

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

O PAPEL DAS SINERGIAS NAS FUSÕES E AQUISIÇÕES – O SETOR DE  
VAREJO FARMACÊUTICO BRASILEIRO

**Guilherme Romano Teixeira**

Nº Matrícula: 0812994

Orientador: Marcelo Nuno

Dezembro de 2012

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

O PAPEL DAS SINERGIAS NAS FUSÕES E AQUISIÇÕES – O SETOR DE  
VAREJO FARMACÊUTICO BRASILEIRO

**Guilherme Romano Teixeira**

Nº Matrícula: 0812994

Orientador: Marcelo Nuno

Dezembro de 2012

**"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".**

---

Guilherme Teixeira

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

## AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer ao professor Marcelo Nuno pelo seu conhecimento e pela sua disposição de me ajudar nesta monografia.

Gostaria de agradecer a minha família por tudo o que me proporcionaram ao longo da vida, incluindo a minha educação nos melhores colégios e universidades do país. Minha mãe, Maria Conceição Teixeira, pelos valores e ensinamentos passados a todos na família e por estar sempre presente em minha vida, procurando sempre dar tudo o de melhor. Meu pai, Lelis Teixeira, por ser um grande exemplo de profissional, pai de família exemplar e vascaíno, além de um grande amigo todos os dias. Meu irmão, Bernardo Teixeira, por toda a amizade ao longo de nossas vidas.

Também gostaria de agradecer a todos meus amigos, em especial a Pedro Coutinho e Guilherme Barros pelo apoio e incentivo ao longo de minha formação como um todo.

Por fim, gostaria de agradecer a minha namorada, Ursula Puetter, por todo o carinho, companheirismo e paciência pelas horas em que estive ocupado fazendo este trabalho.

**“Stay Hungry. Stay Foolish.”**

**Steve Jobs**

## Índice:

|  |    |
|--|----|
| Quadro de Figuras .....  | 7  |
| 1. Introdução.....   | 8  |
| 2. Características do Setor .....                                | 10 |
| 3. Perspectivas para o Setor .....                               | 17 |
| 4.1. Metodologia Principal FCD (Fluxo de Caixa Descontado):..... | 27 |
| 4.1.1. Taxa de Desconto .....                                    | 28 |
| 4.1.2. Custo de Capital para os Acionistas .....                 | 28 |
| 4.1.3. Beta.....   | 29 |
| 4.1.4. Ativo Livre de Risco .....                                | 29 |
| 4.1.5. Prêmio de Risco.....                                      | 29 |
| 4.1.6. Risco País.....   | 30 |
| 4.1.7. Prêmio para Empresas de Médio Porte.....                  | 30 |
| 4.1.8. Taxa de Desconto Apropriada.....                          | 30 |
| 4.2. Avaliação Relativa.....                                     | 31 |
| 4.2.1. Valor de Mercado sobre Lucro .....                        | 31 |
| 4.2.2. Valor da empresa sobre EBITDA .....                       | 31 |
| 4.2.3. Valor de Mercado sobre Patrimônio Líquido.....            | 32 |
| 5. Estudo de Raia e Drogasil .....                               | 32 |
| 6. Resultado.....  | 35 |
| 7. Raia Drogasil – Fusão.....                                    | 35 |
| 7.1. Otimização do Portfólio das lojas .....                     | 36 |
| 7.2. Crescimento do Faturamento.....                             | 37 |
| 7.3. Expansão da Margem Bruta.....                               | 38 |
| 7.4. Ganhos de Eficiência.....                                   | 38 |
| 7.5. Aquisições Seleccionadas .....                              | 39 |
| 7.6. Sinergias .....   | 39 |
| 8. Premissas do Modelo .....                                     | 40 |

|   |    |
|---|----|
| 8.1. Abertura de Lojas .....                          | 41 |
| 8.2. Produtividade por metro quadrado.....            | 41 |
| 8.3. Produtividade de Novas Lojas.....                | 42 |
| 8.4. Receita Líquida .....                            | 42 |
| 8.5. Custos da Mercadoria Vendida.....                | 43 |
| 8.6. Despesas com Vendas.....                         | 43 |
| 8.7. Despesas Gerais e Administrativas.....           | 44 |
| 8.8. Capital de Giro, Investimento e Depreciação..... | 45 |
| 9. Resultado.....                                     | 46 |
| 10. Conclusão .....                                   | 49 |
| 11. Referências Bibliográficas.....                   | 50 |

## Quadro de Figuras

|  |    |
|--|----|
| FIGURA 1: Margem Real do Varejo.....   | 14 |
| FIGURA 2: Reajustes autorizados pela CMED x IPCA 12 meses .....                              | 14 |
| FIGURA 3: Representatividade de cada segmento sobre o faturamento .....                      | 16 |
| FIGURA: 4 Gasto Total com Produtos Farmacêuticos no Brasil.....                              | 18 |
| FIGURA: 5 Crescimento do PIB Vs. Setor Farmacêutico.....                                     | 18 |
| FIGURA 6: Consumo per capita de medicamentos no Brasil .....                                 | 19 |
| FIGURA 7: Gastos com produtos farmacêuticos (em US\$) e com o percentual do PIB em 2009..... | 20 |
| FIGURA 8: Perfil da população brasileira separada por classe.....                            | 21 |
| FIGURA 9: Porcentagem do total consumido de medicamentos por faixa etária.....               | 21 |
| FIGURA 10: Gastos como percentual do total de genéricos.....                                 | 22 |
| FIGURA 11: Resumo das variáveis utilizadas no trabalho.....                                  | 26 |
| FIGURA 13: Resumo das abordagens para análise de empresas.....                               | 27 |
| FIGURA 14: Venda por loja (R\$ Milhares).....  | 33 |
| FIGURA 15: Margem bruta por segmento.....  | 34 |
| FIGURA 16: Tabela de indicadores.....  | 34 |
| FIGURA 17: Quantidade de lojas por empresas.....   | 37 |
| FIGURA 18: Localização das lojas na região metropolitana de São Paulo.....                   | 37 |
| FIGURA 19: Valor intrínseco estimado pelo FCD.....   | 47 |
| FIGURA 20: Valor presente do benefício fiscal.....   | 47 |
| FIGURA 21: ROE de empresas de varejo.....  | 48 |



## 1. Introdução

A competitividade no cenário econômico mundial vem aumentando com o passar do tempo. No longo prazo, empresas que conseguem crescimento com uma eficiência operacional, tendem ser premiadas pelo mercado. Segundo Brealey, Myers & Allen (2008), existem diversos motivos que justificam as combinações entre empresas, tais como, ganhos tributários, aumento do poder de mercado, obtenção de sinergias operacionais e financeiras entre outros. Os processos de fusões e aquisições (“F&A’s”) integram a estratégia operacional, e por isso, as empresas conseguem uma expansão mais rápida quando comparada à opção de iniciar um novo projeto. Apesar disso, este processo não deve ser encarado como o caminho mais fácil para o crescimento da empresa, devido ao elevado grau de complexidade e risco que essas operações apresentam.

Segundo Cano (2002), os processos de F&A’s são inerentes à concorrência capitalista. O fenômeno de Fusões e Aquisições é caracterizado pela concentração de capitais, reestruturação patrimonial, organizacional e societária das empresas. Assim sendo, sua origem teórica é referenciada nos estudos de crescimento das empresas, guardando assim, uma relação estreita com o surgimento e desenvolvimento do mercado de capitais.

As empresas podem utilizar do método de F&A por diversos motivos diferentes. Muitas se fundem para obter crescimento, outras buscam diversificar a sua área de atuação, mas, em geral, a maior das motivações é a busca por sinergias entre a empresa compradora e a empresa alvo. Sob um ponto de vista mais abrangente, Brealey, Myers & Allen (2008) afirmam que uma fusão só criará valor para o acionista se as duas companhias juntas gerarem mais valor do que separadas. Porém, os estudos sobre benefícios/ganhos gerados nestes processos ainda carecem de pesquisas e de um melhor entendimento.

Até meados da década de 80, o principal objetivo do governo brasileiro era o de transformar o país em uma nação auto-suficiente e, para isso, foram tomadas medidas nacionalistas e protecionistas que visavam desenvolver o setor industrial e diminuir a dependência de capital externo. Este fator postergou os ciclos de Fusões e Aquisições.

Porém, este movimento se intensificou na década de 90 com a abertura da economia brasileira. Esta gerou um aumento da entrada de capital estrangeiro no Brasil,

sobretudo com o Plano Nacional de Desestatização (PND), que passou o controle de empresas estatais para empresários da iniciativa privada. Além destes, outros fatores como a estabilização da moeda, por meio do Plano Real, o aprimoramento do setor de regulação e a inserção do Brasil no mercado global, contribuíram para o aumento destas operações.

Observa-se que o volume de F&A's tem aumentado drasticamente desde o início da década de 90. Segundo um estudo feito trimestralmente pela empresa KPMG, desde 1994, houve um aumento significativo nos números de transações de empresas no Brasil. Segundo a pesquisa, o crescimento destas operações cresceu mais de 400% neste período. Por outro lado, o rápido desenvolvimento do número de negócios, não foi acompanhado por um arcabouço teórico consistente sobre tais operações. Os motivos podem ser pela carência de base de dados, já que muitas empresas participantes destas operações são de responsabilidade limitada e não tem a obrigação de disponibilizar os dados da transação para o mercado. Além disso, o fato de ser um fenômeno recente contribui para que o tema ainda seja pouco estudado no meio acadêmico brasileiro.

As aquisições podem impactar de forma positiva ou negativa no crescimento de uma empresa e, por consequência, na sua lucratividade. Sendo assim, a escolha deste setor como fonte de estudo, tem o objetivo de avaliar a eficácia da estratégia de F&A para o crescimento das empresas, através da identificação das sinergias obtidas no processo.

## 2. Características do Setor

Pode-se afirmar que o setor farmacêutico brasileiro apresenta características que fazem com que seja considerado um setor em estágio inicial. Segundo dados da Associação Brasileira de Redes de Farmácias e Drogarias (“ABRAFARMA”), existem hoje cerca de 70 mil farmácias no Brasil as quais, em sua maioria, são pequenos negócios familiares com nenhuma ou pouca especialização financeira, escala ou gestão profissional. As grandes redes representam apenas 10% do total de lojas e 25% do faturamento total.

Os principais produtos comercializados nas farmácias nacionais são: medicamentos de marca; medicamentos genéricos; medicamentos isentos de prescrição (“MIP”, derivado da expressão inglesa “*over the counter*” ou, simplesmente “OTC”, como são conhecidos) e produtos de perfumaria em geral.

Segundo a Agência Nacional de Vigilância Sanitária (“ANVISA”), principal órgão regulador do setor, o setor farmacêutico pode ser dividido em 6 categorias de medicamentos: os remédios de marca, os medicamentos biológicos, os genéricos, os similares, os biossimilares e fitoterápicos. Estas categorias possuem diferenças importantes na sua composição, patente de fórmula e comercialização:

I. Medicamento de marca ou referência: É o produto inovador, cuja eficácia, segurança e qualidade foram comprovadas cientificamente por ocasião do registro. É geralmente o primeiro remédio que surgiu para curar determinada doença e sua marca é bem conhecida;

II. Medicamentos biológicos: produzidos a partir de células vivas. Possuem processo complexo, em que estas células devem permanecer sob condições de temperatura específicas e com alimentação na hora e quantidade certa durante semanas ou meses. Este processo produtivo difere substancialmente do empregado na produção química convencional;

III. Medicamento genérico: É um remédio intercambiável com o produto de marca ou inovador. Isto é, pode ser trocado por este, pois têm rigorosamente as mesmas características e efeitos sobre o organismo do paciente. A garantia é dada pelo Ministério da Saúde que exige testes de bioequivalência farmacêutica para aprovar os genéricos. Testes de bioequivalência servem para comprovar se dois produtos de

idêntica forma farmacêutica, contendo idêntica composição, qualitativa e quantitativa, de princípio ativo, são absorvidos em igual quantidade e na mesma velocidade pelo organismo de quem os toma;

IV. Medicamento similar: contém o mesmo ou os mesmos princípios ativos, apresenta a mesma concentração, forma farmacêutica, via de administração, posologia e indicação terapêutica, preventiva ou diagnóstica, do medicamento de referência registrado no órgão federal responsável pela vigilância sanitária, podendo diferir somente em características relativas ao tamanho e forma do produto, prazo de validade, embalagem, rotulagem, excipientes e veículos, devendo sempre ser identificado por nome comercial ou marca;

V. Biossimilares: cópias de medicamentos biológicos, com mesma indicação terapêutica, que comprovaram mesma eficácia e segurança, por meio de estudo clínico;

VI. Fitoterápicos: medicamentos obtidos a partir de plantas medicinais. Eles são obtidos empregando-se exclusivamente derivados de droga vegetal. Os fitoterápicos, assim como todos os medicamentos, devem oferecer garantia de qualidade, ter efeitos terapêuticos comprovados, composição padronizada e segurança de uso para a população.

Se analisados pela ótica da forma de consumo, os produtos farmacêuticos podem ser divididos em:

a) Produtos de Prescrição Médica: dependem exclusivamente de prescrição médica para a sua comercialização, podem ser de marca, genéricos, similares, biossimilares ou fitoterápicos.

b) Produtos OTC: são aqueles isentos de prescrição médica e podem ser comprados em lojas ou farmácias sem que um médico tenha os solicitado ou receitado.

