



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO TECNOLÓGICO
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO E SISTEMAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO CIVIL

Maria Eugênia Souza de Moura

**Avaliação de uma empresa pelo método do fluxo de caixa descontado: Um
estudo de caso da Panvel**

Florianópolis
2023

Maria Eugênia Souza de Moura

Avaliação de uma empresa pelo método do fluxo de caixa descontado:

Um estudo de caso da Panvel

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao curso de Engenharia de Produção Civil do Centro Tecnológico da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharela em Engenharia Civil, com habilitação em Engenharia de Produção.

Orientador(a): Prof. Dr. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart.

Florianópolis

2023

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Moura, Maria Eugênia Souza de

Avaliação de uma empresa pelo método do fluxo de caixa descontado : Um estudo de caso da Panvel / Maria Eugênia Souza de Moura ; orientador, Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, 2023.

106 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico, Graduação em Engenharia de Produção Civil, Florianópolis, 2023.

Inclui referências.

1. Engenharia de Produção Civil. 2. Avaliação de Empresas. I. Goulart, Marco Antônio de Oliveira Vieira. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em Engenharia de Produção Civil. III. Título.

Maria Eugênia Souza de Moura

Avaliação de uma empresa pelo método do fluxo de caixa descontado:

Um estudo de caso da Panvel

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do título de Engenheiro Civil com Habilitação em Produção e aprovado em sua forma final pelo Curso Engenharia de Produção Civil.

Florianópolis, 26 de junho de 2023.



Coordenação do Curso

Banca examinadora



Prof. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr.

Orientador

UFSC



Prof. Javier Gutierrez Castro, Dr.

Avaliador

UFSC



Daniel Lima Medeiros

Avaliador

Florianópolis, 2023.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer a todos que contribuíram para a realização deste trabalho. Primeiramente, agradeço ao meu orientador, o professor Dr. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, que me guiou e forneceu orientações valiosas ao longo de todo o processo, essenciais para a conclusão desta etapa.

Também sou grata aos professores que compartilharam seus conhecimentos e experiências, enriquecendo meu aprendizado ao longo da graduação. Agradeço aos colegas de turma, que estiveram ao meu lado durante toda essa jornada acadêmica e também aos colegas do trabalho, que também me apoiaram e são fundamentais na minha formação profissional.

Agradeço também aos meus familiares pelo apoio incondicional e encorajamento ao longo dessa jornada, por sempre acreditarem em mim. Suas palavras de incentivo e suporte foram fundamentais para superar os obstáculos encontrados.

Por fim, agradeço aos meus amigos, pelo companheirismo e apoio durante toda a graduação. Expresso aqui minha gratidão a todos que de alguma forma contribuíram para a conclusão deste trabalho.

RESUMO

O presente trabalho teve como objetivo realizar a avaliação de uma empresa varejista farmacêutica com grande relevância no sul do Brasil. Foi realizado um estudo de caso do processo de precificação do Grupo Panvel, visando compreender a dinâmica competitiva do mercado varejista farmacêutico, identificar as expectativas futuras da empresa e embasar as projeções de geração de caixa. Para isso, foi analisado o histórico da empresa, seus demonstrativos financeiros, governança corporativa, pontos fortes e fracos. Além disso, foram projetadas as receitas, custos e margens de contribuição, a fim de trazer a valor presente os fluxos de caixa futuros esperados, incluindo uma projeção de perpetuidade. As premissas de crescimento e taxa de desconto foram estipuladas com base na economia local e internacional para estimar o valor justo por ação da Panvel. O estudo se baseia em técnicas de avaliação de empresas, buscando reduzir a subjetividade do processo de atribuição de valor e auxiliar na tomada de decisões.

Palavras-chave: Avaliação de Empresas. Fluxo de Caixa Descontado. Varejo Farmacêutico. Valuation

ABSTRACT

The present study aimed to evaluate a pharmaceutical retail company of great relevance in southern Brazil. A case study of the pricing process of Panvel Group was conducted to understand the competitive dynamics of the pharmaceutical retail market, identify the company's future expectations, and support cash flow projections. To achieve this, the company's history, financial statements, corporate governance, strengths, and weaknesses were analyzed. Additionally, revenue, costs, and contribution margins were projected to bring future cash flows to present value, including a perpetuity projection. Growth assumptions and discount rates were established based on the local and international economy to estimate the fair value per share of Panvel. The study relies on company valuation techniques to reduce subjectivity in the valuation process and assist decision-making.

Keywords: Equity Research. Discounted Cash Flow. Pharmaceutical Retail. Valuation.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Balanço Patrimonial 3T22 Grupo Panvel	16
Figura 2 – DRE 3T22 Grupo Panvel.....	17
Figura 3 – Exemplo de DFC pelo método indireto.....	18
Figura 4 – As cinco forças de Porter	26
Figura 5 – Exemplo de Matriz SWOT	27
Figura 6 – Caracterização da Pesquisa	29
Figura 7 – Negócios do Grupo Panvel	30
Figura 8 – Estrutura do Grupo Panvel.....	32
Figura 9 – <i>Breakdown</i> de Receita	37
Figura 10 – <i>Market share</i> lojas	38
Figura 11 – % Participação de Produtos Panvel nas Vendas do Varejo	40
Figura 12 – % Participação de Produtos Panvel nas vendas da categoria Higiene e Beleza	40
Figura 13 – Canais Grupo Panvel	41
Figura 14 – Participação do digital na receita bruta do Varejo.	41
Figura 15 – Ecossistema de Inovação do Grupo Panvel.....	42
Figura 16 – Crescimento do PIB, varejo geral e varejo farmacêutico.....	44
Figura 17 – Projeções macroeconômicas BTG Pactual	44
Figura 18 – Tamanho do mercado farmacêutico (R\$ bilhões)	45
Figura 19 – Índice de concentração do Varejo Farmacêutico	46
Figura 20 – Envelhecimento da população brasileira (milhões de habitantes).....	47
Figura 21 – NPS Grupo Panvel	51
Figura 22 – Evolução da Receita Líquida.....	52
Figura 23 – Evolução da Margem Bruta	53
Figura 24 – Evolução da Margem EBITDA	53
Figura 25 – Reajuste CMED e IPCA	56
Figura 26 – Participação dos negócios nas receitas ao longo dos anos	59
Figura 27 – Mix de Vendas ao longo dos trimestres	60
Figura 28 – Participação do digital sobre o total de vendas por UF	61
Figura 29 – Gráfico de análise das Cinco Forças de Porter	65
Figura 30 – Receita líquida de vendas.	69
Figura 31 – Receita líquida de vendas por segmento.	70

Figura 32 – percentual da receita líquida por segmento.	70
Figura 33 – Despesas Operacionais (em milhares R\$).....	71
Figura 34 – Custo das Mercadorias Vendidas (em milhares R\$).....	72
Figura 35 – Liquidez Corrente, Liquidez Geral e Liquidez Imediata	73
Figura 36 – Estrutura de Capital.....	74
Figura 37 – Dívida Líquida, Dívida Líquida/PL Dívida Líquida/EBITDA	74
Figura 38 – Evolução de lucro bruto e margem bruta	75
Figura 39 – Evolução de lucro e margem líquido e operacional da empresa	76
Figura 40 – Evolução do ROE e ROIC.....	76
Figura 41 – Curva de Maturação das Lojas.....	79
Figura 42 – Alíquota efetiva ao longo dos anos	84
Figura 43 – Fluxo de Caixa e Perpetuidade	91
Figura 44 – Fluxo de Caixa a valor presente.....	91
Figura 45 – Análise de sensibilidade.....	92
Figura 46 – Comparação do preço por ação entre métodos	95
Figura 47 – Gráfico de dispersão obtido pela Simulação de Monte Carlo.....	96
Figura 48 – Histograma obtido pela Simulação de Monte Carlo	97

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Caracterização da Pesquisa.....	28
Tabela 2 – Distribuição acionária do Grupo Panvel	33
Tabela 3 – Conselho de Administração do Grupo Panvel	35
Tabela 4 – Diretoria Atual do Grupo Panvel	35
Tabela 5 – Proporção de cada elemento na composição da remuneração	36
Tabela 6 – Passivo Circulante do Grupo Panvel	48
Tabela 7 – Ranking Laboratórios Farmacêuticos	49
Tabela 8 – Ranking SBVC 2022.....	52
Tabela 9 – Custos e Despesas (em milhares R\$).....	72
Tabela 10 – Dados macroeconômicos projetados.	77
Tabela 11 – Projeção do Número de Lojas por Grau de Maturação.	78
Tabela 12 – Receita Líquida Histórica e Projeção.....	79
Tabela 13 – Projeção de custos e despesas.....	80
Tabela 14 – CAPEX Projeção	82
Tabela 15 – Projeção Depreciação	83
Tabela 16 – Capital de Giro Projeção	84
Tabela 17 – Beta Alavancado e Desalavancado da Panvel.....	87
Tabela 18 – Beta Alavancado e Desalavancado Peers	87
Tabela 19 – CAPM da Panvel	89
Tabela 20 – Dívidas do Grupo Panvel.....	89
Tabela 21 – Custo de Capital Grupo Panvel	90
Tabela 22 – Valor da firma e do <i>equity</i>	92
Tabela 23 – Múltiplos de empresas comparáveis	93
Tabela 24 – EV/EBITDA Histórico Grupo Panvel	93
Tabela 25 – Resultados da avaliação por múltiplos	94
Tabela 26 – Cobertura de analistas	95

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO.....	12
1.2	OBJETIVOS.....	13
1.2.1	Objetivo Geral.....	13
1.2.2	Objetivos Específicos.....	13
1.3	JUSTIFICATIVA.....	14
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	15
2.1	DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS.....	15
2.1.1	Balço Patrimonial.....	15
2.1.2	Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).....	17
2.1.3	Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC).....	17
2.2	INDICADORES FINANCEIROS.....	18
2.2.1	Indicadores de Rentabilidade.....	18
2.2.2	Indicador de Endividamento.....	20
2.2.3	Indicador de Liquidez.....	21
2.2.4	Indicador de Atividade.....	22
2.3	MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS.....	22
2.3.1	Avaliação Patrimonial.....	22
2.3.2	Avaliação Relativa.....	23
2.3.3	Fluxo de Caixa Descontado (FCD).....	23
<i>2.3.3.1</i>	<i>Fluxo de Caixa para o Acionista e Fluxo de Caixa para a Firma.....</i>	<i>24</i>
<i>2.3.3.2</i>	<i>Custo de capital de terceiros.....</i>	<i>25</i>
<i>2.3.3.3</i>	<i>Custo de capital próprio.....</i>	<i>25</i>
2.4	ANÁLISE DO POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO.....	26
2.4.1	Forças de Porter.....	26
2.4.2	Matriz SWOT.....	26
3	METODOLOGIA	28
3.1	CLASSIFICAÇÃO METODOLÓGICA.....	28
3.2	PROCEDIMENTO METODOLÓGICO.....	28
4	ESTUDO DE CASO: GRUPO PANVEL	30
4.1	HISTÓRICO DA EMPRESA.....	30

4.2	ESTRUTURA SOCIETÁRIA.....	32
4.3	CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DIREÇÃO.....	34
4.4	SEGMENTO DE ATUAÇÃO	36
4.4.1	Panvel	37
4.4.2	Dimed	42
4.4.3	Lifar	43
5	ANÁLISE DA INDÚSTRIA	44
5.1	ANÁLISE SETORIAL	44
5.1.1	Drivers de Crescimento.....	44
5.2	FORNECEDORES.....	48
5.3	CLIENTES	50
5.4	CONCORRENTES.....	51
5.5	REGULAÇÕES	53
6	ANÁLISE DA COMPETITIVIDADE	58
6.1	MODELO DE NEGÓCIO DO GRUPO PANVEL	58
6.2	VANTAGENS COMPETITIVAS DO GRUPO PANVEL.....	61
6.3	ANÁLISE DAS FORÇAS DE PORTER.....	62
6.3.1	Rivalidade Entre os Concorrentes.....	63
6.3.2	Poder de Barganha de Clientes	63
6.3.3	Poder de Barganha de Fornecedores	63
6.3.4	Ameaça de Novos Entrantes.....	64
6.3.5	Ameaça de Produtos Substitutos.....	64
6.3.6	Conclusão.....	65
6.4	ANÁLISE SWOT	65
6.4.1	Forças (<i>strengths</i>).....	66
6.4.2	Fraquezas (<i>weaknesses</i>).....	66
6.4.3	Oportunidades (<i>opportunities</i>)	66
6.4.4	Ameaças (<i>threats</i>).....	67
7	ANÁLISE FINANCEIRA	68
7.1	RECEITAS	68
7.2	CUSTOS E DESPESAS	71
7.3	ENDIVIDAMENTO E LIQUIDEZ	72
7.4	LUCRATIVIDADE	75
8	VALUATION	77

8.1	PREMISSAS MACROECONÔMICAS	77
8.2	PREMISSAS DE RECEITAS	77
8.3	PREMISSAS DE CUSTOS E DESPESAS.....	79
8.4	PREMISSAS DE CAPEX E DEPRECIAÇÃO.....	80
8.5	PREMISSAS DE CAPITAL DE GIRO	83
8.6	PREMISSAS DE IR E CSLL	84
8.7	PREMISSAS DE PERPETUIDADE	85
8.8	CUSTO DE CAPITAL.....	85
8.8.1	Custo de Capital Próprio	86
8.8.2	Custo de Capital de Terceiros.....	89
8.8.3	Resultado do Custo de Capital	90
8.9	VALOR DA FIRMA E DO EQUITY.....	90
8.10	AVALIAÇÃO RELATIVA (MÚLTIPLOS).....	93
8.11	SIMULAÇÃO DE MONTE CARLO.....	96
9.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	98
	REFERÊNCIAS	101
	APÊNDICES	105

1. INTRODUÇÃO

Este tópico aborda a contextualização do trabalho, trazendo também seus objetivos gerais e específicos. Posteriormente, são apontadas as justificativas para a elaboração da obra.

1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO

A avaliação de ativos é uma necessidade constante, que ganhou ainda mais relevância a partir da década de 1990, com a intensificação de fusões, aquisições, privatizações e reestruturações de empresas (LEMME, 2001). Em períodos de escassez de recursos tais avaliações se fazem ainda mais necessárias.

A bolsa de valores brasileira bateu recorde de IPOs (*Initial public offering*) ao final de 2021, com mais de 40 empresas abrindo capital em um ano (FERNANDES, 2021). Além disso, observou-se um grande aumento dos investidores como pessoa física na bolsa de valores, em 2022, 1,5 milhão de investidores fizeram ao menos uma operação na B3 no mês e as pessoas físicas representam 16% de todo o volume negociado no mercado à vista na bolsa do Brasil (B3, 2022).

Neste contexto, o *valuation* é uma ferramenta utilizada para avaliar empresas, e apoiar a tomada de decisão de investimentos. Os métodos de valoração são pilares de diversas áreas ligadas à gestão de portfólio e finanças corporativas (DAMODARAN, 2012).

A bolsa de valores brasileira faz a classificação setorial das empresas, de modo a fornecer uma determinação mais clara e objetiva dos setores de atuação das empresas (B3, 2022). Atualmente, as 475 empresas listadas na bolsa são classificadas em três etapas: setor econômico, subsetor e segmento (B3, 2022). A classificação considera 11 setores econômicos no primeiro nível da estrutura. Os critérios de divisão setorial levam em consideração os produtos ou serviços que mais contribuem para a formação das receitas das companhias, e também, as receitas geradas no âmbito de empresas investidas de forma proporcional às participações acionárias detidas (B3, 2022).

O Brasil possui o quarto maior mercado de farmácias do mundo (UBS, 2019), com um *valuation* de US\$ 28 bilhões, atrás apenas de Estados Unidos, Japão e Canadá (UBS, 2019). Em 2021, o mercado farmacêutico brasileiro movimentou

R\$88,28 bilhões (SINDUSFARMA, 2021), o que representa um aumento de 14,21% em relação ao ano anterior (IQVIA, 2021).

Este trabalho pretende avaliar uma empresa classificada na B3 como setor econômico de saúde, subsetor comércio e distribuição e segmento medicamentos e outros produtos, a Panvel. Fundado em 1967, o Grupo Panvel atualmente atua através de três negócios, sendo: a rede de farmácias Panvel, a distribuidora de medicamentos e produtos de higiene e beleza Dimed e o laboratório Lifar. A rede de farmácias Panvel atualmente conta com mais de 500 lojas, distribuídas nos estados do Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Paraná e São Paulo (GRUPO PANVEL, 2021).

Para fazer tal avaliação será utilizado o método de fluxo de caixa descontado, técnica amplamente utilizada para fazer esse tipo de análise, que consiste em fazer projeções em relação à geração de caixa futura da empresa, de modo a encontrar um preço justo para suas ações (PÓVOA, 2012). Além disso, o trabalho terá uma análise do setor da empresa e seu posicionamento nele, além de análises de sensibilidade para validação do modelo de avaliação.

1.2. OBJETIVOS

1.2.1. Objetivo Geral

Quantificar o valor econômico do Grupo Panvel, utilizando o método do fluxo de caixa descontado.

1.2.2. Objetivos Específicos

- Analisar o setor farmacêutico, e o posicionamento da empresa nele;
- Avaliar o modelo de negócio do Grupo Panvel e seus diferenciais;
- Elaborar projeções futuras de fluxo de caixa, baseado numa taxa de crescimento estipulada;
 - Estimar os principais riscos do negócio e definir uma taxa de desconto adequada ao contexto;
 - Modelar os dados pelo método do fluxo de caixa descontado visando obter o valor da empresa;

- Validar a aplicação do modelo de fluxo de caixa descontado através do método de avaliação por múltiplos;
- Realizar análises probabilísticas para validação do modelo.

1.3. JUSTIFICATIVA

A escolha deste tema se deve pela relevância do método de Fluxo de Caixa Descontado na avaliação de empresas, auxiliando na tomada de decisão de investimentos financeiros. Analistas membros da principal certificação internacional do mercado financeiro, CFA (*Chartered Financial Analyst*), utilizam abordagens de valor descontado em sua maioria, sendo a escolha de cerca de 78% dos profissionais, e o método de Fluxo de Caixa Descontado a preferência principal dos que adotam esta abordagem (PINTO; ROBINSON; STOWE, 2018).

