

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL**

**ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO**

**DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

**ENZO SELIGMAN GRAZIOLI**

**AVALIAÇÃO DE UMA EMPRESA DO SETOR FARMACÊUTICO ATRAVÉS  
DO MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

**Porto Alegre**

**2021**

ENZO SELIGMAN GRAZIOLI

**AVALIAÇÃO DE UMA EMPRESA DO SETOR FARMACÊUTICO ATRAVÉS  
DO MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Administração apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Henrique Pinto Ramos

Porto Alegre

2021

ENZO SELIGMAN GRAZIOLI

**AVALIAÇÃO DE UMA EMPRESA DO SETOR FARMACÊUTICO ATRAVÉS  
DO MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Administração apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Aprovado em: Porto Alegre, 18 de novembro de 2021.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Henrique Pinto Ramos - UFRGS

---

Prof. Dra. Fernanda Maria Müller - UFRGS

## RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo fazer uma análise e valoração (*valuation*) por meio do método de Fluxo de Caixa Descontado de uma empresa farmacêutica do setor de saúde listada na bolsa de valores brasileira (B3). A empresa escolhida para tal foi o Grupo Dimed e sua rede de farmácias Panvel que, devido a sua predominância e forte expansão no Rio Grande do Sul, foi selecionada como objeto de análise. A partir do estudo buscou-se encontrar o valor intrínseco da companhia e compará-lo com o preço atual de negociação visando verificar se o ativo é um bom investimento, isto é, se há uma margem na diferença entre o valor intrínseco e o preço atual por ação. Concluiu-se que a empresa, apesar do crescimento sustentável e das boas perspectivas para o futuro, não parece ser um bom investimento no atual momento pois o preço de negociação encontra-se muito superior ao valor intrínseco, isto é, já inclui essas premissas não dando margem para ganhos do investidor.

**Palavras-chave:** *Valuation*. Fluxo de Caixa Descontado. Avaliação de Empresas. Análise Financeira. Dimed. Panvel.

## **ABSTRACT**

The present study aims to perform an analysis and valuation using the Discounted Cash Flow method of a pharmaceutical company in the healthcare sector listed on the Brazilian stock exchange (B3). The chosen company was Grupo Dimed and its Panvel pharmacy chain which, due to its dominant position and strong expansion in Rio Grande do Sul market, was selected as the object of analysis. From the study, we sought to find the company's intrinsic value and compare it with the current trading price to verify if the asset is a good investment, i.e., if there is a margin in the difference between the intrinsic value and the current market stock price. The conclusion was that despite its sustainable growth and good prospects for the future, the company does not seem to be a good investment at present because the trading price is much higher than its intrinsic value, i.e., it already includes these assumptions leaving no margin for investor's gains.

**Keywords:** Valuation. Discounted Cash Flows. Financial Analysis. Dimed. Panvel.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Evolução - Receita Bruta do Varejo (em milhões R\$).....	27
Figura 2 - Distribuição por Participação nos Negócios.....	28
Figura 3 - Market Share.....	29
Figura 4 - Mix de Vendas no Varejo.....	30
Figura 5 - Participação de Produtos Marca Própria nas Vendas.....	30
Figura 6 - Pilares de Crescimento.....	31
Figura 7 - Participação de Serviços.....	32
Figura 8 - Curva de Juros.....	36
Figura 9 - Prêmio pelo Risco.....	37

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 - Estrutura de Capital.....	35
Tabela 2 - Análise Período Histórico (2017 - 2020).....	40
Tabela 3 - Análise Período Projetado (2021 - 2025).....	40
Tabela 4 - Resultados.....	41
Tabela 5 - Análise de Sensibilidade.....	42

## SUMÁRIO

1.	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	10
1.1	DELIMITAÇÃO DO TEMA DE ESTUDO .....	11
1.2	JUSTIFICATIVA .....	13
1.3	OBJETIVOS .....	14
1.3.1	<b>Objetivo Geral</b> .....	14
1.3.2	<b>Objetivos Específicos</b> .....	14
2.	<b>REVISÃO TEÓRICA</b> .....	15
2.1	VALUATION E O MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	16
2.2	PROJEÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA FUTUROS E PERPETUIDADE	18
2.3	CUSTO DE CAPITAL .....	20
2.4	COEFICIENTE BETA .....	22
3.	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b> .....	24
4.	<b>ANÁLISE DA EMPRESA</b> .....	26
4.1	BREVE HISTÓRICO .....	26
4.2	A EMPRESA EM NÚMEROS .....	26
4.3	MODELO DE NEGÓCIOS .....	29
4.4	PILARES DE CRESCIMENTO .....	31
5.	<b>PROJEÇÕES E PREMISSAS PARA A DETERMINAÇÃO DO VALUATION</b> .....	35
5.1	ESTRUTURA DE CAPITAL .....	35
5.2	TAXA DE DESCONTO .....	35
5.2.1	<b>Taxa Livre de Risco</b> .....	36
5.2.2	<b>Beta</b> .....	36
5.2.3	<b>Prêmio pelo risco de mercado</b> .....	37
5.2.4	<b>Custo de Capital Próprio (<math>K_e</math>)</b> .....	37
5.2.5	<b>Custo de Capital de Terceiros (<math>K_i</math>)</b> .....	38
5.2.6	<b>Custo médio ponderado de capital (WACC)</b> .....	38
5.3	PREMISSAS PARA A MODELAGEM DO FLUXO DE CAIXA .....	38
5.4	ANÁLISE DE SENSIBILIDADE .....	41
6.	<b>CONCLUSÃO</b> .....	43
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	45
	<b>ANEXO A – BALANÇO PATRIMONIAL DIMED (2015 - 2020) - ATIVO</b> .....	48



<b>ANEXO B – BALANÇO PATRIMONIAL DIMED (2015 - 2020) - PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO.....</b>	<b>49</b>
<b>ANEXO C – DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO DIMED (2015 - 2020).....</b>	<b>51</b>

## 1. INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro no ano de 2020 passou por forte expansão devido à queda da taxa de juros da economia, a Selic, ao menor patamar histórico o que trouxe uma nova dinâmica e necessidade de reavaliação dos portfólios de investimentos, principalmente do investidor pessoa física. Essa mudança trouxe consigo a necessidade da busca por conhecimento sobre o mercado financeiro em geral e, dentre os assuntos mais relevantes, sobre o processo de avaliação dos ativos, visando a obtenção de margens de potencial ganho para a realização de investimentos.

Dos métodos disponíveis para a avaliação de ativos, o mais conhecido e amplamente utilizado é o método do fluxo de caixa descontado, objeto de estudo deste trabalho. Realizar a avaliação sob a ótica desta metodologia é uma tarefa laboriosa e ao mesmo tempo interessante na medida que contempla aspectos subjetivos inseridos nas variáveis que compõe o modelo quantitativo. Conforme Damodaran (2009) “a avaliação não é a ciência que alguns dos seus proponentes dizem ser, nem a busca objetiva por valor verdadeiro que os idealistas gostariam que se tornasse”. Ainda segundo Costa, Costa e Alvim (2011), “a valoração de empresas depende da leitura das expectativas e por isso não pode ser considerada uma ciência exata, mas sim uma mistura de ciência e arte”. Como descrito por Assaf Neto (2014, p.711), “a definição do valor de uma empresa é uma tarefa complexa, exigindo uma coerência e rigor conceituais na formulação do modelo de cálculo”. Dessa forma, acredita-se que o método de fluxo de caixa descontado seja o mais apropriado pelo seu maior rigor conceitual e coerência com a teoria moderna de finanças.

O presente trabalho busca estudar os meandros desse processo de avaliação através do método do fluxo de caixa descontado e utiliza como objeto o Grupo Dimed. Este estudo divide-se em 3 grandes partes: na primeira delas são apresentados a delimitação do tema, justificativa, objetivos e revisão da literatura acerca do assunto. Na segunda parte busca-se analisar a empresa e seus aspectos mais importantes e que influenciam seu valor de mercado. Na terceira parte encontram-se as premissas e projeções utilizadas no cálculo do valor intrínseco da companhia e as particularidades da metodologia do fluxo de caixa descontado.

## 1.1 DELIMITAÇÃO DO TEMA DE ESTUDO

O Brasil tem passado por diversas transformações na esfera econômica nos últimos anos, principalmente no que tange às políticas monetárias dos governos mais recentes em relação à taxa de juros referência no país, a Selic (Meta). Em um curto período essa taxa passou de altos patamares (14,25% ao ano) na reunião de 20/01/2016 do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil – COPOM, até o valor de 2,00% (ao ano) na reunião de 09/12/2020.

Com essa redução também houve uma mudança no perfil do investidor médio que antes buscava alocar seu capital em diversos produtos de renda fixa devido a expressiva rentabilidade nominal, porém com a taxa de juros mais baixa, procura investimentos em renda variável, como por exemplo, na Bolsa de Valores de São Paulo (B3)<sup>1</sup>. Esse fenômeno se expressa quando é analisado o número de investidores pessoas físicas cadastradas na B3, que aumentou em 92% no ano de 2020, chegando a 3,2 milhões de contas (CAUTI, 2021).

Com a elevação do número de investidores também ocorreu a crescente oferta de possibilidades de investimento em papéis de companhias na Bolsa. O volume negociado em Ofertas Públicas Iniciais (IPO)<sup>2</sup> no ano de 2016 foi R\$ 674.197.600,00 e passou a R\$ 43.778.125.379,00 em 2020, o que significa um expressivo aumento do interesse dos investidores em geral por ativos de renda variável. O Índice de referência deste mercado, o IBOVESPA, passou de uma mínima 37.046 (em janeiro de 2016) para uma máxima de mais de 125.000 pontos em janeiro de 2021, demonstrando uma apreciação de mais de 237% no período.<sup>3</sup>

Neste contexto, o investidor tende a procurar alocar seu capital em ativos de maior risco, como operando diretamente na compra e venda de ações das companhias listadas na B3, em busca de uma melhor remuneração do capital. Dessa forma se faz necessário um conhecimento maior sobre a mecânica de funcionamento das operações na Bolsa assim como as maneiras de verificação de preços dos ativos negociados.

---

<sup>1</sup> B3 - “Bolsa, Brasil, Balcão” é o nome da Bolsa de Valores de São Paulo. (Antiga BM&FBOVESPA).

<sup>2</sup> IPO – “*Initial Public Offering*” é quando a empresa abre o capital na bolsa de valores e emite ações pela primeira vez a serem negociadas pelos participantes do mercado.

<sup>3</sup> Fonte: ADVFN

Podemos definir o “risco” envolvido nesse tipo de investimento como a incerteza dos resultados do investimento dado a oscilação de preços aos quais estes ativos estão diariamente submetidos. De acordo com Kobori (2018), “risco” é a variabilidade dos retornos passados em comparação com o retorno esperado. É o conceito de desvio padrão, isto é, quanto o resultado se desviou da média esperada.

Para mitigar esse risco é imprescindível que o investidor tenha alguma forma de entender o que seria o preço justo de cada ativo em potencial para investimento. Conforme Damodaran (2009), um postulado do investimento seguro é que o investidor não pague mais do que realmente vale o ativo. Porém como é possível saber se uma ação de uma empresa da Bolsa está “cara” ou “barata”? Como saber o seu valor justo?

Para Costa, Costa e Alvim (2011) a avaliação de empresas consiste em uma tarefa das mais delicadas no âmbito das finanças empresariais devido a multiplicidade de modelos e fatores envolvidos na modelagem utilizada. O valor justo de uma ação é formado tanto por expectativas futuras de geração de benefícios econômicos quanto pela capacidade de crescimento e agregação de valor da empresa emissora (ASSAF NETO, 2014). Diversas são as metodologias utilizadas na tentativa de encontrar o valor justo das empresas, porém por melhor que seja o modelo utilizado, não se pode garantir que o resultado obtido é com certeza o valor justo, pois não há como comprovar que as premissas futuras utilizadas na modelagem serão confirmadas nos resultados reais (COSTA, COSTA e ALVIM, 2011).