Conforme exposto acima, os pontos de vendas do setor farmacêutico são caracterizados por serem dispersos e pulverizados, o que dificulta a entrega dos medicamentos porta a porta. O varejo farmacêutico tem como principais fornecedores os produtores de medicamentos e produtos de perfumaria, bem como os distribuidores. Existem 2 canais básicos para o recebimento dos produtos pelas farmácias: O primeiro refere-se à grandes redes de farmácia que possuem, em sua maioria, Centros de

Distribuição que recebem os medicamentos adquiridos das companhias fornecedoras. Assim, após receber os produtos dos diversos fornecedores, realizam a distribuição própria para seus pontos de venda. O segundo canal é a distribuição por meio de distribuidores. Estes participantes realizam o mesmo serviço de recebimento de medicamentos de seus fornecedores em um Centro de Distribuição central e posteriormente realizam a venda destes produtos para as farmácias independentes e redes menores que não possuem distribuição própria. Estes distribuidores conseguem atingir mais de 70% dos pontos de venda (“PDVs”), ou seja, a grande maioria das farmácias que não são de grandes redes, além de vendas para governo (Centrais de Compras Públicas) e setor privado (Centrais de Compras Privadas).

As pequenas redes de farmácias, normalmente adquirem produtos apenas com os distribuidores devido a diversos motivos, dentre os quais se pode citar os prazos de pagamentos mais extensos oferecidos pelos distribuidores; o fato de pequenos varejistas normalmente não possuírem sua própria rede de distribuição usando assim, a logística do distribuidor; a ausência de escala de volume de aquisição de produtos para negociar diretamente com os fabricantes e, por fim, como os distribuidores possuem estrutura de tecnologia da informação que permite a colocação de pedidos diários dos varejistas, isso gera uma melhora no nível de serviço das pequenas redes de farmácias.

Já as grandes redes optam entre os distribuidores e produtores, dependendo de diversos aspectos. Existe um conflito entre margem bruta e capital giro na hora da escolha do fornecedor. A negociação direta com os produtores faz com que os preços fiquem mais atrativos, o que garante melhores margens, porém, nesse caso, a quantidade a ser adquirida para obtenção de maior desconto tem que ser elevada, o que pressiona os estoques. tanto no centro de distribuição da empresa adquirente, como nas suas respectivas lojas. A negociação com o distribuidor, por sua vez, leva a preços maiores, porém requer um nível de estoque menor a partir do momento que quem arca com o estoque regulador para atender o mercado é o próprio distribuidor.

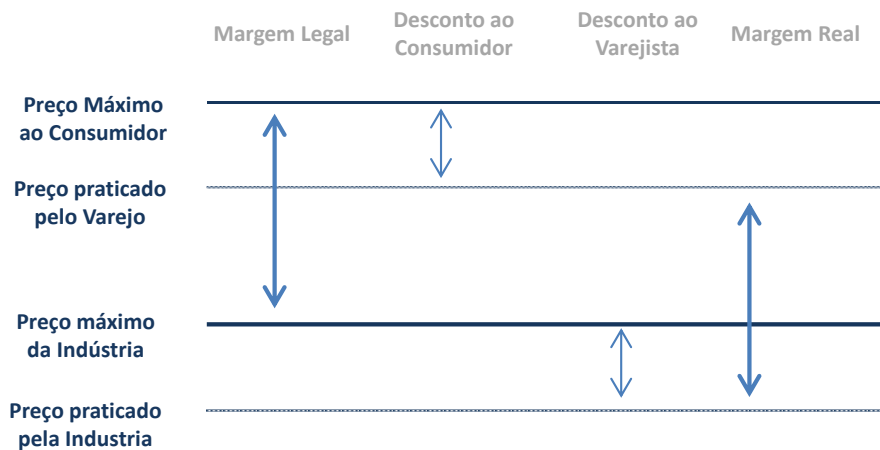
Outro ponto muito importante na hora da escolha do fornecedor, e que será abordado mais a frente, é a questão da tributação específica dos estados. A alíquota de impostos de cada região pode alterar os incentivos de se comprar com o fornecedor ou distribuidor.

O setor de saúde é altamente regulamentado no Brasil, à semelhança do que se ocorre em outras regiões do mundo, tais como na União Européia e Estados Unidos. O principal órgão regulador do varejo farmacêutico é a ANVISA.

A ANVISA é uma agência administrativamente independente e financeiramente autônoma, responsável pela regulação e supervisão da indústria farmacêutica no país. Dentre as suas principais responsabilidades estão o registro e licenciamento de empresas farmacêuticas e de medicamentos, a garantia da conformidade com as normas que se aplicam à fabricação, distribuição, fornecimento e comercialização de medicamentos no mercado brasileiro, além do monitoramento e regulação dos preços de medicamentos no país, fazendo isto através da Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos (“CMED”).

A ANVISA estipula o sortimento de produtos que podem ser oferecidos nas lojas e regula a disposição de medicamentos no interior das mesmas, como por exemplo, a proibição de medicamentos, incluindo OTC, ficarem ao alcance dos consumidores (exceto do Estado do Rio de Janeiro onde, atualmente, vigora uma liminar descaracterizando tal determinação). Já a CMED estabelece anualmente o índice de reajuste nacional de preços de medicamentos, que corre com base nos seguintes itens: (i) inflação dos últimos 12 meses; (ii) fator de produtividade; (iii) nível de custos de produção e; (iv) poder de mercado do fabricante. Com base em informações enviadas pelos produtores, a CMED determina o preço máximo ao consumidor final e, através de uma margem de valor adicionado, também regulado pela CMED, calcula-se o valor máximo do fornecedor. A figura abaixo (FIGURA1) mostra a margem do varejo regulada pela CMED e a margem real praticada.

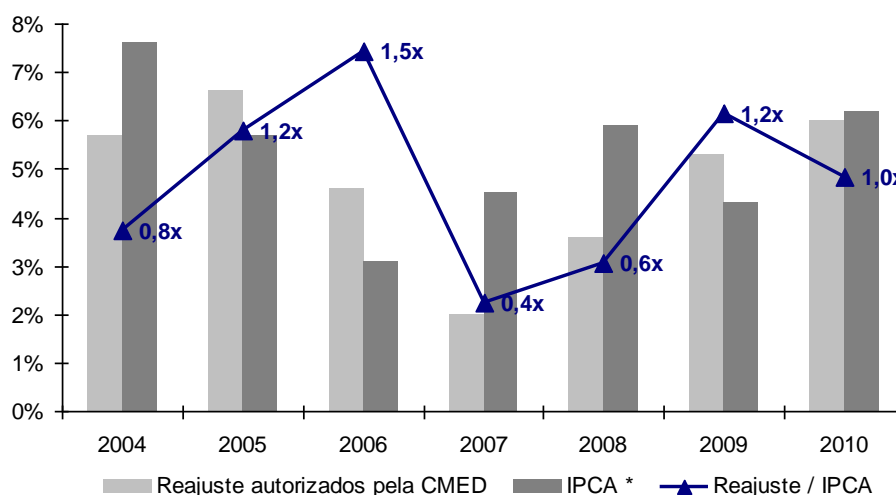
### **FIGURA 1: Margem Real do Varejo**



Fonte: Brazil Pharma

Na prática, os reajustes médios autorizados pela CMED ficam próximos à taxa do IPCA acumulado nos 12 meses anteriores. A figura abaixo mostra os reajustes desde 2004. Na média, os reajustes permitidos pela CMED foram de 0.9 vezes o valor do IPCA dos últimos 12 meses, o que nos permite concluir que o setor tem uma boa previsibilidade. (FIGURA 2)

**FIGURA 2: Reajustes autorizados pela CMED x IPCA 12 meses**



Fonte: BTG Pactual

Entretanto, apesar do controle de preços, redes de varejo menores conseguiam ter margens muito superiores que a de grandes varejistas. Esta vantagem era obtida pelo não pagamento de impostos, comportamento muito comum neste nicho de farmácias. Essa sonegação se dá através do não pagamento de impostos referentes aos direitos dos trabalhadores dessas pequenas redes e o não pagamento da tributação incidente sobre a comercialização dos produtos. Contudo, nos últimos anos, duas mudanças foram

essenciais para a perda de competitividade das varejistas menores: a substituição tributária e a nota fiscal eletrônica.

A substituição tributária e a conseqüente redução da evasão fiscal dos pequenos estabelecimentos foi o que mais beneficiou as grandes redes. O imposto sobre circulação de mercadorias e serviços (“ICMS”) é um imposto estadual, que incide sobre a receita bruta em cada etapa da produção e da cadeia comercial, com variação da alíquota percentual dependendo do produto e do estado federal em que o mesmo é comercializado. Geralmente situa-se na faixa de 17% a 18%. O sistema de substituição tributária consiste no pagamento do ICMS antecipado pelo fabricante, removendo assim a vantagem desleal que alguns varejistas tinham por, eventualmente, não efetuar tal pagamento quando esse imposto era pago por eles, após a realização da venda para o consumidor final. Hoje, em todos os estados brasileiros onde prevalece a substituição tributária, o ICMS é pago pelo produtor ou distribuidor e repassado para o varejista como parte do custo dos bens adquiridos.

Porém, não são todos estados que adotam tal sistema, fazendo com que haja espaço para muitas empresas se beneficiarem desta descentralização tributária. Contudo, dado que os seis maiores laboratórios produtores de medicamentos têm uma participação de 80% do mercado, e os 10 maiores varejistas têm menos que 25% do mercado, é mais fácil fiscalizar os maiores produtores do que fiscalizar 70 mil drogarias brasileiras. Portanto, é do interesse do estado que tal sistema seja aplicado, não só pelo aumento na arrecadação, mas por pressão de grandes varejistas.

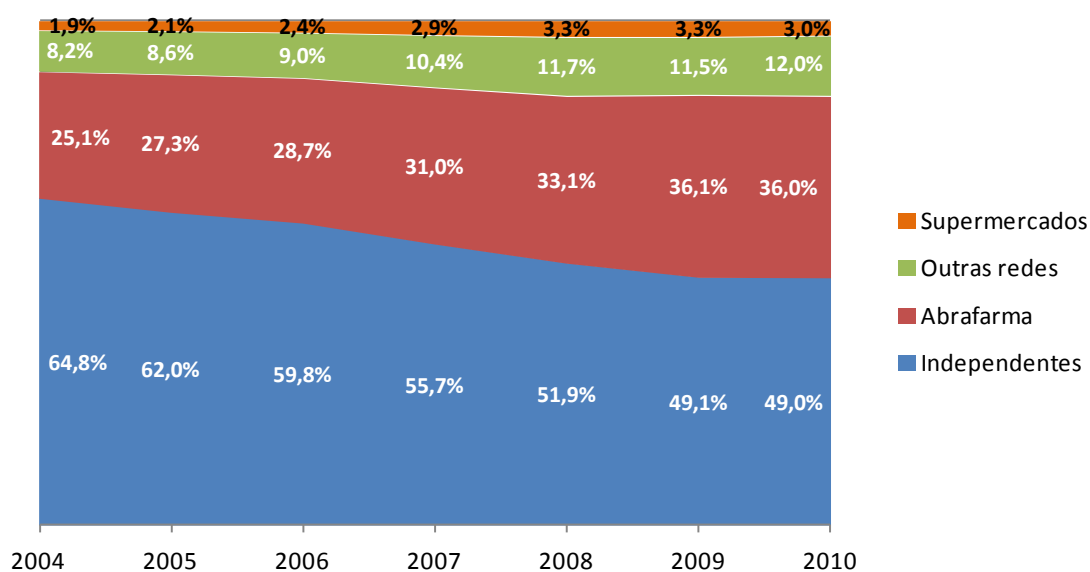
Adicionalmente, a descentralização tributária pode influenciar na dinâmica de fusões e aquisições do setor. Esta mudança determina que os impostos estaduais sejam pagos pelo fabricante para toda a cadeia de valor, e que estes sejam repassados nos custos das mercadorias. Isto acabou por gerar um aumento do capital de giro das farmacêuticas na forma de impostos a receber para muitas redes, pois ao transferir mercadorias entres os estados, as varejistas devem recolher novamente o imposto para o estado de destino e pedir o ressarcimento do tributo, pago previamente pelo estado anterior. Portanto, a localização geográfica da empresa passa a ter um papel fundamental na linha de capital de giro das fazendo com que grandes varejistas optem por comprar outras empresas menores em estados que participem da substituição tributaria.



Já o sistema de nota fiscal eletrônica foi implementado em 2009 e vem diminuindo a evasão tributária. Isso se deu em função de um aumento da transparência nas transações comerciais através de um rastreamento em tempo real do produto, facilitando assim, o monitoramento feito pelas autoridades fiscais federais e estaduais.

Essas mudanças no sistema fiscal fizeram com que o setor de varejo farmacêutico acelerasse o processo de ganho de participação das grandes redes mercado em detrimento dos pequenos participantes. A ABRAFARMA segmenta este mercado entre farmácias independentes, associadas à ABRAFARMA (praticamente todas as grandes redes), supermercados e outras redes. A figura abaixo mostra que de 2004 até 2010, as maiores redes varejistas aumentaram sua participação de 25% para 36% do faturamento total.

**FIGURA 3: Representatividade de cada segmento sobre o faturamento**



Fonte: ABRAFARMA

### 3. Perspectivas para o Setor

Conforme falado acima, o mercado de varejo farmacêutico se encontra em um processo de consolidação. O último ano foi marcado por eventos que estão fazendo com que a consolidação do setor aconteça de forma acelerada. Essas mudanças provavelmente aumentarão a eficiência do setor e ainda serão um vetor responsável por grande parte do crescimento da indústria.

