsionam o crescimento da empresa. O CAPEX avalia o fluxo de caixa utilizado em investimentos e é fundamental para entender a natureza do negócio.

Investimentos em Capital Fixo	2019	2020	2021	2022	2023
Imobilizado + Intangível - Início	2.749.348	3.023.176	3.120.928	3.485.272	3.934.518
(+) Capex	656.697	676.420	954.736	1.188.782	1.304.581
(-) Depreciação e Amortização	-502.963	-563.847	-626.995	-701.051	-799.689
Imobilizado + Intangível - Início	3.023.176	3.120.928	3.485.272	3.934.518	4.370.702
Capex de Manutenção	-295.297	-338.520	-617.836	-756.982	-843.281
Capex por total de lojas	-152	-155	-258	-292	-299
% Crescimento	-1%	2%	67%	13%	2%
Capex de Abertura de Lojas	-361.400	-337.900	-336.900	-431.800	-461.300
Capex por loja	-1.457	-1.476	-1.764	-2.086	-1.802
% Crescimento	-29%	1%	20%	18%	-14%
Capex Total	-656.697	-676.420	-954.736	-1.188.782	-1.304.581

Tabela 4 – Capital Fixo

Fonte: Site da RD, Elaboração do Autor

5.4 Endividamento

A dívida líquida é um indicador financeiro que mede a quantidade total de dívida de uma empresa após deduzir seu caixa e equivalentes de caixa. Esse indicador é usado para avaliar a real exposição da empresa ao endividamento.

Endividamento	2019	2020	2021	2022	2023
Dívida Bruta total	1.126.476	1.653.453	1.505.223	2.317.904	3.130.703
Novas dívidas	283.326	526.977	-148.230	812.681	812.799
Caixa	299.226	880.357	356.117	433.541	412.322
Dívida Líquida	827.250	773.096	1.149.106	1.884.363	2.718.381

Tabela 5 – Endividamento

Fonte: Site da RD, Elaboração do Autor

5.5 DRE

A Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) possibilita verificar se a empresa está apresentando lucro ou prejuízo em um determinado período de análise. Este relatório permite determinar as margens de resultado ao longo da operação, bem como os custos e despesas existentes.

A Raia Drogasil mantém margens sólidas ao longo dos últimos cinco anos. Apesar de estar em uma fase de expansão estrutural com a abertura de novas lojas, a empresa consegue evitar perda de eficiência no processo produtivo.

DRE Simplificado	2019	2020	2021	2022	2023
Receita Bruta	18.396.046	21.180.475	25.605.685	30.950.564	36.349.446
% Crescimento	19%	15%	21%	21%	17%
Deduções	-893.150	-1.113.637	-1.478.680	-1.883.183	-2.375.656
% da Receita Bruta	-5%	-5%	-6%	-6%	-7%
Receita Líquida	17.502.896	20.066.838	24.127.005	29.067.380	33.973.790
Custos	-12.319.594	-14.175.656	-16.920.835	-20.257.912	-23.766.426
Lucro Bruto	5.183.302	5.891.182	7.206.170	8.809.468	10.207.364
Margem Bruta	28,2%	27,8%	28,1%	28,5%	28,1%
Despesas (SG&A)	-3.839.707	-4.462.014	-5.398.925	-6.547.345	-7.604.104
% da Receita Bruta	-20,9%	-21,1%	-21,1%	-21,2%	-20,9%
Ebitda	1.343.595	1.429.169	1.807.245	2.262.123	2.603.260
Margem Ebitda	7,3%	6,7%	7,1%	7,3%	7,2%
Depreciação e Amort.	-502.963	-563.847	-626.995	-701.051	-799.689
Ebit	840.632	865.322	1.180.251	1.561.072	1.803.571
Resultado Financeiro	-124.491	-81.298	-155.427	-401.031	-550.461
Ebt	716.141	776.157	1.023.695	1.158.509	1.242.476
Impostos	-128.993	-175.172	-235.520	-166.685	-137.689
% alíquota de IR	-18%	-23%	-23%	-14%	-11%
Lucro Líquido	587.148	600.984	788.175	991.824	1.104.787
Margem Líquida	3,2%	2,8%	3,1%	3,2%	3,0%

Tabela 6 – Endividamento
Fonte: Site da RD, Elaboração do Autor

5.6 Métricas de Liquidez

Liquidez é a capacidade de cumprir as obrigações de curto prazo da empresa recorrendo a ativos que possam ser mais rapidamente convertidos em dinheiro.