A escolha do Grupo Panvel para realizar este estudo de caso se deu em função da importância e crescimento do setor no qual o grupo está inserido, e pelo plano de expansão de lojas e sua relevância no Sul do Brasil.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo são abordados conteúdos e definições necessários para o entendimento da obra. São apresentados diferentes conceitos para os temas de estudo, de diferentes autores buscando maior embasamento teórico para o trabalho.

2.1. DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

As demonstrações financeiras, ou demonstrações contábeis são o produto final da contabilidade, que tem como finalidade apresentar a situação financeira de uma empresa e assegurar a transparência entre os sócios e investidores. Em 2001 foi criado o IASB (*International Accounting Standards Board*) com o objetivo de formular as diretrizes para as demonstrações financeiras globais, chamadas *IFRS* (*International Financial Reporting Standards*). No Brasil, a adoção obrigatória destas diretrizes para empresas de capital aberto começou em 2010.

2.1.1. Balanço Patrimonial

O balanço patrimonial é um dos tipos de demonstrativos financeiros. Esta demonstração contábil tem como finalidade expor a condição patrimonial de uma organização num dado período (IUDÍCIBUS, 1985). A estrutura do balanço patrimonial é dividida em duas colunas, ao lado esquerdo encontra-se o Ativo, e do lado direito o Passivo e o Patrimônio Líquido (MARION, 2005). Para Póvoa (2012), os principais itens de um balanço patrimonial são:

- Ativo Circulante: dividido em aplicações financeiras, contas a receber, estoques e disponível/dinheiro em caixa ou aplicações de liquidez diária;
- Ativo Realizável a Longo Prazo: caracterizado por recebimentos ou direitos que a empresa tem para o prazo a partir de um ano;
- Ativo Permanente: dividido em imobilizado (imóveis, terrenos, máquinas, marcas e patentes), investimentos (participações em outros negócios) e intangíveis;
- Passivo Circulante: são contas a pagar que têm vencimento em no máximo um ano;

- Passivo Exigível de Longo Prazo: contas a pagar, cujo prazo de vencimento excede um ano. Um exemplo é o pagamento de financiamentos de longo prazo;
- Patrimônio Líquido: conta que apresenta o capital dos acionistas, as reservas de capital e de lucros e os lucros acumulados. É definido a partir da diferença entre os Ativos e os Passivos.

Os itens do balanço patrimonial são relacionados a partir da Equação Contábil Básica (IUDÍCIBUS; MARION, 2008):

$$\text{Ativo} = \text{Passivo} + \text{Patrimônio Líquido} \quad (1)$$

Figura 1 – Balanço Patrimonial 3T22 Grupo Panvel

ATIVO	Norma Antiga (IAS 17)		
	3T21	3T22	Var. %
(em milhares)			
Ativo Circulante	1.314.466	1.432.112	9,0%
Caixa e equivalentes de caixa	18.672	9.362	-49,9%
Aplicações Financeiras	186.855	154.888	-17,1%
Clientes	303.193	361.633	19,3%
Estoque	696.776	796.732	14,3%
Imposto de renda e contribuição social a recuperar	14.750	25.433	72,4%
Tributos a recuperar	32.402	22.779	-29,7%
Outras contas a receber	61.819	61.285	-0,9%
Ativo Não Circulante	433.051	555.578	28,3%
Tributos diferidos	22.802	28.085	23,2%
Impostos a recuperar	7.429	9.260	24,6%
Depósitos judiciais	5.287	3.865	-26,9%
Créditos com partes relacionadas	10.738	1.530	-85,8%
Outros ativos	321	534	66,4%
Investimentos	5	4	-20,0%
Imobilizado	330.908	440.067	33,0%
Intangível	55.559	72.234	30,0%
Ativo Total	1.747.517	1.987.690	13,7%
	Norma Antiga (IAS 17)		
	3T21	3T22	Var. %
(em milhares)			
Passivo Circulante	562.065	663.373	18,0%
Fornecedores	335.031	373.646	11,5%
Empréstimos e financiamentos	55.867	97.870	75,2%
Arrendamento - IFRS 16	1.453	2.302	58,4%
Salários e encargos sociais	66.148	80.496	21,7%
Participações a pagar	100	-	-
Impostos, taxas e contribuições	35.638	39.637	11,2%
Dividendos e juros s/capital próprio	1.583	666	-57,9%
Outras contas a pagar	64.592	65.606	1,6%
Outras Provisões	1.653	3.150	90,6%
Passivo Não Circulante	136.954	204.107	49,0%
Empréstimos e financiamentos	105.714	172.857	63,5%
Arrendamento - IFRS 16	1.539	14.950	871,4%
Outras Obrigações	7.709	6.793	-11,9%
Provisões fiscais, previdenciárias, trabalhistas e cíveis	21.992	9.507	-56,8%
Patrimônio líquido	1.048.499	1.120.210	6,8%
Capital social	918.000	943.000	2,7%
Transações de capital com os sócios	-48.118	-14.448	-70,0%
Reserva de Capital	-	-29.429	-
Reserva de lucros	109.181	137.662	26,1%
Lucros Acumulados	69.436	83.425	20,1%
Passivo Total e Patrimônio líquido	1.747.517	1.987.690	13,7%

Fonte: Grupo Panvel (2022)

2.1.2. Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

Para Assaf Neto (2001), a DRE tem a finalidade de fornecer, de maneira esquematizada, o lucro ou prejuízo da empresa em determinado exercício social. De acordo com Gonçalves (1996), a Demonstração do Resultado do Exercício apresenta de forma sucinta, as operações feitas pela empresa, durante o exercício social, destacando o resultado líquido do período. A estrutura deste relatório pode ser observada por meio da Figura 2, abaixo:

Figura 2 – DRE 3T22 Grupo Panvel

DRE (Norma Antiga – IAS 17)	3T21	3T22	Var. %	9M21	9M22	Var. %
(em milhares)						
Receita bruta	860.143	1.087.787	26,5%	2.506.693	3.114.783	24,3%
Impostos e devoluções	(57.670)	(70.743)	22,7%	(175.115)	(209.913)	19,9%
Receita líquida	802.473	1.017.044	26,7%	2.331.578	2.904.870	24,6%
Custo das mercadorias vendidas	(560.600)	(701.903)	25,2%	(1.615.956)	(1.998.911)	23,7%
Lucro bruto	241.873	315.141	30,3%	715.622	905.959	26,6%
Despesas	(220.795)	(284.696)	28,9%	(651.103)	(817.151)	25,5%
Com vendas	(203.147)	(258.249)	27,1%	(609.608)	(752.507)	23,4%
Gerais e administrativas	(21.048)	(28.695)	36,3%	(68.582)	(78.727)	14,8%
Outras receitas operacionais	3.400	2.248	-33,9%	27.087	14.083	-48,0%
Resultado financeiro	(160)	(5.035)	-	10.504	(12.946)	-223,2%
Despesas financeiras	(3.555)	(11.574)	225,6%	(9.168)	(27.332)	198,1%
Receitas financeiras	3.395	6.539	92,6%	19.672	14.386	-26,9%
Lucro antes do IR e contribuição social e das participações	20.918	25.410	21,5%	75.023	75.862	1,1%
Imposto de renda e contribuição social	(2.507)	(2.750)	9,7%	(12.639)	(1.971)	-84,4%
Lucro líquido do exercício	18.411	22.660	23,1%	62.384	73.891	18,4%

Fonte: Grupo Panvel (2022)

2.1.3. Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC)

Sá (2006) define o fluxo de caixa como aquilo que está relacionado à toda a movimentação que influencia o caixa e seus equivalentes e a sua devida apresentação como relatório para o respectivo entendimento e análise. Para Ludícibus e Marion (2008), o demonstrativo permite analisar as entradas e suas origens, bem como as saídas e suas aplicações, que efetivamente aconteceram durante um período. Existem dois métodos diferentes para se fazer uma DFC, no método direto as entradas e as saídas de numerários são apresentadas a partir das vendas, pelos valores realizados, no método indireto o fluxo de caixa líquido proveniente das atividades operacionais é determinado ajustando o lucro líquido ou prejuízo

(PEREIRA, 2018). A estrutura contábil desde demonstrativo pode ser observada pela Figura 3, abaixo:

Figura 3 – Exemplo de DFC pelo método indireto

<p>Fluxo de caixa das atividades operacionais: Lucro líquido Depreciação e amortização (+) Provisão para devedores duvidosos (+) Aumento/diminuição em fornecedores (+/-) Aumento/diminuição em contas a pagar (+/-) Aumento/diminuição em contas a receber (+/-) Aumento/diminuição em estoques (+/-) Caixa líquido das atividades operacionais (+/-)</p>
<p>Fluxo de caixa das atividades de investimento: Venda de imobilizado (+) Aquisição de imobilizado (-) Aquisição de outras empresas (-) Caixa líquido das atividades de investimento (+/-)</p>
<p>Fluxo de caixa das atividades de financiamento: Empréstimos líquidos tomados (+) Pagamento de leasing (-) Emissão de ações (+) Caixa líquido das atividades de financiamento (+/-)</p>
<p>Aumento / diminuição líquido de caixa e equivalente de caixa Caixa e equivalentes de caixa - início do ano Caixa e equivalentes de caixa - final do ano</p>

Fonte: Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2010).

2.2. INDICADORES FINANCEIROS

Indicadores financeiros são métricas que auxiliam na avaliação das demonstrações financeiras. Nesse contexto, Assaf Neto e Lima (2009) sugerem que uma das principais técnicas de análise das demonstrações financeiras é o uso de indicadores.

2.2.1. Indicadores de Rentabilidade

Para Assaf Neto e Lima (2009), os indicadores de rentabilidade possuem o objetivo de avaliar os resultados alcançados por uma empresa, trazendo como principais bases de comparação para o estudo dos resultados empresariais o ativo total, o patrimônio líquido e as receitas de vendas. Os índices de rentabilidade demonstram o lucro auferido pela empresa na utilização de seus ativos (CHING; MARQUES e PRADO, 2010). A seguir, serão apresentados os principais indicadores de rentabilidade a serem abordados.

– Retorno sobre o Investimento (*Return on Investment*) ROI: Um dos principais indicadores de rentabilidade é o ROI, da sigla em inglês *Return On Investment*, e pode ser apresentado pela seguinte fórmula 2:

$$ROI = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}} \quad (2)$$

– Retorno sobre Patrimônio Líquido (*Return On Equity*) ROE: Possui como finalidade avaliar o retorno obtido pelos acionistas da empresa em relação aos recursos por eles investidos. Para calcular esse indicador, é necessário estabelecer a relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido (ASSAF NETO e LIMA, 2009). Com este indicador é possível mensurar a capacidade de uma empresa em gerar valor tanto para o seu próprio negócio quanto para os seus investidores, por meio dos recursos que possui à disposição.

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (3)$$

– Retorno Sobre o Capital Investido (*Return on Invested Capital*) ROIC: É o indicador que mensura o valor agregado pela atividade empresarial em relação ao capital investido tanto pelos acionistas quanto por terceiros. Antes de calcular o ROIC, é necessário calcular o capital total investido, o qual engloba:

$$\text{Capital Investido} = \text{Capital Próprio} + \text{Dívida Líquida} \quad (4)$$

Posteriormente, calcula-se o ROIC:

$$ROIC = \frac{\text{Lucro operacional} \times (1 - \text{Impostos})}{\text{Capital Investido}} \quad (5)$$

– Margem Bruta: Esse indicador é calculado pela divisão do lucro bruto pela receita líquida. Esse indicador demonstra a proporção do lucro gerado pela empresa em relação ao seu faturamento, no âmbito de suas operações, de acordo com Póvoa (2012).

– Margem Líquida: A margem líquida representa a lucratividade de uma organização em relação às vendas líquidas do período. Conforme Silva (2010), esse indicador refere-se à quantia de receita que se converte em lucro. Seu cálculo é realizado pela divisão do lucro líquido pela receita líquida.

– Margem de Lucro Operacional - Margem EBIT: Calculada dividindo-se o EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), ou LAJIR (Lucro antes dos Juros e Tributos) pela Receita Líquida. De acordo com Póvoa (2012), esse indicador revela o resultado obtido pela empresa em relação à sua receita, após a dedução das despesas operacionais.

– Margem EBITDA: A sigla EBITDA representa a expressão *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, que, em português, significa Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações, conforme Ludícibus (2009). É também conhecido como LAJIDA. A margem EBITDA é calculada dividindo-se o EBITDA pela Receita Líquida.

2.2.2. Indicador de Endividamento

Para Assaf Neto e Lima (2009), estes indicadores são utilizados para analisar a estrutura das fontes passivas de recursos de uma empresa. Permitindo também avaliar a capacidade da empresa de cumprir os seus compromissos de longo prazo. Empresas que apresentam excelente saúde financeira também podem optar por contrair dívidas, uma vez que, em muitos casos, o custo de captação desses recursos é inferior ao retorno obtido por meio das atividades empresariais. Uma das formas de calcular o endividamento é pela participação do capital de terceiros (IPCT), que pode ser apresentado pela seguinte fórmula 6:

$$IPCT = \frac{\text{Capital de Terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (6)$$

Outros principais indicadores conhecidos são:

– Dívida Líquida: Calculada subtraindo-se o caixa e disponibilidades da Dívida Bruta;

– Dívida Líquida/PL: Calculada dividindo-se a Dívida Líquida pelo Patrimônio Líquido. Relações acima de 100% indicam que a dívida é maior que o capital próprio;

– Dívida Líquida/EBITDA: A razão Dívida Líquida/EBITDA é obtida pela divisão do valor da Dívida Líquida pelo EBITDA. Essa métrica indica o nível de endividamento da empresa e quantos anos de resultado operacional seriam necessários para quitar totalmente suas dívidas.

2.2.3. Indicador de Liquidez

Os indicadores de liquidez revelam a situação financeira de curto e de longo prazo que a empresa apresenta (ASSAF NETO e LIMA, 2009). Nesse sentido, Ching, Marques e Prado (2010) complementam que através da análise destes indicadores pode ser identificada a capacidade da empresa em honrar suas dívidas de longo prazo. O índice de liquidez corrente é uma das principais forma de avaliar a liquidez de uma organização (IUDÍCIBUS, 2009) e pode ser apresentado pela seguinte fórmula 7:

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (7)$$

Outro indicador que auxilia na avaliação de liquidez é a liquidez imediata, que relaciona a dívida com o quanto existe de disponibilidades (caixa, bancos e aplicações de liquidez). Segundo Marion (2005) esse índice pode não ser tão relevante para fins de análise, uma vez que relaciona o dinheiro disponível em caixa, de alta liquidez, com contas a serem pagas em diferentes datas, não exigindo necessariamente o pagamento com os recursos disponíveis no momento.

$$\text{Liquidez Imediata} = \frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (8)$$

Adicionalmente, a liquidez geral abrange tanto elementos circulante como não circulantes. Conforme Marion (2005), esse indicador demonstra a capacidade de pagamento da empresa a longo prazo, levando em consideração todos os valores

disponíveis realizáveis, tanto de curto como de longo prazo, e relacionando-os com todas as dívidas assumidas.

$$\text{Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}} \quad (9)$$

2.2.4. Indicador de Atividade

Os indicadores de atividade visam mensurar as diferentes durações de um ciclo operacional, desde a fase de compra das matérias primas até a fase de recebimento das vendas realizadas (ASSAF NETO e LIMA, 2009). O Ciclo operacional é calculado pela fórmula 10:

$$\text{Ciclo Operacional} = \text{PME} + \text{PMC} \quad (10)$$

Onde:

PME= prazo médio de estocagem;

PMC= prazo médio de cobrança.

2.3. MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Existem diferentes modelos utilizados para fazer avaliação de empresas, para Damodaran (2007), os diferentes modelos costumam fazer suposições distintas sobre valor, no entanto compartilham de algumas características que permitem classificá-los de forma mais ampla. Graham e Dodd (1934) abordam um dos conceitos chaves da Análise Fundamentalista de empresas, definindo o chamado “valor intrínseco”, eles defendem que toda empresa possui um chamado “valor justo”.

2.3.1. Avaliação Patrimonial

Neste método é considerada a contabilidade e o patrimônio líquido da empresa por meio dos indicadores do seu balanço. Considera o valor contábil dos ativos ou do Patrimônio Líquido da empresa, sem mensurar ativos intangíveis. Apresenta como valor da empresa o próprio valor do patrimônio líquido obtido pela

diferença entre os ativos e passivos exigíveis (ASSAF NETO, 2010). Para Martins (2000), seu uso deve ser restrito por conta de observâncias da informação contábil.

2.3.2. Avaliação Relativa

A avaliação relativa ou avaliação por múltiplos, é uma ferramenta mais simplista para avaliar empresas (MANIAR, 2014). Consiste em avaliar empresas, com base em ativos semelhantes negociados no mercado (DAMODARAN, 2012; GUPTA, 2018; ORLOVAS, SERRA, & CARRETE, 2018). A premissa da técnica considera que as empresas são corretamente avaliadas pelo mercado e, com base nessa avaliação dos pares (empresas comparáveis), é estimado o valor da empresa alvo (KOLLER, 2005).

Para Goedhart, Koller & Wessels (2015), o múltiplo de lucro é uma medida que observa aspectos operacionais, financeiros e não operacionais. É um indicador que apresenta grandes variações de um exercício para outro. O múltiplo P/L é calculado pela divisão do preço do capital próprio (*equity value*) pelo lucro líquido. Segundo Koller (2005), o EBITDA, ao contrário do lucro líquido, não considera aspectos não operacionais, e a quantidade de empresas com EBITDA negativo é consideravelmente menor. O EV/EBITDA é calculado dividindo o valor da empresa (*enterprise value*) pelo resultado do EBITIDA.