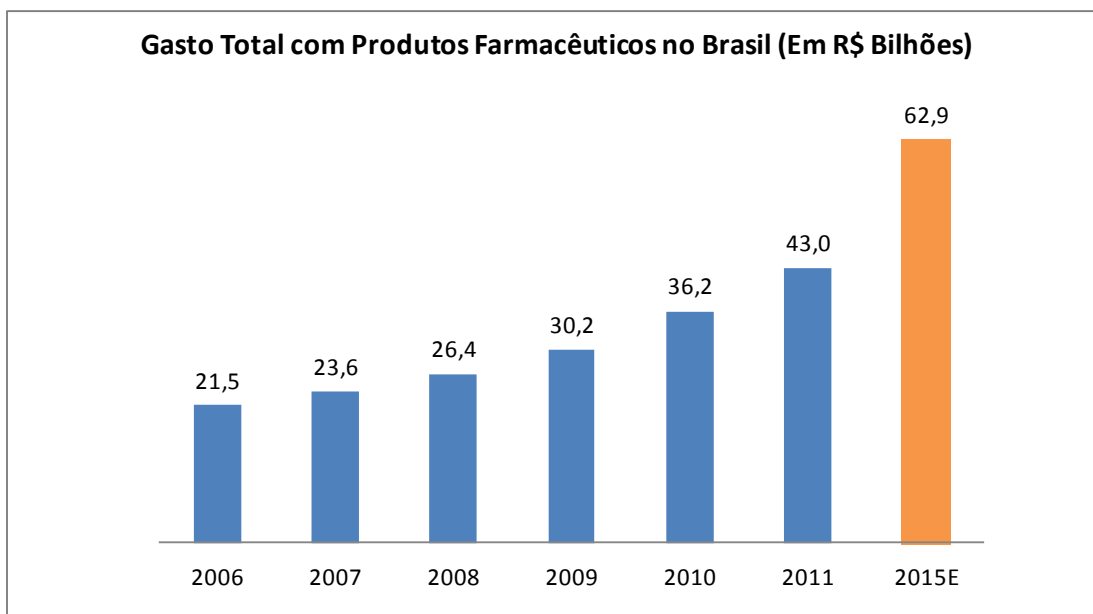
O processo de consolidação do setor é inerente à natureza do negócio de farmácias. As aquisições fazem sentido, não só pelas sinergias operacionais e financeiras, mas também por fatores estratégicos, uma vez que a localização pode ser uma das maiores vantagens comparativas do setor. Portanto, adquirir ou fundir empresas com lojas já estabelecidas, se mostra uma estratégia acertada, que deve ser complementada com o crescimento orgânico das lojas.

Cabe destacar a recente movimentação gerada pelo setor no mercado de capitais. Desde junho de 2010, houve o IPO da Droga Raia e da Brazil Pharma, captando R\$ 500 milhões e R\$ 400 milhões respectivamente, sendo a maior parte dos recursos captados destinados para fusões e aquisições. Ademais, temos casos recentes de fusões entre grandes empresas como a Raia e Drogasil criando a Droga Raia, maior empresa do setor com mais de 715 funcionários e da Drogaria São Paulo com a Pacheco, dando vida a maior empresa em termo de faturamento do setor.

Não obstante, este crescimento via fusões e aquisições vem sendo acompanhado por um desenvolvimento orgânico das companhias, sendo as maiores empresas e mais capitalizadas as que apresentam maior taxa de crescimento.

O setor farmacêutico brasileiro movimentou R\$ 43,0 bilhões em 2011. Este valor é 19% acima do valor movimentado em 2010, e representa um crescimento composto anual (CAGR) de 15% entre 2006 e 2011. Ainda, segundo o Sindusfarma e a IMS Health, é esperado que este mercado apresente um crescimento anual acima de 12% ao ano para os próximos cinco anos, atingindo R\$ 69,2 bilhões em 2015. Somente no primeiro trimestre de 2012, o mercado cresceu 16% em relação ao ano de 2011, reforçando ainda mais sua perspectiva positiva. A tabela abaixo ilustra o crescimento do gasto total com produtos farmacêuticos no Brasil desde 2006.

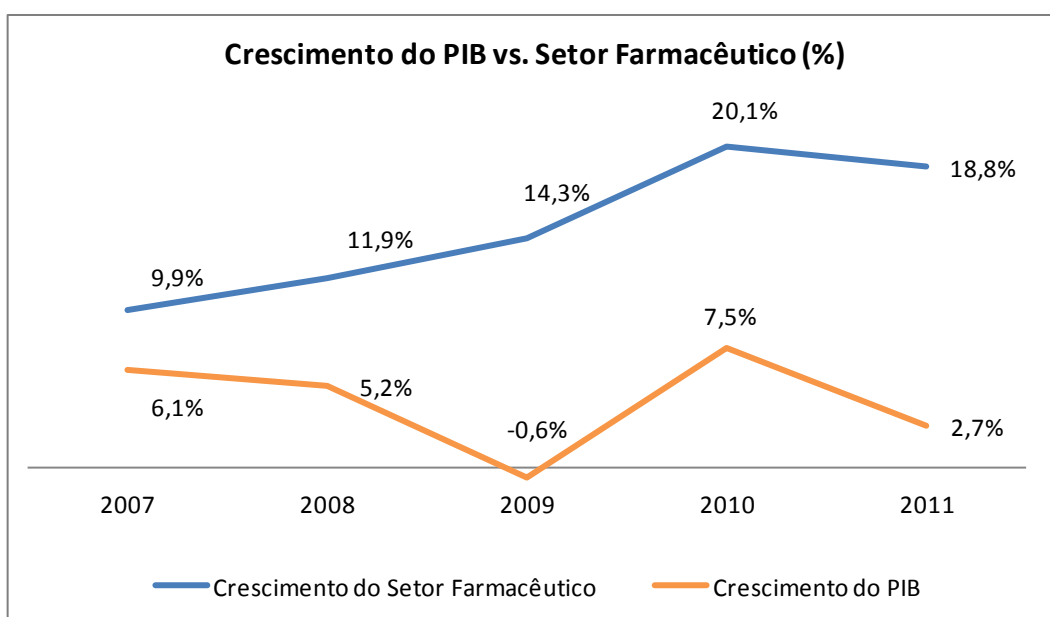
#### **FIGURA 4: Gasto Total com Produtos Farmacêuticos no Brasil**



Fonte: ABRAFARMA

O crescimento deste setor tem se mostrado crescente, independente de fatores estruturais, ou seja, mesmo em anos em que o PIB brasileiro desacelerou o crescimento ou apresentou contração, este setor obteve taxas de crescimento consideráveis. Esta tendência pode ser notada na crise de 2008-2009 quando, enquanto o PIB brasileiro crescia a taxas baixas e até apresentou contração, o setor farmacêutico cresceu a taxas superiores a 10%. Ainda, esta tendência pôde ser observada em 2011, quando o PIB brasileiro cresceu 2,7% contra um crescimento de 18,8% do setor farmacêutico.

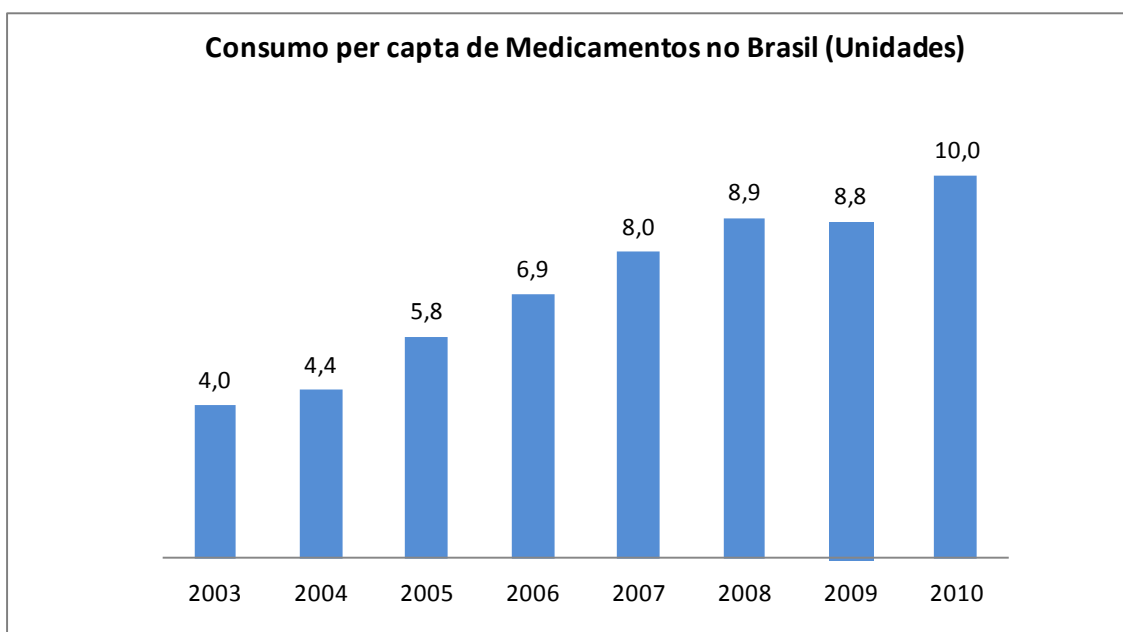
**FIGURA 5: Crescimento do PIB vs Setor Farmacêutico**



Fonte: Sindusfarma e IMS Health

Além do acesso de novos consumidores a medicamentos terem sustentado o crescimento do setor, nos últimos anos também pôde ser observado o aumento do consumo per capita, que cresceu 6,9% ao ano desde 2003, sendo que apenas de 2009 para 2010, o crescimento observado foi acima de 17%. Adicionalmente, o brasileiro tem gastado mais em cada unidade consumida de medicamentos, ou seja, os consumidores têm cada vez mais aumentando seu ticket médio gasto nestes produtos.

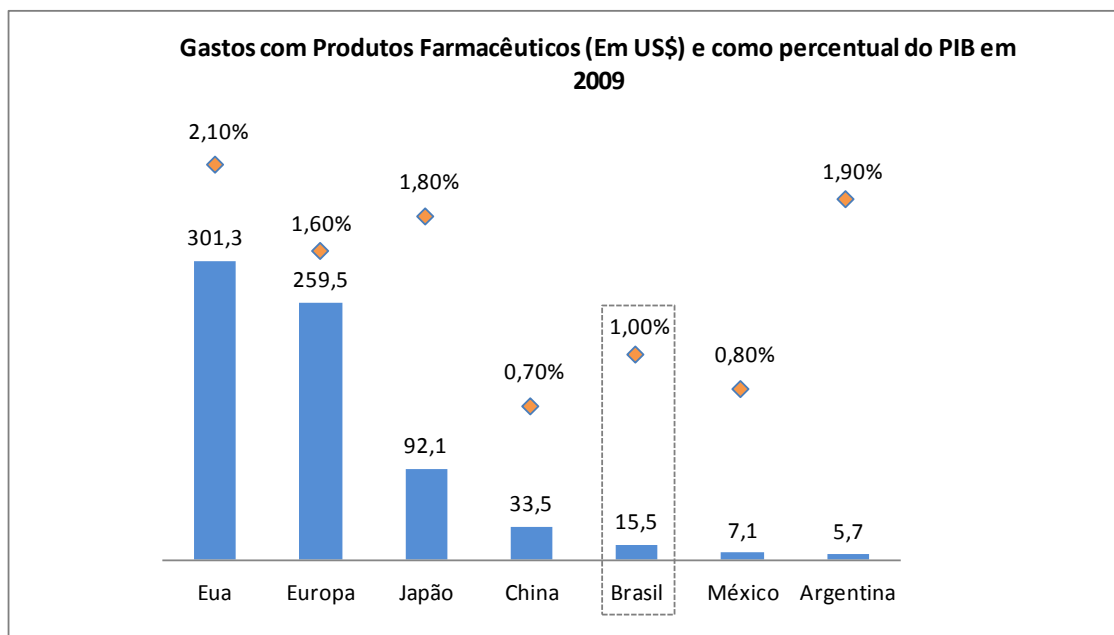
**FIGURA 6: Consumo per capita de medicamentos no Brasil**



Fonte: Sindusfarma

Apesar do crescimento observado nos últimos anos, a penetração destes produtos no dia a dia do brasileiro ainda está muito abaixo do encontrado em outros países. Segundo levantamentos pela IMS Health, o gasto per capita de produtos farmacêuticos no Brasil foi de US\$ 79 em 2009, muito abaixo da média mundial, de US\$ 274,00. Se analisado os gastos como porcentagem do PIB, a mesma tendência pode ser observada: os gastos brasileiros estão acima de países como China e México, porém ainda estão bastante abaixo de países como EUA e alguns países da Europa.

**FIGURA 7: Gastos com produtos farmacêuticos (em US\$) e com o percentual do PIB em 2009**



Fonte: Sindusfarma, IBGE e IMS Health

Este alto crescimento apresentado pelo setor está apoiado em diversos fatores sendo os principais: (i) baixo nível de consumo per capita, melhor distribuição de renda, qualidade e padrões de vida, (ii) envelhecimento da população, (iii) aumento na automedicação responsável (iv) expiração de patentes e aumento no uso de medicamentos genéricos e (v) programas governamentais de saúde.