O *current ratio*¹⁰ é uma medida de liquidez que avalia a capacidade de uma empresa de pagar suas obrigações de curto prazo com seus ativos circulantes.

¹⁰ Liquidez corrente, em inglês.

Ele compara todos os ativos circulantes da empresa com suas obrigações circulantes, que incluem dívidas e pagamentos devidos em até um ano.

Seu cálculo foi feito da seguinte forma:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

O *quick ratio*¹¹ mede a capacidade de uma empresa de pagar suas obrigações de curto prazo usando apenas seus ativos mais líquidos, como caixa, equivalentes de caixa, títulos negociáveis e contas a receber.

É uma medida mais conservadora do que o current ratio, pois exclui ativos menos líquidos, como estoque e despesas pré-pagas.

Seu cálculo foi feito da seguinte forma:

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Caixa} + \text{Investimentos de Curto Prazo} + \text{Recebíveis}}{\text{Passivo Circulante}}$$

O *cash ratio*¹² avalia a liquidez de uma empresa considerando apenas seu caixa e equivalentes de caixa em relação às obrigações circulantes.

É ainda mais conservador que o quick ratio, pois exclui até mesmo contas a receber.

Seu cálculo foi feito da seguinte forma:

$$\text{Cash Ratio} = \frac{\text{Caixa} + \text{Investimentos de Curto Prazo}}{\text{Passivo Circulante}}$$

No ano de 2023, podemos ver que a empresa possui um *current ratio* de 1,6, indicando que a empresa dispõe de R\$ 1,6 reais para cada real de dívida de curto prazo.

Já um *quick ratio* de 0,48 e um *cash ratio* de 0,06 indica que a empresa pode enfrentar desafios significativos para cumprir suas obrigações de curto prazo sem contar com a venda de estoques.

¹¹ Liquidez seca, em inglês.

¹² Liquidez imediata, em inglês.

No entanto, o setor de varejo tende a ter esses dois últimos indicadores mais baixos, devido à natureza de suas operações e a necessidade de manter grandes quantidades de estoque e capital de giro. Isso não é necessariamente um sinal de problemas financeiros, mas sim uma característica comum desse setor.

Métricas de Liquidez	2019	2020	2021	2022	2023
Current Ratio	1,62	1,61	1,48	1,70	1,60
Quick Ratio	0,42	0,56	0,40	0,49	0,48
Cash Ratio	0,08	0,20	0,07	0,08	0,06

Tabela 7 – Métricas de Liquidez
Fonte: Site da RD, Elaboração do Autor

5.7 Métricas de Solvência

A solvência está relacionada ao grau de capacidade de pagamento de uma empresa.

A relação entre a dívida líquida e o EBITDA¹³ é um indicador fundamental para avaliar a solvência de uma empresa, uma vez que esse índice mede quantos anos a empresa levaria para pagar sua dívida líquida, considerando que o EBITDA permanece constante.

Valores entre 1x e 2x indicam boa gestão financeira.

Já a cobertura de juros é um indicador financeiro que avalia a capacidade de uma empresa de lidar com suas obrigações de juros sobre a dívida. Ela mede o quanto a receita operacional pode diminuir antes que a empresa se torne incapaz de cobrir seus custos anuais com pagamento de juros.

Métricas de Solvência	2019	2020	2021	2022	2023
Dívida Líquida / Ebitda	0,6	0,5	0,6	0,8	1,0
Cobertura de juros	10,8	17,6	11,6	5,6	4,7

Tabela 8 – Métricas de Solvência
Fonte: Site da RD, Elaboração do Autor

¹³ A sigla EBITDA significa Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, que em português é traduzida como Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.

6 Valuation

6.1 Projeções

Este estudo baseia-se em premissas operacionais estabelecidas até o ano de 2023, que, na verdade, são dados e fatos concretos que ocorreram durante esse período. A partir de 2023, as premissas adotadas são projeções baseadas em análises e interpretações próprias, as quais guiarão as discussões e conclusões subsequentes desta pesquisa.

É preciso ter em mente que as premissas utilizadas para essa modelagem buscam estabelecer uma visão futura condizente com as expectativas do autor.

Sendo assim, os dados podem ser ajustados tendo em vista possíveis mudanças nas premissas.

Todos os dados financeiros utilizados para os cálculos foram da data de 30/06/2024, ou seja, dados como o Kd, Ke, taxa de juros e outros indicadores usados foram os registrados no último dia do mês de junho.

