

**ANA CLARA DA COSTA PEREIRA**

**ROGÉRIO PENHA MENDES**

Análise Econômico-financeira – Valuation

aplicado à empresa Raia Drogasil.

PROJETO DE GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO  
APRESENTADO AO DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA INDUSTRIAL  
DA PUC-RIO, COMO PARTE DOS REQUISITOS PARA OBTENÇÃO  
DO TÍTULO DE ENGENHEIRO DE PRODUÇÃO

Orientadora: THAIS HELENA DE LIMA NUNES

Departamento de Engenharia Industrial

Rio de Janeiro, 2023

## **AGRADECIMENTOS**

Agradecemos às nossas famílias e amigos, pelo apoio, suporte e amor oferecido ao longo de todos esses anos.

À nossa Orientadora Thais Nunes, que foi fundamental na estruturação do presente trabalho.

Aos nossos professores e a todo o Departamento de Engenharia Industrial da PUC-RJ, que foram fonte de conhecimento e excelência.

À Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro pela estrutura de qualidade oferecida e pela nossa formação profissional.

*Agradecemos a Deus pois sem ele não teríamos forças para essa longa jornada, agradecemos aos nossos professores e aos nossos colegas que nos ajudaram na conclusão da monografia.*

## RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo aplicar um *valuation* da empresa Raia Drogasil S.A a partir de premissas determinadas com base nos relatórios contábeis, assim como a sua estratégia para os próximos anos e o momento econômico do país. O método de Fluxo de Caixa Descontado foi o escolhido para determinar o valor intrínseco da companhia. Após um detalhamento da empresa e uma breve análise do varejo farmacêutico, projetou-se o Demonstrativo de Resultados do Exercício para o período de 2023 até 2027. O fluxo de Caixa Descontado do Acionista foi desenvolvido e, assim, determinou-se o preço-alvo da empresa.

*Palavras-chave: Valuation, Fluxo de Caixa Descontado, Raia Drogasil, Varejo Farmacêutico.*

## **ABSTRACT**

The present work aims to apply a valuation of the company Raia Drogasil S.A based on assumptions determined from financial reports, as well as its strategy for the upcoming years and the economic situation of the country. The Discounted Cash Flow method was chosen to determine the intrinsic value of the company. After providing an overview of the company and a brief analysis of the pharmaceutical retail industry, the Income Statement was projected for the period from 2023 to 2027. The Discounted Cash Flow of the Shareholder was developed, and thus the target price of the company was determined.

*Keywords:* **Valuation, Discounted Cash Flow, Raia Drogasil, Pharmaceutical Retail.**

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Índice de Confiança do Consumidor .....	8
Figura 2 - Índice de Base Fixa Receita Nominal de Vendas no Comércio Varejista.....	9
Figura 3- Crescimento do Varejo Farmacêutico no Brasil .....	10
Figura 4 - Rankings de Faturamento Mundial na Área Farmacêutica.....	11
Figura 5 - Ranking de Faturamento das Redes de Farmácias no Varejo.....	13
Figura 6 - Empresas do Grupo Raia Drogasil S.A. ....	14
Figura 7- Distribuição Geográfica das Farmácias da Raia Drogasil S.A. ....	15
Figura 8 - Evolução do Market Share.....	16
Figura 9 - Participação de Mercado por Região .....	16
Figura 10 - Histórico de preço da Raia Drogasil (RADL3) .....	18
Figura 11 - Mix de Venda de Varejo .....	21
Figura 12 - Return on Invested Capital .....	22

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Posição Brasileira por Indicadores .....	11
Tabela 2 - Demonstrativo do Resultado de Exercício da Raia Drogasil .....	20
Tabela 3- Análise Horizontal e Vertical do Balanço Patrimonial da Raia Drogasil .....	23
Tabela 4 - Curva de Maturação das Lojas da Raia Drogasil .....	24
Tabela 5- Média de Crescimento da Receita por Estágio de Maturação.....	25
Tabela 6 - Projeção de Abertura de Lojas da Raia Drogasil .....	25
Tabela 7- Quantidade de Farmácia Historicamente e sua Projeção por Maturação .....	26
Tabela 8- Projeção do DRE da Raia Drogasil .....	27
Tabela 9 - Histórico e Projeção da Depreciação e Amortização .....	28
Tabela 10- Histórico e Projeção do Passivo Oneroso .....	28
Tabela 11 - Histórico e Projeção do Capex .....	29
Tabela 12- Histórico e Projeção da Necessidade de Capital de Giro .....	30
Tabela 13- Valuation Aplicado.....	31

## **LISTA DE EQUAÇÕES**

Equação 1 - Fluxo de Caixa Descontado.....	4
Equação 2 - Cálculo do Custo do Capital Próprio.....	6
Equação 3 - Cálculo do Valor Terminal.....	7
Equação 4 - Cálculo do Capex .....	29

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

BP – Balanço Patrimonial

CAPEX – Investimento em Bens de Capital

DRE – Demonstração de Resultados do Exercício

EBIT – Lucro antes de juros e impostos

EBITDA – Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização

EBT – Lucro antes de impostos

FCA - Fluxo de Caixa Descontado do Acionista

FCD – Fluxo de Caixa Descontado

FGV - Fundação Getúlio Vargas

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

SBVC - Sociedade Brasileira de varejo e Consumo

VT – Valor Terminal

# SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	1
1.1 Objetivo Geral .....	1
1.2 Objetivo Específico .....	1
1.3 Justificativa do Tema.....	1
1.4 Tipo de Pesquisa.....	2
1.5 Metodologia.....	2
2. REFERENCIAL TEÓRICO .....	3
2.1 Valuation e a Análise Fundamentalista .....	3
2.2 Fluxo de Caixa Descontado.....	4
2.2.1 Custo de Capital Próprio (Ke) .....	5
2.2.2 Cálculo do Valor Terminal .....	7
3. ESTUDO DE CASO .....	8
3.1 Análise do setor .....	8
3.1.1 Confiança do Consumidor .....	8
3.1.2 Performance e Resultados Históricos .....	9
3.1.3 Impactos pós-covid-19 .....	12
3.1.4 Panorama Brasileiro .....	12
3.2. Raia Drogasil .....	13
3.2.1 História .....	13
3.2.2 Fontes de Receita e <i>Market Share</i> .....	14
4. DISCUSSÃO DOS DADOS .....	18
4.1 Histórico de Preços – Raia Drogasil.....	18
4.2 Análise das Demonstrações Financeiras - DRE .....	19
4.3 Análise das Demonstrações Financeiras - Balanço Patrimonial .....	22
4.4 Premissas .....	24

4.5	Projeção Fluxo de Caixa do Acionista .....	27
4.5.1	Lucro Líquido .....	27
4.5.2	Depreciação .....	28
4.5.3	Passivo Oneroso .....	28
4.5.4	Capital Expenditure .....	29
4.5.5	Necessidade de capital de Giro.....	30
4.6	Cálculo do Valor da Empresa.....	30
5.	CONCLUSÃO .....	32
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	33
	APÊNDICE A - Modelo de Valuation: DRE e Fluxo de Caixa Futuro .....	35

# 1. INTRODUÇÃO

De acordo com a Organização Mundial da Saúde, “A Saúde é o estado de completo bem-estar físico, mental e social e não somente a ausência de doença”. Historicamente, esse é um dos temas mais relevantes e influentes para o bom funcionamento da sociedade e hoje em dia não é diferente. Diversos fatores como o envelhecimento populacional e o surgimento de doenças altamente infecciosas como a Pandemia pelo coronavírus são indicativos da importância do setor, fato que reflete na alta e constante demanda por medicamentos e produtos.

No Brasil existe uma farmácia (ou drogaria) para cada 3.300 habitantes e o país está entre os dez que mais consomem medicamentos no mundo, segundo dados do Conselho Federal de Farmácia. Logo, pode-se inferir que o setor ainda detém um potencial de crescimento significativo no longo prazo, porém aumentar o *market share* diante de tamanha competitividade também se configura como um grande desafio para as empresas desse nicho.

## 1.1 Objetivo Geral

O presente trabalho apresenta o *Valuation*, pautado pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado do Acionista com o objetivo de determinar o preço “justo” de acordo com as premissas aplicadas.

## 1.2 Objetivo Específico

Avaliar se o preço da ação da empresa Raia Drogasil negociada na B3 está em linha com seu valor intrínseco, definido a partir de uma análise fundamentalista através do *Valuation*.

## 1.3 Justificativa do Tema

O mercado brasileiro de ações é diariamente influenciado por especulações financeiras que afastam o preço de mercado do real valor do ativo. Uma abordagem pautada pelos fundamentos da empresa apresenta-se como um excelente método para auxiliar na tomada de decisão de um investimento.

Sendo assim, a importância da saúde para o país e a característica competitiva do setor foram os aspectos motivadores para a escolha da empresa em questão. Afinal, a Raia Drogasil é a maior rede de drogarias do país não só em termos de receita, mas também em número de lojas.

#### **1.4 Tipo de Pesquisa**

O trabalho envolve pesquisa de cunho qualitativo, quantitativo e método descritivo.

Para a aplicação do método de Fluxo de Caixa Descontado do Acionista, os dados foram colhidos através dos relatórios contábeis oficiais da empresa e dos indicadores econômicos oficiais de mercado. Essas informações foram a base para a análise feita posteriormente.

A elaboração das premissas do valuation foi definida subjetivamente, a partir dos dados históricos e do momento econômico em que a empresa e o país vivem. Nesse sentido, foram estabelecidas quais seriam as regras das projeções realizadas para a obtenção dos fluxos de caixa futuros.

#### **1.5 Metodologia**

O trabalho foi desenvolvido por meio de contatos e autorização de pesquisa documental da empresa mediante um Estudo de Caso com o respectivo detalhamento da companhia e de sua política estratégica diante de um mercado competitivo e um cenário político e econômico desafiador. Apresenta-se também uma breve explicação da teoria aplicada, assim como do modelo escolhido. Ao final, será destacada a memória de cálculo empregada.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 *Valuation* e a Análise Fundamentalista

Segundo Damodaran (2012), “*Valuation* é o processo de estimar o valor intrínseco de um ativo ou empresa. Envolve a análise de uma série de fatores, como fluxo de caixa futuros, risco, taxa de desconto apropriada e perspectivas de crescimento. O objetivo da avaliação é chegar a um valor que seja justo e refletir o potencial de geração de valor do ativo ou empresa”.