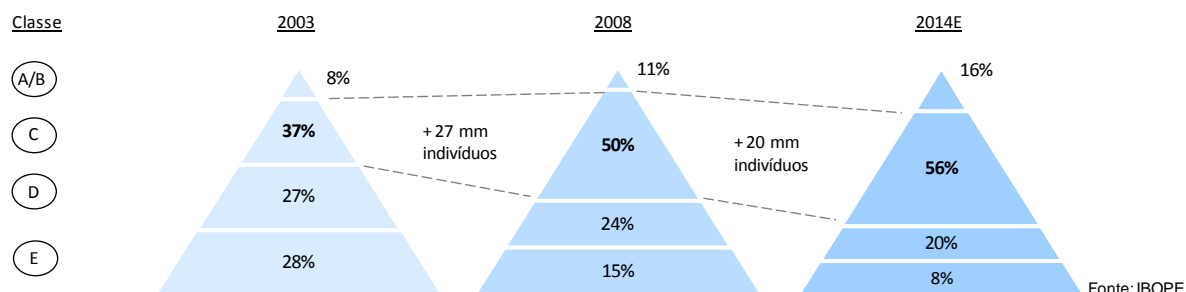
O aumento do consumo de medicamentos está diretamente relacionado à melhora de renda da população. Assim como em outros setores da economia brasileira, um dos fatores de influência no consumo de medicamentos tem sido a maior inserção e consequente expansão da representatividade da Classe C.

Segundo pesquisa realizada em 2012 pelo IBOPE (Instituto Brasileiro de Opinião Pública e Estatística)<sup>1</sup>, em todas as regiões pesquisadas, a classe C apresenta o maior potencial de consumo de medicamentos, seguida da classe B. De acordo com o estudo, a classe C representa hoje mais de 40% de todo o consumo de medicamentos no Brasil. A classe B representa 37% de consumo da categoria, seguida da classe A, com 11% e as classes D/E com 10%. Embora as classes A e B tenham apresentado expressivo crescimento nos últimos anos, atingindo 15% do total em 2010, um aumento de 33% se comparado aos valores de 2003, estudos apontam que o segmento de maior crescimento

<sup>1</sup> Estimativas do Pyxis Consumo, ferramenta de dimensionamento de mercado do IBOPE inteligência

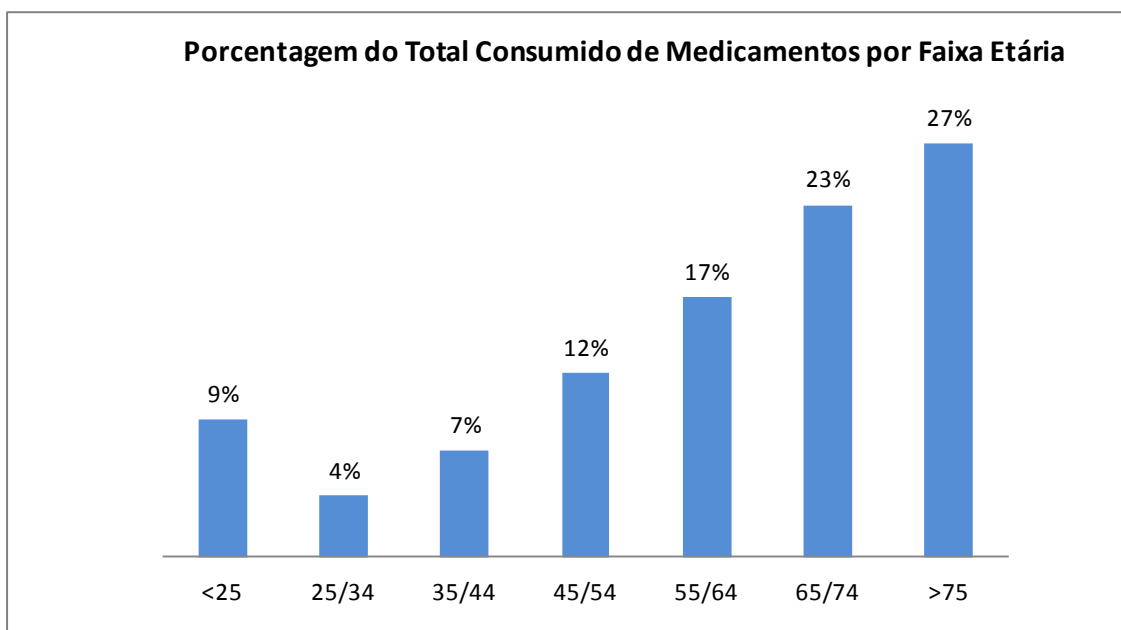
nos próximos anos será nas classes C e D. A figura abaixo mostra o perfil da população brasileira separada por classe.

**FIGURA 8: Perfil da população brasileira separada por classe**



Outro fator relevante na mudança no perfil populacional brasileiro é o envelhecimento. Idosos convivem mais frequentemente com problemas crônicos de saúde, o que os leva a uma maior utilização de serviços de saúde e a um elevado consumo de medicamentos. De acordo com pesquisas realizadas, adultos acima de 65 anos consomem mais da metade do total de medicamentos no Brasil.

**FIGURA 9: Porcentagem do total consumido de medicamentos por faixa etária**

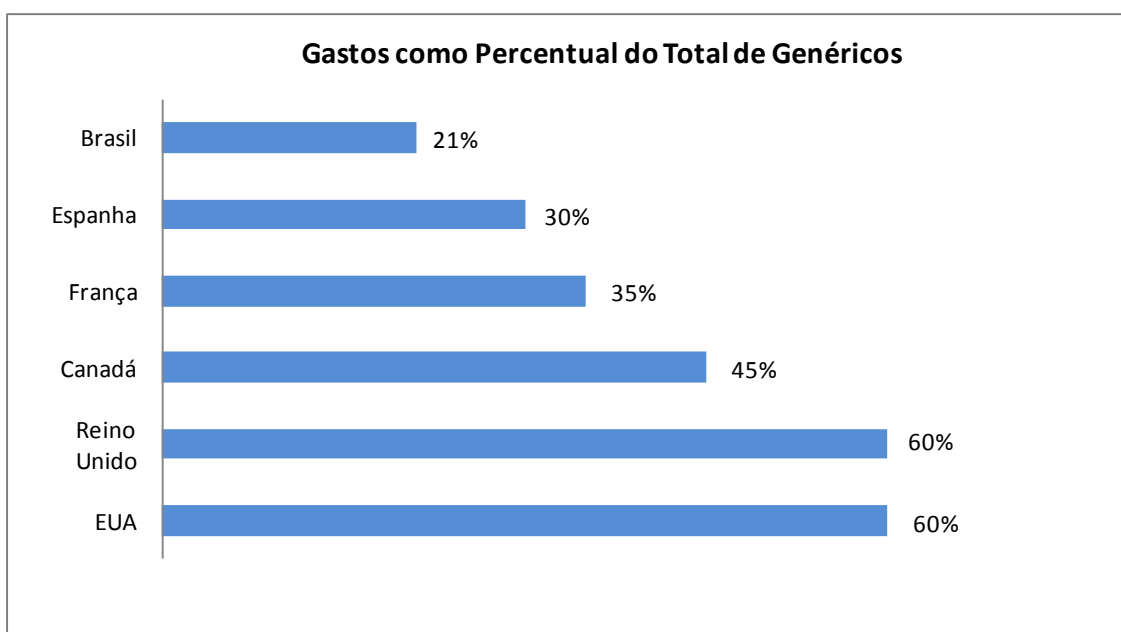


Fonte: IBGE e NACDS

Além disso, a maior disponibilidade de medicamentos genéricos tem sido responsável por proporcionar às classes sociais mais baixas acesso a tais produtos farmacêuticos. Uma evidência disso é que para Brazil Pharma S.A.- uma das maiores

empresas do setor, que tem uma grande exposição no Nordeste e é mais focada na classe C - o segmento de genéricos representa 20% da receita enquanto a Raia e Drogasil, mais expostas a São Paulo e a classe A/B, os genéricos representam apenas 13% da receita. A expiração de patentes é outro fator que traz a oportunidade de crescimento na penetração de genéricos que, além de mais baratos, possuem as melhores margens brutas. Campanhas para encorajar o uso de genéricos também serão uma grande fonte de crescimento do segmento, pois a população brasileira ainda apresenta algum grau de rejeição ao genérico. No gráfico abaixo temos a representação proporcional dos genéricos diante das unidades totais de remédios comercializados em diversos países.

**FIGURA 10: Gastos como percentual do total de genéricos**



Fonte: IMS Health

Apesar das boas perspectivas macroeconômicas e do avanço do programa de genéricos, não podemos afirmar que as redes de farmácias irão se beneficiar de subsídios. O Brasil não desenvolveu nenhum sistema de subsídio com alcance amplo. O programa Farmácia Popular é, atualmente, o principal programa de subsídios de medicamentos. O programa vem ganhando representatividade e no ano de 2011 o número de beneficiários chegou a 2.4 milhões, muito acima dos 800 mil em 2009.

Com o programa, os brasileiros recebem um auxílio para a compra de 24 tipos de medicamentos como hipertensão, diabetes, asma, rinite, entre outras. Estes medicamentos têm descontos de 90% para as farmácias que estiverem cadastradas no programa. Porém, estes números são muito inferiores aos de outros países, principalmente os europeus. Apesar do aumento de representatividade, o orçamento para o programa não vem sendo cumprido corretamente. Segundo dados da IMS Health, dos R\$ 452 milhões previstos para o ano de 2011, somente foram gastos R\$ 257 milhões com o programa.

Outra perspectiva relevante para o setor é a de consolidação das farmácias. Esta consolidação já começou e o processo está cada vez mais acelerado. Com a criação de novas empresas gigantes do setor como o resultado das fusões entre Raia e Drogasil e Drogarias São Paulo e Pacheco, as redes menores irão perder competitividade. Em consequência disto, empresas como a Pague Menos já estão trabalhando para acessar o mercado de capitais e algumas pequenas redes e farmácias independentes estão criando associações para ganhar escala. Estas associações consistem em grupos de 50 a 100 farmácias independentes que se unem para tentar fazer frente às grandes empresas. Estas associações conseguem aumentar o número de pedidos, porém o faturamento por loja ainda é muito maior do que o das grandes redes. Assim sendo, os ganhos de eficiência destas associações se resumem a preços, não existindo ganhos com logística, nível de serviço, capital de giro e poder de barganha com os laboratórios e distribuidores. Portanto, a opção para ela será, basicamente, atuar em nichos de mercado em que as grandes varejistas não atuem ou em regiões que não são bem atendidas por estas empresas.

Outro ponto já citado anteriormente que facilita a aceleração na consolidação do setor é o aumento da fiscalização. A vantagem de sonegação do ICMS interestadual pode representar 10% na margem de contribuição das farmácias. No entanto, dada à margem dos distribuidores (em torno de 6 a 8%), as pequenas redes, comparativamente, conseguirão um benefício de apenas 2 a 4%, dado que as grandes redes acessam os laboratórios diretamente ou através de centros de compras. Esse benefício pode não ser suficiente para competir com as grandes varejistas, uma vez que elas podem diluir custos administrativos e gerais, além de ter outros mecanismos de receita como a introdução de marcas próprias que tem uma margem bruta mais alta.



Logo, o cenário mais provável é o de continuação da consolidação do setor através da fusão entre redes ou via crescimento inorgânico das grandes redes. Segundo projeções da IMS Health, é provável que nos próximos anos 5 grandes redes tenham cerca de 50% do faturamento do mercado.

#### **4. Metodologia**

Este trabalho irá analisar o desempenho econômico, financeiro e operacional das empresas combinadas e se esses processos resultaram em sinergias para as empresas envolvidas. Para tal, será feito uma análise das demonstrações financeiras das empresas, incluindo técnicas indicadas pela literatura especializada.

Segundo MARION (2002)<sup>2</sup>, para analisar a situação econômico-financeira de uma empresa, deve-se focar em três pontos fundamentais: liquidez, endividamento e rentabilidade. Portanto, serão utilizados indicadores cuja análise possibilite identificar a evolução do desempenho da empresa, bem como suas projeções de crescimento. Destes indicadores, os de liquidez têm por objetivo sinalizar a capacidade de empresa de honrar seus compromissos. Já os de endividamento, evidenciam a composição dos capitais próprios e de terceiros e, por consequência, a estrutura de capital da empresa. Com relação à rentabilidade, estes indicadores visam identificar a situação econômica das empresas fornecendo uma medida do retorno proporcionado pelos investimentos. Este “tripé” será estendido com o uso de alguns indicadores operacionais que possibilitarão verificar se as empresas apresentaram ganhos de escala com o maior porte e poder de mercado. A Figura 11 mostra o resumo das variáveis utilizadas no trabalho.

#### **FIGURA 11: Resumo das variáveis utilizadas no trabalho**

---

<sup>2</sup> MARION, J. C. Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 302 p.

| Grupo         | Indicador                            | Fórmula   | Interpretação Teórica  |
|---------------|--------------------------------------|---|--|
| Liquidez      | Liquidez Geral                       | $\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível Longo Prazo}}$ | Capacidade de pagamento de dívidas da empresa, seja no curto ou longo prazo.   |
|               | Liquidez Corrente                    | $\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$   | Capacidade de pagamento de dívidas da empresa no curto prazo.  |
| Endividamento | Nível de Endividamento               | $\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível Longo Prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}}$                               | Proporção entre os recursos de terceiros e os recursos próprios.   |
|               | Participação de Capital de Terceiros | $\frac{\text{Dívida Financeira Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$  | Percentual de uso de recursos de terceiros em relação aos recursos próprios.   |
| Rentabilidade | Margem Bruta                         | $\frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Vendas}}$  | Mede a eficiência produtiva, ou seja, quanto restou de lucro das vendas do exercício após a dedução dos custos de produção.                  |
|               | Margem Líquida                       | $\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas}}$  | Indica a parcela das receitas de vendas que restou aos proprietários após serem cobertos todos os custos e despesas incorridos no exercício. |
|               | ROE                                  | $\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$  | Taxa de rentabilidade oferecida ao capital próprio.  |
| Operacional   | Giro de Estoque                      | $\frac{\text{Custo dos Produtos Vendidos}}{\text{Estoque}}$   | Mede o prazo médio da renovação dos estoques da empresa.   |
|               | Periodo Médio de Cobrança            | $\frac{\text{Duplicatas a Receber}}{\text{Média de Vendas Por Dia}}$  | Mostra o prazo médio de contas a receber da empresa.   |
|               | Periodo Médio de Cobrança            | $\frac{\text{Duplicatas a Pagar}}{\text{Média de Compras Por Dia}}$   | Mostra o prazo médio de contas a pagar da empresa feitas no período.   |

Fonte: ASSAF NETO (2003), BORGES (2005) Projeto Fiesp/Serasa - Glossário dos Índices Econômicos Financeiros e elaboração do Autor

Outra maneira de analisar o desempenho da empresa é estudar a geração de riqueza para os acionistas. Para chegar a este resultado, este trabalho irá buscar fazer uma avaliação do valor intrínseco das empresas antes e depois da fusão. Existem basicamente três tipos de abordagem para se calcular o valor de uma empresa: (i) Fluxo de Caixa Descontado; (ii) Avaliação Relativa e; (iii) Opções Reais.