2.3.3. Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

O Fluxo de Caixa Descontado é a técnica mais completa dentre as abordadas, e será o método utilizado para fazer a avaliação da empresa deste presente trabalho. O método de Fluxo de Caixa Descontado (FDC) determina o preço da empresa como sendo o valor presente dos benefícios econômicos futuros esperados de caixa, descontado por uma taxa de risco (HEVEADI, 1999; GUPTA, 2018). Segundo Assaf (2017), é a metodologia mais utilizada para avaliações de empresas, e também a mais consagrada na literatura de Finanças. Pelo método, o valor da empresa é calculado pela seguinte fórmula 11:

$$Valor da Empresa = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCL_t}{(1+WACC)^t} \quad (11)$$

Onde:

n = horizonte de projeção

t = período

FCL = Fluxo de Caixa Livre

WACC = Custo de Capital

2.3.3.1. Fluxo de Caixa para o Acionista e Fluxo de Caixa para a Firma

Existem duas maneiras de se calcular o fluxo de caixa esperado. O cálculo pode ser pelo Fluxo de Caixa para o Acionista (*FCFE - Free Cash Flow to Equity*) e pelo Fluxo de Caixa para a Firma (*FCFF - Free Cash Flow to Firm*). Para Póvoa (2020), o Fluxo de Caixa para o Acionista contempla apenas o que sobra do fluxo de caixa da empresa para os detentores do capital próprio, após o pagamento de juros para os credores. A outra implicação é que este deve ser descontado pelo chamado custo de capital próprio. Segundo Póvoa (2012), o FCFE é cálculo pela seguinte fórmula 12:

$$FCFE = LL - Capex + D\&A - \Delta Capital\ de\ Giro + \Delta Endividamento \quad (12)$$

Onde:

FCFE = Fluxo de Caixa para o Acionista;

LL = Lucro Líquido do Período;

Capex = Investimento Físico;

D&A = Depreciação e Amortização;

Δ Capital de Giro = Aumento ou redução do capital de giro;

Δ Endividamento = Aumento ou redução da dívida.

O Fluxo de Caixa para Firma (FCFF), por sua vez, engloba todo o fluxo de caixa a ser distribuído entre os credores (capital de terceiros) e acionistas (capital próprio), o que se refere aos *stakeholders* (PÓVOA, 2012). O FCFF deve ser descontado pelo Custo Médio Ponderado de Capital (*WACC - Weighted Average Cost of Capital*), que consiste na média do custo de capital próprio (*Ke - Cost of Equity*) e do custo de capital de terceiros (*Kd - Cost of Debt*), ponderado pela proporção de seus

pesos na estrutura de capital da firma. Segundo Póvoa (2020), o FCFE é calculado pela seguinte fórmula 13:

$$FCFF = EBIT(1 - t) - Capex + D\&A - \Delta Capital\ de\ Giro \quad (13)$$

Onde:

FCFF = Fluxo de Caixa para a Firma;

EBIT (1 - t) = Lucro Operacional após Impostos;

Capex = Investimento Físico;

D&A = Depreciação e Amortização;

Δ Endividamento = Aumento ou redução da dívida

2.3.3.2. *Custo de capital de terceiros*

O custo de capital de terceiros, ou custo da dívida, equivale ao custo atual que uma empresa incorre ao obter empréstimos e financiamentos no mercado. É um custo explícito de capital, calculado pela taxa de desconto que iguala entradas com saídas de caixa em um único momento de tempo. As diversas modalidades de dívidas podem assumir diferentes taxas de juros ao tomador de recursos (NETO, 2012, p. 95).

Para o cálculo do custo da dívida é analisada a taxa da dívida da companhia e descontada da alíquota de imposto, para que seja considerado o benefício fiscal gerado.

$$Custo\ do\ Capital\ de\ Terceiros = Custo\ da\ Dívida \times (1 - Alíquota\ de\ Imposto) \quad (14)$$

2.3.3.3. *Custo de capital próprio*

Para Serra e Wickert (2019), o custo de capital próprio pode ser obtido através do modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), pela fórmula 15:

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) \quad (15)$$

Onde:

Custo de Capital Próprio (Ke): retorno mínimo exigido;

Taxa de retorno de um ativo Livre de Risco (Rf);

Coeficiente β : coeficiente de risco atribuído ao ativo, e considera sua volatilidade;

Retorno de Mercado (R_m): retorno apurado pelos investidores do mercado em avaliação;

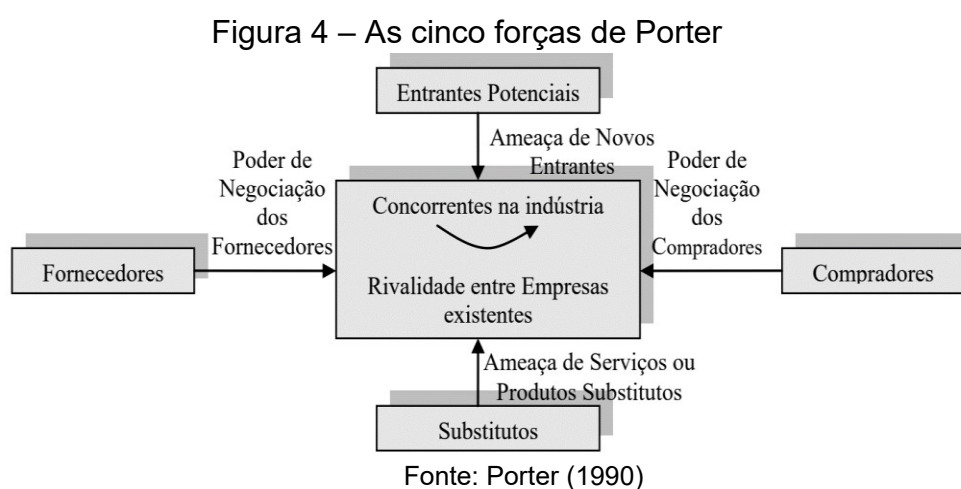
$R_m - R_f$: prêmio pelo risco de mercado

$\beta \times (R_m - R_f)$: prêmio pelo risco do ativo

2.4. ANÁLISE DO POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO

2.4.1. Forças de Porter

A avaliação de empresas leva em consideração outros aspectos, que não apenas os quantitativos abordados nos tópicos anteriores. As cinco forças de Porter auxiliam a análise qualitativa deste estudo, de modo complementar às análises quantitativas. Segundo Porter (2005), as regras de concorrência compreendem cinco forças competitivas que são consideradas essenciais: (1) Entrada de novos concorrentes, (2) Ameaça de substitutos, (3) Poder de negociação dos compradores, (4) Poder de negociação dos fornecedores e (5) Rivalidade entre os concorrentes existentes. A Figura 4 esquematiza a atuação destas cinco forças:



2.4.2. Matriz SWOT

Ainda no âmbito qualitativo, a matriz SWOT é outra ferramenta que auxilia na análise da empresa e seu posicionamento estratégico perante à indústria e seus

pares. A Matriz SWOT tem como finalidade posicionar ou validar a situação e a posição estratégica da empresa no ambiente em que atua (MCCREADIE, 2008). A análise SWOT estuda a competitividade de uma organização segundo quatro variáveis: *Strengths* (Forças), *Weaknesses* (Fraquezas), *Opportunities* (Oportunidades) e *Threats* (Ameaças). Através destas quatro variáveis, é possível entender as forças e fraquezas da empresa, bem como as oportunidades e ameaças do meio em que a empresa atua. Quando os pontos fortes de uma organização estão alinhados com os fatores críticos de sucesso para satisfazer as oportunidades de mercado, a empresa será competitiva ao longo prazo (RODRIGUES, *et al.*, 2005).

Figura 5 – Exemplo de Matriz SWOT



Fonte: Santaella (2020)

3. METODOLOGIA

Este tópico é dedicado à classificação deste trabalho, de modo a assegurar a organização e entendimento do estudo e dos fatos a serem abordados. Este capítulo também expõe as etapas adotadas para a elaboração da pesquisa.

3.1. CLASSIFICAÇÃO METODOLÓGICA

Na visão de Filippini (1997), existem seis abordagens metodológicas típicas na engenharia de produção: desenvolvimento teórico-conceitual, trabalho experimental, *survey*, modelagem e simulação, estudo de caso e pesquisa-ação. A metodologia mais apropriada para o objetivo deste trabalho é o Estudo de Caso.

Quanto à natureza da pesquisa, Gil (1991) determina que as pesquisas são classificadas como básicas ou aplicadas. O presente trabalho é classificado como aplicado, uma vez que envolve conhecimentos e ferramentas já disponíveis e suas aplicações neste estudo de caso. No âmbito dos objetivos, estes podem ser classificados como descritivos, explicativos, normativos ou exploratórios (GIL, 1991). Por ser um estudo de caso, este trabalho se enquadra na classificação de pesquisa exploratória, tendo em vista que envolve levantamento bibliográfico e posterior aplicação prática.

A abordagem do estudo será feita de forma combinada, pela característica requerida de utilizar análises tanto quantitativas quanto qualitativas para avaliar economicamente a empresa.

A tabela 1 traz um resumo da classificação metodológica da pesquisa:

Tabela 1 – Caracterização da Pesquisa

Método	Natureza da Pesquisa	Objetivos	Abordagem do Problema
Estudo de Caso	Aplicada	Exploratórios	Combinada

Fonte: Autora (2022)

3.2. PROCEDIMENTO METODOLÓGICO

Dentre os métodos para avaliação de empresas, o escolhido foi o Fluxo de Caixa Descontado, este método permite um maior entendimento da companhia, sendo

o mais recomendado e amplamente utilizado pelo mercado financeiro. O fluxo de caixa descontado pode ser definido como uma ferramenta contábil que “visa mostrar como ocorreram as movimentações de disponibilidade em um dado período de tempo” (IUDÍCIBUS, MARTINS e GELBCKE, 2003).

A execução deste trabalho foi dividida em 5 etapas, de modo a entender o mercado no qual a empresa está inserida, seu modelo de atuação e de competitividade, e posteriormente, determinar seu valor econômico. A metodologia conta também com uma etapa de entrevista semiestruturada, modalidade de entrevista mais comumente adotada, a qual é conduzida com base em um roteiro previamente elaborado (LAVILLE; DIONNE, 1999), o intuito desta etapa é validar, com um executivo da empresa, a análise qualitativa feita e tirar possíveis dúvidas. Será feita também uma análise de sensibilidade, para avaliar a sensibilidade do modelo e seus resultados. A Figura 6, abaixo, ilustra a caracterização proposta para a pesquisa.

Figura 6 – Caracterização da Pesquisa



Fonte: Autora (2022)

4. ESTUDO DE CASO: GRUPO PANVEL

No presente capítulo será realizado o estudo de caso da empresa objeto deste trabalho. O grupo Panvel, fundado em 1967 no Rio Grande do Sul, é uma empresa brasileira do setor farmacêutico com forte relevância no Sul do país, sendo a quinta maior empresa do setor em faturamento (SOCIEDADE BRASILEIRA DE VAREJO E CONSUMO, 2022).

Com mais de 55 anos de história, o grupo Panvel é composto por três empresas: A rede de farmácias Panvel, a indústria de cosméticos, medicamentos e alimentos LIFAR e a distribuidora de medicamentos e produtos de higiene e beleza DIMED, primeira empresa do grupo.

O grupo possui cerca de 9.000 colaboradores, mais de 550 lojas distribuídas nos estados do Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Paraná e São Paulo, além de dois centros de distribuição, sendo líder do segmento em operações digitais, e com modelo de negócio verticalizado, permitindo vantagem competitiva.

Figura 7 – Negócios do Grupo Panvel



Fonte: Elaborado pela Autora com base nas informações divulgadas no Formulário de Referência do Grupo Panvel (2022)

4.1. HISTÓRICO DA EMPRESA

O site de relação com investidores é o canal oficial de comunicação da empresa com o mercado, de acordo com o portal, o Grupo Panvel foi fundado em 1967, no Rio Grande do Sul, com a junção das duas maiores redes de farmácias da

região, Panitz, controlada pela família Pizzato, e, Velgos, controlada pela família Weber, para criar uma central de compra de medicamentos, dando início à Dimed Distribuidora de Medicamentos Ltda.

Dois anos depois, decidiram unir também suas operações de produção, com o laboratório Lifar, e mais tarde, em 1973, sua rede de farmácias, dando origem à Panvel.

Em 1977 as ações da empresa passam a ser negociadas na bolsa de valores, desenvolvendo também a expansão da área de varejo. Três anos depois, a Dimed inaugura o Centro de Distribuição em Santa Catarina. Em 1989 é lançada a linha própria de produtos Panvel e em 1994, a Panvel deu início ao serviço de tele-entrega “Alô Panvel”, quatro anos depois, a empresa faz sua expansão digital, inaugurando a loja online Panvel.com, disponibilizando medicamentos e produtos de higiene e beleza.

Nos anos 2000, o Grupo Panvel lança uma inovação no mercado, com o sistema de pedidos eletrônicos em compras do atacado. Posteriormente, em 2006 a empresa foi mais uma vez pioneira, sendo a primeira empresa a emitir Nota Fiscal eletrônica no Brasil.

Já em 2008, a Panvel inaugura em Porto Alegre, a Panvel Megastores e a Panvel Bem-Estar, com foco em produtos para bem-estar e beleza, além disso, foi criado também o programa de fidelidade. Em 2015 é lançado o Panvel Clinic, para oferecer serviços farmacêuticos, celebrando parcerias com laboratórios para ofertar exames e serviços especializados, como o de vacinação, que surgiu apenas em 2018 e que faz com que a empresa esteja hoje entre uma das principais prestadoras de serviço de vacinação na Região Sul do país.

O ano de 2016 marcou o lançamento do aplicativo Panvel, bem como a estreia da loja física em São Paulo, a primeira fora da Região Sul. Em 2019 foi lançado o programa de relacionamento com consumidor, Bem Panvel, oferecendo preços e descontos especiais. Também neste ano, o fundo de *Private Equity* da Kinea Investimentos adquire uma participação na empresa, marco importante para aproximar a empresa do mercado financeiro, bem como aprimorar sua governança corporativa.

Em 2020 a Panvel inaugura lojas promocionais, com foco no custo-benefício, atingindo novos perfis de clientes, especialmente em centros urbanos. No mesmo ano, o Grupo realiza um desdobramento de suas ações de 30 para 1, as ações que antes

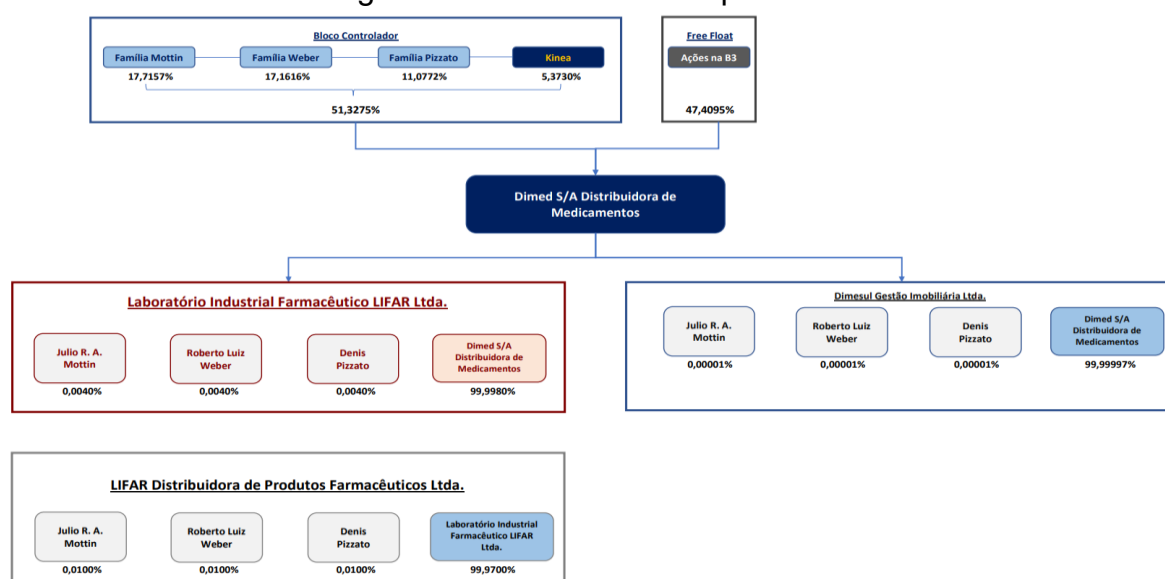
eram negociadas ao redor de R\$800,00 na bolsa de valores, passaram a custar cerca de R\$26, aumentando a liquidez e permitindo maior acesso dos investidores de varejo (SAMOR, 2020). Meses depois, a empresa faz um *follow on*, expressão usada para definir uma oferta pública de ações quando uma empresa já é listada em bolsa (LAIANO, 2020), trazendo novos recursos para seu caixa de modo a acelerar os investimentos em lojas, logística e tecnologia. Outro marco importante neste ano é a inauguração de usinas fotovoltaicas, iniciando o processo de adequação das fontes de energia consumida nas lojas Panvel.

Ainda na nova etapa de relacionamento com o mercado de capitais, em 2021 ocorre o primeiro Panvel Day, evento da companhia direcionado para investidores. No mesmo ano a empresa conclui o processo de migração para o Novo Mercado da B3 (Brasil, Bolsão, Balcão), nível mais alto de governança corporativa (CHENG, 2021).

4.2. ESTRUTURA SOCIETÁRIA

A posição acionária dos controladores do Grupo Panvel é composta majoritariamente pelas famílias Mottin, Pizzato e Weber, além da gestora Kinea, que comprou em 2019 a participação da IP Capital Partners, que era acionista da empresa há 19 anos e obteve uma taxa interna de retorno anualizada de 25% com o investimento (SAMOR, 2019). A figura 8 abaixo é o organograma dos acionistas e do grupo econômico.

Figura 8 – Estrutura do Grupo Panvel



Fonte: Formulário de Referência do Grupo Panvel (2022)

O acordo de acionistas mais recente foi firmado no dia 15 de julho de 2020 e possui vigência de 5 anos (27 de julho de 2025) e deve ser renovado automaticamente por um período adicional de 5 anos, se os acionistas titulares de mais de 80% das ações ordinárias vinculadas ao Acordo de Acionistas optarem por permanecer vinculados.

A distribuição acionária segue conforme a tabela 2 abaixo.