Nesse sentido, o *valuation* desempenha papel central nas transações de fusões e aquisições, uma vez que as empresas ou os indivíduos em questão decidem um valor justo para viabilizar a transação. Da mesma forma, pode-se afirmar sobre as ações negociadas na bolsa de valores, afinal, elas representam uma parte do capital social atrelado ao valor de uma empresa, onde uma parte deseja comprá-la e uma contraparte vendê-la.

No entanto, apesar do preço da ação representar uma fração do valor da empresa, não necessariamente esse valor é o justo. Isso ocorre porque a precificação da bolsa de valores funciona atrelada a demanda e oferta do ativo. Logo, diversos fatores influenciam diariamente nesse cálculo como ruídos políticos, especulações financeiras e eventos sistemáticos mundiais.

A fim de isolar a precificação do ativo de interferências pautadas pela expectativa do mercado, o *valuation* apresenta-se como ferramenta principal ao determinar o valor do ativo através de seus fundamentos. Nesse sentido, quando uma empresa é analisada por esse método, os fatores determinantes no cálculo são os resultados obtidos e apresentados em seus relatórios contábeis, a saúde financeira do negócio, as projeções de crescimento, endividamento e a qualidade da gestão.

Basicamente, há três métodos para o cálculo de um *valuation*. O primeiro é o Fluxo de Caixa Descontado, que determina o valor intrínseco da empresa por meio dos fluxos de caixa futuros trazidos a valor presente.

O segundo é a avaliação relativa, também conhecida como Método de Múltiplos Mercados, em que ocorre a comparação de empresas semelhantes através de uma variável

em comum para ambos, como o próprio fluxo de caixa, as vendas realizadas ou o EBITDA.

Por último, tem-se a avaliação por direitos contingentes, caracterizada por utilizar modelos de precificação por opções reais para estimar o valor de ativos que possuem as mesmas características da opção.

O método escolhido e aplicado no modelo de análise do presente trabalho é o Fluxo de Caixa Descontado (FCD). De acordo com Koller, Goedhart & Wessels (2005), o FCD “se baseia somente nos fluxos de caixa que entram e saem da companhia, ao invés dos Lucros, que são baseados em conceitos contábeis (os quais podem ser enganosos)”. Sendo assim, é o método mais comum no mercado financeiro mundial quando se trata de avaliar um investimento.

## 2.2 Fluxo de Caixa Descontado

A avaliação obtida pelo Fluxo de Caixa Descontado aplicado em uma empresa é constituída por meio da capacidade que ela detém de gerar valor futuro ao longo de sua operação. Não somente isso, determina-se também uma taxa de desconto pautada em premissas bem estabelecidas que representam os riscos a que o negócio está sujeito.

De acordo com Alexandre Póvoa (2019), no FCD o analista não deve ter como objetivo estimar na vírgula o preço exato de uma ação. O importante é identificar uma região que viabilize ou não a compra do ativo. Ao mesmo tempo, o Fluxo de Caixa não necessita ser extenso e complicado, em geral os melhores *valuations* são simples e facilmente compreensíveis.

Como pode ser analisado por meio da Equação 1, o Fluxo de Caixa Descontado permite determinar o valor intrínseco de uma empresa diante de seu fluxo de caixa futuro trazido a valor presente por uma taxa de desconto estipulada.

### Equação 1 - Fluxo de Caixa Descontado

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^n \text{CF}_t / (1+r)^t$$

Onde,

$CF_t$  = Expectativa de fluxo de caixa no período  $t$ .

$r$  = Taxa de Desconto

$t$  = Período de análise

$n$  = Vida útil

O presente trabalho realizou uma análise de *valuation* com base no modelo de Fluxo de Caixa Descontado do Acionista (FCA), já que buscou-se analisar pela ótica do investidor.

O Fluxo de Caixa Descontado do Acionista é obtido através do lucro líquido da empresa, descontando-se os fluxos de caixa residuais após a dedução de todas as despesas, necessidades de reinvestimento, obrigações fiscais e pagamentos de juros e principal, ao custo do patrimônio líquido, ou seja, a taxa de retorno exigida pelos investidores sobre o patrimônio líquido da empresa. (Damodaran, 2014)

Nesse método, o fluxo deve ser descontado pelo custo de capital próprio ( $K_e$ ) para se obter o valor de mercado da empresa e, conseqüentemente, o preço da ação.

### **2.2.1 Custo de Capital Próprio ( $K_e$ )**

Segundo Aswath Damodaran (2012), "O custo de capital próprio é o retorno mínimo que os investidores exigem para investir seu dinheiro em uma empresa, levando em consideração o risco associado a esse investimento específico. É uma medida do custo de financiamento de uma empresa por meio de recursos próprios, refletindo o retorno esperado pelos acionistas para compensar o risco assumido ao investir no patrimônio líquido da empresa."

Existem variados modelos de precificação de ativos, sendo os mais utilizados o APM (Modelo de Arbitragem de Preços – Arbitrage Pricing Model) e o CAPM (Capital Asset Pricing Model).

De acordo com Alexandre Póvoa (2012), o APM considera que a variação do preço de um ativo é explicada por vários fatores específicos. Sendo assim, é utilizada a ferramenta de regressão múltipla, em que o analista define os fatores por meio da

significância estatística devem entrar na composição da regressão. Já o modelo CAPM se baseia no binômio risco-retorno para determinar o equilíbrio dos preços. Quando há um deslocamento dessa relação, os investidores iniciam processo de compra e venda até que um novo equilíbrio se estabeleça.

No presente valuation, será utilizado o modelo CAPM. Conforme apresentado na Equação 2, ele relaciona o retorno esperado de um ativo ou carteira ao seu risco sistemático, ou seja, o risco associado ao mercado em que está sendo analisado o investimento, risco esse que é medido pelo beta. Quando um investidor toma a decisão de investir, ele busca ser recompensado pelo risco atrelado ao investimento e por um risco adicional que é o risco sistemático. Sendo assim, o CAPM fornece uma estrutura ideal para determinar o retorno esperado de um ativo com base em seu risco e no retorno livre de risco.

#### **Equação 2 - Cálculo do Custo do Capital Próprio**

$$\text{Retorno Exigido} = R_f + \text{Beta} \times (R_m - R_f)$$

#### **Onde:**

$R_f$  = Retorno do Ativo Livre de Risco

Beta = Coeficiente de volatilidade do ativo em relação ao mercado

$R_m$  = Retorno esperado sobre o índice de mercado

Importante ressaltar que o objetivo final do analista é sempre antecipar o movimento da taxa de desconto e para isso, deve-se ter atenção aos seguintes pontos:

- **Referência da moeda:** A moeda base de referência do fluxo de caixa deve ser a mesma da taxa de desconto aplicada no modelo. Para comparar ativos de países diferentes, o comum é ter o Dólar como referência. Ao mesmo

tempo, se houver necessidade de conversão para o Real, é utilizado o câmbio do dia.

- **Juros reais e Juros nominais:** Caso o fluxo de caixa esteja considerando a inflação, a taxa de desconto também deve obedecer ao mesmo critério.

### 2.2.2 Cálculo do Valor Terminal

Segundo Koller, Goedhart e Wessels (2015), o valor terminal de uma empresa constitui o valor esperado dos fluxos de caixa que ultrapassam a perspectiva do horizonte finito. Essa parte da avaliação é fundamental já que contempla os resultados que não foram considerados na previsão inicial de fluxo de caixa. Nesse sentido, todo o valor gerado nesse período será também levado ao referencial atual.

Uma empresa que tenha obtido um crescimento muito expressivo, apresentará maior dificuldade de manter essa taxa de crescimento no futuro. Afinal, as condições que a possibilitaram alcançar esse tal desempenho possivelmente já não serão suficientes para manter essa evolução nos próximos anos.

Dessa forma, o valor terminal determina que o ativo apresentará um crescimento constante,  $g$ , até o infinito. Sendo assim, conforme apresentado na Equação 3, o Fluxo de Caixa do último ano de projeção é descontado pela diferença entre o Custo de Capital Próprio e a taxa de crescimento da empresa na perpetuidade.

#### Equação 3 - Cálculo do Valor Terminal

$$\text{Valor Terminal} = \text{FCA}_{\text{último ano projetado}} / (\text{Ke} - g)$$

Onde:

FCA = Fluxo de caixa após o período de projeção

Ke = Custo de Capital Próprio

$g$  = Taxa de crescimento perpétua

### 3. ESTUDO DE CASO

#### 3.1 Análise do setor

A Raia Drogasil atua no setor de varejo farmacêutico, ou seja, no segmento que reúne estabelecimentos que vendem medicamentos e outros produtos ao consumidor final. No entanto, apesar dos remédios ainda representarem a maior parcela do faturamento das farmácias, o *mix* de produtos disponíveis para venda está cada vez mais diversificado, contemplando também as áreas de estética, bem-estar e higiene. Essa mudança é fruto da característica dinâmica desse mercado que busca proporcionar uma experiência mais completa e diversa ao consumidor.

##### 3.1.1 Confiança do Consumidor

O índice de confiança da Fundação Getúlio Vargas, analisado na Figura 1, apresentou no ano de 2022 uma elevação em relação aos dois anos anteriores, o que representa uma recuperação da confiança na economia e no setor de varejo do país.

Fatores como a redução da inflação e do desemprego e a retomada da economia, mesmo com os elevados níveis de inadimplência de curto e médio prazos, como foi vivenciado ao longo do ano, criaram um clima mais positivo para o setor de varejo.