De maneira sintética, a primeira abordagem de avaliação calcula o valor presente do caixa gerado pelo ativo no futuro. A avaliação relativa estima o valor de um ativo comparando algumas variáveis entre ativos ou empresas da mesma espécie sendo também conhecida como avaliação por múltiplos. A abordagem via opções reais considera eventos que interfiram no fluxo de caixa convencional, através da geração de novas oportunidades de investimento ou aumento de flexibilidade para a tomada de decisão. Essa metodologia normalmente é utilizada em empresas com alto grau de incerteza sobre suas operações futuras (Damodaran, 2001). Cada abordagem tem suas vantagens e desvantagens, e cada situação ou tipo de ativo possui uma abordagem mais adequada. No setor de medicamentos que é altamente regulado por órgãos do governo, como a CMED e ANVISA, que geram uma razoável previsibilidade e estabilidade, o método de opções reais é o único que não se encaixaria adequadamente na análise. No

entanto, os outros dois métodos apresentados no caso dessa análise serão complementares para definição de valor das novas empresas. A tabela abaixo apresenta e resume as abordagens que serão utilizadas ao longo da análise.

**FIGURA 13: Resumo das abordagens para análise de empresas**

|                     | Fluxo de Caixa Descontado  | Múltiplos   |
|---------------------|--|---|
| <b>Aplicação</b>    | - Adotado quando há expectativa de continuidade do empreendimento visando potencial de gerar lucros futuros  | - Adotado quando há expectativa de continuidade do empreendimento visando potencial de gerar lucros futuros   |
| <b>Instrumentos</b> | - Fluxo de caixa gerado pela empresa, descontado a valor presente<br>- Análise de todas as contas de resultado e de capital que influenciam os resultados financeiros e operacionais da empresa                  | - Múltiplos de mercado obtidos no mercado de capitais<br>- Múltiplos de transações (Fusões e Aquisições) realizadas no passado de empresas que possam ser comparáveis                                       |
| <b>Vantagens</b>    | - Os aspectos relevantes e intrínsecos ao negócio são considerados relevantes<br>- Horizonte de estimação é longo (10 anos ou mais)<br>- Método considerado por Aswath Damodaran como o mais completo e adequado | - Elimina a subjetividade das premissas<br>- Método mais simples e rápido para avaliação<br>- Muito utilizado em fusões e aquisições<br>- Com devidos ajustes são muito úteis para a comparação de empresas |
| <b>Desvantagens</b> | - Grau de subjetividade nas premissas para projeção<br>- Dificil calculo apropriado para taxa de desconto<br>- Valor residual pode ser relevante   | - Dificuldade na definição de amostra<br>- Amostra limitada em mercados não maduros<br>- Horizonte da avaliação muito curto   |

Fonte: Autor

#### 4.1. Metodologia Principal FCD (Fluxo de Caixa Descontado):

Como método principal foi utilizado o fluxo de caixa descontado. Este divide-se conceitualmente em duas etapas: a primeira delas é a da projeção explícita, que se alonga até 2022. Na projeção, todas as premissas no modelo são variáveis e convergem para patamares considerados sustentáveis. A segunda etapa é o valor residual, no qual atribui-se um crescimento perpétuo e todas as premissas já se encontram em patamares sustentáveis. Desta forma calcula-se o valor da empresa na perpetuidade.

Complementarmente, é necessário estimar-se a taxa de desconto a ser utilizada, que será usada para descontar a valor presente tanto a projeção explícita quanto o valor residual.

#### **4.1.1.Taxa de Desconto**

A definição da taxa de desconto é essencial para a correta avaliação da empresa, pois ela representa o risco ao qual seu fluxo de caixa está exposto, ou seja, qual o retorno requerido pelo investidor. Todos os modelos de fluxo de caixa descontado realizado neste trabalho foram feitos através de fluxo de caixa ao acionista sendo necessário então, somente a estimativa do custo de capital para o acionista.

#### **4.1.2.Custo de Capital para os Acionistas**

A taxa de retorno mínima que o investidor necessita para justificar seu investimento é o custo de capital para o acionista ( $k_e$ ) o qual é calculado através do Modelo CAPM, o Capital Asset Price, que é um dos modelos de risco-retorno mais utilizados pelos analistas de mercado.

Esse modelo distingue dois tipos de risco: o risco idiossincrático, específico das operações da empresa, e o risco sistemático, que é relativo a fatores que independem da empresa, onde se incluem incertezas econômicas gerais. De acordo com a Teoria do Portfólio de Markowitz (1959), o risco idiossincrático pode ser diluído através da diversificação de ativos de um portfólio. Markowitz propõe que essa diversificação deve ser feita através da seleção de ativos cujas variações de preços sejam o mais não correlacionadas possível, reduzindo-se então, a variabilidade total da carteira. Essa idéia deu origem ao conceito de risco sistemático do ativo, também conhecido como beta da ação. Esse modelo pressupõe algumas premissas, quais sejam:

1. Os investidores têm expectativas homogêneas quanto ao retorno e a variância do ativo;
2. Os investidores têm acesso a ativos com rendimentos sem risco;
3. Todos os ativos são negociáveis e perfeitamente divisíveis;
4. Não existem custos de transações e nem impedimentos para realizá-las;
5. Não existe assimetria de informação disponível no mercado;
6. Ações são avaliadas pelo seu preço justo, ou seja, não há arbitragem;

A partir dessas premissas, pode-se calcular o retorno exigido de um ativo a partir da covariância entre o seu retorno e o retorno do índice de referência do mercado, nesse caso o S&P 500.

#### **4.1.3.Beta**

Dividindo-se a covariância entre o seu retorno e o retorno do índice de referência do mercado pela variância dos retornos do S&P 500, obtém-se o beta.

O beta é uma medida da sensibilidade do preço de uma ação ou de um portfólio, às oscilações do mercado como um todo isto é, o risco sistemático. Quanto maior o beta, maior a variação do preço da ação ou da carteira em relação a uma variação unitária do índice de referência.

#### **4.1.4.Ativo Livre de Risco**

A taxa livre de risco representa o retorno requerido pelo investidor para investimento em títulos conceitualmente sem risco. Para esse trabalho foi adotado como parâmetro de taxa livre de risco, a média aritmética histórica dos últimos 12 meses das taxas oferecidas pelo governo norte-americano para um título com 30 anos de maturidade.

#### **4.1.5.Prêmio de Risco**

Representa o retorno acima da taxa livre de risco que o investidor exige por realizar o investimento e, conseqüentemente, estar exposto ao risco no mercado de capitais devido ao seu risco sistêmico. Neste trabalho foi adotado o retorno médio das ações que compõem o índice S&P 500. O prêmio de risco muitas vezes é calculado pela diferença histórica entre a rentabilidade do Ibovespa e a rentabilidade das aplicações em renda fixa. No entanto, a composição de tal índice é concentrada em algumas poucas empresas e setores, principalmente no setor de commodities de forma que o Ibovespa pode não representar a melhor fonte de uma estimativa.

Além disso, devido ao menor nível de desenvolvimento do mercado de capitais em que se encontra o mercado brasileiro quando comparados com outros mais maduros, como o dos EUA, a disponibilidade de séries históricas longas e confiáveis ainda é limitada. Dessa forma, a maneira mais correta para calcular-se o prêmio de risco do mercado é utilizar o S&P500, que é um índice concebido pela firma Standard and

Poor's com as 500 empresas negociadas nas duas principais bolsas dos EUA (New York Stock Exchange e Nasdaq) selecionadas por uma comissão. É feita uma ponderação do valor de mercado de cada negociado em bolsa (*free float*) e a representatividade de cada setor na economia. Assim, os ativos de empresas que compõem a economia podem ser melhores representados e seus riscos comparados. Uma ressalva que deve ser feita é a de que é preferível o uso da média geométrica para o cálculo do prêmio de risco pois essa abordagem considera que os retornos de períodos diferentes têm correlação entre si. O uso da média geométrica é mais apropriado para o longo prazo (Damodaran, 2001).

#### **4.1.6.Risco País**

O risco país representa o montante adicional de juros ou prêmio, exigido pelo investidor institucional para investir no Brasil. Para esse trabalho foi adotado o prêmio médio dos últimos 12 meses, calculado a partir do diferencial do custo da dívida brasileira de 5 anos representados pelo CDS, Credit Default Swap.

#### **4.1.7.Prêmio para Empresas de Médio Porte**

Representa o retorno adicional exigido pelo investidor por incorrer em um nível maior de risco por estar investindo em uma empresa menor que as consideradas para formação do índice S&P 500 (índice base para definição do retorno de mercado). A empresa Raia Drogasil, por exemplo, foi classificada como média segundo os critérios de Ibbotson Associates.

#### **4.1.8.Taxa de Desconto Apropriada**

Após a coleta de informações aplicou-se os dados na fórmula do custo de capital a seguir:

$$K_e = R_f + \text{beta} \times [ E(R_m) - R_f ] + SP + CRP$$

Onde  $K_e$  é o custo de capital do acionista;  $R_f$  é a taxa livre de risco,  $E(R_m) - R_f$  é o prêmio de risco,  $SP$  é o prêmio para médias empresas e  $CRP$  é o risco de fronteira.

A taxa de desconto encontrada foi de aproximadamente 10% real ou cerca de 15% nominal em reais. Portanto, esse é o retorno exigido pelo acionista para investir no mercado brasileiro. Esse número é compatível com aqueles aplicados pela maioria de

investidores, em uma coleta de dados apurou-se que o  $K_e$  utilizado pelo mercado varia de 9% até 10.5% na maioria dos casos.

## **4.2. Avaliação Relativa**

A análise por múltiplos será usada como um teste de consistência do método de fluxo de caixa descontado e, ainda, para fazer uma análise de sensibilidade do valor intrínseco da companhia. Serão usados três indicadores comparativos, cada qual com um objetivo específico, quais sejam:

### **4.2.1. Valor de Mercado sobre Lucro**

Também conhecido simplesmente por preço/lucro (PL) é o indicador mais utilizado por analistas. O PL é um indicador estático que relaciona o preço pago aos lucros das empresas. Eles são usados para comparar empresas do mesmo setor ou até mesmo de diferentes setores ou países. Normalmente, eles levam em conta os preços das ações de hoje e a projeção de lucro futuro nos próximos 12 ou 24 meses. O valor de mercado é definido como a soma do valor de todas as ações que a empresa possui, ou seja, é o valor que os acionistas da empresa podem receber caso queiram vender suas ações no mercado.

### **4.2.2. Valor da empresa sobre EBITDA**

Outro múltiplo muito usado é o valor da empresa, que considera tanto o valor de mercado quanto o valor da dívida sobre o lucro antes de imposto, depreciação e juros (EBITDA). O valor da empresa é calculado como sendo a soma do valor de mercado mais a sua dívida líquida (dívida total menos o caixa da empresa). Também conhecido como EV EBITDA.

Obviamente, a escolha deste múltiplo como um dos mais populares do mercado não é fruto da aleatoriedade, mas sim do fato deste refletir com maior precisão a realidade financeira da empresa. Isto porque a idéia transmitida pelo seu denominador, ou seja, pelo EBITDA, relaciona-se à capacidade da companhia de gerar recursos apenas em sua atividade, sem considerar os efeitos financeiros e de impostos.

Assim, a análise deste indicador mostra-se, muitas vezes, mais eficiente do que a simples avaliação do resultado final de uma empresa (lucro ou prejuízo líquido), dado que este último é freqüentemente influenciado por itens extraordinários.



Como o EBIDA é uma medida do fluxo de caixa de uma empresa, o qual pode ser compartilhado entre seus acionistas e credores, o numerador utilizado neste múltiplo deve refletir o capital total da companhia, ou seja, seu patrimônio somado à dívida, para que o múltiplo como um todo seja consistente, justificando, assim, a utilização do valor da empresa no numerador e não somente do valor de mercado da empresa.

#### **4.2.3. Valor de Mercado sobre Patrimônio Líquido**

O Valor contábil do patrimônio líquido é igual à diferença entre valor dos ativos e os passivos. Esse indicador também é conhecido como PBV. Como as regras contábeis são relativamente constantes entre países, os índices de PBV podem ser comparados entre empresas sem maiores complicações. Esse múltiplo leva em conta quanto o investidor está disposto a pagar pelos ativos dessa empresa, desconsiderando os passivos que ela irá incorrer no futuro.