Tabela 2 – Distribuição acionária do Grupo Panvel

Grupo	Acionista	%Total
Grupo Kinea	Kinea Private Equity Iv Master Fundo de Investimento em Participações Multiestratégica	5,373
Grupo Mottin	Adriana Mottin Vellinho	0,096
Grupo Mottin	Ana Luiza Mariano Da Rocha Mottin	1,552
Grupo Mottin	Carlos Alberto de Freitas Lima	0,21
Grupo Mottin	Francisco Angelo Andrighetto Mottin	3,003
Grupo Mottin	Julio Ricardo Andrighetto Mottin	8,997
Grupo Mottin	Julio Ricardo Mottin Neto	0,136
Grupo Mottin	Mariana Mariano Da Rocha Mottin	0,086
Grupo Mottin	Nelson de Alvarenga Mariano Da Rocha	2,39
Grupo Mottin	Nelson de Castro Perrone	0,136
Grupo Mottin	Paulo Roberto Baggio	0,085
Grupo Mottin	Rudolfo José Mussnich	0,635
Grupo Mottin	Silvia Tostes Mottin	0,391
Grupo Pizzato	Denis Pizzato	3,954
Grupo Pizzato	Gabriela Zubaran de Azevedo Pizzato	0,069
Grupo Pizzato	José Ernesto Pizzato Annoni	1,715
Grupo Pizzato	José Francisco Andrade Pizzato Annoni	0,013
Grupo Pizzato	Marcela de Azevedo Pizzato	0,072
Grupo Pizzato	Nadja Pizzato	1,8
Grupo Pizzato	Regis Pizzato	3,498
Grupo Weber	Antônio Carlos Tocchetto Napp	0,212
Grupo Weber	Elisabeth Weber Taylor	4,043
Grupo Weber	Gabriela Weber Luce	0,011
Grupo Weber	Geraldo Otto Weber	3,93
Grupo Weber	Guilherme Weber Luce	0,003
Grupo Weber	Ivete Polese Weber	0,015
Grupo Weber	Lucas Weber	0,001
Grupo Weber	Martha Weber Luce	3,85
Grupo Weber	Melissa Polese Schneider	0,001
Grupo Weber	Patrícia Weber	0,001
Grupo Weber	Rafaella Polese Weber	0,021
Grupo Weber	Roberto Luiz Weber	4,055
Grupo Weber	Sylvia Wahrlich	1,083
Grupo Weber	Vivian Vieira Albrecht	0,129
	Ações Tesouraria	0,893
	Outros	47,732
	Total	100

Fonte: Elaborado pela Autora com base nas informações divulgadas no Formulário de Referência do Grupo Panvel (2022)

4.3. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DIREÇÃO

Por ser listada no segmento Novo Mercado na B3, o Grupo Panvel respeita diversas regras e melhores práticas, promovendo padrões de governança corporativa. O segmento Novo Mercado exige um nível de governança corporativa das empresas de capital aberto, que vai além do exigido pela legislação (DALMÁCIO, LOPES, REZENDE & SARLO NETO, 2013).

As principais regras requeridas, conforme Bovespa (2018) são:

- O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- No caso de alienação do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço atribuído às ações detidas pelo controlador;
- Instalação de área de Auditoria Interna, função de *Compliance* e Comitê de Auditoria (estatutário ou não estatutário);
- Em caso de saída da empresa do Novo Mercado, realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA) por valor justo, sendo que, no mínimo 1/3 dos titulares das ações em circulação devem aceitar a OPA ou concordar com a saída do segmento;
- O conselho de administração deve contemplar, no mínimo, 2 ou 20% de conselheiros independentes, o que for maior, com mandato unificado de, no máximo, dois anos;
- A empresa se compromete a manter, no mínimo, 25% das ações em circulação (*free float*), ou 15%, em caso de ADTV (*average daily trading volume*) superior a R\$ 25 milhões;
- Estruturação e divulgação de processo de avaliação do conselho de administração, de seus comitês e da diretoria;
- Elaboração e divulgação de políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do conselho de administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo (exceto para a política de remuneração);
- Divulgação simultânea, em inglês e português, de fatos relevantes, informações sobre proventos e *press releases* de resultados;

- Divulgação mensal das negociações com valores mobiliários de emissão da empresa pelos e acionistas controladores.

Informações do portal de relacionamento com investidores do Grupo Panvel mostram que o conselho de administração é constituído por seis membros, eleitos pela assembleia geral de Acionistas, e suas principais atribuições envolvem fixar a orientação geral dos negócios da sociedade, fiscalizar a gestão dos diretores, examinar a qualquer tempo os livros e papéis da sociedade, eleger a Diretoria com mandato de 1 ano. São realizadas entre 7 e 10 reuniões deste Conselho ao ano, conforme a necessidade. A tabela 3 mostra a atual disposição do conselho de administração da empresa:

Tabela 3 – Conselho de Administração do Grupo Panvel

Nome	Cargo
Julio Ricardo Andrighetto Mottin	Presidente do Conselho de Administração
Roberto Luiz Weber	Conselheiro
Denis Pizzato	Conselheiro
Cristiano Gioia Lauretti	Conselheiro
Claudio Roberto Ely	Conselheiro (Conselheiro Independente)
Clarice Martins Costa	Conselheira (Conselheira Independente)

Fonte: Grupo Panvel (2022)

A Diretoria estatutária é composta por três membros e a Diretoria não estatutária possui 6 membros, conforme a tabela 4 abaixo:

Tabela 4 – Diretoria Atual do Grupo Panvel

Diretores Estatutários	
Nome	Cargo
Julio Ricardo Mottin Neto	Diretor Presidente
Roberto Coimbra Santos	Diretor Executivo de Operações
Antônio Carlos Tocchetto Napp	Diretor Executivo Financeiro e de Relações com Investidores
Diretores	
Nome	Cargo
Anderson Salvadori Pereira	Diretor de Operações
Alexandre Rodrigo Arnold	Diretor de Tecnologia e Inovação
Diego Lopes Flores	Diretor de Logística
Eduardo De La Selva	Diretor de Expansão
Manuela Cardona	Diretora de Desenvolvimento de Mercado
Márcia Wagner	Diretora Comercial

Fonte: Grupo Panvel (2022)

Com relação à política e práticas de remuneração do conselho de administração, segundo o Formulário de Referência de 2022 do Grupo Panvel, a remuneração é atualmente composta por uma parcela fixa e uma outra variável, sendo esta última vinculada ao desempenho da própria companhia, dependendo dos resultados e do alcance de metas individuais. A remuneração dos membros da diretoria estatutária e da diretoria não estatutária seguem a mesma regra. O comitê de auditoria possui apenas remuneração fixa e a companhia não possui conselho fiscal instalado. A tabela 5 abaixo apresenta a proporção das remunerações.

Tabela 5 – Proporção de cada elemento na composição da remuneração

Exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2021			
% em relação à remuneração total			
	Salário Base	Remuneração Variável	Total
Conselho de Administração	64,80%	35,20%	100,0%
Diretoria	40,19%	59,84%	100,0%
Comitê de Auditoria	100,00%	0,0%	100,0%
Conselho Fiscal	0,0%	0,0%	0,0%

Fonte: Formulário de Referência do Grupo Panvel (2022)

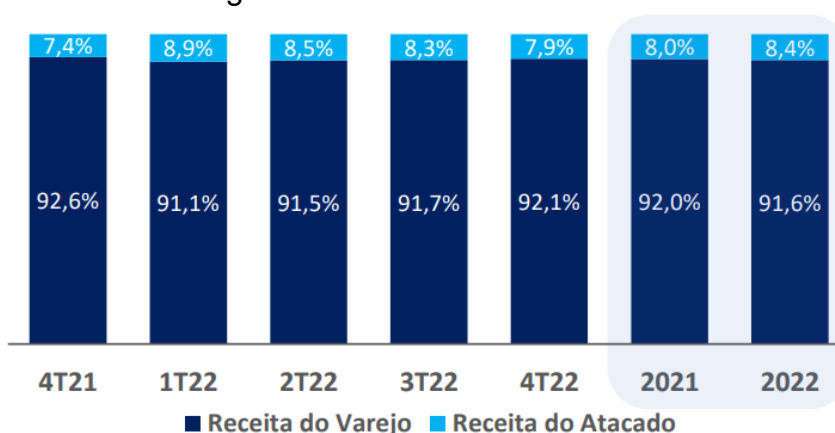
Ao analisar a política de remuneração de outras empresas do setor, percebe-se certa diferença entre as práticas adotadas pelo mercado. A companhia RaiaDrogasil S.A., estabelece para o conselho de administração apenas remuneração fixa, já em relação às diretorias estatutárias e não estatutárias, além da remuneração fixa, mais da metade da remuneração é variável ou baseada em ações, além disso a companhia possui 4 membros no conselho fiscal. Já em relação a companhia Pague Menos S.A., 67% da remuneração do conselho de administração é fixa e o restante é baseado em ações, enquanto para a diretoria estatutária a parcela fixa é de 58%, a variável de 19% e o restante baseado em ações, a Pague Menos, assim como o Grupo Panvel não possui conselho fiscal.

4.4. SEGMENTO DE ATUAÇÃO

O Grupo Panvel é um dos principais varejistas e distribuidores de produtos farmacêuticos do país. Como abordado anteriormente, o Grupo Panvel possui três linhas de negócio: a rede de farmácias Panvel, a distribuidora de medicamentos e produtos de higiene e beleza Dimed e o laboratório farmacêutico Lifar.

O modelo de negócio verticalizado, com laboratório, centros de distribuição e farmácias permite que o grupo tenha uma posição de vantagem competitiva. Enquanto o laboratório, segmento de indústria do grupo, produz itens com a marca própria, com maiores margens, no atacado, os centros de distribuição possibilitam ganho de escala e melhores preços com fornecedores. Além disso, a rede de farmácias Panvel possui ampla capilaridade e é o principal negócio do grupo, fazendo com que a maior parte do faturamento venha deste segmento.

Figura 9 – *Breakdown* de Receita



Fonte: Divulgação de Resultados Grupo Panvel (2022)

Apesar de ser menos relevante, a operação de atacado vem apresentando crescimento em vendas e em Margem Bruta, no 4T22, o Atacado representou 7,9% das vendas totais da companhia, com um crescimento de 29,1% em sua receita. A receita bruta de cada segmento de negócio do grupo, no fechamento de 2022 foi R\$3,9 bilhões para a Rede Panvel (91,32%), R\$356,6 milhões para a Dimed (8,33%) e R\$14,6 milhões (0,34%) para o Laboratório Lifar.

4.4.1. Panvel

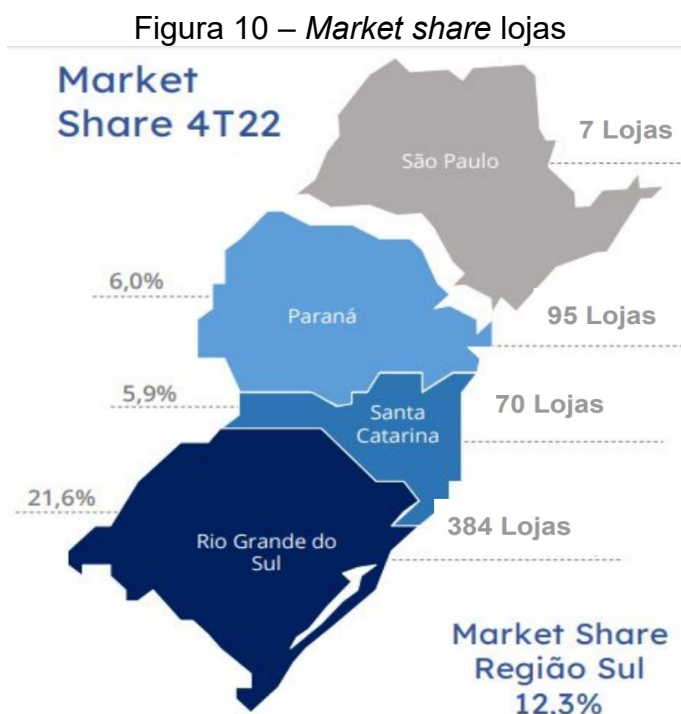
O principal negócio do grupo, a rede de farmácias Panvel é bastante relevante no Sul do país e representa o segmento de varejo da empresa. Segundo dados do IQVIA, a Panvel possuía, no fechamento do 4T22, 12,3% de participação da região Sul, com 556 lojas.

A rede de drogarias varejistas possui quatro formatos de lojas, para atender, conforme o *layout* e região de atuação, os públicos A, B e C.

- O primeiro formato é o chamado Beleza e Bem-Estar, possui lojas amplas e são pensadas para melhorar a experiência de compra na loja, com experimentação de produtos, por exemplo;
- O segundo formato é o Padrão, com amplo mix de produtos e serviços e prezando pela relação de custo-benefício;
- O terceiro é o modelo Pop, localizado em áreas centrais e com foco em promoções;
- Por fim, o quarto modelo é o *Express*, que conta com tamanho e mix de produtos reduzidos, unidades de fácil acesso localizadas em lugares como postos de gasolina e supermercados, e foca na agilidade.

Segundo pesquisa divulgada pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Varejo & Mercado de Consumo, a Panvel foi, em 2022, a farmácia mais admirada pelos consumidores (IBEVAR, 2022).

Em 2022 foram abertas 60 novas lojas, sendo 34 no RS, 10 em SC, 15 no PR e 1 em SP.



Fonte: Divulgação de Resultados Grupo Panvel (2022)

Um dos pilares estratégicos do grupo é transformar as farmácias em *Hub* de Saúde, para isso, as lojas contam também com o Panvel Clinic, que oferece serviços de saúde como vacinação, testes de alergias, doenças respiratórias, marcadores tumorais, infecções sexualmente transmissíveis, entre outros. Segundo dados da divulgação de resultados da empresa, no fechamento de 2022, das 556 lojas, 336 possuem o Panvel Clinic, e dessas, 86 são equipadas com salas de vacinação na qual mais de 146 mil serviços foram prestados. Conforme o IQVIA, a Panvel apresentou no 4T22, um *market share* de 54,3% de vacinação na Região Sul. Os clientes do serviço Panvel Clinic possuem o dobro de *ticket* médio e recorrência se comparados com o cliente normal da farmácia. A redução de testagens de Covid-19 reduziu a participação de serviços nas vendas do varejo, mas, ainda assim, o grupo possui a maior das participações no varejo farmacêutico brasileiro, em 2022, 2,3% da receita bruta do setor foi referente a serviços, uma queda de 1,1 pontos percentuais em comparação com o ano anterior.

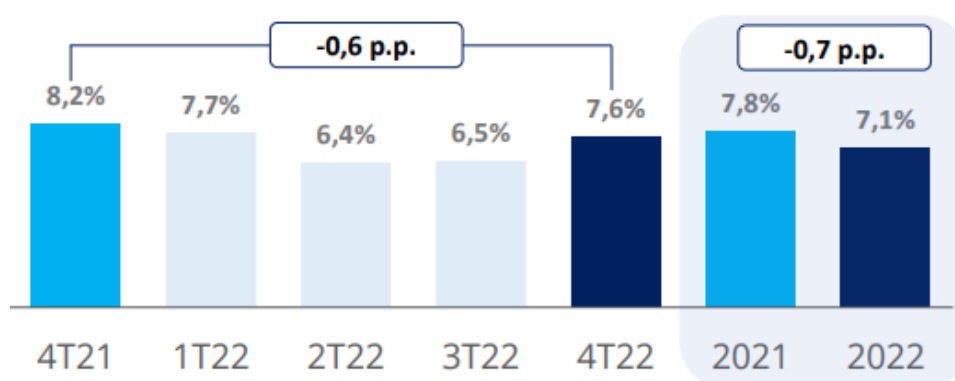
Ainda no contexto de ecossistema de saúde, a Panvel possui o Panvel Saúde Empresarial, programa de convênio com empresas para a compra de produtos pelos colaboradores e pagamento realizado por meio de desconto em folha de pagamento, com mais de 6,4 milhões de vidas sob gestão.

O grupo possui também o programa de fidelidade Bem Panvel, com 15,8 milhões de clientes na base, e oferece ofertas personalizadas e descontos em diversos produtos. Além disso, o programa possui parcerias com hotéis, locadora de veículos, lojas e laboratórios, oferecendo descontos aos clientes do programa de relacionamento.

A Panvel possui também sua própria linha de produtos, pilar bastante estratégico de marca e imagem. Os produtos Panvel somam mais de mil unidades de manutenção de estoques (SKUs), com linhas de maquiagem, proteção solar, cuidados para bebês, acessórios, cuidados faciais, produtos para casa e ainda uma linha de itens naturais e veganos. A margem bruta dos itens próprios é cerca de 6 pontos percentuais superior aos demais produtos, e aproximadamente 30% dos produtos Panvel são produzidos pelo próprio grupo, no laboratório Lifar, essa estratégia verticalizada agrega mais qualidade e margem superior aos produtos *private label*. Os gráficos 11 e 12 abaixo apresentam a participação dos produtos Panvel no total de vendas da Panvel e no segmento de Higiene e Beleza. Segundo o relatório de divulgação de resultados do grupo, a queda em relação ao ano anterior pode ser

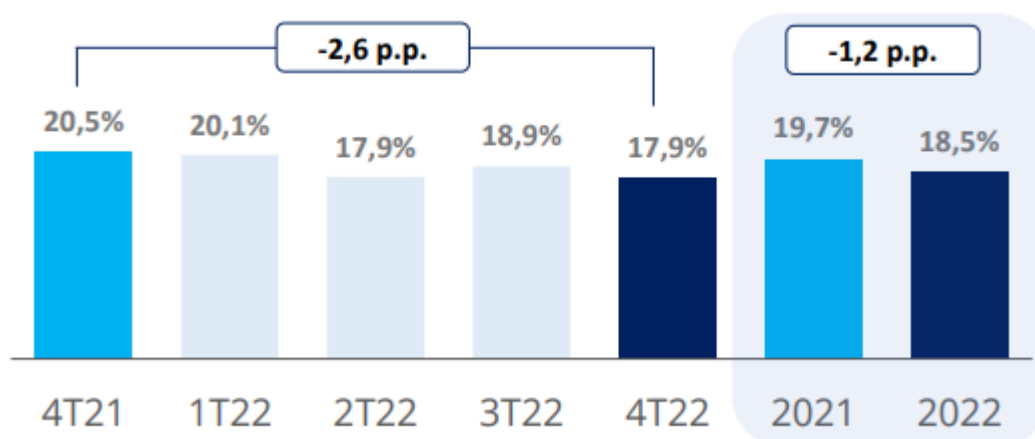
explicada pelos itens relacionados à Covid-19 (como máscaras), e excluindo estes itens da base, a categoria apresenta um crescimento de 25,3% no 4T22 e de 21,9% em relação ao ano de 2021, respectivamente. O relatório ainda acrescenta que a partir deste ano a base de comparação estará limpa destes efeitos sazonais e que a velocidade dos lançamentos de novos produtos fará com que a participação de produtos próprios volte a crescer

Figura 11 – % Participação de Produtos Panvel nas Vendas do Varejo



Fonte: Divulgação de Resultados Grupo Panvel (2022)

Figura 12 – % Participação de Produtos Panvel nas vendas da categoria Higiene e Beleza



Fonte: Divulgação de Resultados Grupo Panvel (2022)

O *e-commerce* e iniciativas digitais também são uma frente bastante importante para o grupo, com uma plataforma de vendas online bastante robusta, possibilitando aos consumidores comprar medicamentos, criar lista de compras, verificar a disponibilidade de determinado remédio em lojas da rede, entre outras finalidades. Todas as lojas do grupo são integradas ao canal digital, operando também como *hubs* de entrega, o que favorece a velocidade de entregas.