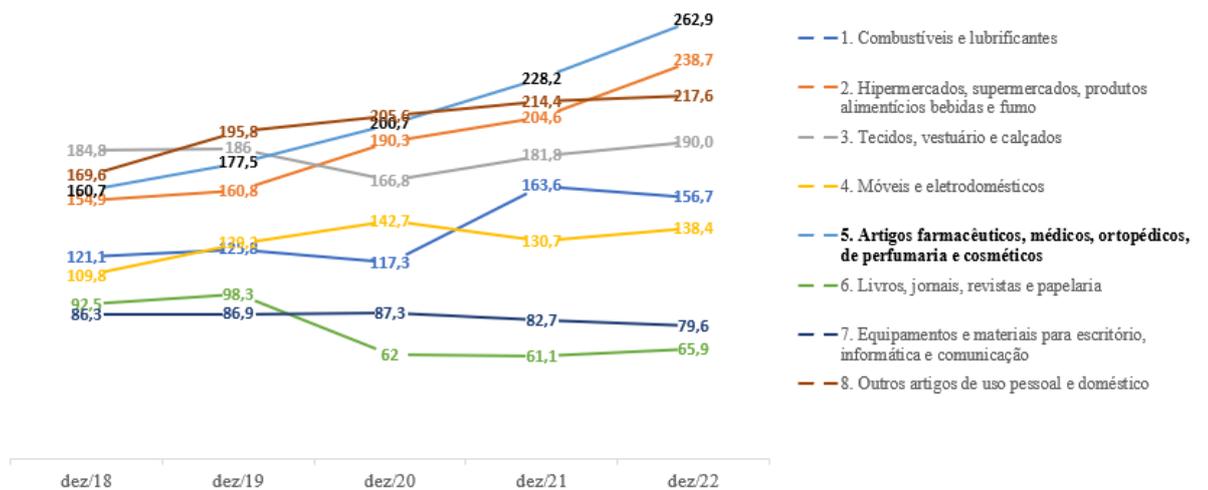
Figura 1 - Índice de Confiança do Consumidor



Fonte: FGV, Elaborado pelos autores

Dentre os diversos segmentos desse setor, o grupo em que está contido o varejo farmacêutico encontra-se como protagonista em relação à receita nominal de vendas. De acordo com a figura 2, em 2018, esse grupo encontrava-se bem mais próximo dos demais setores, inclusive atrás dos setores de Tecidos, Vestuários e Calçados e Outros artigos de uso pessoal. No entanto, nos últimos anos, o varejo farmacêutico destoou dos demais, alcançando a liderança a partir de 2021, que se manteve no final de 2022.

Figura 2 - Índice de Base Fixa Receita Nominal de Vendas no Comércio Varejista



Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de estatísticas Conjunturais em Empresas,  
Elaborado pelos autores

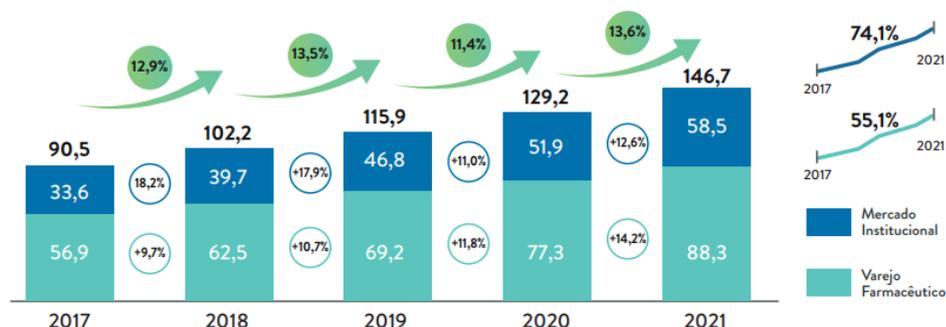
Nota: Base: 2014: 100

### 3.1.2 Performance e Resultados Históricos

Outro fator importante a ser analisado é a presença maciça dos estabelecimentos no território nacional. No Brasil, a Agência Nacional de Vigilância Sanitária (ANVISA) é o órgão responsável pela regulação e fiscalização das atividades das farmácias. Segundo dados divulgados pela ANVISA em 2020, havia aproximadamente 88 mil farmácias registradas no país naquele ano. A tendência é esse número aumentar ainda mais diante

do constante crescimento da demanda por esses produtos. De acordo com a Figura 3, o varejo farmacêutico, em que 75% das compras são realizadas pelo público final, obteve um aumento de 55,1% em termos financeiros nos últimos quatro anos, movimentando cerca de R\$88 bilhões no país em 2021, segundo a consultoria especializada IQVIA.

Figura 3- Crescimento do Varejo Farmacêutico no Brasil



Fonte: IQVIA, PMB+NRC Dez 2021

Em termos mundiais, o Brasil apresenta forte desempenho localizando-se entre a décima e oitava posição. Essa performance ocorre por diversas razões, como:

- **População:** O Brasil é o sexto país com a maior população do mundo. De acordo com o IBGE, ultrapassou 210 milhões de habitantes em 2019.
- **Sistema Público de Saúde:** Garantia de acesso à saúde a toda população por meio do Sistema Único de Saúde (SUS).
- **Longevidade:** O envelhecimento populacional indica maior incidência de doenças, ou seja, relação diretamente proporcional entre idade e possibilidade de ficar doente.

Essa evolução do varejo farmacêutico brasileiro pode ser verificada na Figura 4, que aborda a posição do país em 2016, 2021 e uma projeção para 2026. Como os EUA detêm o maior mercado farmacêutico do mundo, a pesquisa estruturou os rankings com

base no faturamento de cada país em relação ao norte americano. Dessa forma, em 2021 o mercado farmacêutico brasileiro representou 6% do faturamento dos EUA, ocupando a oitava posição no ranking mundial.

Figura 4 - Rankings de Faturamento Mundial na Área Farmacêutica

2026			2021			2016		
Rk	País	% dos EUA	Rk	País	% dos EUA	Rk	País	% dos EUA
1	Estados Unidos	100	1	Estados Unidos	100	1	Estados Unidos	100
2	China	29	2	China	29	2	▲ China	28
3	▲ Alemanha	12	3	Japão	15	3	▼ Japão	19
4	▼ Japão	12	4	Alemanha	11	4	Alemanha	11
5	França	7	5	França	7	5	França	8
6	▲ Brasil	7	6	▲ Reino Unido	6	6	Itália	7
7	▼ Reino Unido	7	7	▼ Itália	6	7	Reino Unido	6
8	▼ Itália	6	8	▲ Brasil	6	8	Espanha	5
9	▲ Índia	6	9	▼ Espanha	5	9	Canadá	5
10	▼ Espanha	5	10	▼ Canadá	5	10	▲ Brasil	4
11	▼ Canadá	5	11	Índia	4	11	▲ Índia	3
12	Rússia	4	12	▲ Rússia	3	12	▼ Austrália	3
13	Coreia do Sul	3	13	Coreia do Sul	3	13	▼ Coreia do Sul	3
14	▲ México	3	14	▼ Austrália	3	14	▲ Rússia	2
15	▲ Turquia	2	15	México	2	15	▼ México	2
16	▼ Austrália	2	16	▲ Polônia	2	16	▲ Argentina	2
17	▲ Argentina	2	17	▲ Arábia Saudita	2	17	▼ Polônia	2
18	▼ Polônia	2	18	▲ Bélgica	2	18	▲ Arábia Saudita	2
19	▼ Arábia Saudita	2	19	▲ Turquia	1	19	Suíça	1
20	▼ Bélgica	2	20	▼ Argentina	1	20	▼ Países Baixos	1

Fonte: IQVIA, The Global Use of Medicines 2022 and Outlook 2026

Apesar do Brasil aparecer entre as 10 primeiras posições no *ranking* de população e ocupar o oitavo lugar no *ranking* de mercado farmacêutico conforme a Tabela 1, está apenas em 19º lugar em termos de participação em estudos.

Tabela 1 - Posição Brasileira por Indicadores

Indicador	Posição Brasileira Mundial
População	6º
Mercado Farmacêutico	8º
PIB	12º
Participação em Estudos Clínicos	19º

Fonte: Statista, Elaborado pelos autores

### **3.1.3 Impactos pós-covid-19**

Dentre 132 países, o Brasil ocupa a 57ª posição no ranking mundial de inovação, segundo o Global Innovation Index 2021 (GII), um dos mais importantes relatórios do segmento. Comparado a 2020, o País subiu cinco posições.

Após a pandemia de Covid-19, o setor de saúde passou por mudanças profundas e importantes nos últimos anos. Em pouco tempo, as corporações no mundo todo foram obrigadas a adaptar os sistemas e estruturas para sobreviver e, no caso do varejo farmacêutico, atender a alta demanda concentrada durante o *lockdown* e surgimento dos sintomas.

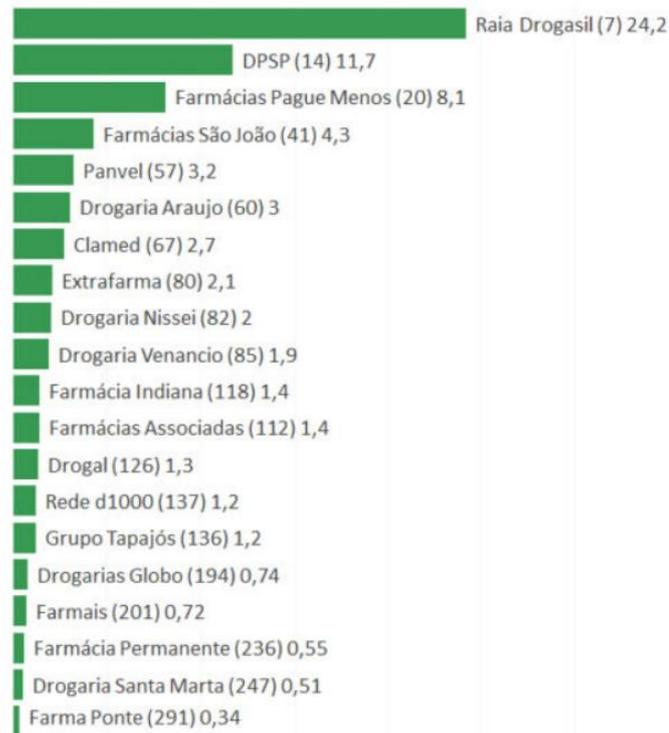
Dentre as diversas inovações, uma que já é oferecida por algumas farmácias é o serviço de “telessaúde” em que o paciente consegue fazer consultas médicas *online* e receber a prescrição digitalmente. Além disso, a ampliação do leque de exames e testes rápidos oferecidos também é uma tendência do setor. Atualmente, quando comparado ao varejo farmacêutico estrangeiro, são poucos os exames que são explorados pelas farmácias brasileiras como por exemplo já ocorrem com o teste de Covid-19 e o de glicemia.

Outra estratégia de inovação que vem dando muito certo é a “Nova Farmácia”, que procura transformar a farmácia tradicional em um Hub de Saúde, atrelado a uma experiência digital com diversos canais. Ela é apoiada por um Marketplace que oferece ao cliente uma diversidade de produtos além de uma plataforma de saúde, visando a divulgação de hábitos saudáveis alimentares e exercícios físicos e até mesmo tratamentos e exames, como relatado anteriormente.

### **3.1.4 Panorama Brasileiro**

As grandes redes de farmácias que lideram o setor também continuam no topo dos *rankings* de varejo. Conforme apresentado na Figura 5, A Raia Drogasil encontra-se na primeira posição pelo 12º ano consecutivo em termos de faturamento, ela também aparece na liderança quando se trata de pontos de venda. Já o Grupo DPSP manteve o segundo posto mesmo com a aquisição da Extrafarma pelas Farmácias Pague Menos no *ranking* de faturamento. No entanto, o grupo perdeu a vice-liderança no ranking de pontos de vendas para a Pague Menos depois da aquisição pelo Grupo DPSP.