O valor de mercado de um ativo reflete seu poder de lucro e os fluxos de caixa esperados. Como o valor contábil de um ativo reflete o seu custo original, ele pode se desviar significativamente do valor de mercado se o poder de realização de lucros do ativo estiver aumentando ou declinando desde sua aquisição (Damodaran, 2001). Logo, se o PBV for muito alto, o mercado espera que seus ativos gerem mais retorno ao longo do tempo, caso contrário, os ativos provavelmente irão gerar retorno menores do que os correntes.

### **5. Estudo de Raia e Drogasil**

Para compreender melhor a dinâmica do setor farmacêutico, foram recolhidas informações referentes às duas empresas. O objetivo será fazer uma análise econômica de cada loja, que depois servirá como base de comparação com a nova empresa Raiadrogasil.

As lojas das grandes redes farmacêuticas não diferem muito em termos de tamanho e rentabilidade, variando basicamente, em custo de construção e necessidade de capital de giro. Vai ser considerado um tamanho médio de varia de 90m<sup>2</sup> até 140m<sup>2</sup>, uma venda anual que entre R\$5 milhões/ano e R\$7 milhões/ano, número de funcionários de 18 a 22 e um salário médio de cerca de R\$ 1.200,00.

Foi considerada uma mesma curva de maturação das lojas em ambas empresas pois acredita-se que, em um ambiente normalizado, a maturação das lojas independe da companhia. As premissas usadas foram 64% no primeiro ano, 85% no segundo, 93% no terceiro, atingindo 100% no quarto ano e permanecendo assim em diante.

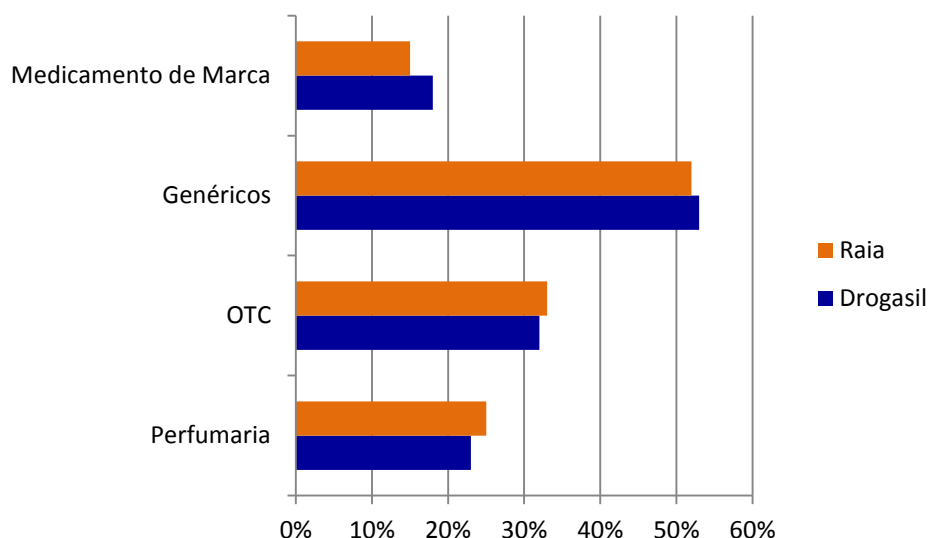
Já com relação à produtividade das lojas, foi considerada a produtividade média de lojas maduras dos dados históricos das companhias. Além disso, como uma premissa conservadora, não foi considerado nenhum crescimento de produtividade real para as vendas das lojas.

**FIGURA 14: Venda por loja (R\$ Milhares)**



Da mesma maneira, as margens brutas foram baseadas em números divulgados pelas empresas. A figura abaixo mostra a abertura da margem brutas das empresas por segmento.

**FIGURA 15: Margem bruta por segmento**



Fonte: Dados fornecidos pelas empresas e elaboração do autor

As despesas também foram baseadas em resultados históricos e em premissas macroeconômicas. Estas foram divididas em despesas com pessoal que crescem 0,5% real ao ano e as demais despesas como aluguel, utilidades e outras.

Dadas as premissas acima, foi feita uma análise econômica das lojas separadamente e depois comparada com as informações divulgadas pelas empresas. A análise das lojas foi realizada usando a taxa interna de retorno, payback, o valor presente líquido do investimento e, por fim, foi feito o cálculo do ROIC, que na sigla em inglês é a relação entre o capital ganho ou perdido através de um investimento e o montante de dinheiro investido. Cabe ressaltar que as informações usadas das empresas são referentes ao 2º trimestre de 2011, anterior a fusão.

**FIGURA 16: Tabela de indicadores**

| Indicadores       | Droga Raia | Drogasil |
|-------------------|------------|----------|
| VPL Novas Lojas   | R\$ 1,57   | R\$ 1,85 |
| VPL Lojas Maduras | R\$ 3,68   | R\$ 3,95 |
| TIR               | 20,40%     | 22,20%   |
| Payback           | 6,03       | 5,53     |
| ROIC 4º ano       | 33,10%     | 33,90%   |

Fonte: Autor

Percebe-se que por ter um VPL positivo e uma taxa interna de retorno acima da taxa de desconto, o investimento em novas lojas agrega valor as empresas e deve ser

realizado. O ROIC em torno de 30% se mostra em linha com os divulgados pela Raia e Drogasil em 2010, de 22% e 26%, respectivamente. Vale ressaltar também que o retorno sobre o capital investido da empresa tem que ser menor que o das lojas, dado que ela tem uma estrutura geral e administrativa.

## **6. Resultado**

Ao analisar individualmente cada loja das empresas, chegamos à conclusão que o portfólio da Droga Raia no 2º trimestre de 2011 valia cerca de 1.3 bilhão de reais e o da Drogasil 1,4 bilhão de reais. Esse estudo mostra que se uma empresa comprasse a outra, não haveria muito espaço para valorização dado que o valor de mercado somado das duas empresas é muito maior que o valor do portfólio atual (cerca de 1,5 bilhão para a Droga Raia e 2,1 bilhão para a Drogasil). Isso significa que, provavelmente, o mercado já está precificando a abertura novas lojas. Logo, a expansão orgânica seria mais aconselhável que a compra da outra empresa. Porém, deve-se ressaltar que esse estudo considerou apenas as informações no nível das lojas, ou seja, toda a estrutura não foi analisada, além de benefícios fiscais de amortização do ágio que serão tratados mais a frente.

Portanto, levando em consideração os indicadores acima, acredita-se que essas empresas podem trazer retornos para seus acionistas e, após a fusão, poderão se utilizar de melhores práticas e experiências para alavancar o crescimento das lojas. Mais a frente será calculado o potencial sinérgico das empresas em um modelo mais detalhado da empresa Raiadrogasil.

## **7. Raia Drogasil – Fusão**

A decisão da associação entre estas duas grandes empresas do setor deu-se por pressões de consolidação de outros participantes do mercado e alguns outros fatores menos relevantes. O primeiro passo para a consolidação do setor foi aquisição da Drogão pela Drogaria São Paulo no ano de 2010, criando a maior empresa do setor, tanto em quantidade de lojas quanto em faturamento. Outro grande movimento no sentido de consolidação foi a criação da Brasil Pharma que construiu uma empresa com mais de 250 farmácias próprias em um período de menos de 1 ano e acessou o mercado de capitais com a proposta de ser a grande consolidadora do setor. Devido a tal pressão, tudo leva a crer que Raia e Drogasil viram-se em uma posição desconfortável dado que

suas estratégias de crescimento orgânico não seriam as mais adequadas e ágeis para competir em um mercado de rápida consolidação e onde quantidade de pontos de vendas é um diferencial relevante.

Então, em setembro de 2011, as duas redes anunciaram a fusão. Pode-se dizer que foi um movimento relevante e muito importante dado que o as ações das duas empresas chegaram a subir mais de 10% no dia do anúncio e ainda pela fusão entre Pacheco e Drogaria São Paulo que ocorreu menos de 1 mês depois da criação da Raia Drogasil.

Um processo de fusão nunca é trivial e incorre em diversos custos e benefícios. No caso da Raia e Drogasil ambas as empresas encontram-se em um setor altamente fragmentado, pouco penetrado e com vetores claros para a aceleração do crescimento. Assim sendo, há muito espaço para obtenção de sinergias.

Neste caso, será considerado que os ganhos com sinergias virão de cinco pilares estratégicos:

### **7.1. Otimização do Portfólio das lojas**

A nova Companhia irá buscar aprofundar, através de um crescimento orgânico, sua posição de liderança no mercado. Um ponto importante é a sobreposição de lojas. Segundo dados de 2011 das Companhias, há 482 lojas de ambas redes somente no estado de São Paulo. No entanto, muito possivelmente, a sobreposição de lojas pode ser boa, apesar de contra intuitivo, pois: (i) as lojas competiam antes da fusão, agora não mais, logo, as duas lojas sobrepostas podem lançar mão da baixa elasticidade ao consumo de medicamentos e aumentar os preços. (ii) poderá fazer sentido fechar uma loja e expandir outra (iii) ou ainda, poderá fazer sentido cada loja focar em um segmento de consumidores diferente, como a Raia nas classes A/B ou os jovens e a Drogasil nas classes B/C ou os idosos.

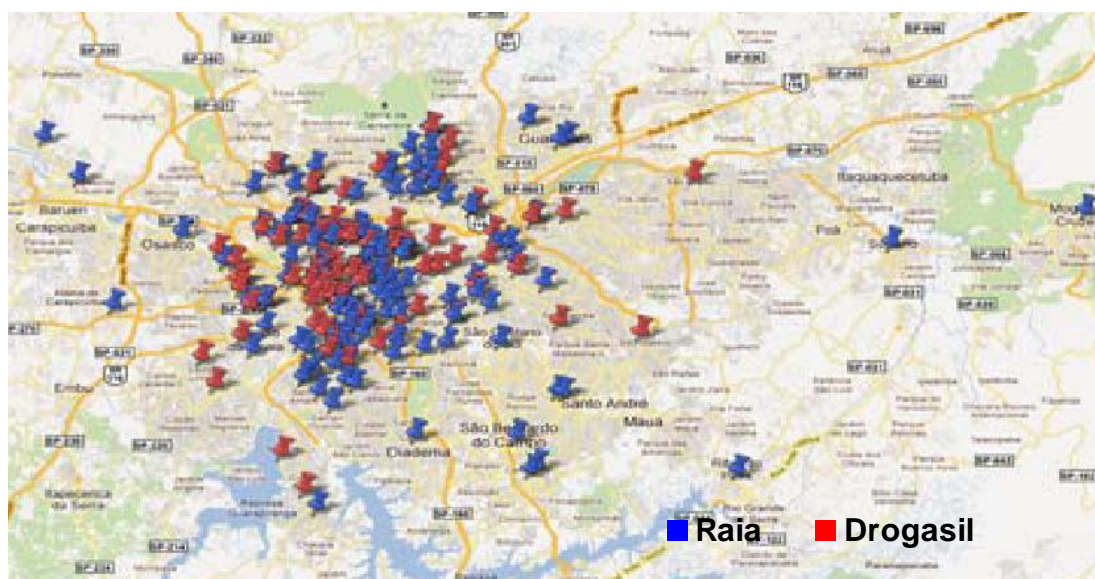
### **FIGURA 17: Quantidade de lojas por empresas**

| Lojas             | Raia       | Drogasil   | Somadas    |
|-------------------|------------|------------|------------|
| São Paulo         | 265        | 217        | 482        |
| Minas Gerais      | 24         | 34         | 58         |
| Distrito Federal  | 0          | 52         | 52         |
| Rio de Janeiro    | 44         | 7          | 51         |
| Paraná            | 35         | 0          | 35         |
| Goiás             | 0          | 33         | 33         |
| Espírito Santo    | 0          | 16         | 16         |
| Rio Grande do Sul | 10         | 0          | 10         |
| Santa Catarina    | 6          | 0          | 6          |
| <b>Total</b>      | <b>384</b> | <b>359</b> | <b>743</b> |

Fonte: Dados fornecidos pelas empresas

Uma rápida pesquisa sobre a possível sobreposição de lojas levou a conclusão que existem cerca de 64 lojas da nova empresa localizadas a menos de 500 metros de distância uma da outra na região metropolitana de São Paulo.

**FIGURA 18: Localização das lojas na região metropolitana de São Paulo**



Fonte: Dados fornecidos pelas empresas e Google Maps

## 7.2. Crescimento do Faturamento

Esta estratégia de crescimento envolve a adoção de melhores práticas em vendas, a gestão de um PBM (Plano de Benefícios em Medicamentos) proprietária alavancando contratos corporativos e institucionais. Esta prática quase não é implementada no Brasil, porém são muito comuns nos EUA. O PBM consiste em oferecer ao consumidor final

medicamentos subsidiados através de um pagamento fixo mensal, normalmente vinculado ao plano de saúde o qual, por sua vez, possui parceria com uma rede de distribuições – normalmente grandes redes farmacêuticas – para fornecimento do produto. Além destes, pode haver ganhos de sinergias através da unificação de políticas de merchandising e da operação conjunta de uma plataforma de e-commerce.

### **7.3. Expansão da Margem Bruta**

Neste caso, as sinergias têm que ser vistas também, como um fator de escala. Obviamente, para a nova empresa, provavelmente não fará mais sentido negociar somente com distribuidores. A companhia deve reestruturar completamente seu plano comercial. Além deste, a nova empresa pode ampliar significativamente sua linha de produtos de marca própria. Neste caso o fornecimento é feito diretamente pela indústria que o produz. Para Nascimento (2005) a definição de marca própria, por sua vez, diz respeito especificamente àqueles produtos ou marcas que pertencem a varejistas, atacadistas, associações ou qualquer outro distribuidor de bens de consumo, desde que comercializados exclusivamente no início em estabelecimento próprio. Desta forma, os produtos de marca própria são vendidos somente nas lojas da própria rede, não sendo revendidos em outros estabelecimentos. Isso faz com que estes produtos gerem um aumento no poder de barganha a partir do momento em que não há mais fornecedor e geram uma fidelização dos clientes para com a farmácia.