Segundo Damodaran (2009), em termos gerais, existem três abordagens para avaliação de empresas. São elas a avaliação por fluxo de caixa descontado, avaliação relativa e avaliação de direitos contingentes. A primeira será objeto de atenção no presente trabalho:

- Avaliação por fluxo de caixa descontado: relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados referentes aquele ativo.

Essas metodologias buscam encontrar o valor justo (ou valor intrínseco) das empresas que, conforme Damodaran (2009, p.12), conceitua:

Seria o valor atribuído à empresa por um analista que dispusesse de todas as informações, e que não apenas estimasse com absoluta precisão os fluxos de caixa esperados, como atribuisse a eles a taxa de desconto adequada.

Como é sabido não ser possível munir-se da totalidade de informações disponíveis na hora da avaliação, há uma vertente de investidores denominada Escola Fundamentalista que se baseia no fato de que o mercado recebe as informações em momentos e em quantidades diferentes, portanto, de maneira assimétrica. Sendo assim, “os preços não refletem o valor justo das ações” (PÓVOA, 2012, p.7). O autor acrescenta que o objetivo da Escola Fundamentalista é reduzir a “imponderabilidade” natural no cálculo do valor de um ativo qualquer. Para alcançar tal objetivo, esta escola busca analisar também o ambiente socioeconômico e competitivo que a empresa está inserida além dos demonstrativos financeiros da companhia.

Utilizando as técnicas de *valuation* e as premissas da Escola Fundamentalista, o presente trabalho visa analisar uma empresa de capital aberto listada na B3, a Dimed (PNVL3) e a partir das informações encontradas e dos procedimentos metodológicos de avaliação utilizados, encontrar o preço justo deste ativo e analisar a relação desse preço justo com o preço de negociação dele no mercado.

## 1.2 JUSTIFICATIVA

“Conhecer o valor justo de uma oportunidade e o que o determina são pré-requisitos para uma decisão inteligente” (DAMODARAN, 2007, p.1.). Dessa forma, o presente trabalho visa compilar informações sobre o passado da empresa escolhida por meio da análise de indicadores de desempenho frequentemente utilizados pela ótica Fundamentalista, projetar cenários de resultados para essa empresa baseados em dados históricos somado a premissas sobre variáveis do futuro (exemplo: taxa de juros, crescimento do PIB do país, crescimento do setor onde as empresas estão inseridas, etc.) e encontrar o valor justo da companhia para justificar uma eventual decisão de investimento através da compra da ação da mesma.

Espera-se que a partir da divulgação do trabalho no seu formato digital em plataformas acadêmicas pertinentes, o conteúdo possa ser utilizado pelos mais diversos públicos como, por exemplo, estudantes do tema, investidores de forma geral, acionistas da empresa analisada, gestores de recursos ou aspirantes a profissões no mercado financeiro, e que estes públicos possam encontrar validade no presente trabalho como ferramenta auxiliar para embasar suas decisões de investimentos.

### 1.3 OBJETIVOS

#### **1.3.1 Objetivo Geral**

Estimar o valor da empresa de capital aberto listada na B3 – Dimed S.A. (PNVL3) utilizando o método do Fluxo de Caixa Descontado.

#### **1.3.2 Objetivos Específicos**

- a) analisar dados históricos financeiros e resultados de exercício da empresa;
- b) realizar projeções dos fluxos de caixa livres da empresa;
- c) calcular o valor intrínseco da empresa;
- d) comparar o valor justo encontrado com o valor negociado na atualidade;

## 2. REVISÃO TEÓRICA

A avaliação de ativos é um tema bastante presente na rotina da maioria das pessoas principalmente nos momentos que envolvem alguma potencial transação de compra ou venda. Porém essa relação com a avaliação ocorre mais intensamente quando é necessária a tomada de decisão sobre a aquisição do ativo que está sendo avaliado, seja ele uma fruta do feirante, um computador em uma loja, um imóvel na imobiliária ou uma ação de empresa listada na bolsa de valores. Quando avaliamos algo, dois pilares desse processo rapidamente veem a nossa mente: preço e valor.

Preço e valor são dois conceitos distintos e interrelacionados que estão intrinsicamente vinculados ao processo de avaliação. Conforme Póvoa (2012) o “valor” é, por definição, um conceito subjetivo que pode diferir significativamente em cada processo de valoração de acordo com o tipo de ativo analisado. Já o “preço” consiste em uma referência objetiva, representado simplesmente pelo ponto de encontro entre oferta e demanda por um bem ou serviço em determinado momento do tempo.

Como explicita Damodaran (2009) em sua obra, qualquer ativo pode ser avaliado, porém alguns são mais facilmente avaliados do que outros. Dessa forma avaliar uma empresa exigirá informações e métodos distintos, e seguirá um formato diverso daquele utilizado para se avaliar um imóvel, por exemplo. Na avaliação de empresas, Costa, Costa e Alvim (2011) alegam que qualquer uma, independentemente do setor e tamanho, poderá ser avaliada.

Apesar da existência de diversos modelos utilizados para avaliar empresas, existem apenas duas abordagens de avaliação: a intrínseca e a relativa. Na avaliação intrínseca, conforme Damodaran (2009), partimos de uma proposição simples: o valor intrínseco de um ativo é determinado pela geração de fluxos de caixa esperados pelo mesmo durante sua vida útil e pelo grau de incerteza associados a estes fluxos. Dessa forma ativos com fluxos de caixa altos e estáveis devem valer mais que ativos com fluxos de caixa baixos e voláteis. Já no caso da avaliação relativa, estima-se o valor do ativo na precificação de mercado de ativos semelhantes. Assim, ao determinar quanto pagar por um apartamento, por exemplo, verifica-se por quanto foram vendidas as outras unidades semelhantes no mesmo prédio ou pelo preço do metro quadrado na região do imóvel.

## 2.1 VALUATION E O MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

De acordo com Arsand (2019) o termo *valuation* é definido, de maneira ampla, pelo processo analítico para a determinação do valor de um ativo. Para Assaf Neto (2014) a premissa básica da avaliação é obter um valor justo que reflita o retorno esperado com base em projeções de desempenho futuro coerentes com a realidade do negócio avaliado. Póvoa (2012) define que, *valuation* trata-se da técnica de reduzir a subjetividade de algo que é subjetivo por natureza, neste caso, o valor do ativo.

No caso de empresas, vários métodos podem ser empregados para a realização desse processo de mensuração do valor, porém o foco deste trabalho será o método conhecido como Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Esta abordagem, segundo Damodaran (2009) é a base sobre a qual se constroem todas as demais metodologias e o cerne deste método é a regra do valor presente, onde o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros dele esperados. Copeland, Koller e Murrin (2020, p.55) argumentam que:

o valor intrínseco se baseia nos fluxos de caixa futuros ou no poder de ganhos da empresa. Isto significa, em essência, que os investidores estão pagando pelo desempenho que esperam obter da empresa no futuro, não por aquilo que ela fez no passado e, certamente, não pelo custo de seu ativo.

Para Brealey e Myers (2000) os fluxos de caixa são atualizados a uma taxa de desconto por dois motivos: porque o fluxo de caixa no presente vale mais que o mesmo fluxo de caixa no futuro, e segundo, porque um fluxo de caixa com risco mais elevado vale menos que o mesmo fluxo de caixa com risco mais baixo.

Para o cálculo do Fluxo de Caixa Descontado, temos a seguinte representação matemática na equação 1 e 2:

$$VP = \frac{FC_1}{(1+r)^1} + \frac{FC_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FC_n}{(1+r)^n} \quad (1)$$

$$VP = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^t} \quad (2)$$



onde:

VP = Valor Presente;  
 FC = fluxo de caixa;  
 r = taxa de desconto

Como descrito por Assaf Neto (2014) o fluxo de caixa pode ser calculado tanto para a empresa (Fluxo de Caixa Livre da Empresa – “FCLE”) como para o acionista (Fluxo de Caixa Livre do Acionista – “FCLA”), após o desconto de todas as despesas de capital (investimentos em capital fixo) e das necessidades de capital de giro. A taxa de desconto utilizada em cada avaliação é aplicada conforme o tipo de fluxo de caixa. Para o cálculo do FCLE utiliza-se o custo total de capital ponderado conforme a fonte de financiamento (WACC), conforme equação 3:

$$\text{Valor da Empresa } (V_o) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCLE}{(1 + WACC)^t} \quad (3)$$

Já o FCLA é trazido a valor presente pelo custo de capital próprio ( $K_e$ ), segundo equação 4:

$$\text{Valor do Patrimônio Líquido } (PL) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCLA}{(1 + K_e)^t} \quad (4)$$

Sendo assim, a avaliação através do método do Fluxo de Caixa Descontado envolve essencialmente as seguintes etapas:

- Projeções dos fluxos de caixa futuros;
- Definição da maturidade explícita da empresa (período previsível);
- Valor da perpetuidade (ou continuidade);
- Definição do custo de capital.

Assaf Neto (2014) afirma que o FCLE é a abordagem mais adotada na prática uma vez que considera nos fluxos de caixa todos os resultados de natureza operacional e na taxa de desconto os custos de capital próprios e de terceiros. É importante ressaltar, de acordo com Schmidt, Santos e Kloeckner (2006) que as seguintes condições devem existir quanto utilizado o modelo de FCLE de crescimento estável: a) a taxa de crescimento tem

que ser razoável relativamente à taxa de crescimento da economia; b) os desembolsos de capital e a depreciação têm que ser coerentes com as características de crescimento estável.

De acordo com Martelanc, Pasin e Cavalcante (2010, p.20):

[...] por meio da abordagem Fluxo de Caixa Livre da Empresa, o que se determina é a capacidade de geração de caixa proveniente das operações normais da empresa, ou seja, seu potencial de gerar riqueza em decorrência de suas características operacionais.

## 2.2 PROJEÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA FUTUROS E PERPETUIDADE

Para a realização da projeção dos fluxos de caixa futuros da companhia é necessária uma análise mais apurada dos principais indicadores da empresa, tais como receita líquida, custo dos produtos/serviços vendidos, despesas operacionais, entre outros, e seu comportamento em função do tempo. A partir dessa análise e da influência de variáveis macroeconômicas será possível o estabelecimento de premissas que nortearão as projeções dos números futuros da organização. Conforme pontua Assaf Neto (2014), estas projeções de desempenho futuro devem ser sempre coerentes com a realidade do negócio em avaliação. O autor segue (2014, p.179):

É importante acrescentar que a avaliação não se comporta como uma ciência exata, alguns pontos são controversos e exigem um pouco de opinião do analista. O valor é bastante sensível a julgamentos dos analistas. Um viés de percepção ou uma visão diferenciada dos resultados futuros esperados modifica o valor da empresa, muitas vezes de forma relevante.

Dentre as diversas premissas assumidas, uma delas, é que a empresa terá seu funcionamento continuado por um período indeterminado (salvo em casos de empresas com ciclo de vida finito, por exemplo, uma administradora de concessão de rodovias por um prazo predeterminado). Sendo assim é preciso realizar a projeção dos fluxos de caixa

para todo o período de vida da empresa. Porém, como é possível imaginar, a tarefa de projeção de caixa para períodos longos (exemplo: 30, 50, 75 anos) é bastante complexa e muitas vezes imprecisa devido a quantidade de variáveis envolvidas no longo espaço de tempo da projeção. Por essa razão, normalmente, as avaliações projetam fluxos de caixa para períodos de 5 a 10 anos (conhecido como período explícito) e, após esse período, calcula-se o valor terminal, também chamado de valor residual ou perpetuidade.