Figura 5 - Ranking de Faturamento das Redes de Farmácias no Varejo



(Rede/Posição Geral/Faturamento (R\$ bilhões))

Fonte: SBVC, 2021

## 3.2. Raia Drogasil

### 3.2.1 Histórico

Em 1905, é inaugurada a primeira Droga Raia, na época denominada Pharmacia Raia em Araraquara, SP pelo então farmacêutico João Batista Raia, sendo um dos pioneiros no setor farmacêutico brasileiro. Na época em que foi fundada a drogaria, a maioria dos medicamentos eram manipulados, o que requer um cuidado especial para sua elaboração, e esse cuidado se tornou a marca registrada não só para trazer qualidade para os remédios como também para o atendimento realizado, que se tornou sinônimo de qualidade e confiança, acarretando a fidelização do cliente.

Por sua vez, em 1935, a fusão das farmácias Drogaria Bráulio e Drogaria Brasil deu origem a Drogasil comandada pelo farmacêutico José Pires de Oliveira Dias, centrada

na relação com o cliente, focou-se no bom atendimento, e com o passar dos anos foi se expandindo pelo interior paulista.

Em 1977, a Drogasil abre seu capital e se torna a primeira empresa do seu setor a compor a Bolsa de Valores de São Paulo, já a Raia faz sua oferta pública de ações (IPO) em 2010, e em 2011 as duas empresas de varejo farmacêutico anunciam a fusão das duas companhias que origina a empresa aqui estudada a Raia Drogasil S.A, tornando-se a maior rede de farmácias do Brasil.

### 3.2.2 Fontes de Receita e *Market Share*

A Raia Drogasil é uma companhia composta por diversas empresas em seu portfólio, que de acordo com seu site institucional se dividem em três unidades diferentes: Lojas, Negócios e Marcas Exklusivas. A Figura 6 mostra a distribuição das marcas da companhia divididas entre Varejo e Saúde e em outras subcategorias de acordo com a atuação das empresas.

Figura 6 - Empresas do Grupo Raia Drogasil S.A.



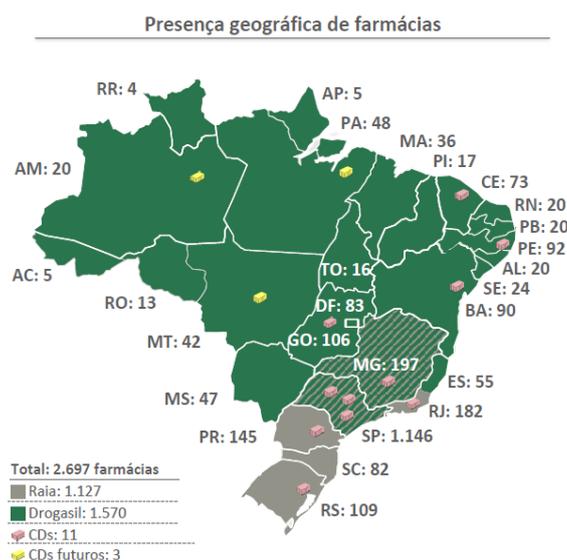
Fonte: Site RD – Quem Somos, 2023

É possível observar que o grupo Drogasil buscou diversificar suas áreas de atuação dentro do mercado de saúde fornecendo diversos produtos e serviços aos seus clientes, desde a fabricação de produtos como a *needs* que dispõe de diversos produtos de

higiene e bem-estar, até a promoção de saúde como na empresa tecnonutri que fornece um serviço de nutrição prático e rápido com a utilização da tecnologia.

Sua fonte principal de receita são as lojas físicas Raia e Drogasil, que de acordo com a apresentação de resultados do quarto trimestre de 2022 são 2.697 unidades em operação atualmente, distribuídos pelo Brasil.

Figura 7- Distribuição Geográfica das Farmácias da Raia Drogasil S.A.



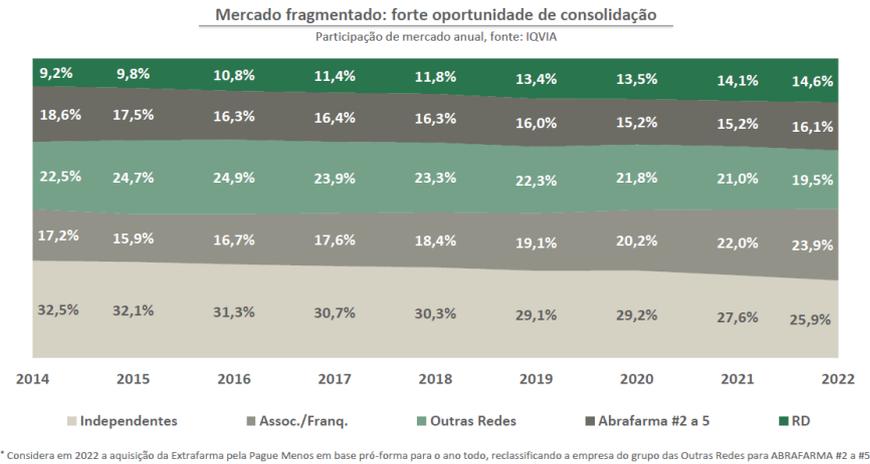
Fonte: RI Raia Drogasil

A Figura 7 mostra a distribuição de lojas Raia e Drogasil em todo território brasileiro, onde é possível observar uma predominância da rede Drogasil no país, enquanto a rede Raia é mais presente nos Estados das regiões Sul e Sudeste, sendo o Estado de São Paulo, onde as duas redes se originaram, o com maior quantidade de lojas. É possível observar um posicionamento de centros de distribuição ao longo dos estados litorâneos e que há uma estratégia de adentrar o território nacional com a construção de mais três centros de distribuição nas regiões Norte e Centro Oeste, capazes de atender também os Estados aos quais fazem fronteira.

No ano de 2022, segundo dados divulgados na área de Relação com Investidores da empresa, a Raia Drogasil apresentou uma receita bruta de R\$31,0 bilhões

representando um crescimento total de 20,9% e um *Market Share* de 15,1% de participação nacional.

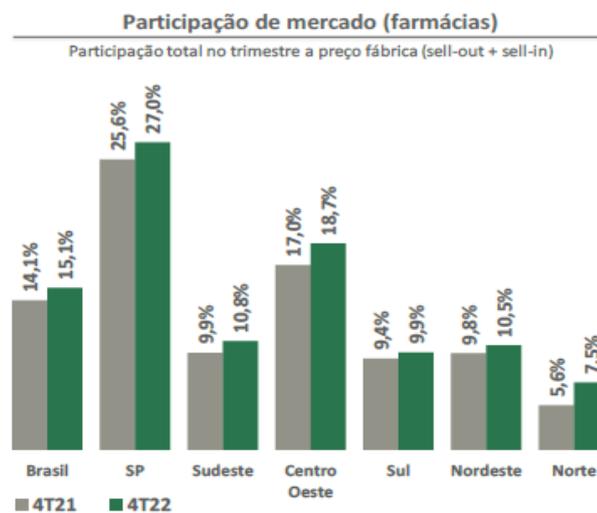
Figura 8 - Evolução do Market Share



Fonte: RI Raia Drogasil

Na figura 8, é possível acompanhar a transformação do mercado farmacêutico no período de 2014 a 2022. Observa-se que a participação de mercado do grupo RD veio crescendo gradativamente ao longo desses anos, até alcançar seu patamar atual.

Figura 9 - Participação de Mercado por Região



Fonte: RI Raia Drogasil

Além disso, a Raia Drogasil apresentou um aumento de 1 pp em todas as regiões do país como pode ser observado no gráfico de barras da Figura 9 que mostra um comparativo da participação de mercado regional entre o quarto trimestre de 2021 e 2022.

## 4. DISCUSSÃO DOS DADOS

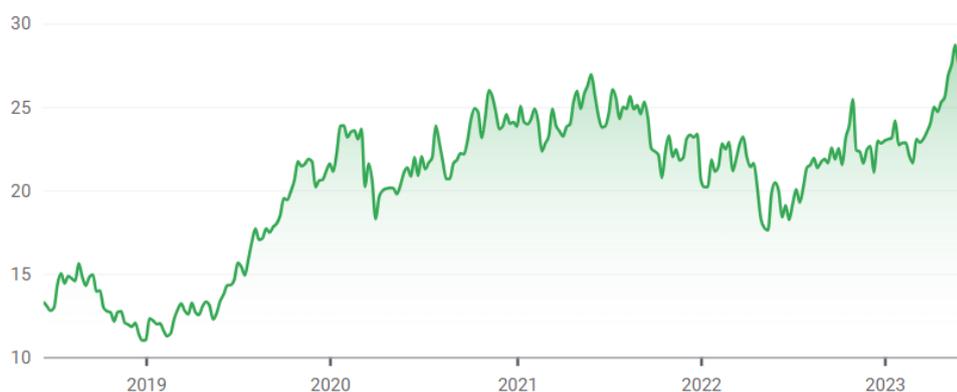
### 4.1 Histórico de Preços – Raia Drogasil

A Raia Drogasil é uma empresa de capital aberto com ações ordinárias (**RADL3**) na bolsa de valores e está listada também no mercado fracionado (**RADL3F**).

De acordo com o Infomoney, a Drogasil abriu capital na Bolsa de Valores em 1977. Em 1994, a partir de uma reformulação da marca, ingressou no Novo Mercado da B3, então Bovespa. Em 2010 a Raia realizou sua oferta pública de ações e Novo Mercado. A fusão das operações aconteceu em 2011.

O preço da ação da empresa atingiu máxima histórica no mês de maio de 2023, chegando a R\$ 28,72. Conforme apresentado na Figura 10, sua precificação quando observada em curtos períodos oscila consideravelmente, isso ocorre diante das especulações característica do mercado de renda variável. O fato de o preço à mercado da ação variar não significa que os fundamentos estão mudando a todo instante, apenas que existe mais compradores do que vendedores no mercado acionário, ou vice-versa.

Figura 10 - Histórico de preço da Raia Drogasil (RADL3)



Fonte: Elaborado pelo autor

Já no longo prazo a ação apresenta crescimento contínuo com o passar dos anos. Isso ocorre porque com o tempo os fatores externos perdem a influência e o mercado se

autorregula, fazendo com que o preço da ação fique próximo do valor intrínseco da empresa.