Segundo Menezes (2016), o conceito de *omnichannel* é quando o consumidor passa a ter acesso simultâneo a vários canais de compra de um local comercial, sem distinguir a diferença de estar transitando entre um e outro. Neste sentido, o grupo Panvel trabalha de forma inteligente todos os seus canais, sendo uma referência de integração e multicanalidade. Com as ferramentas do grupo, o cliente escolhe onde, como e quando quer comprar e receber seus produtos pelos serviços disponibilizados pela rede: site, *app*, lojas físicas, *click & retire*, *locker* e Alô Panvel.

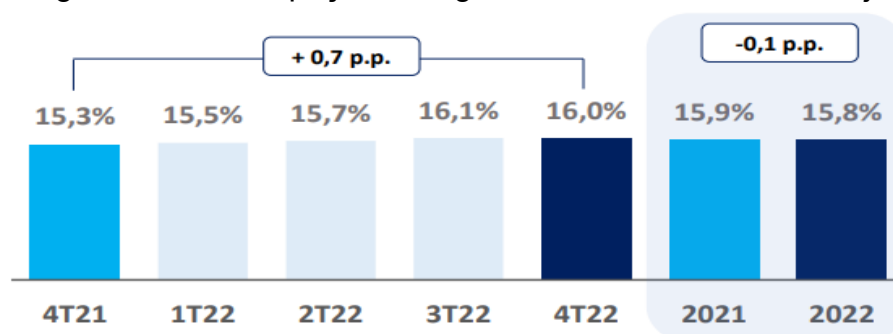
Figura 13 – Canais Grupo Panvel



Fonte: Grupo Panvel (2022)

Nesse contexto, em 2022, 15,8% da receita bruta do varejo foi participação do digital, este valor não inclui vendas feitas por ferramentas de *Social Commerce*, como *WhatsApp*, que serão computadas a partir do primeiro trimestre de 2023. O aplicativo da Panvel teve, ao final de 2022, 3,1 milhões de downloads, com 1 milhão de usuários ativos todos os meses. O *marketplace* da Panvel, lançado no segundo semestre de 2022, é outro projeto relevante do digital, que já conta com mais de 14 *sellers* na plataforma e 7 mil SKUs.

Figura 14 – Participação do digital na receita bruta do Varejo.



Fonte: Divulgação de Resultados Grupo Panvel (2022)

Por fim, iniciativa voltada para tecnologia e inovação, o Panvellabs é o laboratório de inovação do grupo Panvel que tem por objetivo realizar aproximação com *startups*, para identificar ou co-criar soluções aderentes ao seu negócio, baseado em três pilares: soluções para saúde e bem-estar, para experiência do consumidor e para inteligência operacional. Ao final de 2022, das 287 *startups* do *pipeline*, 24 já estavam conectadas ao grupo. Existe também um programa de Intraempreendedorismo, na qual todos os colaboradores podem submeter ideias para os negócios da empresa, trazendo aproximação dos colaboradores e fortalecimento da cultura organizacional. A figura 15 abaixo ilustra a abrangência do ecossistema de inovação do grupo.

Figura 15 – Ecossistema de Inovação do Grupo Panvel



Fonte: Grupo Panvel (2022)

4.4.2. Dimed

A Dimed é um dos principais distribuidores de medicamentos e produtos de higiene e beleza do país, contando com aproximadamente 15 mil produtos para distribuição e mais de 6,5 mil clientes mensais (FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA GRUPO PANVEL, 2022). Com entregas diárias e dois centros de distribuição, um em Eldorado do Sul (RS) e outro em São José dos Pinhais (PR), fornecendo ao grupo uma estrutura verticalizada para distribuição de produtos para a Panvel. Segundo formulário de referência da empresa (2022), a distribuidora Dimed possui um papel importante na redução dos custos fixos e na captura de ganho de escala, por utilizar

a mesma malha logística da Panvel, bem como ao fortalecer o poder de compra junto aos seus fornecedores. Além disso, a Dimed distribui produtos para outras redes de farmácias, assim como hospitais e supermercados. Grande parte do sucesso do *e-commerce* é por conta do pilar estratégico de logística, com capacidade de separação de 750 mil itens por dia e armazenagem média de 26 mil volumes por dia, os centros de distribuição passaram por um processo de aperfeiçoamento, com R\$ 27 milhões investidos em 2022, e hoje operam com linhas automatizadas e tecnologias de ponta, com estrutura para suportar expansão da Panvel até 2025. Em 2022, a participação do atacado atingiu 8,4% das vendas totais da companhia.

4.4.3. Lifar

O laboratório Lifar fica localizado no Rio Grande do Sul e atende grande parte da produção da marca Panvel. A produção do Lifar é dividida em três partes: medicamentos, cosméticos e alimentos. O laboratório conta com uma equipe de consultoria especializada na terceirização de produtos, produzindo também para redes de supermercados e atacados, assim como outras redes de farmácias. A produção do Lifar é dividida em 2 estruturas, alimentos e cosméticos, ambas seguindo as Boas Práticas de Fabricação, obedecendo os mais rigorosos padrões exigidos pelo mercado. Na planta de alimentos são produzidos chás e suplementos alimentar da marca Sanitas. Na planta de cosméticos são produzidos itens de suas marcas próprias, Vivaz e Lifar, além de itens White Label de grandes redes de varejo farma, alimentar e moda (FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA GRUPO PANVEL, 2022).

Cerca de 60% do *private label* do grupo é produzido pelo laboratório, o que torna as margens mais competitivas. Como dito anteriormente, os produtos próprios possuem elevada penetração nas vendas e são bastante conhecidos na Região Sul.

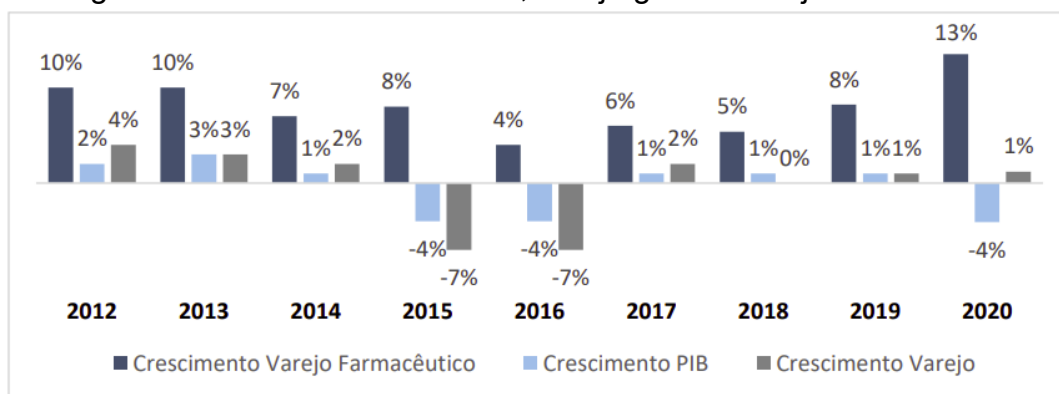
5. ANÁLISE DA INDÚSTRIA

5.1. ANÁLISE SETORIAL

Para compreender a dinâmica da indústria é necessário avaliar o contexto econômico e os setores nos quais a empresa possui atuação. Portanto, nesta seção serão abordadas informações sobre o cenário dos setores de atuação da empresa, bem como seu posicionamento nos mesmos.

O panorama geral para a atividade econômica do Brasil é de um crescimento mais fraco, sendo o principal detrator de crescimento o patamar contracionista da taxa Selic em 13,75% no fechamento de 2022. O setor de varejo de medicamentos superou o crescimento do PIB, historicamente sendo um setor mais resiliente do que outros setores de varejo. A figura 16 abaixo mostra o crescimento do PIB, varejo geral e varejo farmacêutico, ao longo dos anos, e a figura 17 abaixo apresenta as projeções macroeconômicas do Relatório Focus.

Figura 16 – Crescimento do PIB, varejo geral e varejo farmacêutico



Fonte: Formulário de Referência do Grupo Panvel, IQVIA e IBGE (2022)

Figura 17 – Projeções macroeconômicas Focus

HISTÓRICO	2017	2018	2019	2020	2021	2022
IPCA	2,95%	3,75%	4,31%	4,52%	10,06%	5,79%
PIB	1,30%	1,80%	1,20%	-3,30%	5,00%	2,90%
SELIC	6,90%	6,40%	6,50%	4,50%	1,90%	13,65%

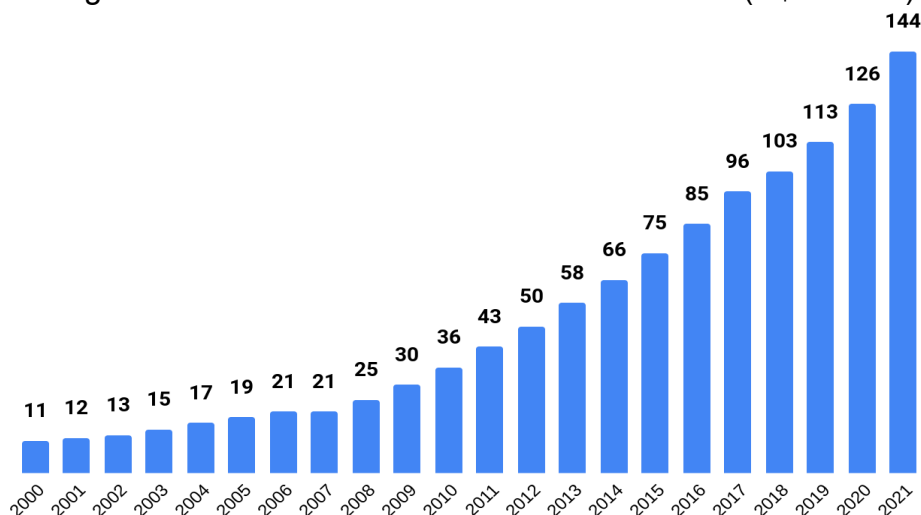
Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados do Boletim Focus (2023)

5.1.1. Drivers de Crescimento

Os *drivers* são direcionadores de valor e crescimento para a companhia, sendo essencial identificá-los e entender como influenciam no desempenho da empresa. Neste capítulo serão apresentados os direcionadores de crescimento do Grupo Panvel.

Segundo dados do IQVIA (2022), o mercado farmacêutico deve manter um crescimento acelerado no longo prazo. O mercado brasileiro movimentou, em 2021, R\$ 88,28 bilhões, um resultado 14,21% de crescimento em relação ao ano de 2020. Tal resultado fez com que o Brasil atingisse a oitava colocação no *ranking* de faturamento da indústria farmacêutica das principais economias, e o principal mercado da América Latina, com 349 empresas farmacêuticas. Espera-se que, até o final de 2023, o Brasil entre para as cinco primeiras colocações no *ranking* dos maiores mercados da indústria farmacêutica mundial (ABRAFARMA, 2022).

Figura 18 – Tamanho do mercado farmacêutico (R\$ bilhões)

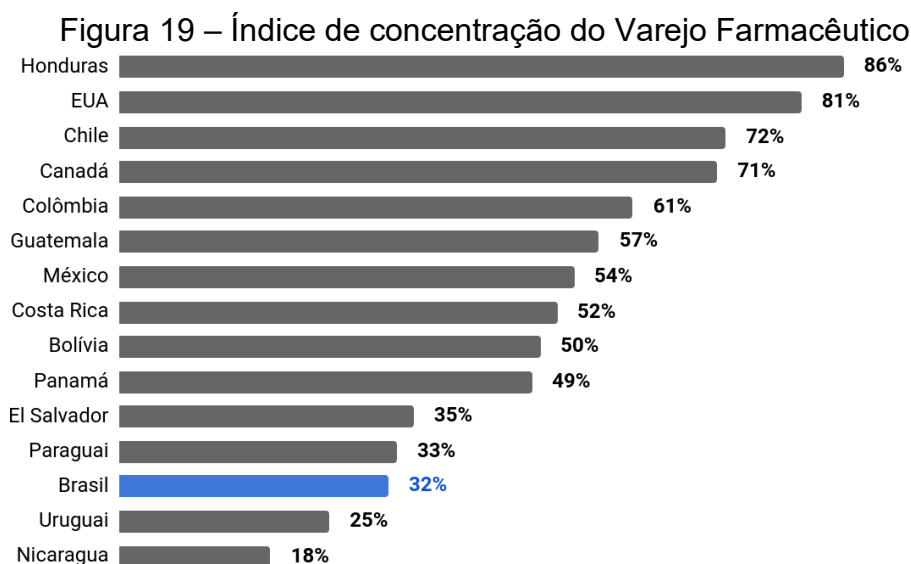


Fonte: Adaptado pela Autora com base nos dados do IQVIA (2022)

A comparação com outros países mostra que ainda existe bastante espaço para consolidação no setor local: No Brasil, as 5 maiores empresas do setor representam cerca de $\frac{1}{3}$ do mercado, enquanto nos EUA, as 3 principais possuem 76% do mercado e 92% no Reino Unido (EIGER; NARDINI; SUEDT, 2020).

De acordo com a Abrafarma, as cinco líderes do varejo brasileiro e que totalizam $\frac{1}{3}$ do mercado são RaiaDrogasil; DPSP; Farmácias Pague Menos; Farmácias São João; e Panvel.

Na figura 19 abaixo há um gráfico que mostra como o varejo farmacêutico brasileiro é um dos menos concentrados, segundo levantamento do IQVIA (2020), que envolveu 16 países do continente americano e comparou o faturamento das cinco maiores redes de farmácia de cada país, contra o total nacional de vendas.

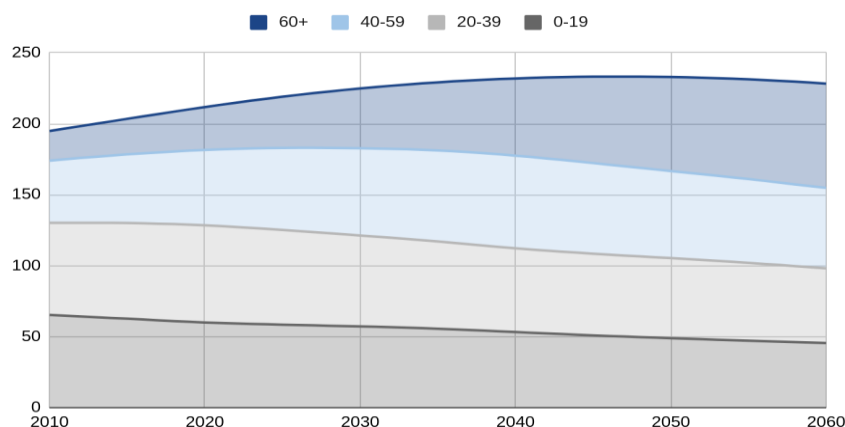


Fonte: Adaptado pela Autora com base nos dados do IQVIA (2022)

No âmbito demográfico, o setor de drogarias se beneficia do envelhecimento populacional, segundo o IBGE (2018), é estimado que a população brasileira cresça até 2047, e alcance 228,3 milhões de habitantes em 2060, sendo 73 milhões da faixa etária acima de 60 anos. A Região Sul do país é bastante atrativa para o setor de farmácias, o Rio Grande do Sul é o estado com a maior proporção de idosos, com 18,7%, em quinto lugar vem o Paraná com 15,4% da sua população acima de 60 anos e em sexto lugar Santa Catarina com 15%.

De acordo com pesquisa do IQVIA (2021), pacientes acima de 65 anos geralmente são mais propensos a desenvolver doenças crônicas e, portanto, apresentar maior consumo de medicamentos, gastando 4 vezes mais do que pessoas entre 25-34 anos.

Figura 20 – Envelhecimento da população brasileira (milhões de habitantes)



Fonte: Elaborado pela Autora com base nos dados do IBGE (2018)

Outro importante direcionador é o avanço no setor farmacêutico em transformar as farmácias em hubs de saúde, ofertando serviços como testes rápidos, vacinação, *check-ups*, acompanhamento de doenças como hipertensão e diabetes, anamnese farmacêutica, testes de confirmação de gravidez e detecção de infecção de HIV (HOS, 2022).

Com a lei 13.021/14 (BRASIL, 2014), as farmácias foram elevadas ao grau de estabelecimento de saúde, reunindo cuidados de saúde e bem-estar no mesmo ambiente (ICTQ, 2021). Segundo pesquisa da Associação Nacional de Farmacêuticos Comunitários (NCPA) dos Estados Unidos, a pandemia trouxe novas oportunidades para as farmácias, para 56% dos farmacêuticos, o setor deve reforçar investimentos em serviços clínicos, transformando o modelo das operações de varejo farmacêutico. Além de incentivar novas estratégias, os efeitos da pandemia também aceleraram a cultura de compras online, com a fuga de aglomerações por parte dos consumidores a compra realizada por aplicativos e sites aumentaram e exigiram que as empresas aperfeiçoassem estes canais (NCPA, 2020).

Adicionalmente, o reajuste real do salário-mínimo e o aumento da massa salarial real das famílias é um direcionador positivo para o setor, agindo como vetor para o consumo das famílias e maior aquisição de bens essenciais, como alimentos e produtos farmacêuticos, e alguns componentes do setor de Serviços (BTG, 2023). Além disso, o possível anúncio de novos programas como o Desenrola Brasil, para incentivar o consumo da população de baixa renda, pode beneficiar a demanda no curto prazo.

Por fim, a integração de canais e rastreamento de comportamento de compra dos consumidores é um forte impulsionador do setor, com compradores buscando ofertas cada vez mais personalizadas. A integração de canais ajuda a entender melhor os clientes e oferecer atendimento, mensagens e produtos personalizados, fidelizando os clientes e fornecendo um direcionamento para o segmento a fim de gerenciar melhor as margens dos produtos.