### **7.4. Ganhos de Eficiência**

Assim como no tópico anterior, os fatores de escala têm grande importância nos ganhos de eficiência. Neste caso poderá haver a integração de sistemas, a otimização de logística, através da melhor utilização dos Centros de Distribuição da Raia e Drogasil, e da racionalização de SKU's. Não obstante, haverá sinergias com redução de despesas. A remuneração da diretoria da Raia em 2011 foi cerca de R\$ 9 milhões enquanto da Drogasil foi de 13 milhões, segundo dados públicos divulgados pelas empresas. Levando-se em conta que não haverão dois presidentes, dois diretores financeiros e assim sucessivamente, mas que os salários aumentarão em 30%, é possível que haja um corte de despesas de cerca de 5 milhões de reais em 2012. Outra despesa que rapidamente poderá ser reduzida é o gasto de aluguel com a sede da empresa.

## 7.5. Aquisições Selecionadas

Em consequência da fusão, as empresas terão uma estrutura de capital mais sólida para poder aumentar sua participação na consolidação do setor.

## 7.6. Sinergias

Antes de entrar propriamente na discussão das sinergias do caso Raia Drogasil, convém fazer um pequeno desvio para uma discussão conceitual sobre o tal tema. Atualmente, o conceito mais aceito pelos analistas e acadêmicos é o de que a sinergia é o valor adicional gerado pelas organizações, quando duas empresas juntas valem mais do que separadas. Porém, apesar parecer simples, é importante abordar esta questão com alto grau de ceticismo e crítica, adotando-se uma posição conservadora na inclusão desses ganhos em avaliações. A literatura mostra também que, na prática, há grande dificuldade em se alcançar as sinergias anunciadas em uma combinação de empresas. Na grande maioria dos casos, os resultados alcançados ficam aquém do que se havia pretendido no início, como mostra o trabalho de Rocha, Lotty e Ferraz (2001)<sup>3</sup>, de onde se pode extrair que não existem mudanças significativas no desempenho econômico-financeiro após fusões ou aquisições. Tal fato é ainda mais comum no caso de aquisições de empresas em leilões competitivos, em que se manifesta o fenômeno do conhecido como a “Maldição do Vencedor”. Segundo Roll (1996)<sup>4</sup> o comprador, mais otimista em relação ao valor intrínseco da empresa a ser comprada, ou às sinergias a serem obtidas, é o que termina por adquirir o ativo. Dadas as dificuldades para o investidor externo em fazer uma análise independente das sinergias, o mercado é levado a trabalhar com as estimativas de sinergias do comprador que, na condição de defender sua aquisição, demonstra o otimismo com números agressivos, o que via de regra leva a decepções posteriores.

Ao aceitarmos que o valor da sinergia deve ser calculado a partir da comparação entre os valores das empresas somados antes da aquisição com o valor delas após a compra, ao analisarmos em um modelo de fluxo de caixa descontado, temos que incorporar estes efeitos de sinergia nas premissas escolhidas. Para avaliar as sinergias

---

<sup>3</sup> ROCHA, F; IOOTTY, M; FERRAZ, J. C. Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas. Revista de Economia Contemporânea, 2001.

<sup>4</sup> ROLL, Richard “The hubris hypothesis of corporate takeovers”. Journal of Business (1996)



operacionais, deve-se considerar um maior taxa de crescimento em receitas, maiores margens em decorrência de economias de escala, menores impostos em razão de benefícios fiscais, um menor custo da dívida e um maior endividamento em virtude de um menor risco.

As sinergias de custos são as sinergias operacionais mais fáceis de se modelar. Já as sinergias de crescimento, são mais complicadas, pois podem se dar de diversas formas. Pode-se considerar que a empresa resultante será capaz de obter retornos mais altos sobre seus investimentos, ela pode identificar mais investimentos ou ela pode estar em uma posição competitiva mais poderosa, fazendo com que os retornos em excesso sejam mais duradouros. Contudo, tanto as sinergias de custo quanto as de crescimento serão manifestadas através de fluxos de caixa esperados maiores no futuro.

Além das sinergias operacionais, temos que considerar as sinergias de prêmio de controle. Este, segundo Damodaran (2001), é o valor incremental que um adquirente acredita que pode ser criado ao se administrar uma empresa-alvo de forma mais eficiente. Portanto, ao analisar duas empresas com a mesma atuação, o prêmio de controle deve variar em função dos resultados da empresa comprada. Ou seja, o prêmio de controle deve ser mais alto nas empresas que apresentem resultados insatisfatórios em razão de decisões tomadas pela administração.

Finalizando, a fusão diminuiu o problema de liquidez da empresa. As duas empresas separadamente eram ilíquidas, com um volume diário de negociação menor que 5 milhões de reais. Agora, com o incremento de valor de mercado e a soma dos *free floats* das duas até outubro de 2012, o volume diário superou 12 milhões de reais, tendo liquidez suficiente para entrar no índice Ibovespa, o mais importante da bolsa.

## **8. Premissas do Modelo**

As premissas usadas foram baseadas em um estudo aprofundado das empresas do setor e em conversas com integrantes da área de Relações com Investidores das empresas. Além disto, foram considerados o desempenho histórico das empresas separadamente e dados históricos do setor no Brasil e em outros países onde este segmento está mais consolidado.

Entre as premissas mais importantes estão: abertura de lojas, venda por metro quadrado, produtividade das novas lojas, impostos incidentes sobre a empresa, custos

das mercadorias vendidas, despesas gerais e administrativas, capital de giro, investimentos e resultado financeiro.

### **8.1. Abertura de Lojas**

No processo de consolidação do setor de farmácias existem hoje 70 mil estabelecimentos e as 10 maiores empresas possuem menos de 5% do total de lojas. Porém, nos últimos 10 anos, são exatamente as maiores empresas que crescem mais tanto em número de lojas quanto em receita. Separadamente, Raia e Drogasil esperavam abrir 150 lojas entre 2012 e 2013, o que seria viável dado à estrutura administrativa e de controladoria de cada empresa. As duas juntas não deverão conseguir atingir tal nível de expansão dado que: as expansões programadas poderiam ter alguma sobreposição de lojas; com a integração de estruturas administrativas e complexidade a sua efetivação, a nova empresa deverá ser incapaz de realizar a reestruturação societária e ao mesmo tempo expandir-se em um volume de 150 lojas, desta forma, possivelmente, a estratégia de expansão será repensada visando o melhor retorno para o acionista e para a empresa.

Dadas essas complicações acredita-se que a abertura de lojas se comportará de maneira mais suave nos primeiros dois anos convergindo para 150 lojas apenas em 2014 e mantendo-se tal patamar até 2016. De 2017 a 2019 considerou-se a abertura de 120 lojas (não foi considerado, no valor residual, abertura de lojas, apesar de ser um número conservador e factível de 1793 lojas em 2021). Para a simplificação da modelagem assumiu-se que as lojas terão o tamanho médio de 130 m<sup>2</sup>, o que equivale ao tamanho médio do portfólio atual.

### **8.2. Produtividade por metro quadrado**

Ao analisar os dados das lojas antes da fusão, a Droga Raia possuía uma produtividade, por unidade, de 5.600 reais e a Drogasil de 6.200 reais por unidade. Essa diferença se dava, principalmente, pela maturação das lojas, dado que as lojas da Droga Raia eram relativamente mais novas e, por isso, menos produtivas.

Na modelagem a produtividade das lojas maduras, ou seja, com mais de 3 anos, é de 0.8 vezes a inflação do período (aumento historicamente permitido pela CMED) mais 1% de aumento de vendas. Essa estimativa é ancorada: (i) no fato que a penetração de medicamentos ainda é pequena no Brasil, (ii) na legislação de obrigou lojistas a colocar medicamentos OTC atrás do balcão abrindo espaço para produtos de higiene e

beleza cujas vendas crescem no Brasil a taxas muito mais elevadas que medicamentos, (iii) no fato das empresas de cosméticos estarem investindo intensamente em propaganda para aumentar sua participação de mercado e diminuir a participação das vendas diretas e (iv) nos aspectos demográficos, de renda e de novos serviços já discutidos neste trabalho. Não obstante, o aumento das vendas em 1% pode ser visto como uma melhora de sortimento de produtos, focando naqueles com maior valor agregado, o que vem sendo a estratégia das redes de farmácias posicionadas para um público mais abastado como é o caso da Raia e da Drogasil.

### **8.3. Produtividade de Novas Lojas**

Ao longo das discussões com pessoas do setor, o consenso é que as drogarias possuem um tempo médio de maturação de cerca de 36 meses. No 12º mês chega-se a 65% da produtividade de uma loja madura, 85% da produtividade aos 24 meses e a quase 100% no 36º mês.

Estudos realizados pela Droga Raia mostram que as novas lojas inauguradas estão maturando mais rapidamente o que poderia trazer alguma assimetria positiva para as estimativas. Porém, para simplificação de modelagem, as novas farmácias possuem uma produtividade de 55% no primeiro ano e de 100% no segundo ano. As divergências, entre a curva de maturação relatada pelas varejistas e a simplificação adotada na análise, não geram distorções significantes dado que a base de lojas maduras é muito grande e o crescimento marginal de novas lojas é pequeno quando comparado ao todo.

### **8.4. Receita Líquida**

Dadas essas premissas de crescimento de receita chegamos aos principais indicadores de desempenho de uma empresa varejista: venda por loja, crescimento da receita bruta e venda de mesmas lojas. Com base nestas premissas foi projetada a receita bruta.

Para se chegar a receita líquida, considerou-se 4% de deduções sobre a receita bruta, equivalente a 3.5% de impostos (PIS/COFINS e ICMS) e 0.5% de devoluções que, no caso de medicamentos e produtos de higiene e beleza, é bem pouco relevante.

### **8.5. Custos da Mercadoria Vendida**

A dinâmica do setor propicia um incremento da margem bruta para a nova empresa devido a diversos fatores. No entanto, os dados disponíveis sobre as participações de cada segmento de produtos na receita da empresa são muito poucos e têm um caráter estratégico sendo normalmente não divulgados pelas empresas de capital aberto. Logo, a estimativa da margem bruta não é tão trivial e, normalmente, usa-se as projeções da própria empresa com os devidos ajustes de conservadorismo.

No modelo assume-se que a margem bruta ficará estável a partir de 2014 apesar das forças competitivas da nova dinâmica no mercado apontar para um incremento de margem. Porém, por conservadorismo e por aspectos inerentes a competição, acredita-se que o mais prudente seja considerar que a margem não irá expandir-se.

A expansão de margem até 2014 é de apenas 0.9%, o que representaria os ganhos com os fornecedores e menores custos com perdas de estoque e logística que provavelmente ocorrerão com a integração das operações das duas empresas.

Os possíveis fatores para expansão de margem seriam: (i) uma negociação com fornecedores melhor que o esperado devido a escala, (ii) maior densidade de farmácias reunidas ao redor de um mesmo centro de distribuição, o que diminuiria custos de logística, (iii) maior participação de medicamentos genéricos que possuem margens 3 vezes maiores que os de referência, dentre outros. Contudo, a competição racional das empresas de tamanho relativamente semelhante faria com que as margens ficassem estáveis depois da consolidação do setor. Vale frisar que hoje só existe uma empresa comparável a Raia Drogasil, a DPSP, que não tem acesso ao mercado de capitais e que, historicamente, cresceu menos que a Raia Drogasil. Outra empresa que ainda não é comparável, mas tem crescido significativamente é a Brazil Pharma.

### **8.6. Despesas com Vendas**

Os gastos com vendas são ligados especialmente à despesas com aluguel, pessoal e propaganda. A regulação do setor obriga que haja um farmacêutico de plantão em cada farmácia no período em que a mesma esteja aberta.

A modelagem leva em conta 20 funcionários por loja dos quais 3 são farmacêuticos. Em seus relatórios, as empresas costumam informar que, em média, as

farmácias possuem cerca de 3,3 farmacêuticos e 18 funcionários por loja. Para simplificação estimamos o salário médio do empregado levando em conta o sortimento de pessoal existente e chegou-se a um custo anual de 32 mil reais por pessoa por ano. O que parece razoável dado que o salário bruto mensal representaria 1.300 reais (levando-se em conta o 13º salário), levando-se em conta que metade do custo com o trabalhador refere-se a impostos, contribuição social, férias, entre outros.

O reajuste reais dos salários (acima da inflação acumulada), devido ao forte sindicato dos farmacêuticos, ocorre normalmente e, para fins de modelagens, assumiu-se que o custo médio de pessoal subirá 105% da inflação.

O aluguel é considerado uma despesa fixa e em shoppings, por exemplo, equivale a cerca de 10% da receita bruta sendo que, em lojas de rua, gira em torno de 3-6% da receita. No modelo considerou-se que o aluguel por metro quadrado equivale à média do aluguel dos últimos anos e representa cerca de 4% da receita.

Por fim, as demais despesas de venda que incluem marketing e outras, sendo de difícil projeção foram consideradas como sendo 100% variáveis, ou seja, crescem exatamente igual à receita bruta.

### **8.7. Despesas Gerais e Administrativas**

As despesas gerais e administrativas englobam todas aquelas com a sede, incluindo aluguel, funcionários, gerentes regionais, dentre outras. Em pesquisas junto às empresas, levantou-se que 60% dos custos são fixos e 40% são variáveis e dependentes de aberturas de lojas e expansão dos serviços prestados como entregas por telefone e internet. Dado isso, projeta-se que 60% dos custos crescem com a inflação e 40% com a receita bruta de venda.