Conforme Martelanc, Pasin e Cavalcante (2010) existem três abordagens mais utilizadas para a determinação do valor da perpetuidade. A primeira apresenta-se como o valor presente de um fluxo de caixa perpétuo e uniforme. Esta abordagem é aplicada normalmente a empresas que atingiram sua capacidade máxima de produção e não pretendem expandi-la e a empresas que ocuparam toda a participação de mercado pretendida em mercados sem crescimento. Vale destacar que essa é a visão mais conservadora do valor terminal de uma empresa uma vez que desconsidera qualquer evolução futura do fluxo de caixa. A primeira abordagem é expressa pela formulação 5:

$$V = \frac{FC_{t+1}}{k} \quad (5)$$

onde:

$FC_{t+1}$  = Fluxo de Caixa do próximo período;

$k$  = Custo de Capital

A segunda abordagem o fluxo de caixa deverá, após a fase explícita, continuar crescendo a uma taxa expressa por  $g$ , em geral equivalente a taxa de crescimento da economia. Existem empresas que possuem essa taxa de crescimento mais elevada, por vezes maior que o custo de capital, porém esse crescimento excepcional não pode ser sustentado por um longo período sob pena de a empresa se tornar na perpetuidade maior que o PIB do próprio país, o que, evidentemente, não é realista. Esta abordagem é expressa da seguinte forma (expressão 6):

$$V = \frac{FC_{t+1}}{k - g} \quad (6)$$

onde:

$FC_{t+1}$  = Fluxo de Caixa do próximo período;

$k$  = Custo de Capital;

$g$  = crescimento do fluxo de caixa

A terceira é considerada a abordagem mais completa, mesmo que raramente utilizada, onde o fluxo de caixa livre para a empresa é substituído pelo NOPAT. Como este inclui a depreciação, considerada equivalente aos gastos de capital necessários para a reposição do imobilizado depreciado, ele é um fluxo de caixa gerado pela empresa que não cresce, mas não entra em decadência pela depreciação dos seus ativos. Dessa forma, a expansão da empresa passa a ser definida por duas variáveis: a taxa  $g$  de crescimento do NOPAT e a rentabilidade  $r$  dos investimentos necessários para que  $g$  possa existir; e é expressa conforme equação 7:

$$V = \frac{Nopat_{t+1}}{k - g} 1 - (g/r) \quad (7)$$

onde:

$Nopat_{t+1}$  = Nopat do próximo período;

$k$  = Custo de Capital;

$g$  = crescimento do fluxo de caixa

$r$  = rentabilidade dos investimentos futuros

O NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) é um indicador financeiro que, como o próprio nome já explicita, apresenta o lucro operacional líquido depois dos impostos e pode ser calculado pelo EBIT (*earnings before interest and taxes* ou “Resultado antes do resultado financeiro e dos tributos”) descontado dos impostos, conforme expressão 8:

$$NOPAT = EBIT * (1 - \text{alíquota de IR/CSLL}) \quad (8)$$

### 2.3 CUSTO DE CAPITAL

Para cada um dos fluxos de caixa utilizados há uma taxa de desconto aplicada, sendo que para FCLE utilizamos o Custo Médio Ponderado de Capital (“WACC” do inglês *Weighted Average Cost of Capital*), representado pela formulação 9:

$$WACC = \left( K_e \times \frac{PL}{P + PL} \right) + [K_i \times (1 - IR) \times \frac{P}{P + PL}] \quad (9)$$

onde:

WACC = custo total de capital (custo médio ponderado de capital);

$K_e$  = custo de oportunidade do capital próprio. Taxa mínima de retorno exigida pelos acionistas considerando o risco do capital investido;

$K_i$  = custo explícito de capital de terceiros (dívidas onerosas);

$IR$  = alíquota de imposto de renda;

$P$  = capital oneroso de terceiros (passivos com juros) a valor de mercado;

$PL$  = capital próprio a valor de mercado: quantidade de ações emitidas  $\times$  preço (cotação) de mercado de cada ação;

$P+PL$  = total do capital investido na empresa a valor de mercado;

$\frac{P}{P+PL}$  = participação do capital de terceiros onerosos no montante investido no negócio;

$\frac{PL}{P+PL}$  = participação do capital próprio (patrimônio líquido) no total investido no negócio.

O Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) representa a taxa mínima de atratividade dos proprietários de capital, tanto credores como acionistas, em seus investimentos. Isto é, o retorno mínimo que todos os investidores esperam receber de forma a remunerar o custo de oportunidade destes recursos aplicados. O custo de oportunidade é uma comparação entre alternativas de investimento com riscos semelhante. Por exemplo, quanto um investidor deixou de ganhar por ter aplicado seu capital em um ativo ao invés de outro, ambos admitidos com risco similar.

O custo de capital de terceiros, ou custo da dívida ( $K_i$ ), equivale ao custo atual que uma empresa incorre ao obter empréstimos e financiamentos no mercado, como caracteriza Assaf Neto (2014). Ele envolve basicamente empréstimos e financiamentos captados pela companhia em moeda nacional e estrangeira sendo recomendado que essa taxa seja sempre atualizada para a realidade corrente do mercado, evitando-se trabalhar com médias passadas para exprimir custos atuais. O cálculo do  $K_i$  pode ser expresso conforme equação 10:

$$K_i = \frac{Despesas\ Financeiras_t * (1 - IR)}{\frac{Passivo\ Oneroso_{t-1} + Passivo\ Oneroso_t}{2}} \quad (10)$$

Já para o Fluxo de Caixa Livre do Acionista, usamos a taxa mínima de atratividade ( $K_e$ ) que segundo Assaf Neto (2014) pode ser definida como uma medida implícita que revela as expectativas de retorno dos recursos próprios investidos na empresa, sendo calculada com base na taxa de juros de mercado e no risco. Para calcularmos este custo de capital próprio ( $K_e$ ) utilizaremos o modelo de precificação de ativos CAPM (*Capital Assets Pricing Model*), o qual a formulação matemática é expressa conforme expressão 11:

$$K_e = R_F + \beta [R_M - R_F] \quad (11)$$

onde:

$K_e$  = custo de oportunidade do capital próprio;

$R_F$  = taxa de juros livre de risco;

$\beta$  = coeficiente beta da ação;

$R_M$  = retorno da carteira de mercado;

$R_M - R_F$  = prêmio pelo risco de mercado;

$\beta \times (R_M - R_F)$  = prêmio pelo risco do ativo.

A taxa de juros classificada como livre de risco é aquela que, segundo Assaf Neto (2014), o investidor tem certeza de que receberá o principal aplicado, mais os juros prometidos, exatamente na data de vencimento acordada. Damodaran (2009) expressa da seguinte forma: “um ativo é considerado livre de risco se seu retorno esperado for líquido e certo dentro do período de tempo da análise”.

## 2.4 COEFICIENTE BETA

O beta ( $\beta$ ), conforme Ross et al. (2015), é o coeficiente que nos diz quanto risco sistemático determinado ativo tem em relação a um ativo médio ou índice de mercado.

Para empresas listadas em bolsa de valores e que tenham um volume expressivo de negociações, o beta é calculado com a regressão linear de seus retornos por período com relação ao índice de mercado selecionado, no caso, o Ibovespa.

A equação 12 mostra o cálculo do beta:

$$\beta_j = \frac{COV(R_j, R_m)}{\sigma^2(R_m)} \quad (12)$$

onde:

$\beta_j$  = beta do ativo j;

$COV(R_j - R_m)$  = covariância entre os retornos do ativo j e a carteira de mercado;

$\sigma^2(R_m)$  = variância dos retornos da carteira de mercado;

Esse risco do ativo ( $\beta_j$ ), como caracteriza Gitman (2010), também conhecido como *risco sistemático* ou *não diversificável* é atribuído a fatores de mercado que afetam todas as empresas não podendo ser eliminado por meio da diversificação de ativos na composição de uma carteira. Por exemplo guerras, inflação, eventos políticos. Em contrapartida há também o risco *não sistemático* ou *diversificável* que representa parcela do risco de um ativo associada a causas aleatórias que podem ser eliminadas por meio da diversificação, tais como greves, processos judiciais, regulamentação, perda de uma conta importante.

### 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para que seja possível alcançar os objetivos do presente trabalho faz-se necessária coleta e posterior análise de informações financeiras e operacionais da companhia em questão. Conforme a Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, as empresas possuem a obrigatoriedade da divulgação de seus documentos contábeis periodicamente, tais como: balanço patrimonial, demonstração dos lucros e prejuízos acumulados, demonstração do resultado do exercício, demonstração do fluxo de caixa e, se companhia aberta, demonstração do valor adicionado.

As companhias de capital aberto listadas na Bolsa de Valores dedicam um website especificamente para a divulgação destas informações. Encontrar estes sites é possível através de uma busca no site do Google, por exemplo, pelo nome da empresa somado à “Relações com Investidores” ou a sigla “RI”. Uma vez encontrado o site de relação com investidores das companhias deve-se buscar a seção com nomenclatura de “Informações Financeiras”; “Dados Financeiros” ou similar (o nome pode variar de empresa para empresa). Alguns sites de RI disponibilizam planilhas eletrônicas onde os dados já se encontram tabulados e organizados conforme as normas contábeis de cada demonstrativo. Para a análise destes dados é necessária a tabulação das informações utilizando uma planilha eletrônica, pois através de referências diretas às células da planilha nas fórmulas do programa evita-se possíveis erros de cálculos numéricos.

Somado as informações específicas das empresas, é necessário também alguns dados macroeconômicos para que sejam realizadas as projeções de resultados das companhias, as quais, dependem de premissas como Produto Interno Bruto (PIB) do País e expectativa de inflação (Índice Geral de Preços ao Consumidos Amplo – IPCA) para os anos projetados. Tais informações poderão ser encontrados através uma busca no Google pelas palavras “Banco Central Expectativa” onde será possível, no site do Banco Central do Brasil, consultar as projeções para o PIB e para o IPCA.

Uma vez compilados e organizados em planilhas eletrônicas as informações procedentes dos Balanços Patrimoniais (BP), Demonstrativos de Resultado do Exercício (DRE) e Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC), aplicar-se-á a técnica do Fluxo de Caixa Descontado para projeção dos fluxos de caixas futuros da companhia. A partir destes resultados e aplicando os descontos propostos na metodologia, será gerado um



valor presente destes fluxos para cada ano da projeção que, se somados, resultará no valor justo da empresa. Deste resultado subtrai-se o valor da dívida e assim chega-se ao valor do equity que, dividindo-se pela quantidade de ações disponibilizadas pela mesma, pode-se obter o valor por ação.

Para a comparação do valor justo encontrado utilizando-se a metodologia do fluxo de caixa descontado ao valor das ações negociados na atualidade, será necessário buscar o valor da ação na data desejada a se realizar a comparação. Este valor é possível obter-se de diversas formas, por exemplo: no próprio site de relação com investidores das empresas; digitando-se o *ticker*<sup>4</sup> da empresa no Google; e através do *home broker*<sup>5</sup> de corretoras de valores ou sites especializados na temática.

---

<sup>4</sup> PNLV3 para a empresa Dimed.

<sup>5</sup> Plataforma de negociação de ativos da corretora de valores.

## 4. ANÁLISE DA EMPRESA

### 4.1 BREVE HISTÓRICO

O Grupo Dimed, conforme informações divulgadas em seus formulários de referência e *releases* de resultados no site de relação com investidores, atua no mercado por meio de três negócios: a rede de farmácias Panvel, a distribuidora de medicamentos e perfumaria Dimed e o laboratório Lifar. A Dimed foi criada em 1967 quando as duas maiores redes de farmácia do Rio Grande do Sul, Panitz e Velgos, se reuniram em uma *joint venture*, fundando uma central de compras e um sistema logístico para atender ambas as redes, além de outros clientes da região. Atualmente é uma das principais distribuidoras de medicamentos do Brasil, com atuação em São Paulo, Paraná, Santa Catarina e, predominantemente, no Rio Grande do Sul. Em 1969 acontece a união dos laboratórios Sanitas (da rede Velgos) funde-se com o laboratório Lifar (da rede Panitz) dando origem ao atual Laboratório Lifar responsável pela fabricação de grande parte dos produtos da marca atualmente. No ano de 1989 a empresa lança a marca Panvel para utilizar na comercialização dos produtos e nomear as farmácias de rede.