A receita líquida da empresa foi projetada tendo em vista sua estratégia de expansão. Para isso foi fixado o número de aberturas líquidas em 290, a fim de manter o ritmo de crescimento da empresa de forma crescente.

Já o crescimento foi projetado através de uma média arredondada dos últimos 5 anos anteriores, que foram fixados para os anos subsequentes. Vale ressaltar que o número de vendas por loja está diretamente ligado com sua curva de maturação, onde a loja atinge o seu pico de vendas no quinto ano. Entretanto, foi considerado o número de vendas totais das lojas nos cálculos como forma de simplificação.

Premissas Operacionais	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Número de lojas	2070	2299	2490	2697	2953	3243	3533	3823	4113	4403	4693
Aberturas (Líqu.)	248	229	191	207	256	290	290	290	290	290	290
Venda por Loja	9453	9696	10694	11934	12867	13896	15008	16209	17505	18906	20418
Crescimento %	4,4%	2,6%	10,3%	11,6%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%

Tabela 9 – Premisas Operacionais
Fonte: Site da RD, Elaboração do Autor

Também foi adotado uma política de distribuição de caixa, mantendo o nível de caixa constante ao longo do tempo. Isso significa que, à medida que a empresa gera

novo caixa, ela o distribui aos acionistas ou utiliza para outros fins, mantendo o saldo de caixa estável.

Além disso, o modelo estará “travando” a alavancagem da empresa.

Ao definir a dívida líquida em relação ao EBITDA como um parâmetro fixo, o modelo passa a controlar o nível de endividamento, fazendo com que as novas dívidas que a empresa contrair serão influenciadas por essa métrica.

O resultado financeiro pode ser modelado como uma função dos juros pagos e dos rendimentos obtidos pelo caixa.

Esses rendimentos são provenientes do dinheiro mantido em caixa, que pode estar investido em títulos, depósitos bancários ou outras aplicações financeiras. Para estimar esses rendimentos, usado o CDI projetado para o futuro mais um spread como base.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Resultado Financeiro	-124.491	-81.298	-155.427	-477.725	-660.915	-394.733	-448.537	-548.389	-665.022	-800.777	-958.282
Juros pagos	-68.543	-53.931	-85.600	-248.503	-401.835	-448.334	-498.016	-597.868	-714.501	-850.255	-1.007.761
Outras despesas financeiras	-132.019	-81.550	-149.845	-406.818	-466.145						
Rentabilidade do Caixa	18.820	22.884	33.508	51.328	62.382	53.602	49.479	49.479	49.479	49.479	49.479
Outras receitas financeiras	57.250	31.298	46.509	126.268	144.682						
CDI	6,0%	2,9%	4,4%	12,0%	13,8%	12,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%

Tabela 10 – Resultado Financeiro

Fonte: Site da RD, Elaboração do Autor

Na projeção da DRE, na linha de receitas financeiras, foi considerado que o aumento seria dado como o número de vendas por loja multiplicado pela média aritmética do número de lojas dos últimos cinco anos.

Já a margem bruta foi calculada considerando um aumento de 0,15% para os anos seguintes, tendo repetido essa estimativa para o cálculo do percentual da receita bruta.

Em relação a depreciação e amortização, as projeções foram feitas levando em conta 95% do resultado do ano anterior multiplicado por 5% do Capex, uma vez que enquanto a depreciação e a amortização são métodos contábeis para alocar despesas ao longo do tempo, o CAPEX representa os gastos realizados para adquirir ou melhorar ativos que proporcionam benefícios futuros à empresa.

O imposto de renda e contribuição social foram projetados de acordo com o Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro, representando nos últimos cinco anos 18% do mesmo.