5.2. FORNECEDORES

A companhia não possui dependência de nenhum fornecedor, possuindo, no seu modelo de negócio, mais de um fornecedor para cada linha de produto, não colocando a sua operação em risco. O Grupo Panvel compra seus produtos de uma ampla variedade de fornecedores, incluindo distribuidores e fabricantes, ainda assim, seu poder de barganha é limitado, tanto pelas regulamentações de preço quanto pelo mercado altamente fragmentado. De acordo com o Formulário de Referência de 2022, os fornecedores representaram 55,09% do passivo circulante da empresa, sendo o item mais relevante desta parte do balanço patrimonial do período.

Tabela 6 – Passivo Circulante do Grupo Panvel

	2022
Balanço Patrimonial - PASSIVO (IFRS 16)	
Passivo Circulante	1.008.244
Fornecedores	555.453
Empréstimos e financiamentos	118.396
Arrendamento - IFRS 16	152.094
Salários e encargos sociais	60.106
Participações a pagar	16.880
Impostos, taxas e contribuições	30.584
Dividendos e juros s/capital próprio	5.519
Outras contas a pagar	66.466
Programa Fidelidade	1
Outras Provisões	2.745

Fonte: Grupo Panvel (2022)

A empresa possui convênios com os principais laboratórios e fabricantes de medicamentos para participação em PBM's (Programa Benefício Medicamento) existentes no Brasil. Neste programa, o cliente pode procurar as farmácias que aderiram ao Programa de Benefícios em Medicamentos e, mediante cadastro,

encontram descontos competitivos oferecidos pelos fabricantes de medicamentos (FEBRAFAR, 2022).

Algumas das empresas farmacêuticas e laboratórios que podem ter convênios com PBM's no Brasil incluem: Aché, Bayer, EMS, Eurofarma, Hypera Pharma, Merck, Novartis, Pfizer, Sanofi, entre outros. A lista de convênios pode variar de acordo com a região geográfica e a empresa farmacêutica. No segmento de higiene e beleza, além dos produtos de fabricação própria, segundo o Formulário de Referência de 2022, a P&G também oferece marcas de perfumaria exclusivas, como La Façon, Lancôme, ArtDeco, Biotherm e Clinique.

A companhia não divulga publicamente a relação com os laboratórios, sendo assunto restrito às partes, no entanto, dados de mercado mostram a concentração e os principais *players* do setor. De acordo com o Anuário Estatístico do Mercado Farmacêutico da Secretaria Executiva da Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos de 2020, da Agência Nacional de Vigilância Sanitária (Anvisa), em 2019 das 224 empresas atuantes no setor farmacêutico do país, apenas 64 delas alcançaram um faturamento conjunto de R\$ 74,6 bilhões, o que representa 86,8% do mercado neste período. Estas empresas foram responsáveis por 73% das embalagens de medicamentos vendidas. A tabela 7 abaixo representa um *ranking* com os 10 grupos econômicos e empresas independentes detentores dos maiores faturamentos do setor.

Tabela 7 – *Ranking* Laboratórios Farmacêuticos

Ranking	Grupo Econômico	Classificação	Empresas Independentes	Classificação
1	GRUPO SANDOZ/NOVARTIS (Internacional)	>= 3 Bilhões	PRODUTOS ROCHE QUÍMICOS E FARMACÊUTICOS S.A.	>= 3 Bilhões
2	GRUPO E.M.S (E.M.S./SIGMA/LEGRAND/NOVAQUÍMICA/GERMED) (Nacional)	>= 3 Bilhões	FUNDAÇÃO OSWALDO CRUZ (Laboratório oficial Nacional)	Entre R\$ 1 bilhão e R\$ 2 bilhões
3	GRUPO ACHE/BIOSINTÉTICA (Nacional)	>= 3 Bilhões	CRISTALIA PRODUTOS QUÍMICOS FARMACÊUTICOS LTDA	Entre R\$ 1 bilhão e R\$ 2 bilhões
4	GRUPO EUROFARMA/MOMENTA (Nacional)	>= 3 Bilhões	ASTRAZENECA DO BRASIL LTDA (Internacional)	Entre R\$ 1 bilhão e R\$ 2 bilhões
5	GRUPO SANOFI/MEILEY/GENZYME (Internacional)	>= 3 Bilhões	LIBBS FARMACÊUTICA LTDA (Nacional)	Entre R\$ 1 bilhão e R\$ 2 bilhões
6	GRUPO MSD/SCHERING PLOUGH (Internacional)	>= 3 Bilhões	BOEHRINGER INGELHEIM DO BRASIL QUÍMICA E FARMACÊUTICA LTDA. (Internacional)	Entre R\$1 bilhão e R\$ 2 bilhões
7	GRUPO JOHNSON & JOHNSON/JANSSEN-CILAG (Internacional)	Entre R\$ 2 bilhões e 3 bilhões	MERCK S/A (Internacional)	Entre R\$ 1 bilhão e R\$ 2 bilhões
8	GRUPO HYPERA (HYPERARNEO QUÍMICA/BRAINFARMA/NEOLATINA/COSMED/MANTECORP) (Nacional)	Entre R\$ 2 bilhões e 3 bilhões	SHIRE FARMACÊUTICA BRASIL LTDA. (Internacional)	Entre R\$1 bilhão e R\$ 2 bilhões
9	GRUPO PFIZER/NYETH (Internacional)	Entre R\$ 2 bilhões e 3 bilhões	BRISTOL-MYERS SQUIBB FARMACÊUTICA LTDA (Internacional)	Entre R\$1 bilhão e R\$ 2 bilhões
10	GRUPO GLAXO/STIEFEL (Internacional)	Entre R\$ 2 bilhões e 3 bilhões	BIOLAB SANAS FARMACÊUTICA LTDA (Nacional)	Entre R\$1 bilhão e R\$ 2 bilhões

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da CMED/Anvisa (2020)

Quanto ao tipo de medicamento, a companhia não divulga publicamente as margens entre as categorias, porém, afirma que a margem de genéricos é superior à margem de outras categorias.

Como dito anteriormente, além de produzir e vender seus próprios produtos, a empresa também atua como intermediária logística para os principais laboratórios farmacêuticos do Brasil. Nesse processo, os representantes do laboratório são

responsáveis pelas negociações comerciais com o cliente, enquanto a empresa se encarrega da logística, que envolve o recebimento do pedido e a entrega para o cliente. A distribuição dos produtos é realizada a partir de dois centros de distribuição localizados nos estados do Rio Grande do Sul e Paraná. Os fornecedores entregam as mercadorias nesses centros, que são responsáveis por abastecer a rede própria de varejo da empresa, bem como outros clientes como redes varejistas e hospitais nos estados do Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Paraná e São Paulo (FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA DO GRUPO PANVEL, 2022). A empresa informa também que utiliza transportadoras terceirizadas para enviar seus produtos dos centros de distribuição para suas lojas, lojas de clientes e para transferências entre os centros de distribuição. A seleção e monitoramento das transportadoras são feitos com muito cuidado pela equipe de logística da empresa.

5.3. CLIENTES

Segundo o formulário de referência de 2022 do Grupo Panvel, a empresa não possui clientes responsáveis por mais de 10% da receita líquida total, não apresentando risco de dependência de algum cliente específico. Farmácias, drogarias, hospitais e pequenos varejistas alimentares (mercados) fazem parte da carteira de clientes da companhia, atuante no mercado atacadista da região Sul (FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA GRUPO PANVEL, 2022).

A venda de medicamentos e artigos de higiene e beleza é altamente segmentada e ocorre principalmente em duas formas distintas: o atacado e o varejo. Como dito anteriormente, o varejo é a parcela mais relevante na receita do grupo. Os quatro modelos de loja aumentam os perfis de consumidor, atendendo principalmente os públicos A, B e C. Tanto no *online* como no atendimento presencial, a empresa possui boas notas de atendimento, demonstrando grande satisfação de seus clientes com os serviços oferecidos. O NPS (*Net Promoter Score*), indicador que mede a satisfação dos clientes, passou de 74 pontos em 2020 para 80 pontos ao final de 2022.

Figura 21 – NPS Grupo Panvel



Fonte: Grupo Panvel (2022)

5.4. CONCORRENTES

O Grupo Panvel opera num setor altamente competitivo no Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Paraná e São Paulo, concorrendo com redes de drogarias nacionais, regionais e locais, drogarias independentes, serviços de venda por telefone, empresas de venda direta, farmácias de manipulação, fornecedores de produtos farmacêuticos e de beleza pela internet e demais varejistas, tais como supermercados, perfumarias e lojas de conveniência (FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA GRUPO PANVEL, 2022).

Das dez principais empresas do varejo farmacêutico, segundo *ranking* da Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo (2022), apenas 3 estão listadas na bolsa de valores. A RaiaDrogasil é o principal *player* do setor, além de apresentar o maior número de lojas, sendo a maioria localizada em São Paulo, apesar do plano de expansão nacional. Já a DPSP (Drogaria São Paulo e Drogaria Pacheco) possui capital fechado e é a segunda maior em faturamento e número de lojas, com foco principalmente em São Paulo e Rio de Janeiro. Em terceiro lugar, a Pague Menos, é focada em atender o varejo, com presença expressiva na região Norte e Nordeste do país. O Grupo Profarma não está no *ranking*, mas também é listado na bolsa de valores e possui lojas mais voltadas para camadas mais populares, atuando principalmente no Rio de Janeiro e Distrito Federal.

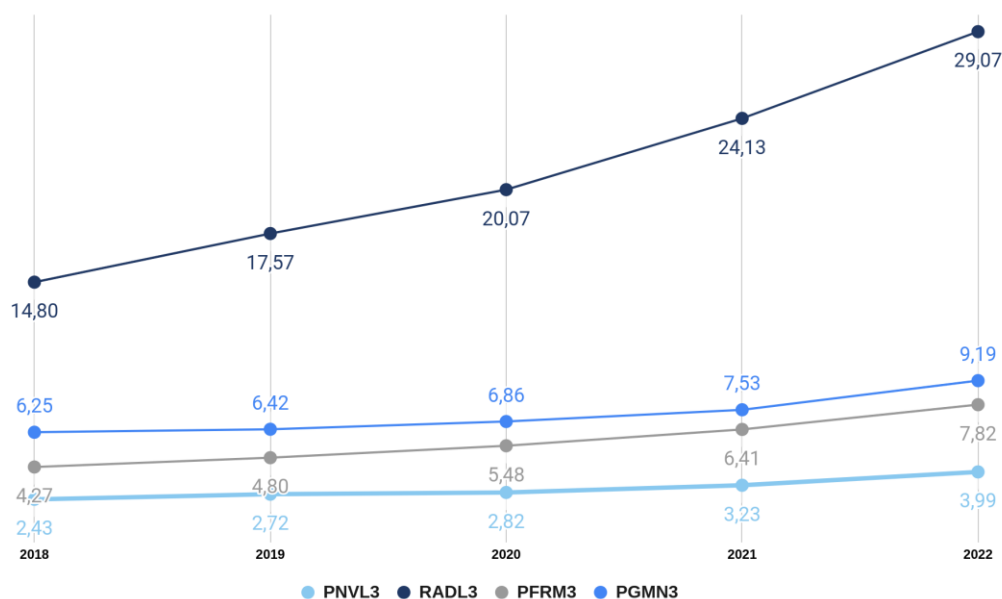
Tabela 8 – Ranking SBVC 2022

Posição Ranking	Empresa	Venda 2021	Nº Lojas 2021	Funcionários 2021	Ticker B3
1	Raia Drogasil	R\$24.217.387.661,00	2.490	49.450	RADL3
2	DPSP	R\$11.700.000.000,00	1.392	N.D.	Capital fechado
3	Farmácias Pague Menos	R\$8.062.900.000,00	1.165	18.988	PGMN3
4	Farmácia São João	R\$4.341.695.281,80	894	14.779	Capital fechado
5	Panvel Farmácias	R\$3.174.359.000,00	517	8.646	PNVL3
6	Drogaria Araújo	R\$3.000.000.000,00	300	10.000	Capital fechado
7	Drogaria Catarinense	R\$2.700.000.000,00	537	6.444	Capital fechado
8	Extrafarma	R\$2.096.000.000,00	400	6.000	Capital fechado
9	Drogaria Nissei	R\$1.973.372.000,00	324	6.084	Capital fechado
10	Drogaria Venâncio	R\$1.901.421.766,59	100	4.300	Capital fechado

Fonte: Elaborado pela Autora com base nos dados da SBVC (2022)

Analisando a receita líquida das companhias de capital aberto nos últimos 5 anos percebe-se que a RaiaDrogasil se destaca na geração de receita líquida, sendo líder do setor.

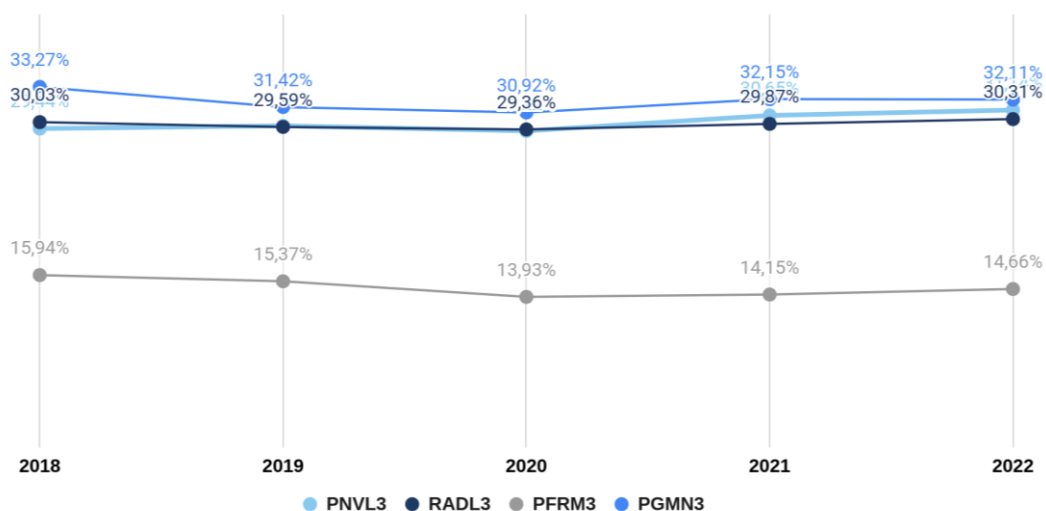
Figura 22 – Evolução da Receita Líquida



Fonte: Elaborado pela Autora com base nos resultados divulgados pelas Companhias (2023)

Apesar da maior geração de receita da RaiaDrogasil, avaliando a margem bruta pode-se perceber que a da empresa segue no mesmo nível das empresas concorrentes, com exceção da Profarma que opera com margem consolidada inferior por conta da relevância do segmento de distribuição, que possui margem inferior, no entanto, avaliando exclusivamente o negócio de varejo da Profarma a margem também fica similar aos pares, com uma média de 31%.

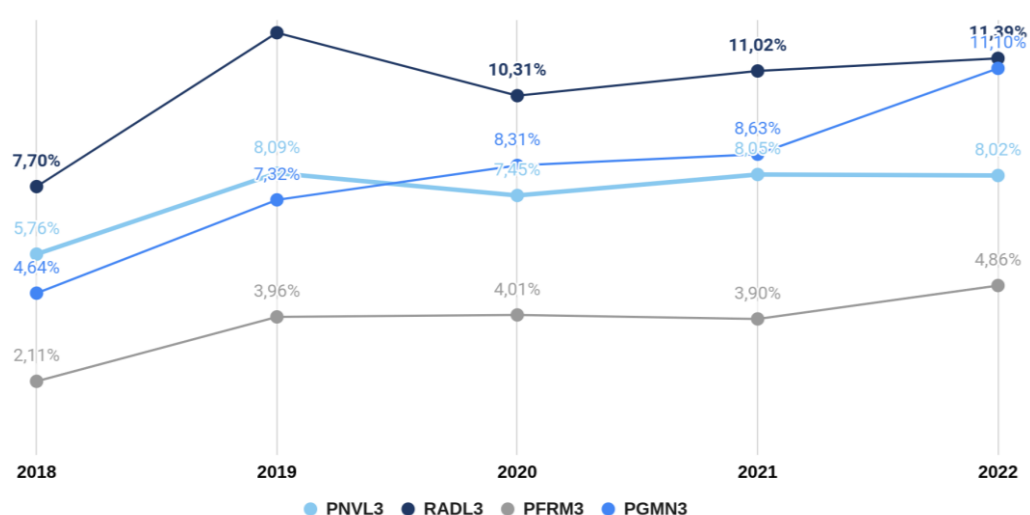
Figura 23 – Evolução da Margem Bruta



Fonte: Elaborado pela Autora com base nos resultados divulgados pelas Companhias (2023)

Apesar da similaridade da margem, a margem EBITDA apresenta diferenciação. A RaiaDrogasil apresenta margens maiores, e a Panvel e a Pague Menos apresentam margens historicamente similares, sendo que em 2022 a Pague Menos convergiu para os níveis da RaiaDrogasil. Vale destacar que a Panvel está num contexto de pressão nas despesas de curto prazo devido ao ritmo de expansão. Além disso, a Profarma apresentou um desempenho abaixo das demais empresas.

Figura 24 – Evolução da Margem EBITDA



Fonte: Elaborado pela Autora com base nos resultados divulgados pelas Companhias (2023)

5.5. REGULAÇÕES

O ambiente regulatório é uma questão crítica para as empresas do segmento, o setor farmacêutico é fortemente regulamentado no Brasil, de modo que as ações de regulação, normatização, controle e fiscalização do setor farmacêutico são compartilhadas entre as esferas federal, estadual, distrital e municipal (FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA GRUPO PANVEL, 2022).

No âmbito federal, os setores de saúde e farmacêutico são regulados, normatizados, controlados e fiscalizados pelo Ministério da Saúde, pela Agência Nacional de Vigilância Sanitária (ANVISA), e pelos demais órgãos e entidades do Poder Executivo Federal que se relacionam com o Sistema Nacional de Vigilância Sanitária.

Além disso, com base no Formulário de Referência de 2022, o funcionamento das farmácias e drogarias depende, em geral, da obtenção das seguintes licenças e autorizações:

- Autorização de Funcionamento de Empresa (“AFE”), expedida pela ANVISA;
- Licença sanitária, emitida pela autoridade de vigilância sanitária estadual, distrital e/ou municipal competente;
- Autorização Especial de Funcionamento (“AE”), expedida pela ANVISA, para autorizar farmácias de manipulação a desenvolver atividades relativas à manipulação de substâncias sujeitas a controle especial;
- Certidão de Regularidade emitida pelo Conselho Regional de Farmácia (“CRF”) da respectiva jurisdição.