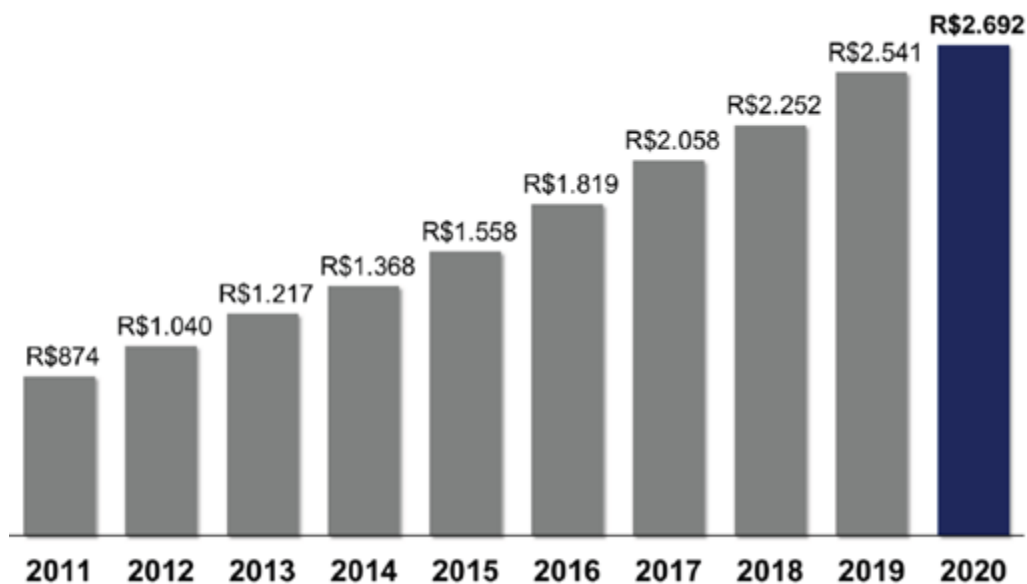
### 4.2 A EMPRESA EM NÚMEROS

A rede de farmácias Panvel possui mais de 15 mil itens à venda nas 494 lojas distribuídas em mais de 100 cidades diferentes pelo sul do Brasil, sendo 357 no Rio Grande do Sul, 56 lojas em Santa Catarina, 75 no Paraná e 6 no estado de São Paulo. Para abastecimento das lojas que atendem mais de 29 milhões de clientes ao ano, a empresa conta com dois centros de distribuição nas cidades de Eldorado do Sul (RS) e São José dos Pinhais (PR) que totalizam mais de 22.000m<sup>2</sup> de capacidade de armazenamento, além de 8 mini centros de distribuição em localizações estratégicas nos 4 estados.

A receita bruta de cada segmento de negócio do grupo no ano de 2020 foi R\$ 2,6 bilhões para a Rede Panvel (89,05%), R\$ 278,6 milhões para a Dimed (9,53%) e o

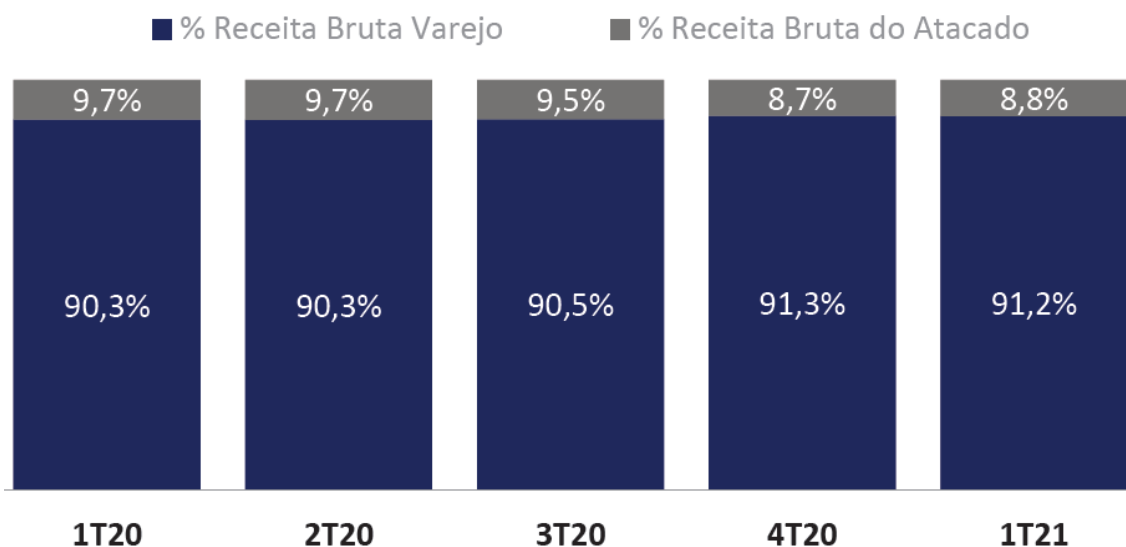
Laboratório Lifar foi responsável por R\$ 41,4 milhões (1,42%). A figura 1 expressa a evolução da receita bruta do varejo ao longo dos anos.

**Figura 1 - Evolução - Receita Bruta do Varejo (em milhões R\$)**



Fonte: Formulário de Referência Dimed (2021).

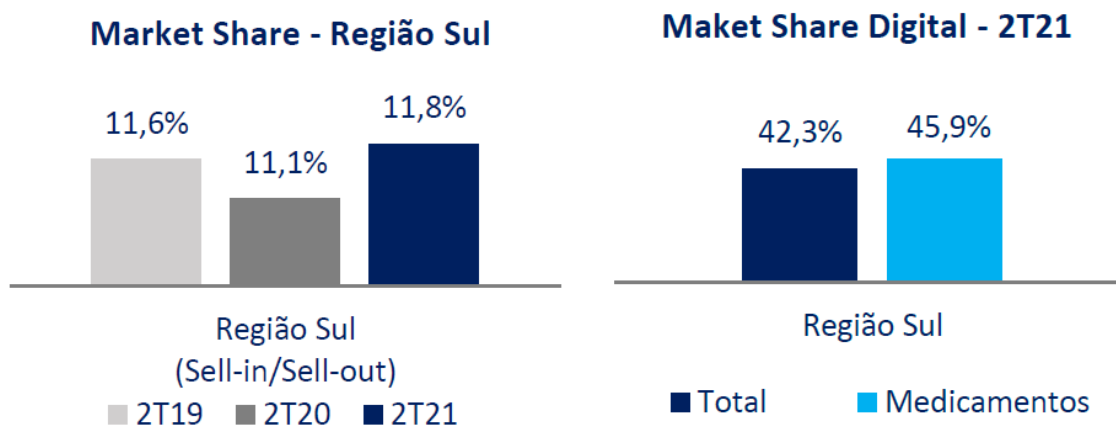
As atividades de varejo do Grupo foram responsáveis por 91,48% das receitas líquidas de 2020 e as de atacado por 8,52%. A figura 2 mostra esta distribuição nos trimestres mais recentes.

**Figura 2 - Distribuição por Participação nos Negócios**

Fonte: Formulário de Referência Dimed (2021).

No segundo trimestre de 2021 a Panvel alcançou uma participação de mercado (*market share*) na Região Sul do Brasil da ordem de 11,8%, uma evolução de 0,7 pontos percentuais (p.p.) sobre o mesmo período do ano anterior, e de 0,2 p.p. em relação ao segundo trimestre de 2019, com crescimento em todos os Estados da Região Sul. Importante destacar também a manutenção de um elevado *market share* nas vendas *online* na Região Sul alcançando participação de 42,3% no mercado total e 45,9% na venda de medicamentos, conforme figura 3.

**Figura 3 - Market Share**



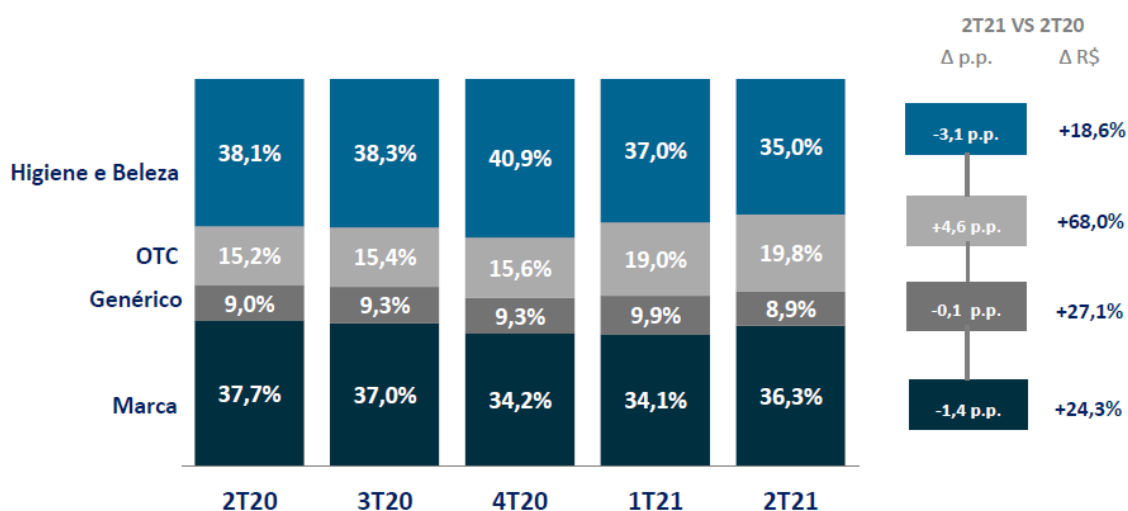
\**Sell-in / sell-out = vendas dos distribuidores somada às vendas do varejo*

Fonte: *Release Dimed - Panvel - 2T21 (2021)*.

#### 4.3 MODELO DE NEGÓCIOS

A rede de farmácias Panvel, principal segmento de negócios do grupo, gera receita por meio da comercialização de medicamentos de marca, medicamentos genéricos, produtos de venda livre (“OTC” – *over-the-counter*, em tradução livre “sobre o balcão”), e não-medicamentos (produtos de higiene pessoal, cosméticos e dermocosméticos). Além destes a companhia aumentou recentemente sua participação no mercado de medicamentos especiais, que são medicamentos de alto valor, utilizados em tratamentos complexos e de alto custo, tais como os de fertilidade, câncer, neurologia e endocrinologia. Na figura 4 é possível visualizar a distribuição do mix de produtos na geração de receita da empresa.

**Figura 4 - Mix de Vendas no Varejo**



Fonte: Release Dimed - Panvel - 2T21 (2021).

A venda de produtos marca própria Panvel, conhecidos como *Private Label*, é um dos pilares de crescimento da empresa devido a sua operação de alta rentabilidade e considerável crescimento nos últimos 10 anos, tendo apresentado um CAGR (*Compound annual growth rate*, ou taxa de crescimento anual composta) de 17% no período. A participação destes produtos nas vendas cresceu no 2T21 48,3% em relação ao segundo trimestre de 2020 representando 7,4% do total das vendas do Varejo, e 19,4% do total das vendas de produtos de Higiene e Beleza (HB), conforme figura 5.

**Figura 5 - Participação de Produtos Marca Própria nas Vendas**



Fonte: Release Dimed - Panvel - 2T21 (2021).