## **4.2 Análise das Demonstrações Financeiras - DRE**

A Demonstração de Resultado do Exercício permite a constatação de que a empresa está apresentando lucro ou prejuízo dado um período de análise. A partir desse relatório é possível determinar as margens de resultado ao longo da operação assim como os custos e despesas existentes.

Como pode-se verificar na Tabela 2, a Raia Drogasil apresenta margens sólidas ao longo dos últimos cinco anos. Apesar de estar em fase de expansão estrutural com abertura de lojas, a empresa não permite que isso ocasione perda de eficiência ao longo do processo produtivo, conseguindo inclusive aumentar suas margens com o passar dos anos.

Tabela 2 - Demonstrativo do Resultado de Exercício da Raia Drogasil

DRE Consolidado (R\$ mil)	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Receita bruta de vendas e serviços</b>	<b>15.519.133</b>	<b>18.396.046</b>	<b>21.180.475</b>	<b>25.605.684</b>	<b>30.950.564</b>
Deduções	-717.688	-893.150	-1.113.637	-1.478.682	-1.883.183
<b>Receita líquida de vendas e serviços</b>	<b>14.801.445</b>	<b>17.502.896</b>	<b>20.066.838</b>	<b>24.127.002</b>	<b>29.067.380</b>
Custo das mercadorias vendidas	-10.355.924	-12.319.594	-14.175.656	-16.920.834	-20.257.912
<b>% da Receita Líquida</b>	<b>-70%</b>	<b>-70%</b>	<b>-71%</b>	<b>-70%</b>	<b>-70%</b>
<b>Lucro bruto</b>	<b>4.445.521</b>	<b>5.183.302</b>	<b>5.891.182</b>	<b>7.206.168</b>	<b>8.809.468</b>
<b>Margem Bruta</b>	<b>30,0%</b>	<b>29,6%</b>	<b>29,4%</b>	<b>29,9%</b>	<b>30,3%</b>
<b>Despesas</b>					
Vendas	-2.901.011	-3.389.057	-3.877.221	-4.606.314	-5.450.205
Gerais e administrativas	-349.318	-450.650	-584.793	-792.611	-1.097.141
Outras despesas operacionais, líquidas	-59.548	-67.022	-32.917	40.874	56.628
<b>Despesas operacionais</b>	<b>-3.309.878</b>	<b>-3.906.728</b>	<b>-4.494.931</b>	<b>-5.358.051</b>	<b>-6.490.717</b>
<b>% Lucro Bruto</b>	<b>-74%</b>	<b>-75%</b>	<b>-76%</b>	<b>-74%</b>	<b>-74%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1.135.643</b>	<b>1.276.573</b>	<b>1.396.251</b>	<b>1.848.117</b>	<b>2.318.751</b>
<b>Margem EBITDA</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,7%</b>	<b>8,0%</b>
Depreciação e Amortização	-414.134	-502.963	-563.847	-626.995	-701.051
<b>% do EBITDA</b>	<b>-36%</b>	<b>-39%</b>	<b>-40%</b>	<b>-34%</b>	<b>-30%</b>
<b>EBIT</b>	<b>721.510</b>	<b>773.610</b>	<b>832.405</b>	<b>1.221.122</b>	<b>1.617.700</b>
<b>Margem Operacional</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,6%</b>
Despesas financeiras	-154.437	-200.562	-135.480	-235.445	-694.623
Receitas financeiras	71.783	76.070	54.182	80.017	293.586
<b>Despesas / Receitas Financeiras</b>	<b>-82.654</b>	<b>-124.491</b>	<b>-81.298</b>	<b>-155.427</b>	<b>-401.037</b>
<b>% do EBIT</b>	<b>-11%</b>	<b>-16%</b>	<b>-10%</b>	<b>-13%</b>	<b>-25%</b>
Equivalência Patrimonial	0	0	-7.867	-1.128	-1.532
<b>Lucro antes do IR e da contribuição social</b>	<b>638.856</b>	<b>649.119</b>	<b>743.240</b>	<b>1.064.567</b>	<b>1.215.131</b>
Imposto de renda e contribuição social	-131.665	-106.205	-163.981	-249.417	-185.939
<b>% Lucro antes do IR e da contribuição social</b>	<b>-21%</b>	<b>-16%</b>	<b>-22%</b>	<b>-23%</b>	<b>-15%</b>
<b>Lucro líquido do exercício</b>	<b>507.191</b>	<b>542.914</b>	<b>579.259</b>	<b>815.150</b>	<b>1.029.193</b>
<b>Margem Líquida</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,5%</b>

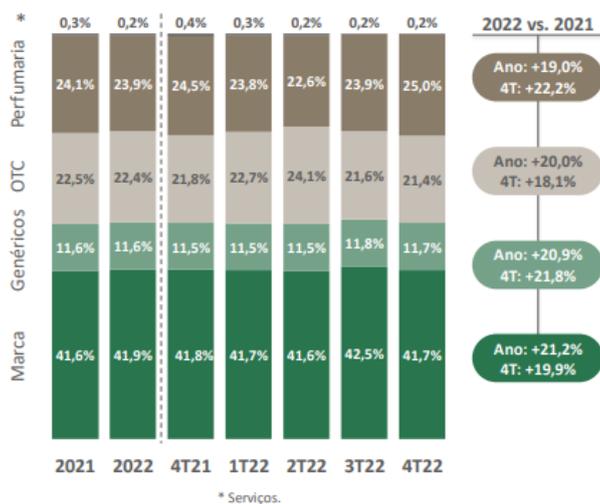
Fonte: Elaborado pelo Autor

De acordo com os resultados divulgados em 2022, presente na área de Relação com Investidores da empresa, A Raia Drogasil vem aumentando também sua receita bruta, encerrando o ano de 2022 no patamar de R\$30.915 milhões, o que representa um aumento absoluto de 5,3 bilhões. O faturamento é dividido majoritariamente entre quatro áreas de produtos: Perfumaria, Over the Counter (OTC), Genéricos e Marca.

As vendas de medicamentos de marca são consideradas o carro-chefe da empresa, seguido dos produtos de perfumaria. Já os produtos OTC, ou seja, medicamento que possuem venda livre na farmácia e que não necessitam de apresentação de prescrição

médica aparecem como o terceiro mais vendido. Por último, encontra-se os produtos genéricos.

Figura 11 - Mix de Venda de Varejo



Fonte: RI Raia Drogasil

Conforme é apresentado na Figura 11, houve uma retomada do crescimento da perfumaria e uma desaceleração na venda dos produtos vinculados à pandemia, diante da diminuição das contaminações no país. A Raia Drogasil registrou um crescimento médio nas lojas novas de 15,4% em 2022, com 13,3% para lojas maduras, ou seja, lojas que estão performando próximo de 100% de seu potencial. Isso representa um crescimento real de lojas maduras 7,5 pp acima da inflação de 5,8% mensurada pelo IPCA no ano.

Em relação às despesas com venda, foi visto nos últimos trimestres uma forte alavancagem operacional diante da performance das lojas maduras, que permitiu uma diluição de despesas com pessoal, energia elétrica, marketing e outros.

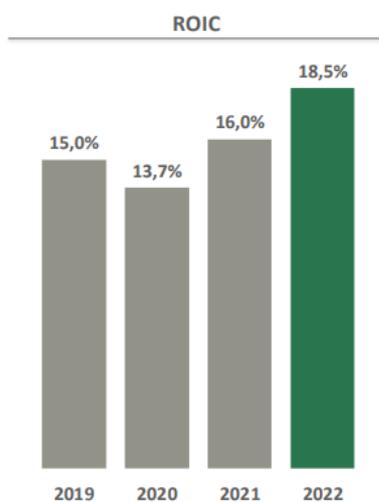
O aumento das despesas gerais e administrativas está atrelado a estratégia de transformação da empresa, principalmente no quesito de digitalização. No entanto, espera-se que com o tempo o foco da Companhia seja maximizar a produtividade dos investimentos já feitos ao invés de seguir ampliando a estrutura.

Em relação às dívidas, a empresa encerrou o ano de 2022 em R\$ 2.045,6 milhões, o que corresponde a uma alavancagem de 0,9x o EBTIDA do ano anterior. Já o endividamento bruto totalizou R\$ 2.317,9 milhões, sendo 83% referente à emissão de

Debênture e Certificados de Recebíveis Imobiliários e o restante relacionado a outras linhas de crédito. Dessa forma, a raia Drogasil apresentou no final do ano um endividamento total de 92% no longo prazo e 8% no curto prazo.

Em termos de rentabilidade, a Figura 12 traz o *Return on Invested Capital* (ROIC) que significa o retorno sobre o capital investido. Assim, ele representa a geração de dinheiro que a empresa consegue realizar dado seu investimento de capital. Mesmo com um investimento massivo nos últimos anos, a Raia Drogasil conseguiu aumentar essa métrica que, apesar de uma queda no ano de 2020, retomou um crescimento que é bem significativo para o porte da empresa.

Figura 12 - *Return on Invested Capital*



Fonte: RI Raia Drogasil

### **4.3 Análise das Demonstrações Financeiras - Balanço Patrimonial**

O Balanço Patrimonial é um relatório que apresenta todos os ativos e passivos de uma companhia. A partir dele, pode-se realizar diversas inferências sobre a empresa, assim como avaliar seus pontos fortes e fracos.

A Tabela 3 apresenta o Balanço Patrimonial da empresa, onde foi realizada uma análise horizontal dos últimos cinco anos e uma análise vertical para o último ano de resultado, a fim de destacar as variações e os pesos de cada conta do relatório para auxiliar a interpretação do histórico recente da Raia Drogasil.

No ano de 2022, pode-se verificar que as contas classificadas como circulantes possuíram peso majoritário tanto no ativo quanto no passivo do Balanço Patrimonial, representando 69% e 41% destes, respectivamente. Nesse sentido, pode-se inferir que a maior parcela dos bens e direitos da empresa pode rapidamente ser transformada em caixa, apresentando alta liquidez.

Importante ressaltar também a diferença dos pesos dos empréstimos e financiamentos da empresa no curto e longo prazo. Enquanto no curto prazo, essa conta detém apenas 1% do passivo e patrimônio líquido, no longo prazo esse valor sobe para 15%.