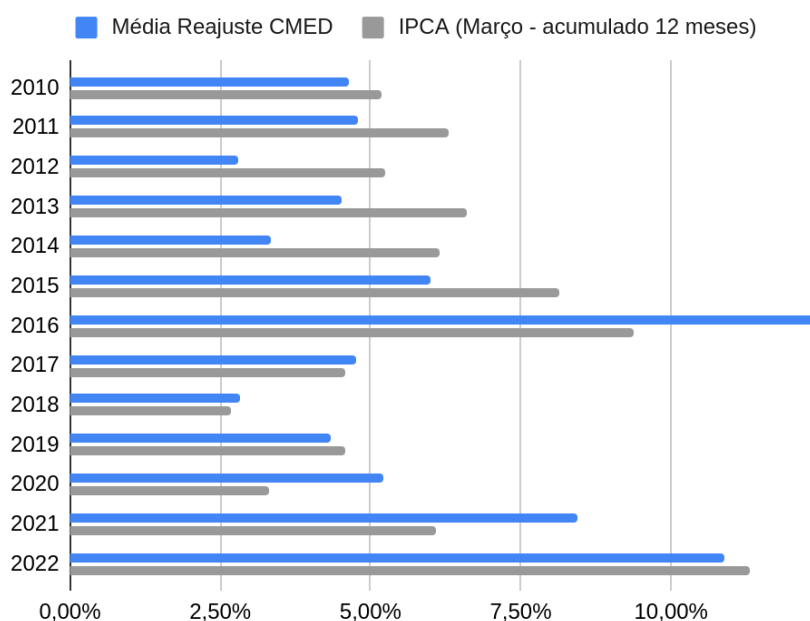
A posse de tais documentos, além do Manual de Boas Práticas Farmacêutico, é obrigatória de Boas Práticas Farmacêuticas, conforme determina a RDC 44/2009.

Tanto a Lei 13.021/2014, quanto a RDC 44/2009 foram importantes para que as farmácias pudessem se posicionar também como um ecossistema de saúde, permitindo o acompanhamento farmacoterapêutico, a aferição da pressão arterial, aferição da temperatura corporal e glicemia capilar. Os estabelecimentos podem, também, realizar aplicação de medicamentos injetáveis, colocação de brincos e a atenção farmacêutica domiciliar, bem como oferecer vacinas. Vale destacar que Estados e Municípios podem publicar leis ampliando a relação de serviços realizados em farmácias e drogarias.

O segmento é regulado também pela CMED (Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos), que desde 2003 fixa os preços máximos para a venda de medicamentos, adotando, em termos econômicos, um modelo de preço teto para a regulação de preços nesse mercado (NISHIJIMA, BIASOTO e LAGROTERIA, 2015). O ajuste de preços vale para todos os medicamentos e se baseia em um modelo calculado com base em: um índice geral de preços — o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) —, que é calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE); a segunda variável é um fator de produtividade, que visa repassar aos consumidores ganhos de produtividade das empresas produtoras de medicamentos; e, adicionalmente, em um fator de ajuste de preços relativos intrassetor, com intuito de diminuir o poder de mercado das empresas produtoras de medicamentos e incentivar a competição do setor. (MINISTÉRIO DA ECONOMIA, 2022). Primeiro, define-se o preço máximo a ser cobrado pelos fabricantes, importadores e seus distribuidores às farmácias e drogarias (Preço Fábrica) e posteriormente, estabelece-se o preço máximo a ser cobrado pelas farmácias e drogarias aos consumidores finais (Preço Máximo ao Consumidor). O resultado da marcação geralmente varia de 33% a 38%. No caso de medicamentos comprados pelo Governo Brasileiro, sobre o Preço Fábrica, é aplicado um desconto mínimo obrigatório, conhecido como Coeficiente de Adequação de Preços.

O limite é anunciado no final de março de cada ano. Mesmo que o reajuste amplie o acesso da população aos medicamentos, a prática muitas vezes tira rentabilidade das farmácias: o reajuste de preços de medicamentos do governo costuma ficar abaixo da inflação, pressionando as margens e impactando negativamente a rentabilidade das empresas do setor. O gráfico 25 abaixo apresenta o comparativo entre a média de reajuste de preço dos medicamentos e o IPCA acumulado de 12 meses no mês de março de cada ano. Vale destacar que, em 2021 o reajuste da Tabela CMED foi suspenso, quando o Senado Federal aprovou o Projeto de Lei 939/21.

Figura 25 – Reajuste CMED e IPCA



Fonte: Elaborado pela Autora com base nos dados divulgados pelo IBGE e CMED (2022)

Vale mencionar também que a Agência Nacional de Vigilância Sanitária (ANVISA) restringe a venda online de diversos medicamentos para reduzir o possível risco de fornecedores inadequados. A atual regulamentação RDC N°44/2009 restringe a venda online de medicamentos às empresas que já possuem estrutura física, e que garantem a disponibilidade de um especialista para todo o processo de venda remota. Também restringe a venda à distância de medicamentos controlados. Além disso, as prescrições precisam ser analisadas primeiro pelo especialista farmacêutico, o que costuma dificultar a venda destes produtos de maneira remota.

A carga tributária excessiva representa uma restrição significativa para o setor, tanto para o desenvolvimento da indústria quanto para o acesso da população aos medicamentos. Segundo pesquisa realizada pelo Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário, em 2018, o Brasil atingiu o primeiro lugar no ranking dos países que possuem maior carga tributária sobre os medicamentos em todo o mundo, com índice de tributação por volta de 33%, contra uma média global de 6% (ICTQ, 2019).

Por fim, ainda segundo o Formulário de Referência de 2022, a companhia possui benefícios tributários, dispendo de Regimes Especiais de Tributação (RET) relativos à circulação de mercadorias, concedido pelo Estado do Rio Grande do Sul,

que implicam na redução do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (“ICMS”) devido a este Estado.

6. ANÁLISE DA COMPETITIVIDADE

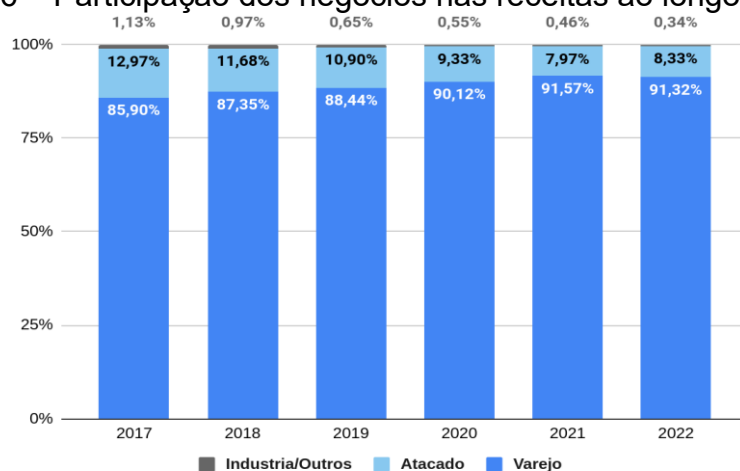
No presente capítulo será analisada a maneira como o Grupo Panvel se posiciona no varejo farmacêutico, a forma como funciona o modelo de negócios da empresa, além de suas vantagens competitivas perante a concorrência.

6.1. MODELO DE NEGÓCIO DO GRUPO PANVEL

Conforme já abordado anteriormente, com mais de 50 anos de história, o Grupo Panvel atua no mercado com modelo de negócios verticalizado, com três frentes: a rede varejista de farmácias Panvel, a distribuição via atacado de produtos farmacêuticos e não farmacêuticos para a Panvel e outras redes de farmácias e supermercados pela distribuidora Dimed, e a fabricação de produtos de marca própria e outros produtos farmacêuticos e não farmacêuticos no laboratório Lifar. Segundo dados do Formulário de Referência de 2022, o grupo atende mais de 30 milhões de clientes ao ano, principalmente na região Sul do Brasil.

As receitas do grupo, como já citado anteriormente, são provenientes, em sua maioria, do segmento de varejo, sendo o atacado e a indústria menos relevantes. O varejo representou, em 2022, 91,32% da receita bruta total, o segmento de atacado representou 8,33%, e a indústria 0,34%. Ao comparar os dados com os anos anteriores, a relevância da receita do varejo está aumentando, sendo o principal foco da empresa, que utiliza a estrutura dos outros dois segmentos para alavancar o seu crescimento. Na Figura 26 abaixo é possível visualizar a evolução da participação dos três principais segmentos na receita bruta total do Grupo Panvel.

Figura 26 – Participação dos negócios nas receitas ao longo dos anos



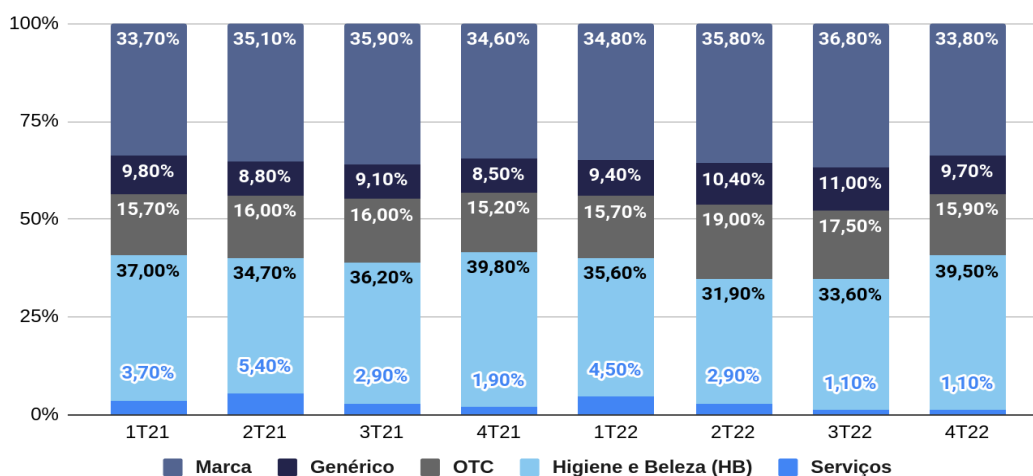
Fonte: Elaborado pela Autora com base nos dados divulgados pelo Grupo Panvel (2022)

Segundo o Formulário de Referência de 2022 da Empresa, o mix de vendas do varejo é dividido entre as seguintes categorias:

- Medicamentos de marca: Primeiro a receber o registro de um ativo, e esses produtos possuem margem bruta significativamente menor, uma vez que a maioria de suas patentes ainda não expirou, limitando as opções de fornecedor e, conseqüentemente, o poder de barganha da empresa. Divididos entre Medicamentos de Referência e Similares. Os primeiros são produtos novos, ainda protegidos por patentes e com margens brutas menores, enquanto o segundo é semelhante aos genéricos, mas ainda carrega a marca do fornecedor;
- Medicamentos genéricos: Presentes há mais de 20 anos no Brasil, os genéricos tornaram os medicamentos amplamente acessíveis e aumentaram o volume de vendas e receita, apesar do menor preço unitário;
- Produtos de Venda Livre (OTC): Os produtos *over the counter* são aqueles que não precisam de receita médica para serem vendidos, esses medicamentos são comumente usados para tratar doenças de diagnóstico simples;
- Não-medicamentos (produtos de Higiene e Beleza): Inclui cosméticos de beleza, produtos para cuidados com a pele, fragrâncias e produtos para cuidados pessoais como cuidados com os cabelos, desodorantes e produtos de barbear. Nesta categoria entram os produtos Panvel, *private label* da empresa, que apresenta maiores margens;

– Serviços: O ecossistema de saúde da Panvel conta com diversos produtos e serviços, como vacinação, verificação de glicemia capilar, verificação de pressão, aplicação de medicamentos injetáveis, consultas para acompanhamento de tratamentos, consulta para programa de perda de peso, programa para parar de fumar, testes de Covid-19, entre outros procedimentos.

Figura 27 – Mix de Vendas ao longo dos trimestres



Fonte: Elaborado pela Autora com base nos dados divulgados pelo Grupo Panvel (2022)

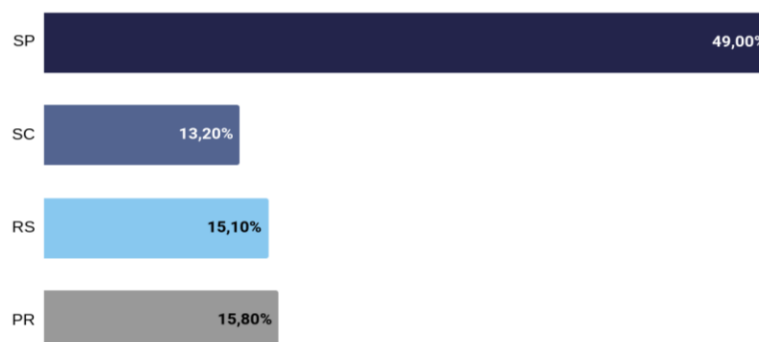
Em 2022, os medicamentos em geral mantiveram forte performance no mix, representando 59,4% no 4T22, o crescimento da participação de medicamentos, tem relação direta com novos projetos que estão sendo conduzidos pela companhia, como o acompanhamento da jornada de clientes que possuem doenças crônicas, e o incremento de parcerias com operadoras de saúde e venda de medicamentos especiais, que apresentam *ticket* médio elevado e são usados para tratamentos de alta complexidade.

Conforme o formulário de Referência de 2022 do Grupo Panvel, na categoria Higiene e Beleza (HB), o destaque é a performance dos Produtos Panvel, que em 2022 teve participação de 18,5% na categoria HB e 7,1% do total das vendas do Varejo, consolidando a companhia como *benchmark* no mercado farma de *Private Label*. Uma parcela relevante dos produtos de marca Panvel são fabricados pelo laboratório próprio do grupo, o Lifar, garantindo a qualidade e ótima relação custo/benefício, possibilitando margens ainda maiores em função da rentabilização de toda a cadeia de valor.

A participação de serviços foi reduzida, principalmente pela menor demanda de testagem de Covid-19, mesmo com a redução a empresa ainda apresenta a maior participação de serviços no varejo farmacêutico.

Além disso, o modelo de negócio do varejo é caracterizado também pelo forte desempenho no digital, que mantém um elevado *share* nas vendas da Panvel, alcançando 16,0% no 4T22, participação muito acima da média do mercado, com um crescimento de 26,2% vs 4T21 (FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA GRUPO PANVEL, 2022). Em São Paulo, a estratégia da empresa para a região é fornecer a melhor experiência online, com a entrega mais rápida do varejo farmacêutico local, sem renunciar à rentabilidade.

Figura 28 – Participação do digital sobre o total de vendas por UF



Fonte: Elaborado pela Autora com base nos dados divulgados pelo Grupo Panvel (2022)

6.2. VANTAGENS COMPETITIVAS DO GRUPO PANVEL

A empresa se destaca por quatro principais vantagens competitivas: liderança regional, plataforma digital, ecossistema de saúde e *private label*.

A rede de farmácias possui uma participação expressiva no mercado da região Sul do Brasil, com uma participação total de 12,3% do mercado farmacêutico de referida região em termos de receita, no 4T22 (IQVIA, 2022). A companhia também conta, no mesmo período, com um *market share* de 21,5% no Rio Grande do Sul, 6% no Paraná e 5,8% em Santa Catarina, (IQVIA, 2022). A relevância da Panvel na região cria uma forte barreira de entrada qualitativa para os demais competidores.

A empresa possui também uma robusta plataforma digital, referência no mercado de varejo farmacêutico. Os processos digitais têm se tornado cada vez mais relevantes e a evolução desse canal está em constante crescimento, enfatizado pela pandemia. Além disso, a venda no canal digital tende a fidelizar o cliente e, em muitos

casos, eleva o *ticket* médio, a companhia não divulga publicamente o *ticket* médio, mas afirma que o do digital é 2x superior. A empresa finalizou o exercício de 2022 com 15,8 milhões de clientes na sua base, que aliado às ferramentas de CRM próprias, e a partir disso faz análise de dados dos clientes sendo capaz de identificar padrões de consumo, para servir como base na estratégia de digitalização da companhia.

Outra vantagem é o ecossistema de saúde abrangente, com uma ampla gama de serviços, por meio da Panvel Clinic. A empresa se posiciona como líder na prestação de serviços de saúde na Região Sul. Ao final do ano de 2022 a empresa possuía 336 lojas com Panvel Clinic, sendo 86 delas equipadas com salas de vacinação. Dados do 3T22 mostram a Panvel como líder de vacinação na Região Sul, com 54,2% de *market share* (IQVIA, 2022). Além disso, segundo dados da empresa, a jornada do cliente do Panvel Clinic possui o dobro de frequência e *ticket* quando comparado ao cliente normal da Panvel.

Adicionalmente, a empresa possui um segmento forte de *Private Label*, proporcionando uma maior fidelização de clientes e altas margens. O fato de cerca de 30% dos produtos da marca própria da Panvel serem fabricados pela Lifar facilita a sinergia entre as atividades da companhia e no aumento da sua margem, permitindo, ainda, uma fidelização maior de clientes que buscam pelos produtos Panvel (FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA GRUPO PANVEL, 2022). Com mais de 1.000 *SKUs* ativos, os produtos de marca própria possuem margem bruta cerca 6 pontos percentuais superior à margem dos demais itens vendidos, com uma produção verticalizada, o que permite que a empresa tenha mais agilidade no seu desenvolvimento, promovendo crescimento de rentabilidade com qualidade.

6.3. ANÁLISE DAS FORÇAS DE PORTER

Nesta seção serão analisadas as cinco Forças de Porter, metodologia amplamente conhecida e utilizada para analisar a competição da empresa com outras companhias, considerando o impacto de cada uma das variáveis no posicionamento estratégico do Grupo Panvel diante do mercado. Será atribuída uma nota de 1 a 5 para cada uma das forças analisadas, sendo o menor nível de impacto representado pela nota 1, e o maior nível de impacto representado pela nota 5.