#### 4.4 PILARES DE CRESCIMENTO

A Companhia possui sete pilares estratégicos de crescimento sustentável para os próximos anos, são eles, conforme figura 6:

**Figura 6 - Pilares de Crescimento**

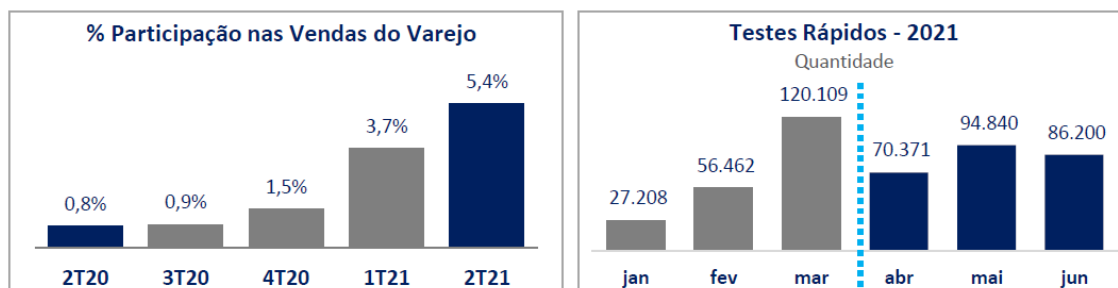


Fonte: Formulário de Referência Dimed (2021).

- 1) Digital – As vendas online da Panvel têm sido um dos destaques operacionais da empresa nos últimos anos graças a maturidade das suas plataformas digitais bem como o forte *know how* da equipe de operação desse segmento. Analisando a performance do *Digital* no 2T21 pode-se verificar a manutenção de um elevado *share* nas vendas do varejo, atingindo uma participação de 16,1% e crescimento de 0,8 p.p. sobre 1T21.
- 2) Ecossistema de Saúde - Visando ampliar a gama de produtos e serviços a empresa criou o Panvel *Clinic*, presente em 286 lojas da rede, onde oferta serviços farmacêuticos como: vacinação, verificação de glicemia capilar, verificação de pressão, aplicação de medicamentos injetáveis, consultas para acompanhamento de tratamentos, consultas para programa de perda de peso, programa para parar de fumar, além de ter incorporado ao seu portfólio de serviços a aplicação de testes de Covid-19 através de parceiros e realizados nas salas *clinic*, entre outros procedimentos. Atualmente a Companhia conta com 64 salas de vacinação, além de mais de 251 salas de testagem de Covid-19 (testes rápidos) nos 4 Estados que atua, com destaque para a aplicação de mais de 120 mil doses de vacinas em 2T21.

A figura 7 mostra a participação de Serviços nas vendas do varejo e a quantidade de testes rápidos aplicados em 2021.

**Figura 7 - Participação de Serviços**



Fonte: Release Dimed - Panvel - 2T21 (2021).

- 3) Gerenciamento de Relacionamento com o Cliente e Análise de Dados - A estratégia de digitalização das operações da Companhia tem como base o gerenciamento de relacionamento com o cliente (CRM - *customer relationship management*) e análise de dados. Utilizando diversas fontes de informações, a Companhia é capaz de identificar padrões de comportamentos de seus clientes e, conseqüentemente, desenvolver campanhas de marketing, realizar ofertas de produtos personalizadas e direcionadas para seu público-alvo visando maiores volumes de vendas, menor *churn* e aumento da fidelização dos clientes. Grande parte desta maior fidelização é resultado da aplicação desta inteligência analítica no programa Bem Panvel, que, em dezembro de 2020, possuía mais de 10 milhões de clientes e elevada recorrência de compras.
  
- 4) Expansão das lojas físicas - A estratégia expansão de lojas físicas tem como foco principal a região Sul visando o aumento da presença da Panvel nos locais em que atua. Para tal, a Companhia se baseia em uma metodologia proprietária chamada *Relative Market Share* (RMS), por meio da qual realiza pesquisas aprofundadas em nível de cidade. Adicionalmente, a Companhia busca por localizações que proporcionem alta rentabilidade e que sejam próximas às áreas de influência de lojas já maduras, facilitando penetração, com a maioria das lojas atingindo



*breakeven* (ponto de equilíbrio) no primeiro ano de funcionamento. Mais especificamente, para a abertura de novas lojas, a Companhia se baseia em *key performance indicators* (KPIs) selecionados:

- formato de loja adaptado para a classe econômica alvo;
- análise demográfica e percentual de verticalização;
- potencial margem de contribuição;
- força da marca na região;
- benchmark com regiões semelhantes em outras cidades ou outras lojas semelhantes da região;
- análise de potencial retorno e do retorno sobre o capital investido (ROIC);
- possibilidade de fazer *built-to-suit*.

A Companhia ainda analisa o grau de participação de suas lojas na região alvo, buscando aumentar sua atual força nas regiões de atuação.

5) Produtos Panvel - A divisão de marcas próprias da Panvel vem ganhando representatividade nas vendas totais da Panvel, partindo de 6,3% no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2018 para 6,5% no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2019, e atingindo 7,3% no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2020, tendo atingido do total de vendas no período de três meses findo em 31 de março de 2021 a participação de 8,1%. Atualmente, os produtos de marca Panvel são divididos em quatro categorias principais:

- Infantil;
- Beleza e Bem-Estar;
- Saúde; e
- Cuidado Básico.

Destaque para alta participação na venda de produtos marca Panvel dentro de Higiene e Beleza, a qual alcançou R\$ 156 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro

de 2019 (16,7% das vendas de HB), R\$ 178 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2020 (17,2% das vendas de HB) e atingindo R\$ 53,4 milhões (19,8% das vendas de HB) no período de três meses findo em 31 de março de 2021.

A Lifar é responsável pela fabricação de aproximadamente 30% dos produtos da marca própria da Panvel, com o restante sendo fornecido por laboratórios terceiros.

- 6) Logística - A Panvel consegue viabilizar a entrega em até 2 horas em todas as cidades em que está presente e 31% dessas entregas são realizadas em até 1 hora (2T21). Isso é possível através das suas 126 lojas híbridas e 8 mini centros de distribuição (*dark stores*) espalhados pela Região Sul. No 2T21 foi possível a realização de 595,3 mil entregas, isto é, um crescimento de 4,7% com relação a 2T20. Dessas entregas a empresa conseguiu manter 97% dentro do prazo estipulado. Os minicentros de distribuição são lojas com mais de 1.000 m<sup>2</sup> adaptadas para operarem como hubs de entrega e de apoio de estoque para as demais lojas.
  
- 7) ESG (*Environmental, Social and Governance*) – A partir do lançamento da Plataforma ESG do Grupo Dimed, o Todos Bem, foram definidos objetivos e metas ESG alinhadas ao propósito e aos valores da Companhia, que são promover saúde e bem-estar de forma sustentável, bem como aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável definidos pela Organização das Nações Unidas,

## 5. PROJEÇÕES E PREMISSAS PARA A DETERMINAÇÃO DO VALUATION

A avaliação da Panvel será realizada com base nos dados de fechamento do ano de 2020, utilizando os dados do primeiro e segundo trimestres de 2021 já divulgados somente para auxílio na formulação das premissas. As premissas utilizadas na projeção de crescimento são baseadas nos dados históricos da empresa, disponíveis para consulta nos Anexos A, B e C. A projeção do fluxo de caixa foi estimada até o ano de 2025 para o período explícito.

### 5.1 ESTRUTURA DE CAPITAL

A estrutura de capital da empresa pode ser relacionada da seguinte forma: Um total de R\$ 2.555.585.698,00 divididos em 74,45% de capital próprio (considerando o preço de fechamento da ação em 26/10/2021 de R\$ 12,56 e multiplicado pelas 151.480.390 ações em circulação) e 25,55% de capital de terceiros, onde os empréstimos e financiamentos foram considerados pelo seu valor contábil, conforme Tabela 1.

**Tabela 1 - Estrutura de Capital**

Conta	Descrição	R\$ mil	%	Fonte
2.01.04	Empréstimos e Financiamentos CP	161.402	25,55%	3ºS
2.02.01	Empréstimos e Financiamentos LP	491.590		
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	1.902.593	74,45%	Próprio
	SOMA	2.555.585		

Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

### 5.2 TAXA DE DESCONTO

Para o cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC) a ser utilizado como taxa de desconto, usaremos o modelo CAPM para obtenção do custo de capital próprio.

## 5.2.1 Taxa Livre de Risco

Como taxa livre de risco para o cálculo do CAPM foi utilizado o último vértice da curva de juros pré (2646 dias ou 9 anos) que aponta um valor de 12,06%, conforme figura 8.

Figura 8 - Curva de Juros



Fonte: ANBIMA (2021).

## 5.2.2 Beta

Para encontrar o beta a ser utilizado no cálculo do CAPM utilizou-se os dados históricos das variações dos retornos mensais do ativo e do Ibovespa<sup>6</sup> desde março de 2000 até o mês de outubro de 2021, e calculado conforme expressão 13:

<sup>6</sup> Retirados do site Yahoo Finance.

$$\beta_j = \frac{COV(R_j, R_m)}{\sigma^2(R_m)} = \frac{0,001939748}{0,005126158} = 0,3784 \quad (13)$$

### 5.2.3 Prêmio pelo risco de mercado

O prêmio pelo risco de mercado ( $R_m - R_f$ ) foi definido a partir dos dados apresentados no website do NEFIN<sup>7</sup> e será utilizado para a formulação o valor de 7,20% para 5 anos, de acordo com figura 9.

**Figura 9 - Prêmio pelo Risco**

Risk Factors*	6 months	1 year	5 years	Full sample
Rm-Rf	-10.53%	14.27%	7.20%	1.84%
SMB	14.67%	5.73%	3.88%	-1.14%
HML	3.31%	6.52%	8.36%	5.11%
WML	36.92%	24.90%	17.23%	14.01%
IML	24.49%	17.09%	9.68%	0.89%
Risk-Free	4.41%	3.17%	6.02%	11.69%

\*Annualized returns up to 09.30.2021

Fonte: NEFIN (2021).

### 5.2.4 Custo de Capital Próprio ( $K_e$ )

Utilizando os valores encontrados para as variáveis da fórmula do CAPM é possível calcular o custo de capital próprio da seguinte maneira, conforme equações 14 e 15:

$$K_e = R_F + \beta[R_M - R_F] \quad (14)$$

$$K_e = 12,06\% + 0,3784 \times 7,20\% = 14,79\% \quad (15)$$

<sup>7</sup> Núcleo de Pesquisa em Economia Financeira. FEA - USP

### 5.2.5 Custo de Capital de Terceiros ( $K_i$ )

O custo de capital de terceiros, ou custo da dívida ( $K_i$ ), é calculado através das despesas financeiras de 2020, a alíquota média de IR dos últimos 3 anos<sup>8</sup> e o passivo oneroso médio entre 2019 e 2020, conforme equações 16 e 17.

$$K_i = \frac{\text{Despesas Financeiras 2020} * (1 - \text{IR médio últimos 3 anos})}{\frac{\text{Passivo Oneroso 2019} + \text{Passivo Oneroso 2020}}{2}} \quad (16)$$

$$K_i = \frac{57.037 * (1 - 17,77\%)}{579.198} = 8,10\% \quad (17)$$

### 5.2.6 Custo médio ponderado de capital (WACC)

O custo médio ponderado de capital (WACC) da empresa é calculado pela ponderação entre a participação de capital próprio pelo seu custo somado ao percentual de capital de terceiros multiplicado pelo custo de capital de terceiros e o benefício tributário, conforme expressão 18 e 19:

$$WACC = \left( K_e \times \frac{PL}{P + PL} \right) + [K_i \times (1 - IR) \times \frac{P}{P + PL}] \quad (18)$$

$$WACC = (14,79\% \times 74,45\%) + [8,10\% \times (1 - 17,77\%) \times 25,55\%] = 12,71\% \quad (19)$$

## 5.3 PREMISSAS PARA A MODELAGEM DO FLUXO DE CAIXA

Analisando o histórico de desempenho da receita líquida da empresa entre os anos de 2015 e 2019 chegou-se a um CAGR de 8,23% que foi utilizado como constante de crescimento da receita líquida para os anos projetados. Optou-se por não considerar o ano

<sup>8</sup> Optou-se por utilizar a média da alíquota de IR (2018, 2019 e 2020) na tentativa de eliminar eventos não recorrentes.

de 2020 nesta análise devido ao impacto dos *lockdowns* ocorridos no ano em função da pandemia do Covid-19 e fechamento das lojas da rede em shoppings centers<sup>9</sup>.