DRE Simplificado	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Receita Bruta	43.051.126	50.847.576	59.615.932	69.461.799	80.501.464	92.862.919
% Crescimento	18%	18%	17%	17%	16%	15%
Deduções	-2.813.651	-3.323.196	-3.896.261	-4.539.748	-5.261.257	-6.069.153
% da Receita Bruta	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%
Receita Líquida	40.237.475	47.524.380	55.719.670	64.922.051	75.240.207	86.793.766
Custos	-28.083.621	-33.093.223	-38.710.524	-44.999.567	-52.030.661	-59.880.969
Lucro Bruto	12.153.853	14.431.157	17.009.146	19.922.484	23.209.546	26.912.797
Margem Bruta	28,2%	28,4%	28,5%	28,7%	28,8%	29,0%
Despesas (SG&A)	-8.941.482	-10.484.490	-12.203.053	-14.114.255	-16.236.702	-18.590.645
% da Receita Bruta	-20,8%	-20,6%	-20,5%	-20,3%	-20,2%	-20,0%
Ebitda	3.212.372	3.946.667	4.806.093	5.808.229	6.972.843	8.322.152
Margem Ebitda	7,5%	7,8%	8,1%	8,4%	8,7%	9,0%
Depreciação e Amort.	-909.152	-1.027.088	-1.153.671	-1.289.087	-1.433.538	-1.587.236
Ebit	2.303.220	2.919.579	3.652.422	4.519.142	5.539.306	6.734.915
Resultado Financeiro	-394.733	-448.537	-548.389	-665.022	-800.777	-958.282
Ebt	1.908.487	2.471.041	3.104.033	3.854.119	4.738.529	5.776.633
Impostos	-343.528	-444.787	-558.726	-693.741	-852.935	-1.039.794
% alíquota de IR	-18%	-18%	-18%	-18%	-18%	-18%
Lucro Líquido	1.564.959	2.026.254	2.545.307	3.160.378	3.885.594	4.736.839
Margem Líquida	3,6%	4,0%	4,3%	4,5%	4,8%	5,1%

Tabela 11 – DRE Projetada

Fonte: Elaboração do Autor

6.2 Valor Justo

Segundo os dados financeiros disponibilizados no site da empresa, os valores para Patrimônio Líquido (E) e Dívida Bruta (D) em 4T23 são R\$ 6.322.221.000,00 e R\$ 3.130.703.000,00 respectivamente.

O Custo de Capital Próprio da Raia Drogasil foi obtido a partir da soma da taxa livre de risco do mercado brasileiro ao resultado do produto entre o beta e o prêmio de risco do mercado nacional.

A taxa livre de risco escolhida foi o Título Prefixado com vencimento em 2027, cuja taxa é de 11,85% ao ano. O Beta é o risco sistemático da empresa quanto ao seu mercado. O valor empregado no cálculo foi de 0,34, retirado do site Yahoo Finanças. O prêmio de risco pelo mercado foi retirado da base de dados da Fundação Getúlio Vargas (FGV), que fechou no mês de maio de 2024 no valor de 8,72%.

Dessa forma, o K_e encontrado foi de 14,81%

Por outro lado, o K_d pode ser encontrado usando a taxa livre de risco somados a um spread de crédito. Como a empresa está listada na Fitch, uma agência de

avaliação de crédito que atribui *ratings*¹⁴ a empresas, instituições financeiras e setores econômicos, com uma classificação AAA(bra), podemos usar o spread listados nas listas de *rating* somados a taxa Selic, tendo em vista que é a taxa atrelada ao principal indexador da empresa, o CDI.

Como a taxa Selic está em 11,68% e o spread retirado no site do Damodaran foi de 0,59% por conta da boa avaliação da empresa, temos que Kd será de 12,27% utilizando os dados de de junho de 2024.

Ainda assim, é necessário descontar os impostos de Kd para encontramos o seu valor líquido.

Tendo em vista que a alíquota de imposto é de 34%, teramos um Kd líquido de 8,10%.

WACC	
Ke	14,81%
Kd	8,10%
Alíquota imposto	34,0%
E	R\$ 6.322.221.000,00
D	R\$ 3.130.703.000,00
WACC	11,67%

Tabela 12 – WACC

Fonte: Elaboração do Autor

Assumindo as premissas e projeções citadas anteriormente é possível montar o fluxo de caixa da empresa.

FCL	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
NOPAT	689.216	670.026	908.713	1.336.467	1.603.702	1.892.980	2.399.556	3.001.868	3.714.211	4.552.668	5.535.321
Depreciação e Amortização	502.963	563.847	626.995	701.051	799.689	909.152	1.027.088	1.153.671	1.289.087	1.433.538	1.587.236
= Caixa gerado nas operações	1.192.179	1.233.872	1.535.707	2.037.518	2.403.391	2.802.132	3.426.644	4.155.539	5.003.298	5.986.206	7.122.557
Investimento em Capital de Giro	-503.781	-286.734	-497.346	-991.528	-1.024.421	-950.642	-1.104.801	-1.241.040	-1.391.906	-1.558.861	-1.743.503
Investimento em CAPEX	-656.697	-676.420	-954.736	-1.188.782	-1.304.581	-1.494.474	-1.633.936	-1.779.372	-1.931.000	-2.089.049	-2.253.755
FCFF	31.701	270.719	83.625	-142.793	74.389	357.015	687.906	1.135.127	1.680.392	2.338.296	3.125.299

Tabela 13 – FCFF

Fonte: Dados do Site da RD, Elaboração do Autor

Como visto no capítulo 4, é necessário estibular uma perpetuidade e somar os fluxos anteriores levando em consideração a valor que será descontado.