Tabela 3- Análise Horizontal e Vertical do Balanço Patrimonial da Raia Drogasil

Balanço Patrimonial (R\$ mil)	2018	AH	2019	AH	2020	AH	2021	AH	2022	AV
<b>Ativo</b>	<b>7.352.005</b>	<b>25%</b>	<b>9.212.488</b>	<b>16%</b>	<b>10.665.656</b>	<b>7%</b>	<b>11.445.383</b>	<b>21%</b>	<b>13.807.305</b>	<b>100%</b>
<b>Circulante</b>	<b>4.529.826</b>	<b>27%</b>	<b>5.766.096</b>	<b>22%</b>	<b>7.020.472</b>	<b>10%</b>	<b>7.718.899</b>	<b>24%</b>	<b>9.577.056</b>	<b>69%</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	241.568	24%	299.226	194%	880.357	-60%	356.117	22%	433.541	3%
Clientes	937.389	27%	1.189.019	31%	1.555.434	10%	1.710.057	34%	2.295.640	17%
Estoques	3.087.275	25%	3.851.389	10%	4.225.407	21%	5.117.799	20%	6.126.056	44%
Tributos a Recuperar	84.852	83%	155.395	-60%	61.491	218%	195.730	101%	393.299	3%
Outras Contas a Receber	156.848	56%	244.699	7%	261.045	11%	290.837	-8%	266.905	2%
Despesas Antecipadas	21.893	20%	26.369	39%	36.738	32%	48.359	27%	61.614	0%
<b>Não Circulante</b>	<b>2.822.180</b>	<b>22%</b>	<b>3.446.391</b>	<b>6%</b>	<b>3.645.184</b>	<b>2%</b>	<b>3.726.484</b>	<b>14%</b>	<b>4.230.249</b>	<b>31%</b>
Depósitos Judiciais	25.770	16%	30.001	-14%	25.753	16%	29.952	359%	137.623	1%
Tributos a Recuperar	44.578	31%	58.304	91%	111.548	19%	132.929	-9%	121.434	1%
IR e Contribuição Social Diferidos	0	-	0	-	34.605	42%	49.047	-79%	10.357	0%
Outros Créditos	2.484	13383%	334.911	5%	352.350	-	28.454	-	21.837	0%
Investimentos	0	-	0	-	0	-	830	439%	4.479	0%
Imobilizado	1.546.960	15%	1.777.735	5%	1.859.220	-	1.999.020	-	2.196.405	16%
Intangível	1.202.388	4%	1.245.441	1%	1.261.708	18%	1.486.252	17%	1.738.113	13%
<b>Passivo e Patrimônio Líquido</b>	<b>7.352.005</b>	<b>25%</b>	<b>9.212.488</b>	<b>16%</b>	<b>10.665.656</b>	<b>7%</b>	<b>11.445.383</b>	<b>21%</b>	<b>13.807.305</b>	<b>100%</b>
<b>Circulante</b>	<b>2.913.443</b>	<b>22%</b>	<b>3.560.828</b>	<b>23%</b>	<b>4.366.522</b>	<b>19%</b>	<b>5.211.081</b>	<b>8%</b>	<b>5.618.493</b>	<b>41%</b>
Fornecedores	2.141.274	24%	2.653.237	17%	3.106.937	18%	3.656.605	16%	4.258.917	31%
Empréstimos e Financiamentos	272.939	-16%	228.661	132%	531.204	16%	613.831	-70%	186.356	1%
Salários e Encargos Sociais	237.542	25%	296.673	4%	309.161	36%	420.356	34%	561.623	4%
Impostos, Taxas e Contribuições	92.964	10%	102.672	35%	138.673	12%	154.772	38%	213.298	2%
Dividendo e Juros Sobre o Capital Próprio	24.843	274%	92.946	-29%	66.295	16%	76.787	-19%	62.417	0%
Provisão para Demandas Judiciais	2.512	936%	26.008	26%	32.835	33%	43.560	23%	53.584	0%
Outras Contas a Pagar	141.370	14%	160.632	13%	181.417	35%	245.170	15%	282.298	2%
<b>Não Circulante</b>	<b>903.794</b>	<b>68%</b>	<b>1.517.612</b>	<b>16%</b>	<b>1.757.270</b>	<b>-26%</b>	<b>1.298.434</b>	<b>97%</b>	<b>2.553.833</b>	<b>18%</b>
Empréstimos e Financiamentos	570.211	57%	897.815	25%	1.122.250	-21%	891.393	139%	2.131.548	15%
Provisão para Demandas Judiciais	48.877	37%	67.114	6%	70.822	-25%	52.915	4%	55.012	0%
IR e Contribuição Social Diferidos	237.757	-30%	166.234	-5%	158.141	27%	200.660	-32%	137.016	1%
Outras Obrigações	46.949	723%	386.449	5%	406.058	-62%	153.466	50%	230.257	2%
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>3.534.769</b>	<b>17%</b>	<b>4.134.047</b>	<b>10%</b>	<b>4.541.863</b>	<b>9%</b>	<b>4.935.868</b>	<b>14%</b>	<b>5.634.979</b>	<b>41%</b>
Capital Social	1.808.639	38%	2.500.000	0%	2.500.000	0%	2.500.000	0%	2.500.000	18%
Reservas de Capital	116.363	12%	129.768	14%	148.029	-39%	89.914	25%	112.762	1%
Reserva de Reavaliação	12.022	-1%	11.848	-1%	11.677	-1%	11.514	-1%	11.353	0%
Reservas de Lucros	1.522.073	-6%	1.429.597	25%	1.780.379	27%	2.267.879	23%	2.781.229	20%
Ajustes de Avaliação Patrimonial	-30.230	0%	-30.230	0%	-30.230	-	3.261	-	-22	0%
Participação de Não Controladores	34.911	47%	51.421	22%	62.531	-34%	41.170	51%	62.132	0%
Dividendo Adicional Proposto	70.990	-41%	41.643	67%	69.478	-68%	22.129	657%	167.526	1%

Tabela 3: Análise Horizontal e Vertical do Balanço Patrimonial da Raia Drogasil, Elaborado pelo Autor

## 4.4 Premissas

As premissas empregadas no valuation da Raia Drogasil foram elaboradas de acordo com os dados dos relatórios contábeis disponibilizados pela empresa, das informações oficiais contidas na área de Relação com os Investidores, assim como, dos dados econômicos oficiais divulgados.

Para a projeção da receita foram analisadas a quantidade de farmácias existentes e a sua curva de maturação apresentada na Tabela 4, que define em quantos anos a loja alcançará a lucratividade máxima esperada. Ao longo desse percurso, o estabelecimento apresenta gastos maiores para estruturação do negócio e ainda não apresenta estabilidade ideal já que se encontra no período de consolidação.

Tabela 4 - Curva de Maturação das Lojas da Raia Drogasil

Curva de Maturação	Receita Bruta(% da maturidade)	Margem de Contribuição(% da receita bruta)
Ano 1	50%	0%
Ano 2	69%	7%
Ano 3	83%	11%
Ano 4	96%	13%
Ano 5	100%	13%

Fonte: Elaborado pelo autor

Em relação a abertura de lojas, no final de 2022 inaugurou-se 260 novas farmácias e encerrou-se 53, terminando o ano com 2.697 unidades. Importante ressaltar que os encerramentos de filiais também geram transferência de vendas para as demais farmácias da região e ao mesmo tempo reduzem custos fixos. A orientação da empresa é realizar uma abertura de 260 aberturas brutas para os anos de 2023 a 2025.

Esses dados são a base da projeção de receita realizada no presente valuation, visto que definem a rentabilidade de cada loja a partir de seu estágio de maturação. A cada ano mais lojas se consolidam como maduras e, assim, apresentam resultados financeiros dentro do esperado.

Com base na quantidade de lojas em funcionamento e a receita obtida em cada ano, foi possível estabelecer uma média de crescimento anual de performance, Tabela 5, respeitando a curva de maturação apresentada anteriormente.

Tabela 5- Média de Crescimento da Receita por Estágio de Maturação

	Média de crescimento anual
Madura	4,68%
Ano 3	10,1%
Ano 2	9,7%
Ano 1	11,1%

Fonte: Elaborado pelo autor

Sendo assim, a projeção da receita foi definida através do *guidance* de expansão, contido na Tabela 6 e divulgado pela empresa para os anos de 2023 a 2025 e para os anos seguintes foi definido uma quantidade de abertura inferior, visto que a empresa passará a priorizar atingir maior eficiência após a expansão planejada.

Tabela 6 - Projeção de Abertura de Lojas da Raia Drogasil

	2023	2024	2025	2026	2027
Abertura de Lojas	260	260	260	200	200

Fonte: Elaborado pelo autor

A relação da quantidade de farmácias em cada estágio de maturação, assim como sua projeção é identificada na Tabela 7. Para a projeção, a quantidade de lojas abertas para determinado ano constitui o Estágio do Ano 1 desse ano e a lojas que antes estavam no Ano 1, passaram a se classificar como Ano 2, assim consecutivamente até alcançarem a maturação.

Tabela 7- Quantidade de Farmácia Historicamente e sua Projeção por Maturação

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Madura	819	926	1.035	1.174	1.352	1.542	1.744	1.962	2.197	2.437	2.697	2.957	3.217
Ano 3	128	126	153	204	199	237	266	235	240	260	260	260	260
Ano 2	129	152	210	204	237	280	240	240	260	260	260	260	200
Ano 1	156	213	209	240	282	240	240	260	260	260	260	200	200
<b>Total</b>	<b>1.232</b>	<b>1.417</b>	<b>1.607</b>	<b>1.822</b>	<b>2.070</b>	<b>2.299</b>	<b>2.490</b>	<b>2.697</b>	<b>2.957</b>	<b>3.217</b>	<b>3.477</b>	<b>3.677</b>	<b>3.877</b>

Fonte: RI Raia Drogasil, Elaborado pelo autor

Os custos de bens e/ou serviços vendidos foram projetados de acordo com a receita, já que possuem variação direta. Nos últimos cinco anos, eles representaram cerca de 66,4% da mesma. Assim, os custos estimados foram obtidos através desta métrica.

As despesas de venda também apresentam variação direta com a receita, sendo em média, 18,2% da receita nos últimos cinco anos. Foi definido que as Despesas Gerais e de Administração e Outras Despesas também seguiriam o crescimento da receita, visto que com a estratégia de expansão a necessidade de gastos administrativos tende a acompanhar esse crescimento. Nesse sentido, elas representaram em média 2,8% e 0,1% da receita, respectivamente.

Na linha de receitas financeiras, foi adotado que o aumento seria o custo de oportunidade, ou seja, a projeção da taxa livre de risco divulgada pelo Boletim Focus. Enquanto as despesas financeiras, que estão relacionadas aos empréstimos e financiamentos totais da companhia, foram estimadas de acordo com uma ponderação das taxas das debêntures lançadas pela empresa em 2022.

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 20% do mesmo.

Tais projeções podem ser encontradas na Tabela 8.