Para o custo das mercadorias vendidas (CMV) considerou-se que a margem de 70,55%<sup>10</sup> sobre a receita líquida será mantida no período projetado. Esta mesma métrica foi utilizada para a projeção das despesas operacionais onde conservou-se a margem de 2017 a 2020 de 25,35% das receitas líquidas.

Para a depreciação projetada, utilizou-se a média entre os anos de 2018 e 2020 de 1,18% da receita líquida; semelhante a alíquota de imposto projetada de 17,77% (média entre 2018 e 2020). A necessidade de capital de giro (NCG) foi calculada a partir da subtração do passivo circulante operacional em relação ao ativo circulante operacional. A partir daí foi calculado o ciclo financeiro dividindo-se a NCG pela receita líquida do período e multiplicando-se o resultado por 360. Para a NCG do período projetado multiplicou-se a média dos últimos 3 anos do ciclo financeiro, isto é, 55 dias, multiplicado pela receita líquida e dividido o resultado por 360, conforme Vieira (2005, p. 81).

A premissa do CAPEX foi um multiplicador com relação à depreciação em linha com a média histórica apresentada nos últimos 4 anos. Nesse sentido, a empresa reinveste 196% da depreciação no período projetado.

Para o crescimento na perpetuidade optou-se por considerar o valor de  $g$  igual a inflação projetada para o período da taxa livre de risco, isto é, 2646 dias que aponta um valor de 6,32%<sup>11</sup>. Dessa forma considera-se um crescimento nulo pois se igualaria a inflação projetada para o período. Além disso, segundo uma premissa mais conservadora e de acordo com Serra e Wickert (2019), optou-se por igualar o CAPEX do último ano à depreciação representando um crescimento zero na perpetuidade, isto é, assumindo que no período terminal o retorno dos novos investimentos será igual ao custo de capital.

Sendo assim, na Tabela 2 é apresentada a análise do período histórico de 2017 a 2020 com os dados utilizados como insumos das projeções.

---

<sup>9</sup> As lojas em shoppings, hospitais, supermercados, postos de combustível e universidades representam aproximadamente 22% do total.

<sup>10</sup> Média entre os anos de 2017 e 2020.

<sup>11</sup> Conforme [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/curvas-de-juros-fechamento.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/curvas-de-juros-fechamento.htm)

**Tabela 2 - Análise Período Histórico (2017 - 2020) (Em R\$ mil)**

	2017	2018	2019	2020
<b>Receita Líquida</b>	<b>2.258.246</b>	<b>2.432.246</b>	<b>2.724.680</b>	<b>2.819.110</b>
Custo das mercadorias vendidas	(1.593.059)	(1.716.252)	(1.915.767)	(1.995.415)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>665.187</b>	<b>715.994</b>	<b>808.913</b>	<b>823.695</b>
Despesas Operacionais	(571.265)	(604.378)	(689.143)	(731.536)
<b>EBIT</b>	<b>93.922</b>	<b>111.616</b>	<b>119.770</b>	<b>92.159</b>
Depreciação	24.026	28.127	31.535	34.644
Depreciação (% Rec. Líquida)	1,06%	1,16%	1,16%	1,23%
<b>Lucro antes do IR e contribuição social e das participações</b>	<b>73.945</b>	<b>92.621</b>	<b>80.841</b>	<b>53.304</b>
Imposto de renda e contribuição social	(14.147)	(17.639)	(4.086)	2.847
% Imposto de renda e contribuição social	19,13%	19,04%	17,76%	16,50%
<b>Lucro líquido do exercício</b>	<b>59.798</b>	<b>74.982</b>	<b>76.755</b>	<b>56.151</b>
<b>Lucro Líquido Operacional (NOPAT)</b>	<b>75.953</b>	<b>90.360</b>	<b>98.499</b>	<b>76.956</b>
(+) Depreciação/Amortização	24.026	28.127	31.535	34.644
(=) Fluxo de Caixa Operacional	99.979	118.487	130.034	111.600
(-) CAPEX	42.679	54.357	53.369	84.556
(-) ΔNCG		10.709	73.928	81.121
<b>(=) Fluxo de Caixa Livre da Empresa</b>	<b>57.299</b>	<b>53.420</b>	<b>2.737 -</b>	<b>54.077</b>

Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Na Tabela 3 encontra-se o período projetado de 2021 a 2025 e o cálculo da perpetuidade, a qual é trazida a valor presente em conjunto com o ano de 2025.

**Tabela 3 - Análise Período Projetado (2021 - 2025) (Em R\$ mil)**

	1	2	3	4	5	Perpetuidade
	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
<b>Receita Líquida</b>	<b>3.051.016</b>	<b>3.301.999</b>	<b>3.573.628</b>	<b>3.867.602</b>	<b>4.185.758</b>	
Custo das mercadorias vendidas	(2.152.491)	(2.329.559)	(2.521.193)	(2.728.592)	(2.953.051)	
<b>Lucro Bruto</b>	<b>898.525</b>	<b>972.439</b>	<b>1.052.434</b>	<b>1.139.010</b>	<b>1.232.707</b>	
Despesas Operacionais	(773.337)	(836.953)	(905.803)	(980.316)	(1.060.958)	
<b>EBIT</b>	<b>125.188</b>	<b>135.486</b>	<b>146.632</b>	<b>158.694</b>	<b>171.748</b>	
Depreciação	36.029	38.993	42.201	45.673	49.430	
Depreciação (% Rec. Líquida)	1,18%	1,18%	1,18%	1,18%	1,18%	
<b>Lucro antes do IR e contribuição social e das participações</b>	<b>125.188</b>	<b>135.486</b>	<b>146.632</b>	<b>158.694</b>	<b>171.748</b>	
Imposto de renda e contribuição social	(22.242)	(24.071)	(26.052)	(28.195)	(30.514)	
% Imposto de renda e contribuição social	17,77%	17,77%	17,77%	17,77%	17,77%	
<b>Lucro líquido do exercício</b>	<b>102.946</b>	<b>111.415</b>	<b>120.580</b>	<b>130.499</b>	<b>141.234</b>	
<b>Lucro Líquido Operacional (NOPAT)</b>	<b>102.946</b>	<b>111.415</b>	<b>120.580</b>	<b>130.499</b>	<b>141.234</b>	
(+) Depreciação/Amortização	36.029	38.993	42.201	45.673	49.430	
(=) Fluxo de Caixa Operacional	138.976	150.408	162.781	176.172	190.664	
(-) CAPEX	70.636	76.447	82.736	89.542	49.430	
(-) ΔNCG	-21.283	38.166	41.306	44.704	48.381	
<b>(=) Fluxo de Caixa Livre da Empresa</b>	<b>89.623</b>	<b>35.795</b>	<b>38.740</b>	<b>41.927</b>	<b>92.853</b>	<b>1.544.885</b>
<b>(=) Valor Presente dos Fluxo de Caixa Livre da Empresa</b>	<b>79.517</b>	<b>28.178</b>	<b>27.057</b>	<b>25.981</b>	<b>900.414</b>	

Fonte: Elaborado pelo autor (2021).



A partir do somatório dos fluxos de caixa do período projetado (período explícito) e da perpetuidade foi encontrado um valor presente para a empresa de R\$ 1.061.145.209,77. Deste valor é subtraído o valor dos passivos onerosos abatidos do excesso de caixa (aplicações financeiras) e chega-se a um valor do *equity* de R\$ 713.854.209,77 o que, se dividido pelo número de ações disponíveis, gera um valor de R\$ 4,71 por ação, segundo o modelo, conforme Tabela 4.

**Tabela 4 - Resultados**

<b>(=) Valor da Empresa (Vo)</b>	<b>R\$ 1.061.145.209,77</b>
<b>Passivo Oneroso - Aplicações Financeiras</b>	<b>R\$ 347.291.000,00</b>
<b>(=) Valor do Equity</b>	<b>R\$ 713.854.209,77</b>
<b>Quantidade de Ações</b>	<b>151.480.390</b>
<b>(=) Valor por Ação</b>	<b>R\$ 4,71</b>

Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

#### 5.4 ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

Devido ao fato de que o resultado do método de fluxo de caixa descontado é bastante passível de críticas, pois pequenas alterações nas premissas podem resultar em grandes mudanças no valor final, optou-se por realizar uma análise de sensibilidade onde é possível visualizar o impacto da alteração das variáveis e estimar sua influência no modelo. As variáveis escolhidas são as duas mais sensíveis do modelo: WACC e taxa de crescimento na perpetuidade. Os resultados da análise podem ser observados na Tabela 5, onde foram testados os resultados para valores entre 0,5% e 1,0% em torno dos valores de referência utilizados no modelo. Os valores de referência para o  $g$  (6,32%) e para o WACC (12,71%) encontram-se na linha e coluna centrais, e o preço de referência (R\$ 4,71) no centro da tabela.

**Tabela 5 - Análise de Sensibilidade (Em R\$)**

		Taxa Crescimento Perpetuidade (g)				
		5,32%	5,82%	6,32%	6,82%	7,32%
WACC	11,71%	4,95	5,47	6,09	6,84	7,75
	12,21%	4,39	4,83	5,34	5,95	6,68
	12,71%	3,91	4,28	4,71	5,22	5,82
	13,21%	3,49	3,81	4,18	4,60	5,09
	13,71%	3,12	3,40	3,71	4,07	4,49

Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Pela análise da tabela fica bastante claro a pouca atratividade do investimento no ativo nos patamares de preços atuais, pois nem o cenário mais favorável da tabela aponta para um valor próximo ao valor atual, permanecendo ainda 38,3% abaixo do preço da ação na data em questão (R\$ 12,56).

## 6. CONCLUSÃO

Após a análise histórica dos dados de desempenho e projeções realizadas através do modelo de avaliação do fluxo de caixa descontado, o estudo conclui-se com a resposta a seu objetivo maior: é possível, na data da realização do modelo, comprar ações da Dimed a um preço descontado em relação ao valor intrínseco da companhia? A resposta é negativa, uma vez que a análise pela metodologia do fluxo de caixa descontado apontou para um preço por ação de R\$ 4,71 e o preço de fechamento na negociação do ativo em 26 de outubro de 2021 foi de R\$ 12,56 (aproximadamente 2.6x maior). Dessa forma conclui-se que o mercado está supervalorizando as ações da empresa e estudos posteriores mais detalhados poderão investigar as razões pelas quais o mercado precifica os papéis dessa forma.

Cumpriu-se também os objetivos de análise dos dados financeiros da empresa, formulação de premissas e realização de projeções dos indicadores de desempenho da empresa para o futuro e familiarização com a metodologia e suas particularidades. Conforme Cupertino (2006) apesar de mais custosos em relação à obtenção de informação, este tipo de modelo é mais acurado e possui maior poder explanatório que suas alternativas comuns.

Destaca-se a importância do conhecimento deste e outros métodos de avaliação de ativos por parte do investidor para a alocação do seu capital e, conforme pontua Damodaran (2009), a constante atualização dos modelos e busca por informações recentes sobre a companhia e sobre o mercado em geral. Segundo Spencer (2018. p.103),

O modelo de fluxo caixa ainda cumpre seu papel de evidenciar como as premissas elencadas são relevantes para estruturar um racional que possibilite uma maior previsibilidade dos fluxos de caixa futuros. Evidente que todas as premissas apresentadas podem ser refinadas e ajustadas, a fim de refletir com mais precisão a realidade e, por conseguinte, o valor da companhia.