Entende-se que as sinergias que serão geradas, em grande parte, serão resultado da diluição dos gastos administrativos e gerais com percentual da receita. No entanto, acredita-se também que possa existir algum ganho de margem bruta devido à escala, considerando que as melhores práticas e experiências de cada empresa serão implementadas e poderão resultar em uma melhor gestão de capital de giro e logística.

Para fins de modelagem, reduziram-se as despesas administrativas em 12% no ano de 2013, para refletir a integração das duas redes. Esses 12% são basicamente as

despesas estimadas de aluguel, utilidades e a folha de pagamento da diretoria da Droga Raia.

### **8.8. Capital de Giro, Investimento e Depreciação**

As premissas de capital de giro, investimentos e depreciação baseiam-se em dados históricos ou estimativas das empresas. Tais premissas apresentam um histórico estável ou são de difícil mensuração e, por isso, são variáveis que normalmente são usadas considerando-se as próprias estimativas da empresa ou dados históricos.

A análise de capital de giro foi baseada em variáveis históricas, tais como: prazo médio do estoque, do cliente e do fornecedor, não havendo nenhuma mudança ao longo da projeção. Assim, o ciclo de caixa do modelo fica estável em 17 dias, sendo 70 dias de estoque, 75 dias de fornecedor e 22 dias de clientes.

O investimento em uma loja é dividido em 3 tipos: o investimento para a construção, para remodelação das lojas existentes e o de manutenção. Outro investimento que deve ser considerado na abertura de uma loja é a compra inicial de estoque. Esse capital de giro inicial para fim de modelagem já entra no modelo devido ao incremento marginal de receita, gerado pela abertura de uma loja. Portanto, no modelo, a loja teoricamente iria aumentando o estoque à medida que matura, o que não é verdade, mas essa premissa não traz grandes distorções ao modelo. Já o investimento físico é de 900 mil reais por loja. O investimento para manutenção das lojas, por sua vez, equivale a 3% da receita bruta. Vale lembrar que ao final da projeção explícita, ou seja, em 2020, quando não há mais aberturas de lojas, o investimento é igual à depreciação.

E, por fim, a depreciação baseia-se inteiramente nos valores históricos e giram em torno de 12% ao ano, logo, a cada 8 anos, todos os ativos imobilizados estariam totalmente depreciados e teriam que ser repostos.

As premissas financeiras, por sua vez, são basicamente juros sobre o caixa da empresa. Já com relação aos benefícios fiscais, A legislação brasileira estipula que as empresas devem pagar 9% de contribuição social e 25% de imposto de renda, acarretando uma taxa de 34% sobre o lucro antes do imposto. No entanto a legislação também garante um benefício fiscal para as empresas que pagarem juros pelo capital próprio.

A regra para pagamento de juros sobre o capital próprio consiste em um valor equivalente ao mínimo entre (i) TJLP (Taxa de juros de longo prazo, divulgada pelo banco central) vezes o patrimônio líquido e (ii) o maior valor entre 50% do lucro antes do imposto de renda, mas após a incidência da contribuição social e 50% do lucro acumulado.

Desta forma, na incorporação da Droga Raia pela Drgasil, o patrimônio líquido da nova empresa é muito maior e logo o fator limitante para o pagamento de JCP será a reserva de lucro ou o lucro antes do imposto de renda. O resultado disso será uma alíquota de imposto de renda muito menor para a nova companhia.

Além disto, pela legislação brasileira, na ocorrência de fusões e aquisições um ágio é gerado. Esse ágio nada mais é que a diferença do valor pago ou valor implícito na fusão menos o patrimônio líquido da empresa que foi adquirida ou incorporada.

Segundo o artigo 20 do decreto lei nº 1598/1977 assim se define ágio:

*§ 2º - O lançamento do ágio ou deságio deverá indicar, dentre os seguintes, seu fundamento econômico:*

- a) valor de mercado de bens do ativo da coligada ou controlada superior ou inferior ao custo registrado na sua contabilidade;*
- b) valor de rentabilidade da coligada ou controlada, com base em previsão dos resultados nos exercícios futuros;*
- c) fundo de comércio, intangíveis e outras razões econômicas.*

Por força de lei, esse ágio é amortizável e dedutível de imposto. No entanto, em muitos casos, esse ágio não é integralmente considerado amortizável por diversos fatores, dado isso, conservadoramente, estimou-se que apenas 70% do ágio da fusão poderá ser amortizado e gerar um benefício fiscal. O ágio pode ser amortizado entre 5 e 10 anos. Todavia, como essa decisão é de competência da Receita Federal segundo premissas de difícil estimativa, considerou-se que a amortização se dará em 7 anos.

## **9. Resultado**

Levando-se em conta as premissas acima e considerando o Fluxo de Caixa Descontado como o melhor para refletir o valor da empresa, chegou-se a conclusão que

a nova empresa Raia Drogasil tem valor de R\$ 5,2 bilhões e que, com os benefícios gerados pela amortização de ágio, seu valor poderia alcançar 5.3 bilhões de reais.

Pode-se concluir que em ambos os casos, as empresas encontravam-se sub-avaliadas, dado que a soma dos valores de mercados antes da fusão não passava de 3.7 bilhões. Estima-se o potencial de valorização em cerca de 45% e entende-se que o principal motivo para essa sub-avaliação era a iliquidez das duas empresas separadamente e que será corrigida com a integração e ainda, tendo em vista a má precificação do mercado das futuras sinergias operacionais e fiscais que serão geradas com no decorrer da operação.

**FIGURA 19: Valor intrínseco estimado pelo FCD**

| Valor Intrínseco Estimado pelo FCD |            |
|------------------------------------|------------|
| Droga Raia ( a )                   | 2.496      |
| Drogasil ( b )                     | 2.019      |
| Raia Drogasil ( c )                | 5191       |
| <b>Sinergias ( c - a - b )</b>     | <b>676</b> |

Fonte: Autor

**FIGURA 20: Valor presente do benefício fiscal**

| Droga Raia         |       |
|--------------------|-------|
| Patrimônio Líquido | 610   |
| Valor de Mercado   | 1.590 |
| Ágio               | 980   |
| Amortizável        | 686   |
| Não Amortizável    | 294   |

| Cronograma de amortização      | 2012         | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------------------|--------------|------|------|------|------|------|------|
| Amortização                    | 98           | 98   | 98   | 98   | 98   | 98   | 98   |
| Benefício Fiscal               | 33           | 33   | 33   | 33   | 33   | 33   | 33   |
| <b>NPV do Benefício Fiscal</b> | <b>134,7</b> |      |      |      |      |      |      |

Fonte: Autor

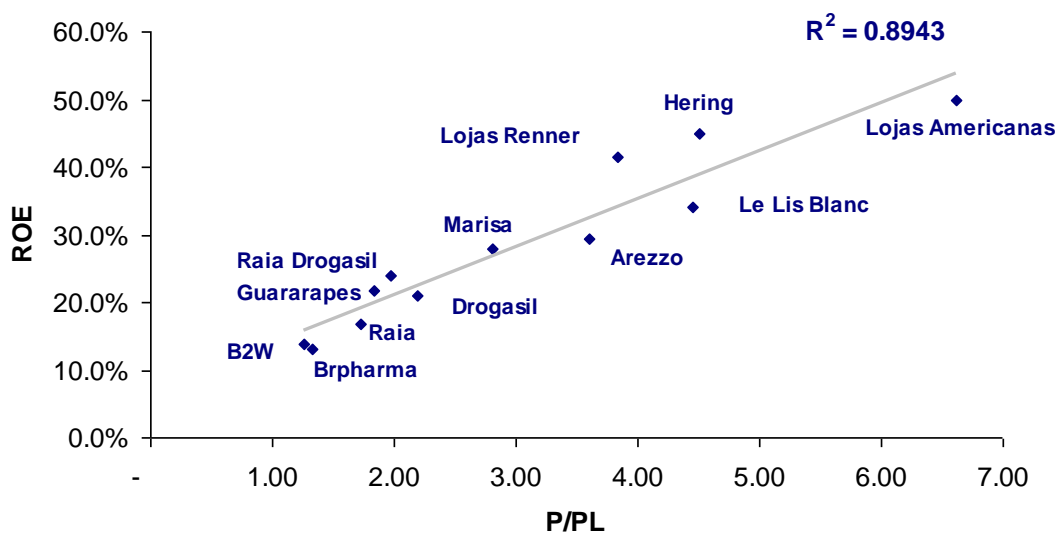
Portanto, considera-se que a mudança que está ocorrendo no varejo farmacêutico está passando despercebida por grande parte dos investidores e que o processo de consolidação só tende a ser intensificado, beneficiando as grandes empresas do setor, alterando-se seu patamar de rentabilidade para melhores níveis.



Ao analisar pelo método de múltiplos, foi utilizado o PBV e foi comparado com o retorno sobre o patrimônio líquido (doravante ROE, na sigla em inglês) de diversas empresas do setor de varejo do Brasil.

Podemos verificar que o múltiplo da Raia Drogasil é baixo quando comparado a sua rentabilidade. A rentabilidade medida pelo ROE é um indicador financeiro que mostra a capacidade da empresa gerar valor ou retorno, através de recursos próprios, que nesse caso é o patrimônio líquido da empresa. Outro fato a se notar é que as empresas separadamente encontram-se sobre avaliadas por esse método como mostra o gráfico abaixo.

**FIGURA 21: ROE de empresas de varejo**



Fonte: BTG Pactual

## 10. Conclusão

O varejo das farmácias no Brasil está passando por um período de transformação que trará maior rentabilidade para as redes farmacêuticas de nosso país. Muitos acontecimentos ocorrerão em pouco mais de um ano e impactarão diretamente algumas empresas de médio porte do setor, dentre estas a Raia Drogasil, criada da fusão das empresas Raia S.A e Drogasil S.A.

Ao que tudo indica, os analistas de mercado não estão visualizando os potenciais ganhos de sinergias operacionais e fiscais que poderão advir da integração da operação dessas duas empresas. Diversos métodos de análises de empresas indicam que a nova empresa está sub-avaliada e que um investimento na mesma poderá alcançar grandes ganhos.

Entre os fatores prováveis da subavaliação da empresa citados no trabalho acima estão à falta de liquidez das ações, o cenário global de baixo crescimento, com grandes riscos macroeconômicos, entre outros. Porém, cabe destacar a falta de transparência da Raia Drogasil em relação às possíveis sinergias operacionais, que acaba por gerar um conservadorismo maior por parte dos investidores de pagar por sinergias futuras.

## 11. Referências Bibliográficas

- [1] ASSAF NETO, A. Finanças Corporativas e valor. São Paulo: Atlas, 2003.
- [2] RaiaDrogasil - Relação com Investidores : [www.raiadrogasil.com.br/ir/](http://www.raiadrogasil.com.br/ir/)
- [3] BREALEY, MYERS, ALLEN. Princípios de Finanças Corporativas, 8ª ed. São Paulo, 2008.
- [4] CANO, M. O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira. Dissertação de Mestrado em Economia, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.
- [5] CHATTERJEE, S. Types of synergy and Economic Value: The impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms. Strategic Management Journal, v.23, p.119-139, 1986.
- [6] DAMODARAN, A. Avaliação de investimentos: Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2006.
- [7] HEALY, P. Does corporate performance improve after mergers? National Bureau of Economic Research, working paper N° 3348.
- [8] KEY, S. L. Guia da Ernst & Young para administração de Fusões e Aquisições. 1ª. ed. Rio de Janeiro: Record, 1992. p. 180.
- [9] Brazil Pharma - relação com Investidores: [www.brph.com.br](http://www.brph.com.br)
- [10] Formulário de Referência Raia S.A. 2011, divulgação CVM
- [11] LADEIRA, Wagner; COSTA, Jaciane; PEREIRA, Íladio. Estratégias no setor farmacêutico brasileiro no período de reestruturação econômica: uma análise do grupo Pánel.
- [12] MACHLINE, Claude; AMARAL, José. Avanços Logísticos no varejo nacional: o caso das redes de farmácias.
- [13] MARION, J. C. Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 302 p.

- [14] GASNIER, Daniel. A dinâmica dos estoques: guia prático para planejamento, gestão de materiais e logística”, 2002.
- [15] ROLL, Richard “The hubris hypothesis of corporate takeovers”. *Jornal of Business* (1996)
- [15] Notícia “Consumo de medicamentos movimentará R\$ 63 bilhões em 2012”. Disponível em: <[http://www.ibope.com.br/ptbr/noticias/Paginas/Consumo%20de%20medicamentos%20movimentar%C3%A1%20R\\$%2063%20bilh%C3%B5es%20em%202012.aspx](http://www.ibope.com.br/ptbr/noticias/Paginas/Consumo%20de%20medicamentos%20movimentar%C3%A1%20R$%2063%20bilh%C3%B5es%20em%202012.aspx)>
- [16] MONTEIRO, F., SUEMITSU, L, “Brazil Pharma: An attractive play in a resilient sector” divulgação BTG actual
- [17] Relatório FOCUS, divulgação Banco Central do Brasil.
- [18] ROSENBERG, Gerson. Medicamentos genéricos no Brasil: um estudo sobre a característica da demanda. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/datacenterie/pdfs/seminarios/pesquisa/texto2306.pdf>>
- [19] BRASIL. Decreto-Lei n. 1.598, de 26 de dezembro de 1977. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/Decreto-Lei/Del1598.htm>>