Tabela 8- Projeção do DRE da Raia Drogasil

DRE Consolidado (R\$ mil)	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Receita bruta de vendas e serviços</b>	<b>36.141.086</b>	<b>41.843.886</b>	<b>48.147.354</b>	<b>54.516.086</b>	<b>61.256.313</b>
Deduções	-1.807.054	-2.092.194	-2.407.368	-2.725.804	-3.062.816
<b>Receita líquida de vendas e serviços</b>	<b>34.334.031</b>	<b>39.751.692</b>	<b>45.739.986</b>	<b>51.790.282</b>	<b>58.193.498</b>
Custo das mercadorias vendidas	-24.009.355	-27.797.856	-31.985.395	-36.216.291	-40.693.979
% da Receita Líquida	-70%	-70%	-70%	-70%	-70%
<b>Lucro bruto</b>	<b>10.324.677</b>	<b>11.953.835</b>	<b>13.754.591</b>	<b>15.573.991</b>	<b>17.499.519</b>
<b>Margem Bruta</b>	<b>30,1%</b>	<b>30,1%</b>	<b>30,1%</b>	<b>30,1%</b>	<b>30,1%</b>
<b>Despesas</b>					
Vendas	-6.516.482	-7.544.736	-8.681.294	-9.829.619	-11.044.928
Gerais e administrativas	-968.348	-1.121.146	-1.290.038	-1.460.679	-1.641.274
Outras despesas operacionais, líquidas	-40.540	-46.937	-54.008	-61.151	-68.712
<b>Despesas operacionais</b>	<b>-7.525.370</b>	<b>-8.712.818</b>	<b>-10.025.339</b>	<b>-11.351.450</b>	<b>-12.754.913</b>
% Lucro Bruto	-73%	-73%	-73%	-73%	-73%
<b>EBITDA</b>	<b>2.799.307</b>	<b>3.241.017</b>	<b>3.729.252</b>	<b>4.222.542</b>	<b>4.744.606</b>
<b>Margem EBITDA</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>
Depreciação e Amortização	-926.463,16	-1.072.652,31	-1.234.239,35	-1.397.499,41	-1.570.282,60
% do EBITDA	-33%	-33%	-33%	-33%	-33%
<b>EBIT</b>	<b>1.872.844</b>	<b>2.168.365</b>	<b>2.495.013</b>	<b>2.825.042</b>	<b>3.174.323</b>
<b>Margem Operacional</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>
Despesas financeiras	-793.094	-885.403	-979.469	-1.083.528	-1.198.644
Receitas financeiras	330.285	363.313	396.011	431.652	470.501
<b>Despesas / Receitas Financeiras</b>	<b>-462.810</b>	<b>-522.090</b>	<b>-583.458</b>	<b>-651.876</b>	<b>-728.143</b>
% do EBIT	-25%	-24%	-23%	-23%	-23%
Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0
<b>Lucro antes do IR e da contribuição social</b>	<b>1.410.034</b>	<b>1.646.275</b>	<b>1.911.555</b>	<b>2.173.166</b>	<b>2.446.181</b>
Imposto de renda e contribuição social	-275.703	-321.895	-373.765	-424.918	-478.301
% Lucro antes do IR e da contribuição social	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
<b>Lucro líquido do exercício</b>	<b>1.134.330</b>	<b>1.324.380</b>	<b>1.537.790</b>	<b>1.748.248</b>	<b>1.967.880</b>
<b>Margem Líquida</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,4%</b>

Fonte: Elaborado pelo Autor

## 4.5 Projeção Fluxo de Caixa do Acionista

A metodologia de fluxo de caixa empregada na análise é a do acionista. Nela, soma-se a projeção do Lucro Líquido a projeção da Depreciação e Amortização, assim como do Passivo Oneroso da empresa. Em seguida, para alcançar o fluxo de caixa final, diminui-se a projeção do Capex e do delta da Necessidade de Capital de Giro.

### 4.5.1 Lucro Líquido

O lucro líquido advém da projeção do DRE apresentado e explicado no tópico anterior.

## 4.5.2 Depreciação

Quanto à depreciação e amortização, foi observado que a sua média em relação a Receita Líquida foi de 2,7% nos últimos cinco anos. Assim, estimou-se, conforme descrito na Tabela 9, respeitando essa representatividade.

Tabela 9 - Histórico e Projeção da Depreciação e Amortização

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Depreciação e Amortização</b>	227.059	274.434	337.915	414.134	502.963	563.847	626.995	701.051	830.895,61	1.041.837,64	1.274.997,89	1.510.572,20	1.728.092,34
<b>% EBTIDA</b>	2,5%	2,4%	2,6%	2,8%	2,9%	2,8%	2,6%	2,4%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%

Fonte: Elaborado pelo autor

## 4.5.3 Passivo Oneroso

O Passivo Oneroso representa a dívida da empresa. Essa conta é constituída pelos gastos mensais e obrigatórios os quais incidem taxas e juros. Importante ressaltar que quantias envolvendo pendências com o governo e o ciclo da operação não fazem parte desse passivo.

Ele foi estabelecido de acordo com os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo. Como a empresa possui uma estratégia de expansão para os próximos anos, é natural que essa conta aumente conforme a necessidade de estruturação. Dessa forma, como a receita foi estabelecida de acordo com a abertura de lojas e das curvas de maturação, o passivo oneroso também foi projetado em função da receita, como pode-se ver na tabela 10. Sendo assim, foi estimado a partir da taxa obtida no último ano de 8% da receita líquida, período em que a Raia Drogasil já havia iniciado sua estratégia de expansão.

Tabela 10- Histórico e Projeção do Passivo Oneroso

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Passivo Oneroso</b>	296.387	413.967	610.958	843.150	1.126.476	1.653.453	1.505.223	2.317.904	2.737.879,52	3.169.896,99	3.647.418,24	4.129.883,60	4.640.491,66
<b>Delta</b>	-	117.580	196.991	232.192	283.326	526.977	-148.230	812.681	419.976	432.017	477.521	482.465	510.608

Fonte: Elaborado pelo autor

#### 4.5.4 Capital Expenditure

Segundo Aswath Damodaran (2012), o Capex (despesas de capital) representa os investimentos realizados por uma empresa em ativos de longo prazo que são utilizados para aumentar a eficiência ou expandir a capacidade produtiva. Esses investimentos são fundamentais para auxiliar o crescimento da empresa a longo prazo, ao mesmo tempo que contribuirão para a geração de valor para os acionistas.

Esse custo é uma métrica do escopo operacional de uma empresa, avaliando seu fluxo de caixa. Por exemplo, os gastos com abertura de novas farmácias realizados pela Raia Drogasil são exemplos de CAPEX.

#### Equação 4 - Cálculo do Capex

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

Para projetar o *Capital Expenditure* (Capex) presente na Tabela 11, utilizou-se as contas de Imobilizado, Intangível e Depreciação. O Imobilizado representou nos últimos cinco anos 9,14% da Receita Líquida de Vendas e Serviços e a Depreciação, como informado anteriormente, 2,7%. Essas foram as premissas empregadas para as suas projeções. Já o Intangível, ou seja, bens que a empresa possui mas que não existe fisicamente, foi estimado pelo dado do último ano corrigido pela inflação, obtida através do Boletim FOCUS.

Tabela 11 - Histórico e Projeção do Capex

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Imobilizado</b>	801.985	1.006.606	1.276.276	1.546.960	1.777.735	1.859.220	1.999.020	2.196.405	3.139.162	3.634.499	4.182.009	4.735.187	5.320.634
% Receita Líquida	8,9%	8,9%	9,7%	10,5%	10,2%	9,3%	8,3%	7,6%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
<b>Intangível</b>	1.166.873	1.174.057	1.191.016	1.202.388	1.245.441	1.261.708	1.486.252	1.738.113	1.837.359	1.913.242	1.989.772	2.069.362	2.152.137
<b>Depreciação e Amortização</b>	227.059	274.434	337.915	414.134	502.963	563.847	626.995	701.051	40.540	46.937	54.008	61.151	68.712
<b>CAPEX</b>	-	486.239	624.544	696.189	776.791	661.599	991.338	1.150.296	632.560	618.157	678.047	693.921	736.933

Fonte: Elaborado pelo autor

## 4.5.5 Necessidade de capital de Giro

A Necessidade de Capital de Giro (NCG), que representa o valor de recursos necessários para que a empresa seja capaz de cumprir com suas obrigações no curto prazo. A NCG é obtida pela diferença entre o ativo circulante operacional e o passivo circulante operacional. Dessa forma, a conta de Caixa no ativo circulante e a conta de “Empréstimos e Financiamentos” não entraram no cálculo por se tratarem de contas financeiras.

A projeção do NCG, de acordo com a Tabela 12, foi realizada com base na representatividade média dos últimos cinco anos da Receita, sendo o PCO 18,3% e o ACO 29,4%.

Tabela 12- Histórico e Projeção da Necessidade de Capital de Giro

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Ativo Circulante Operacional (ACO)</b>	2.419.793	3.151.150	3.663.331	4.288.257	5.466.871	6.140.115	7.362.782	9.143.514	10.099.296	11.692.892	13.454.338	15.234.023	17.117.517
% Receita Líquida	26,8%	28,0%	27,7%	29,0%	31,2%	30,6%	30,5%	31,5%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%
<b>Passivo Circulante Operacional (PCO)</b>	1.540.575	2.052.102	2.297.531	2.640.504	3.332.167	3.835.319	4.597.251	5.432.137	6.284.315	7.275.934	8.372.000	9.479.413	10.651.423
% Receita Líquida	17,1%	18,2%	17,4%	17,8%	19,0%	19,1%	19,1%	18,7%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%
<b>Necessidade de Capital de Giro (NCG)</b>	<b>879.218</b>	<b>1.099.048</b>	<b>1.365.800</b>	<b>1.647.754</b>	<b>2.134.704</b>	<b>2.304.796</b>	<b>2.765.531</b>	<b>3.711.377</b>	<b>3.814.981</b>	<b>4.416.957</b>	<b>5.082.339</b>	<b>5.754.610</b>	<b>6.466.095</b>
Delta		219.830	266.752	281.954	486.950	170.093	460.735	945.846	103.604	601.976	665.382	672.271	711.485

Fonte: Elaborado pelo Autor

## 4.6 Cálculo do Valor da Empresa

Para calcular o valor da empresa, somou-se os fluxos projetados e os trouxe ao valor presente pelo Ke calculado.

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 2026, cuja taxa é de 10,88% a.a. O Beta é o risco sistemático da empresa quanto ao seu mercado. O valor empregado no cálculo foi de 0,36 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 2023 no valor de 8,92% ao ano.