Como limitações deste trabalho aponta-se para a ausência de outros métodos de avaliação do ativo como Avaliação por Múltiplos, EVA (*Economic Value Added*) e MVA

(*Market Value Added*) pois, acredita-se que através da utilização de mais de uma metodologia é possível ter um melhor entendimento do valor intrínseco da companhia. Quanto a utilização da avaliação por múltiplos adicionalmente ao resultado do fluxo de caixa descontado, Fernandez (2001) sugere a utilização das técnicas em conjunto, e defende que os múltiplos devem ser utilizados de forma complementar as outras metodologias.

Além disso acredita-se que uma pesquisa mais extensa e com informações coletadas diretamente com o setor de relações com investidores da companhia poderia trazer maior acurácia quanto as projeções realizadas para a empresa. Conforme alerta Comeau (2009 apud Arsand 2019, p.70) “as projeções de ganhos podem divergir muito da realidade, pois são baseadas em hipóteses consideradas lógicas no momento da avaliação, mas que apresentam incerteza inerente”, dessa forma pontua-se a importância do contato direto com a empresa pois acredita-se que a companhia esteja munida de uma maior quantidade de informações e, sendo assim, esteja mais apta a fazer projeções sobre seu futuro se comparada a interpretação de um analista externo.

Assim, sugere-se para futuros trabalhos: coleta de dados de perspectivas e projeções diretamente com a empresa analisada e seu departamento de relações com investidores; a utilização de outras técnicas de avaliação complementares ao fluxo de caixa descontado, como a avaliação por múltiplos; e a análise e investigação das premissas que o mercado está utilizando para precificar o ativo nos patamares atuais através de ferramentas como o Reverse Discounted Cash Flow (Fluxo de Caixa Descontado Invertido).

## REFERÊNCIAS

ADVFN - Ibovespa - Mínimo 2016. Disponível em <<https://br.advfn.com/indice/ibovespa/2016>>. Acesso em: 12 de mar. de 2021

ADVFN - Histórico Índice Bovespa. Disponível em <<https://br.advfn.com/bolsa-de-valores/bovespa/indice-bovespa-IBOV/historico/mais-dados-historicos>>. Acesso em: 12 de mar. de 2021

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Curvas de Juros - Fechamento. 2021. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/curvas-de-juros-fechamento.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/curvas-de-juros-fechamento.htm). Acesso em: 26 outubro 2021

ARSAND, Gustavo. **Fluxo de caixa descontado como método de avaliação de empresas. Estudo de caso da Log CP**. 2019. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Economia) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2019. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/198053>. Acesso em: 12 mar. 2021.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ASSAF NETO, Alexandre. **Valuation: Métricas de Valor & Avaliação de Empresas**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

B3 - Ofertas públicas (IPOs). Disponível em <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/estatisticas/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/estatisticas/)>. Acesso em: 12 de mar. de 2021

BANCO CENTRAL DO BRASIL - Taxas de juros básicas – Histórico. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>>. Acesso em: 12 de mar. de 2021

BREALEY, R; MYERS, S. **Principles of Corporate Finance**. 6<sup>th</sup> ed. New York: McGraw-Hill, 2000.

CAUTI, Carlo. **Número de pessoas físicas na Bolsa de Valores cresce 92% em 2020**. Suno.com.br, São Paulo, 05 jan. 2021, 17:23. Disponível em <<https://www.suno.com.br/noticias/numero-pessoas-fisicas-bolsa-cresce-2020/>>. Acesso em: 12 de mar. de 2021, 09:03

COSTA, L.G.T.A.; COSTA, L.R.T.A.; ALVIM, M.A. **Valuation: Manual de Avaliação e Reestruturação Econômica de Empresas**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2011

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3<sup>a</sup> ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

CUPERTINO, C. **Fluxo de Caixa, Lucro Contábil e Dividendos: Comparação de diferentes enfoques na avaliação de empresas brasileiras**. In: 6º Congresso USP de

Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 2006. Disponível em: <https://congressousp.fipecafi.org/anais/artigos62006/611.pdf>. Acesso 26 outubro 2021.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Formulário de Referência DIMED**. 2021. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?NumeroSequencialDocumento=109519&CodigoTipoInstituicao=1>. Acesso em: 26 outubro 2021.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2.ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Introdução à avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. 2.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2009.

DUTRA, Felipe Aguiar. **Valuation aplicado a uma empresa em expansão e em cenário de crise econômica**. 2016. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2016. Disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/158540>. Acesso em: 28 mar. 2021.

FERNANDEZ, Pablo. **Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?** 2002. Research Paper. IESE – University of Navarra. Barcelona. 2002. Disponível em: <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0450-E.pdf>. Acesso em: 26 outubro 2021.

GITMAN, Lawrence Jeffrey. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2010.

GRUPO DIMED - Relação com Investidores. **Release Dimed - Panvel - 2T21**. 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/d19425c2-0ba6-490e-af3b-87fc04d4fc88/bcb93320-5095-d5fa-738a-94d88207b00a?origin=1>. Acesso em: 26 outubro 2021

KOBORI, José. **Análise Fundamentalista**. 2.ed. Rio de Janeiro: Alta Books, 2019.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010

NEFIN - Brazilian Center for Research in Financial Economics of the University of São Paulo. **Risk Factors**. 2021. Disponível em: [http://nefin.com.br/risk\\_factors.html](http://nefin.com.br/risk_factors.html). Acesso em: 26 outubro 2021

PALHARES, Guilherme Pedroni. **Análise fundamentalista da Cia. Hering**. 2015. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2015. Disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/140252>. Acesso em: 12 mar. 2021.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: Como precificar ações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012

PRADO, Marcus Vinicius Lanzini. **Avaliação relativa e por fluxo de caixa descontado da empresa Localiza S.A.** 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em

Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2018. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/195006>. Acesso em: 12 mar. 2021.

QUEIROZ, L. de M.; BONIZIO, R. C.; BARBOSA, M. **Custo de capital de terceiros em empresas do segmento novo mercado de governança corporativa da Bovespa: uma comparação de formas de apuração**. Anais do Congresso Brasileiro de Custos - ABC, [S. l.], Disponível em: <https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/791>. Acesso em: 26 out. 2021.

ROSS, S. A. et al. **Administração Financeira**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo Dicionário de Economia**. 6.ed. São Paulo: Best Seller, 2001.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos; KLOECKNER, Gilberto. **Avaliação de empresas**. São Paulo: Atlas, 2006

VIEIRA, Marcos Villela. **Administração estratégica do capital de giro**. São Paulo: Atlas, 2005.

YAHOO FINANCE - **Retornos Históricos Mensais do Índice IBOVESPA**. Disponível em:

<https://finance.yahoo.com/quote/%5EBVSP/history?period1=951868800&period2=1635638400&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo&includeAdjustedClose=true>. Acesso em: 26 outubro 2021.

YAHOO FINANCE - **Retornos Históricos Mensais do ativo PNVL3**. Disponível em: <https://finance.yahoo.com/quote/PNVL3.SA/history?period1=951868800&period2=1635638400&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo&includeAdjustedClose=true>. Acesso em: 26 outubro 2021.

## ANEXOS

## ANEXO A – BALANÇO PATRIMONIAL DIMED (2015 - 2020) – ATIVO (Reais Mil)

Conta	Descrição	2020	2019	2018	2017	2016	2015
1	Ativo Total	2.194.373	1.460.285	1.000.375	950.172	820.973	759.967
1.01	Ativo Circulante	1.376.502	851.138	727.126	705.024	590.440	539.884
1.01.01	Caixa e Equivalentes de Caixa	130.107	71.437	39.141	58.792	22.340	17.002
1.01.02	Aplicações Financeiras	305.701	0	0			
1.01.02.01	Aplicações Financeiras Avaliadas a Valor Justo através do Resultado	305.701	0	0			
1.01.02.01.03	Aplicações Financeiras	305.701	0	0			
1.01.02.02	Aplicações Financeiras Avaliadas a Valor Justo através de Outros Resultados Abrangentes						
1.01.02.03	Aplicações Financeiras Avaliadas ao Custo Amortizado						
1.01.03	Contas a Receber	351.565	343.123	240.429	233.200	199.902	208.784
1.01.03.01	Clientes	285.753	276.521	198.860	194.240	182.428	188.867
1.01.03.02	Outras Contas a Receber	65.812	66.602	41.569	38.960	17.474	19.917
1.01.04	Estoques	574.821	429.029	424.456	398.676	357.037	307.840
1.01.05	Ativos Biológicos						
1.01.06	Tributos a Recuperar	14.308	7.549	22.773	14.356	11.161	6.258
1.01.06.01	Tributos Correntes a Recuperar	14.308	7.549	22.773	14.356	11.161	6.258
1.01.06.01.01	Imposto de Renda e Contribuição Social a Recuperar	4.396	1.964	15.208	11.142	8.021	4.691
1.01.06.01.02	Demais Impostos a Recuperar	9.912	5.585	7.565	3.214	3.140	1.567
1.01.07	Despesas Antecipadas						
1.01.08	Outros Ativos Circulantes	0	0	327			
1.01.08.01	Ativos Não-Correntes a Venda						
1.01.08.02	Ativos de Operações Descontinuadas						
1.01.08.03	Outros	0	0	327			
1.01.08.03.01	Instrumentos financeiros derivativos	0	0	327			
1.02	Ativo Não Circulante	817.871	609.147	273.249	245.148	230.533	220.083
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	48.031	24.120	13.568	15.798	14.542	14.506
1.02.01.01	Aplicações Financeiras Avaliadas a Valor Justo através do Resultado						
1.02.01.02	Aplicações Financeiras Avaliadas a Valor Justo através de Outros Resultados Abrangentes						
1.02.01.03	Aplicações Financeiras Avaliadas ao Custo Amortizado						
1.02.01.04	Contas a Receber						
1.02.01.04.01	Clientes						
1.02.01.04.02	Outras Contas a Receber						
1.02.01.05	Estoques						
1.02.01.06	Ativos Biológicos						
1.02.01.07	Tributos Diferidos	31.828	12.893	2.626	3.842	3.152	4.579
1.02.01.07.01	Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos	31.828	12.893	2.626	3.842	3.152	4.579
1.02.01.08	Despesas Antecipadas						
1.02.01.09	Créditos com Partes Relacionadas	3.030	0	0			
1.02.01.09.01	Créditos com Coligadas						
1.02.01.09.03	Créditos com Controladas	3.030	0	0			
1.02.01.09.04	Créditos com Outras Partes Relacionadas						
1.02.01.10	Outros Ativos Não Circulantes	13.173	11.227	10.942	11.956	11.390	9.927
1.02.01.10.04	Depósitos Judiciais	6.424	6.943	8.519	10.040	9.072	7.110
1.02.01.10.05	Outros Ativos	891	1.075	209	441	599	798
1.02.02	Investimentos	284	284	284	284	284	284
1.02.02.01	Participações Societárias	284	284	284	284	284	284
1.02.02.01.05	Outros Investimentos	284	284	284	0	284	284
1.02.02.02	Propriedades para Investimento						
1.02.03	Imobilizado	723.688	551.658	234.418	208.367	200.908	193.907
1.02.03.01	Imobilizado em Operação	280.065	246.087	234.418	208.367	200.908	193.907
1.02.03.02	Direito de Uso em Arrendamento	443.623	305.571	0			
1.02.03.03	Imobilizado em Andamento						
1.02.04	Intangível	45.868	33.085	24.979	20.699	14.799	11.386
1.02.04.01	Intangíveis	45.868	33.085	24.979	20.699	14.799	11.386
1.02.04.01.01	Contrato de Concessão						
1.02.04.01.02	Intangíveis	45.868	33.085	24.979			
1.02.04.02	Goodwill						