No modelo vigente será usado a projeção da FCFF entre os anos de 2024 até 2029.

¹⁴ Rating é um termo em inglês que, traduzido, significa classificação. No contexto econômico e financeiro, o rating representa a avaliação do risco de crédito atribuída por uma agência de classificação.

Como o modelo está assumindo uma taxa de crescimento de 5,5%, dado que a projeção da inflação para o ano de 2027, período mais distante, de acordo com o Boletim Focus é de 3,5% e o do PIB 2%, chegou-se ao seguinte fluxo de caixa presente da empresa e, conseqüentemente, no valor intrínseco da ação.

DCF	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Perpetuidade
Free Cash Flow to Firm							
Fator de desconto	1,00	1,12	1,25	1,39	1,56	1,74	1,74
FCFF descontado	357.015	616.017	910.273	1.206.705	1.503.673	1.799.737	30.773.456
Firm Value	37.166.876						

Tabela 14 – DCF

Fonte: Elaboração do Autor

Por fim, basta dividir o valor encontrado pelo número de ações em circulação no mercado e comparar o resultado com o valor atual da ação cotada no mercado, que é R\$ 25,80.

Firm Value	37.166.876
Número de ações em circulação:	1.715.770.315
Target price:	R\$ 29,06
Preço de RADL3:	R\$ 25,80
Upside:	13%

Tabela 15 – Valor Justo

Fonte: Elaboração do Autor

Chegando a um valor de R\$ 29,06, 13% maior que o preço da ação no mercado.

7 Conclusão

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. De acordo com as premissas aplicadas, foi obtido seu valor intrínseco, assim como, o preço “justo” de suas ações.

O preço da companhia em 30/06/2024 é de R\$25,68, refletindo uma desvalorização de aproximadamente 13%, ou seja, o preço de mercado está menor do que o preço encontrado na análise de valuation que foi de R\$ 29,06.

A Raia Drogasil, por dominar o mercado de varejo farmacêutico e planejar uma expansão futura, está sendo analisada no mercado de ações onde os investidores já precificaram sua situação atual.

Isso indica que há um potencial de crescimento, sugerindo que este pode ser um momento para considerar manter as ações da empresa, pois o mercado está subvalorizando a empresa além de seu valor intrínseco.

É importante ressaltar que este estudo é de natureza acadêmica e reflete exclusivamente as opiniões dos autores.

8 Bibliografia

BUFFETT, M e CLARK, D. Warren Buffett e a análise de balanços. 1^aed. Sextante, 2021.

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

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

KLARMAN, S. Margin of Safety. HarperCollins, 1991.

GRAHAM, B e MEREDITH, S. A Interpretação das Demonstrações Financeiras. 1^aed. Saraiva, 2009.

DROGA RAIA. Nossa História. <https://www.drogaraia.com.br/nossahistoria>

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

Fitch Ratings. <https://www.fitchratings.com/research/pt/corporate-finance/fitch-assigns-aaa-bra-rating-to-raia-drogasils-9th-proposed-debentures-issuance-23-04-2024>

Site Suno para consulta das fórmulas e definições. <https://www.suno.com.br/artigos/>

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

Site do Damodaran <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Tesouro Direto. Informações sobre os títulos. <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/precos-e-taxas.htm>

Yahoo Finanças. Beta da Raia Drogasil. <https://br.financas.yahoo.com/quote/RADL3.SA>

Ipea. <https://www.ipea.gov.br/portal/categorias/45-todas-as-noticias/noticias/10716-projecoes-indicam-aceleracao-do-envelhecimento-dos-brasileiros-ate-2100>

IBGE. <https://www.ibge.gov.br/>

INFOMONEY. Cotação Raia Drogasil S.A. <https://www.infomoney.com.br/>

[cotacoes/b3/acao/raia-drogasil-s-a-radl3f/](#)

Banco Central do Brasil. (2024). Boletim Focus - Relatório de Mercado. <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>

Fundação Getúlio Vargas. <https://ceqef.fgv.br/>

IBRE FGV. <https://portalibre.fgv.br/>