Dessa forma, o Ke encontrado foi de 14,09%.

Quanto ao valor terminal, ele é definido pelo fluxo de caixa do último ano projetado sobre a subtração do Ke pela taxa de crescimento na perpetuidade. Essa taxa normalmente acompanha o crescimento do PIB do país mais a inflação, porém nunca ficando maior do que essa soma já que se acontecesse, a empresa se tornaria a própria economia no infinito. Sendo assim, o modelo está assumindo uma taxa de crescimento de 5%, dado que a projeção da inflação para o ano de 2026, período mais distante, de acordo com o Boletim Focus é de 4% e o do PIB 1,9%.

De acordo com a Tabela 13, com a taxa de desconto definida e o valor terminal, chegou-se ao seguinte fluxo de caixa presente da empresa e, conseqüentemente, no valor intrínseco da ação.

Tabela 13- Valuation Aplicado

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Perpetuidade
Fluxo de Caixa dos Acionistas	1.744.605	1.608.916	1.906.121	2.262.021	2.600.353	32.138.038
VP	1.629.132	1.510.202	1.770.700	2.082.643	2.379.188	18.967.529
Equity Value	28.339.393.913					
Número de Ações	1.651.930.000					
Valor da Ação	17,16					
Dowside	-37,8%					

Fonte: Elaborado pelo autor

## 5. CONCLUSÃO

O presente trabalho aplicou um *Valuation* pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado do Acionista na empresa de varejo farmacêutico, Raia Drogasil. De acordo com as premissas aplicadas, foi obtido seu valor intrínseco, assim como, o preço “justo” de suas ações.

O preço da companhia em 03/06/2023 é de R\$27,59, refletindo uma valorização de aproximadamente 37,8%, ou seja, o preço de mercado está maior do que o preço encontrado na análise de valuation que foi de R\$ 17,16. Nos últimos três anos, o preço máximo de fechamento ocorreu no dia 26/05/2023 no valor de R\$ 28,72 e o preço mínimo de fechamento ocorreu no dia 16/05/2022, quando alcançou o preço de R\$ 17,28.

Apesar da Raia Drogasil liderar o mercado de varejo farmacêutico e apresentar uma política de expansão para os próximos anos, de acordo com a análise de *valuation* realizada o mercado acionário de investidores já está precificando o atual momento da empresa.

Dessa forma, esse *dowside* encontrado sinaliza uma decisão de venda da ação da companhia no momento, já que o mercado está supervalorizando o momento da empresa, tornando assim seu preço no mercado acionário maior do que seu valor intrínseco.

Este trabalho possui finalidade meramente acadêmica e as opiniões aqui presentes são exclusivas dos autores.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Banco Central do Brasil. (2023). **Boletim Focus** - Relatório de Mercado.

COSTA, Camila. O fluxo de caixa do acionista (FCA). [S. l.], 2018.

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

DROGA RAIA. **Nossa História**. Disponível em  
<[https://www.drogaraia.com.br/nossa-historia?utm\\_id=19656110820&gclid=Cj0KCQjw7PCjBhDwARIsANo7CgkuIvUbop-WZyAzXZocMFuh\\_QKDVAv-YnQPeyz59BfWmPZBBQf7Cg4aAu0OEALw\\_wcB](https://www.drogaraia.com.br/nossa-historia?utm_id=19656110820&gclid=Cj0KCQjw7PCjBhDwARIsANo7CgkuIvUbop-WZyAzXZocMFuh_QKDVAv-YnQPeyz59BfWmPZBBQf7Cg4aAu0OEALw_wcB)>

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

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

Fundação Getúlio Vargas (2023). **Equity Risk Premium**. Disponível em:  
<<https://ceqef.fgv.br/node/594>>

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

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

IBGE (2023). **Pesquisa Mensal do Comércio**. Disponível em:  
<<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/comercio/9227-pesquisa-mensal-de-comercio.html>>

INFOMONEY (2023). Cotação Raia Drogasil S.A. Disponível em:  
<<https://www.infomoney.com.br/cotacoes/b3/acao/raia-drogasil-s-a-radl3f/>>

INTERFARMA (2022). **Guia Interfarma.** Disponível em:  
<<https://www.interfarma.org.br/guia-interfarma-2022-ja-esta-disponivel/>>

Póvoa, Alexandre (2007). **Valuation: como precificar ações** / Alexandre Póvoa.  
– 2. ed. rev. e atual. – São Paulo: Globo, 2007.

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

SBVC (2021). **Ranking das maiores empresas do varejo.** Disponível em:  
<<https://sbvc.com.br/ranking-das-maiores-empresas-do-varejo-reune-20-farmacias/>>

Tesouro Direto (2023). **Informações sobre os títulos.** Disponível em:  
<<https://www.tesourodireto.com.br/titulos/precos-e-taxas.htm/>>

Yahoo Finanças (2023). **Beta da Raia Drogasil.** Disponível em:  
<https://br.financas.yahoo.com/quote/RADL3.SA/>

## APÊNDICE A - Modelo de Valuation: DRE e Fluxo de Caixa Futuro

DRE Consolidado (R\$ mil)		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Receita bruta de vendas e serviços		9.424.777	11.827.567	13.852.469	15.519.133	18.396.046	21.180.475	25.605.684	30.950.564	36.141.086	41.843.886	48.147.354	54.516.086	61.256.313
Deduções		-402.822	-571.001	-639.964	-717.688	-893.150	-1.113.667	-1.478.682	-1.883.183	-1.807.054	-2.092.194	-2.407.368	-2.725.804	-3.062.816
Receita líquida de vendas e serviços		9.021.955	11.256.565	13.212.505	14.801.445	17.502.896	20.066.838	24.127.002	29.067.380	34.334.031	39.751.692	45.739.986	51.790.282	58.193.498
Custo das mercadorias vendidas		-6.286.214	-7.752.422	-9.224.506	-10.355.924	-12.319.594	-14.175.656	-16.920.834	-20.257.912	-24.009.355	-27.797.856	-31.985.395	-36.216.291	-40.693.979
% da Receita Líquida		-70%	-69%	-70%	-70%	-70%	-71%	-70%	-70%	-70%	-70%	-70%	-70%	-70%
Lucro bruto		2.735.741	3.504.143	3.987.999	4.445.521	5.183.302	5.891.182	7.206.168	8.809.468	10.324.677	11.953.835	13.754.591	15.573.991	17.499.519
Margem Bruta		30,3%	31,1%	30,2%	30,0%	29,6%	29,4%	29,9%	30,3%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%
Despesas														
Vendas		-1.753.100	-2.218.765	-2.529.051	-2.901.011	-3.389.057	-3.877.221	-4.606.314	-5.450.205	-6.516.482	-7.544.736	-8.681.294	-9.829.619	-11.044.928
Outras despesas operacionais, líquidas		-239.125	-297.728	-328.663	-349.318	-450.650	-584.793	-792.611	-1.097.141	-1.968.348	-1.121.146	-1.290.038	-1.460.679	-1.641.274
Despesas operacionais		-9.978	-7.677	212	-59.548	-67.022	-32.917	40.874	56.628	-40.540	-46.937	-54.008	-61.151	-68.712
% Lucro Bruto		-73%	-72%	-72%	-74%	-75%	-76%	-74%	-74%	-73%	-73%	-73%	-73%	-73%
EBITDA		733.538	979.973	1.130.497	1.135.643	1.276.573	1.396.251	1.848.117	2.318.751	2.799.307	3.241.017	3.729.252	4.222.542	4.744.006
Margem EBITDA		8,1%	8,7%	8,6%	7,7%	7,3%	7,0%	7,7%	8,0%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Depreciação e Amortização		-227.059	-274.434	-337.915	-414.134	-502.963	-563.847	-626.995	-701.051	-926.463,16	-1.072.652,31	-1.234.239,35	-1.397.499,41	-1.570.282,60
% do EBITDA		-31%	-28%	-30%	-36%	-39%	-40%	-34%	-30%	-33%	-33%	-33%	-33%	-33%
EBIT		506.479	705.539	792.583	721.510	773.610	832.405	1.221.122	1.617.700	1.872.844	2.168.365	2.495.013	2.825.042	3.174.323
Margem Operacional		5,6%	6,3%	6,0%	4,9%	4,4%	4,1%	5,1%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Despesas financeiras		-156.892	-219.819	-212.922	-154.437	-200.562	-135.480	-235.445	-694.623	-793.094	-885.403	-979.469	-1.083.528	-1.198.644
Receitas financeiras		89.316	109.497	106.883	71.783	76.070	54.182	80.017	293.586	330.285	363.313	396.011	431.652	470.501
Despesas / Receitas Financeiras		-67.576	-110.322	-106.039	-82.654	-124.491	-81.298	-155.427	-401.037	-462.810	-522.090	-583.458	-651.876	-728.143
% do EBIT		-13%	-16%	-13%	-11%	-16%	-10%	-13%	-25%	-25%	-24%	-23%	-23%	-23%
Equivalência Patrimonial		0	0	0	0	0	-7.867	-1.128	-1.532	0	0	0	0	0
Lucro antes do IR e da contribuição social		438.903	595.217	686.544	638.856	649.119	743.240	1.064.567	1.215.131	1.410.034	1.646.275	1.911.555	2.173.166	2.446.181
Imposto de renda e contribuição social		-97.150	-143.965	-173.891	-131.665	-106.205	-163.981	-249.417	-185.939	-275.703	-321.895	-373.765	-424.918	-478.301
% lucro antes do IR e da contribuição social		-22%	-24%	-25%	-21%	-16%	-22%	-23%	-15%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
Lucro líquido do exercício		341.753	451.252	512.653	507.191	542.914	579.259	815.150	1.029.193	1.134.330	1.324.380	1.537.790	1.748.248	1.967.880
Margem Líquida		3,8%	4,0%	3,9%	3,4%	3,1%	2,9%	3,4%	3,5%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%
<b>Fluxo de Caixa de Acionistas (R\$ mil)</b>														
Lucro Líquido		1.134.330	1.324.380	1.537.790	1.748.248	1.967.880								
+ Depreciação e Amortização		926.463	1.072.652	1.234.239	1.397.499	1.570.283								
+ Variação do Passivo Oneroso		419.976	432.017	477.521	482.465	510.608								
(-) Capex		-632.560	-618.157	-678.047	-693.921	-736.933								
(-) Variação do NCG		-103.604	-601.976	-665.382	-672.271	-711.485								
Fluxo de Caixa dos Acionistas		1.744.605	1.608.916	1.906.121	2.262.021	2.600.353								

Fonte: Elaborado pelo autor