**ANEXO B – BALANÇO PATRIMONIAL DIMED (2015 - 2020) –  
PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO (Reais Mil)**

Conta	Descrição	2020	2019	2018	2017	2016	2015
2	Passivo Total	2.194.373	1.460.285	1.000.375	950.172	820.973	759.967
2.01	Passivo Circulante	677.724	501.244	470.228	403.768	370.484	315.609
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas	39.481	39.650	34.536	31.146	28.552	24.703
2.01.01.01	Obrigações Sociais	9.449	9.652	8.667	8.296	7.896	6.521
2.01.01.02	Obrigações Trabalhistas	30.032	29.998	25.869	22.850	20.656	18.182
2.01.02	Fornecedores	371.763	303.155	279.772	262.539	250.242	209.763
2.01.02.01	Fornecedores Nacionais	371.763	303.155	279.772	262.539	250.242	209.763
2.01.02.02	Fornecedores Estrangeiros						
2.01.03	Obrigações Fiscais	29.900	25.226	20.384	18.707	17.806	21.084
2.01.03.01	Obrigações Fiscais Federais	6.924	5.003	5.488	4.407	3.764	5.365
2.01.03.01.01	Imposto de Renda e Contribuição Social a Pagar	725	756	409	346	377	1.103
2.01.03.01.02	Demais Obrigações Fiscais Federais	6.199	4.247	5.079	4.061	3.387	4.262
2.01.03.02	Obrigações Fiscais Estaduais	22.429	19.975	14.781	14.215	13.961	15.634
2.01.03.03	Obrigações Fiscais Municipais	547	248	115	85	81	85
2.01.04	Empréstimos e Financiamentos	161.402	78.251	79.581	46.145	29.495	20.938
2.01.04.01	Empréstimos e Financiamentos	0	18	20.402	16.319	11.419	17.787
2.01.04.01.01	Em Moeda Nacional	0	18	20.402	16.319	11.419	17.787
2.01.04.01.02	Em Moeda Estrangeira						
2.01.04.02	Debêntures	53.400	1.260	57.680	29.766	17.359	2.434
2.01.04.03	Financiamento por Arrendamento	108.002	76.973	1.499	60	717	717
2.01.05	Outras Obrigações	72.916	52.618	55.917	44.003	44.389	39.121
2.01.05.01	Passivos com Partes Relacionadas						
2.01.05.01.01	Débitos com Coligadas						
2.01.05.01.03	Débitos com Controladores						
2.01.05.01.04	Débitos com Outras Partes Relacionadas						
2.01.05.02	Outros	72.916	52.618	55.917	44.003	44.389	39.121
2.01.05.02.01	Dividendos e JCP a Pagar	2.305	1.662	5.960	2.334	5.432	5.651
2.01.05.02.02	Dividendo Mínimo Obrigatório a Pagar						
2.01.05.02.03	Obrigações por Pagamentos Baseados em Ações						
2.01.05.02.04	Participações a Pagar	7.121	11.879	9.818	7.155	10.580	5.884
2.01.05.02.05	Outros Passivos	63.490	38.995	36.307	30.468	24.424	23.245
2.01.05.02.06	Fidelidade Prêmios a Regatar	0	82	3.832	4.046	3.953	4.341
2.01.06	Provisões	2.262	2.344	38	1.228	0	0
2.01.06.01	Provisões Fiscais Previdenciárias Trabalhistas e Cíveis	2.262	2.344	38	1.228	0	0
2.01.06.01.01	Provisões Fiscais						
2.01.06.01.02	Provisões Previdenciárias e Trabalhistas						
2.01.06.01.03	Provisões para Benefícios a Empregados						
2.01.06.01.04	Provisões Cíveis						
2.01.06.01.05	Outras provisões	2.262	2.344	38	1.228	0	0
2.01.06.02	Outras Provisões						
2.01.06.02.01	Provisões para Garantias						
2.01.06.02.02	Provisões para Reestruturação						
2.01.06.02.03	Provisões para Passivos Ambientais e de Desativação						
2.01.07	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados						
2.01.07.01	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda						
2.01.07.02	Passivos sobre Ativos de Operações Descontinuadas						
2.02	Passivo Não Circulante	506.009	434.865	66.235	119.657	68.839	100.216
2.02.01	Empréstimos e Financiamentos	491.590	427.152	61.268	112.226	59.334	88.512
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	0	0	18	147	14.195	27.657
2.02.01.01.01	Em Moeda Nacional	0	0	18	147	14.195	27.657
2.02.01.01.02	Em Moeda Estrangeira						
2.02.01.02	Debêntures	132.143	185.000	56.000	112.000	45.000	60.000
2.02.01.03	Financiamento por Arrendamento	359.447	242.152	5.250	79	139	855
2.02.02	Outras Obrigações	0	0	54	1.280	2.797	4.671
2.02.02.01	Passivos com Partes Relacionadas						
2.02.02.01.01	Débitos com Coligadas						
2.02.02.01.03	Débitos com Controladores						
2.02.02.01.04	Débitos com Outras Partes Relacionadas						
2.02.02.02	Outros	0	0	54	1.280	2.797	4.671
2.02.02.02.01	Obrigações por Pagamentos Baseados em Ações						
2.02.02.02.02	Adiantamento para Futuro Aumento de Capital						
2.02.02.02.03	Parcelamento de Tributos	0	0	54	54	371	1.045
2.02.02.02.04	Subvenção de Investimentos				1.226	2.426	3.626
2.02.03	Tributos Diferidos						
2.02.03.01	Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos						
2.02.04	Provisões	14.419	7.713	4.913	6.151	6.708	7.033

2.02.04.01	Provisões Fiscais Previdenciárias Trabalhistas e Cíveis	14.419	7.713	4.913	6.151	6.708	7.033
2.02.04.01.01	Provisões Fiscais	0	0	20	203	477	508
2.02.04.01.02	Provisões Previdenciárias e Trabalhistas	6.920	7.713	4.694	5.828	4.625	4.919
2.02.04.01.03	Provisões para Benefícios a Empregados						
2.02.04.01.04	Provisões Cíveis	7.499	0	199	120	1.606	1.606
2.02.04.02	Outras Provisões						
2.02.04.02.01	Provisões para Garantias						
2.02.04.02.02	Provisões para Reestruturação						
2.02.04.02.03	Provisões para Passivos Ambientais e de Desativação						
2.02.05	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados						
2.02.05.01	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda						
2.02.05.02	Passivos sobre Ativos de Operações Descontinuadas						
2.02.06	Lucros e Receitas a Apropriar						
2.02.06.01	Lucros a Apropriar						
2.02.06.02	Receitas a Apropriar						
2.02.06.03	Subvenções de Investimento a Apropriar						
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	1.010.640	524.176	463.912	426.747	381.650	344.142
2.03.01	Capital Social Realizado	897.552	410.000	385.000	360.000	325.000	295.000
2.03.01.01	Capital Social	912.000	410.000	385.000			
2.03.01.02	Gastos com Emissão de Ações	-14.448	0	0			
2.03.02	Reservas de Capital	-16.356	0	0			
2.03.02.01	Ágio na Emissão de Ações						
2.03.02.02	Reserva Especial de Ágio na Incorporação						
2.03.02.03	Alienação de Bônus de Subscrição						
2.03.02.04	Opções Outorgadas						
2.03.02.05	Ações em Tesouraria	-16.356	0	0			
2.03.02.06	Adiantamento para Futuro Aumento de Capital						
2.03.03	Reservas de Reavaliação						
2.03.04	Reservas de Lucros	129.444	114.176	78.912	66.747	56.650	49.142
2.03.04.01	Reserva Legal	5.128	8.609	7.915	7.194	6.498	7.234
2.03.04.02	Reserva Estatutária						
2.03.04.03	Reserva para Contingências						
2.03.04.04	Reserva de Lucros a Realizar						
2.03.04.05	Reserva de Retenção de Lucros						
2.03.04.06	Reserva Especial para Dividendos Não Distribuídos						
2.03.04.07	Reserva de Incentivos Fiscais	105.059	75.935	45.162	30.107	13.381	12.181
2.03.04.08	Dividendo Adicional Proposto	14.263	12.464	5.955	7.475	4.198	3.249
2.03.04.09	Ações em Tesouraria	0	0	-9.408	-616	-133	-1.326
2.03.04.10	Reserva para Aumento de Capital	4.994	17.168	29.288	22.587	32.706	27.804
2.03.04.11	Resultado Períodos Anteriores						
2.03.05	Lucros/Prejuízos Acumulados						
2.03.06	Ajustes de Avaliação Patrimonial						
2.03.07	Ajustes Acumulados de Conversão						
2.03.08	Outros Resultados Abrangentes						
2.03.09	Participação dos Acionistas Não Controladores						

**ANEXO C – DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO DIMED (2015  
- 2020) (Reais Mil)**

Conta	Descrição	2020	2019	2018	2017	2016	2015
3.01	Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	2.819.110	2.724.680	2.432.246	2.258.246	2.128.732	1.986.026
3.02	Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-1.995.415	-1.915.767	-1.716.252	-1.721.736	-1.608.447	-1.534.454
3.03	Resultado Bruto	823.695	808.913	715.994	536.510	520.285	451.572
3.04	Despesas/Receitas Operacionais	-731.536	-689.143	-604.378	-442.588	-428.698	-367.447
3.04.01	Despesas com Vendas	-661.599	-631.007	-560.630	-520.252	-502.143	-409.680
3.04.01.01	Despesas com Vendas	-661.599	-631.007	-560.630			
3.04.01.02	Perdas em Crédito Líquidos						
3.04.02	Despesas Gerais e Administrativas	-74.100	-64.031	-56.347	-58.402	-62.116	-52.433
3.04.03	Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos						
3.04.04	Outras Receitas Operacionais	4.163	5.895	12.599	136.066	135.561	94.666
3.04.04.01	Outras Receitas Operacionais	3.932	6.520	11.586			
3.04.04.02	Ganhos/Perdas em Créditos Líquidos	231	-625	1.013			
3.04.05	Outras Despesas Operacionais						
3.04.06	Resultado de Equivalência Patrimonial						
3.05	Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos - EBIT	92.159	119.770	111.616	93.922	91.587	84.125
3.06	Resultado Financeiro	-38.855	-38.929	-18.995	-19.977	-18.875	-22.124
3.06.01	Receitas Financeiras	18.182	3.789	2.077	2.706	5.894	6.274
3.06.02	Despesas Financeiras	-57.037	-42.718	-21.072	-22.683	-24.769	-28.398
3.07	Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	53.304	80.841	92.621	73.945	72.712	62.001
3.08	Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	2.847	-4.086	-17.639	-14.147	-19.653	-16.733
3.08.01	Corrente	-8.793	-14.354	-16.423	-14.282	-18.226	-15.832
3.08.02	Diferido	11.640	10.268	-1.216	135	-1.427	-901
3.09	Resultado Líquido das Operações Continuadas	56.151	76.755	74.982	59.798	53.059	45.268
3.10	Resultado Líquido de Operações Descontinuadas						
3.10.01	Lucro/Prejuízo Líquido das Operações Descontinuadas						
3.10.02	Ganhos/Perdas Líquidas sobre Ativos de Operações Descontinuadas						
3.11	Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	56.151	76.755	74.982	59.798	53.059	45.268
3.11.01	Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	56.151	76.755	74.982	59.798	53.059	45.268
3.11.02	Atribuído a Sócios Não Controladores						
3.99	Lucro por Ação - (Reais / Ação)						
3.99.01	Lucro Básico por Ação						
3.99.01.01	ON	0,37	0,56	16,33	13,00	11,53	9,83
3.99.01.02	PN	0,4	0,62	18,16	14,30	12,68	10,82
3.99.02	Lucro Diluído por Ação						
3.99.02.01	ON	0,37	0,56	16,33	13,00	11,53	9,83
3.99.02.02	PN	0,4	0,62	18,16	14,30	12,68	10,82