6.3.1. Rivalidade Entre os Concorrentes

O setor de drogarias é altamente competitivo, no Brasil existe uma farmácia para cada 2.700 habitantes (CONSELHO FEDERAL DE FARMÁCIA, 2020), logo, diversos *players* relevantes disputam as regiões mais atrativas. Além disso, o mercado possui margens apertadas, que tornam a competição acirrada e aumentam a disputa por novos pontos de venda. A concorrência ocorre entre todos os portes e redes: nacionais, regionais, locais, drogarias independentes, associações, supermercados, perfumarias, lojas de conveniência entre outros. Além disso, o foco do plano de expansão do principal *player* do setor, a RaiaDrogasil, na região de domínio da Panvel, também é um ponto de atenção. Por estes motivos, será atribuída a nota 5.

6.3.2. Poder de Barganha de Clientes

Os consumidores finais das drogarias possuem diversas opções de estabelecimentos e tipo de medicamento (marca, genérico e OTC), ganhando assim, poder de negociação no balcão da loja. A distância entre lojas de concorrentes geralmente é pequena, o que permite que os clientes possam facilmente comparar preços e serviços oferecidos, e, portanto, um grande poder de barganha. Adicionalmente, com o advento do comércio eletrônico, os consumidores podem facilmente comparar preços antes mesmo de visitar a loja física, o que amplia ainda mais seu poder de negociação. Por conta das farmácias enfrentarem uma concorrência acirrada e de ser mercado onde há pouca diferenciação entre os produtos ofertados, obrigando-as a oferecer descontos para atrair e reter clientes, será atribuída a nota 4.

6.3.3. Poder de Barganha de Fornecedores

Os fornecedores têm um poder moderado de barganha na indústria farmacêutica varejista no Brasil. Embora os grandes *players* possam obter descontos maiores devido ao seu tamanho e volume de compras, a fragmentação do mercado faz com que os laboratórios farmacêuticos tenham muitas opções de varejistas para escolher. Isso reduz o poder de barganha dos fornecedores e os torna menos capazes de ditar termos desfavoráveis para os varejistas. No entanto, as indústrias

farmacêuticas têm um grande poder sobre medicamentos de marca que ainda estão protegidos por patentes, o que lhes permite impor preços mais elevados. Outro ponto relevante é que o grupo possui uma distribuidora própria, a DIMED, que atende cerca de 6,5 mil clientes mensais e mais de 15 mil produtos para distribuição, aumentando o poder de compra junto aos seus fornecedores. Por estes motivos será atribuída a nota 2.

6.3.4. Ameaça de Novos Entrantes

O mercado é altamente regulamentado, com muitos requisitos a serem cumpridos antes da abertura de uma loja. O investimento inicial para abrir uma farmácia geralmente é baixo, no entanto, é necessária experiência para lidar com os processos logísticos, bem como a demanda intensiva de capital de giro da indústria. Além disso, há uma grande concentração de lojas em áreas específicas, o que leva a uma alta canibalização entre elas, diminuindo os retornos potenciais para uma nova loja. A capacidade de reação dos concorrentes de mercado é alta, já que as grandes redes obtêm melhores condições com os fornecedores e possuem melhores instalações, estando mais próximas dos clientes. Finalmente, a complexidade da regulação imposta pela CMED e as diferentes dinâmicas de consumo no mercado farmacêutico brasileiro afastam novos entrantes internacionais. Por estes motivos será atribuída nota 2.

6.3.5. Ameaça de Produtos Substitutos

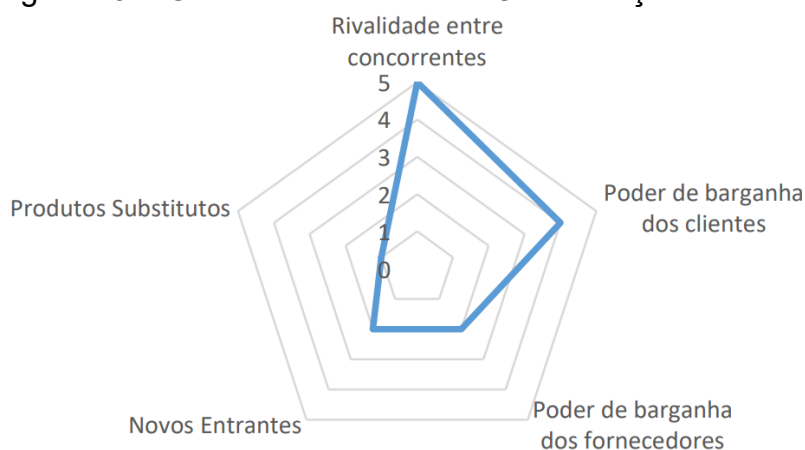
Embora medicamentos homeopáticos e manipulados possam ser considerados substitutos, sua relevância é limitada devido à baixa adesão do público em geral a esses tratamentos e aos acordos entre grandes redes varejistas e farmácias de manipulação, que reduzem o impacto potencial desses produtos no varejo farmacêutico. Vale ressaltar que o risco de um *player* digital ameaçar o setor acaba sendo mitigado, pois a ANVISA controla fortemente o mercado, com uma série de limitações para a venda remota de medicamentos, que afastam um substituto digital. Por estes motivos será atribuída nota 1.

6.3.6. Conclusão

Com base na análise da influência das cinco forças de Porter na competitividade da Panvel, é possível examinar o resultado usando o gráfico ilustrado na Figura 29. As principais influências são “Rivalidade Entre os Concorrentes” e o “Poder de Barganha de Clientes”, tais fatores devem ser cuidadosamente considerados ao desenvolver estratégias para a empresa, a fim de garantir uma posição competitiva no mercado. É essencial que a Panvel esteja preparada para enfrentar a concorrência acirrada e encontrar maneiras de diferenciar seus serviços. Além disso, é importante que a empresa seja capaz de lidar com as demandas dos clientes e encontrar formas de fidelizá-los, para manter-se relevante no mercado.

Esta etapa contou com a validação da análise, por um executivo do Grupo Panvel, por meio de uma entrevista semiestruturada. Cabe ressaltar que, para a empresa, no ponto 6.3.2, deve-se levar em consideração a rigidez dos preços de medicamentos, que são tabelados, dificultando o processo de barganha dos clientes, podendo-se pensar que descontos e promoções são explicados mais por uma política de preço da farmácia, seja para ganhar *share*, reter clientes etc. Além disso, no ponto 6.3.4, a empresa destaca que é necessário refletir sobre esta dificuldade, pois, de certa forma, não é difícil abrir uma nova farmácia, havendo novos entrantes no mercado com uma certa frequência, principalmente independentes e pequenas redes.

Figura 29 – Gráfico de análise das Cinco Forças de Porter



Fonte: Elaborado pela Autora (2023)

6.4. ANÁLISE SWOT

A etapa final da análise competitiva do Grupo Panvel consiste na análise SWOT, que é uma metodologia de avaliação, que evidencia os pontos fortes (*Strengths*), pontos fracos (*Weaknesses*), oportunidades (*Opportunities*) e ameaças (*Threats*) presentes no ambiente da organização em questão.

6.4.1. Forças (*strengths*)

- Digitalização de Processos;
- Ecossistema de Saúde – Panvel Clinic;
- Estrutura Verticalizada;
- Experiência do Consumidor;
- Histórico de execução positivo;
- Marca forte;
- *Private Label*;
- Quatro formatos de lojas, que atendem diferentes públicos.

6.4.2. Fraquezas (*weaknesses*)

- Baixo valor agregado de produtos;
- Mercado altamente competitivo;
- Mix reduzido em algumas lojas;
- Presente apenas na região Sul e, fora dela, com apenas uma loja em São Paulo.

6.4.3. Oportunidades (*opportunities*)

- Aumento da demanda por produtos de marca própria;
- Crescimento de vendas do digital;
- Crescimento do mercado farmacêutico no Brasil devido ao envelhecimento da população;
- Ecossistema de Inovação – Panvellabs;
- Mercado fragmentado possui potencial de consolidação;
- Plano de crescimento sólido, com diversas oportunidades relevantes e objetivo de atingir 800 lojas até o final de 2025;

- Potencial de expansão da marca para outras regiões do país;
- Solução OmniPharma – Plataforma de Comércio Unificado.

6.4.4. Ameaças (*threats*)

- Dificuldade em encontrar novos pontos de venda;
- Entrada de novos concorrentes no mercado, incluindo *players* internacionais;
- Eventos adversos (como a greve dos caminhoneiros) podem afetar a logística;
- Guerra de preços;
- Instabilidade econômica;
- Mudança na regulamentação que permite que supermercados vendam produtos OTC, impactando as vendas de farmácias. — Proposto em 2018 com o Projeto de Lei 9.482/2018, mas rejeitado;
- Possível aumento da concorrência online;
- Regulamentações governamentais e legislação complexa que afetam o mercado farmacêutico.

7. ANÁLISE FINANCEIRA

Neste capítulo serão analisadas as principais informações financeiras do Grupo Panvel. A avaliação financeira da empresa será conduzida com base nos dados financeiros fornecidos pela própria empresa. Será feita uma análise do desempenho das receitas, custos, endividamento e lucratividade ao longo dos anos de operação da empresa. A forma de estruturar os balanços e demonstrativos financeiros seguem algumas normas, nesse contexto, o IASB (*International Accounting Standards Board*) trouxe, dentre essas normas, alterações no tratamento de arrendamento mercantil operacional nas empresas arrendadoras através da revisão do IAS 17, que deu origem ao IFRS 16 - *Leases*, devido a dificuldade de estimar e comparar os montantes nessas operações (SILVA; OLIVEIRA e SANTOS, 2019).

Foram utilizados os balanços na convenção IAS 17 para manter o histórico da análise. A norma trazida pelo IFRS 16 estabelece novos procedimentos quanto à forma de contabilização de alguns contratos de aluguel. Para aqueles contratos que se enquadram na nova regra são realizados registros contábeis de reconhecimento dos valores no Ativo (direitos de uso), e no Passivo (compromissos futuros) da companhia, resultando em alteração de lançamentos entre as despesas de aluguel e de depreciação e de juros, segundo o *press release* do Grupo Panvel (2019).

7.1. RECEITAS

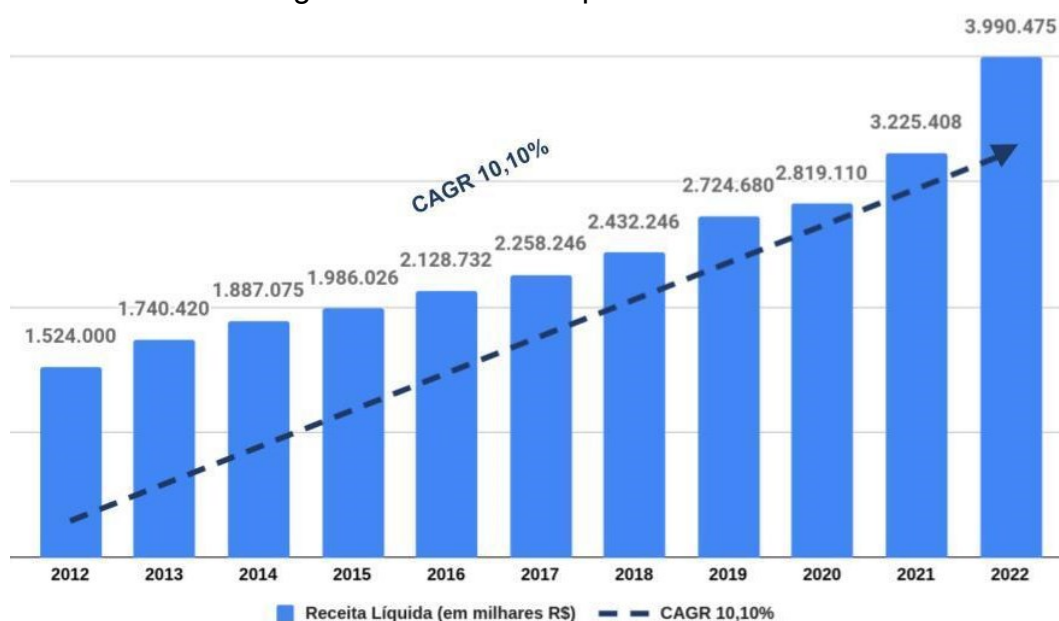
A análise das receitas foi feita através das DREs divulgadas pela empresa. O horizonte de análise utilizado foi dos últimos dez anos de operações, logo, de 2012 até 2022, o ano completo mais recente. É importante aumentar o período amostral para diminuir a influência de eventos específicos que causem alterações nos dados financeiros da empresa.

O gráfico presente na Figura 30 abaixo mostra um forte crescimento da receita líquida neste período, mesmo no período de recessão brasileira, entre 2014 e 2016, e no período pandêmico de crise do COVID-19 a empresa apresentou solidez e se provou resiliente, com crescimento constante das receitas. Desde 2012, foi calculado um CAGR (*Compound Annual Growth Rate*) de 10,10%, que é o cálculo da taxa de

crescimento anual composto até o ponto atual, supondo que essa evolução se desenrolasse de forma linear.

Em nenhum dos períodos analisados a empresa teve sua receita líquida decrescendo de um ano para o outro. A fase de menor expansão se deu entre os anos de 2019 e 2020, quando a receita líquida da companhia registrou um aumento de 3,47%. Por outro lado, o ano de 2022 apresentou um desempenho excepcional, com um crescimento recorde de receita de 23,72% em relação a 2021, ultrapassando significativamente a média histórica.

Figura 30 – Receita Líquida de vendas.

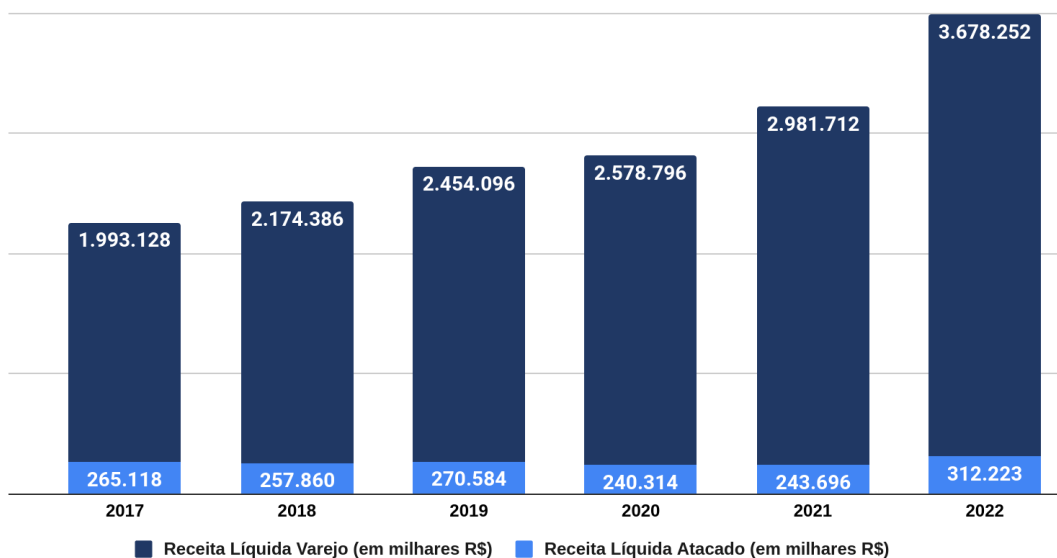


Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Grupo Panvel (2023).

Ainda analisando as receitas, vale também observar a contribuição de cada segmento. De acordo com as demonstrações financeiras, os segmentos da Companhia estão divididos em Varejo, Atacado e Corporativo. O segmento de varejo é composto por 556 lojas, nas quais são comercializados mais de 15 mil itens entre medicamentos e produtos de higiene e beleza. Já no atacado, além de ser pioneira nesse segmento no Brasil, a Panvel (Dimed) é considerada um dos principais distribuidores de medicamentos do país. Por fim, o segmento corporativo inclui atacado e varejo, bem como a controlada Lifar — Laboratório Farmacêutico Lifar Ltda. —, que é responsável pela produção de grandes marcas no Brasil. Para fins de análise, o período avaliado será de 2017 a 2022, pois antes disso a receita não era dividida dessa forma, além disso, o segmento corporativo, explicado acima, não

possui contribuição na receita líquida, sendo observadas apenas as contribuições de atacado e varejo.

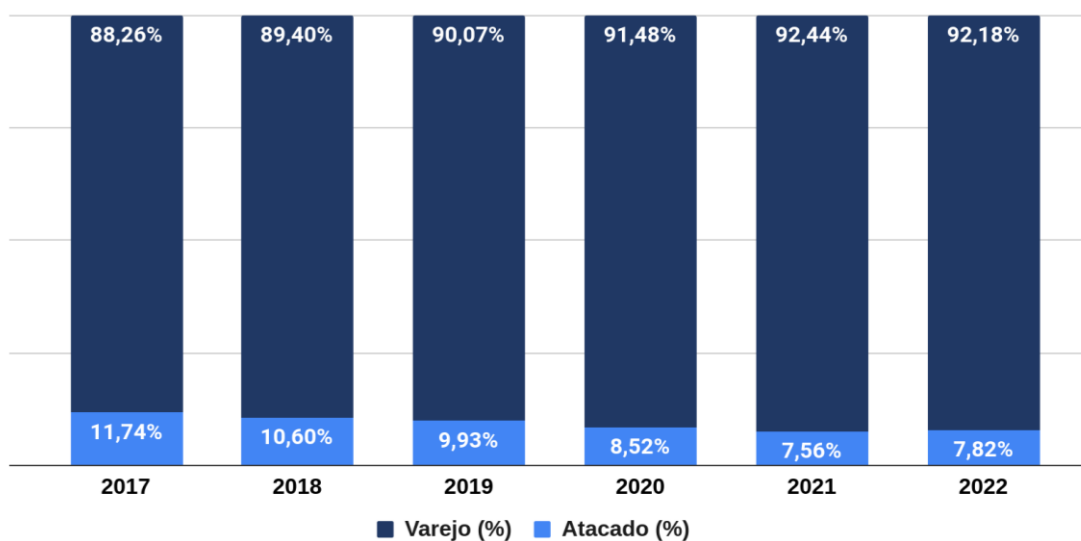
Figura 31 – Receita líquida de vendas por segmento.



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Grupo Panvel (2023).

Como já abordado em etapas anteriores, o varejo é o grande foco da empresa, e representa grande parte da receita líquida em todos os anos. No gráfico 32 observa-se que o atacado teve sua participação reduzida no período analisado, passando de 11,74% em 2017 para 7,82% em 2022. A única exceção se deu entre 2021 e 2022, no qual houve um aumento da participação do atacado.

Figura 32 – percentual da receita líquida por segmento.



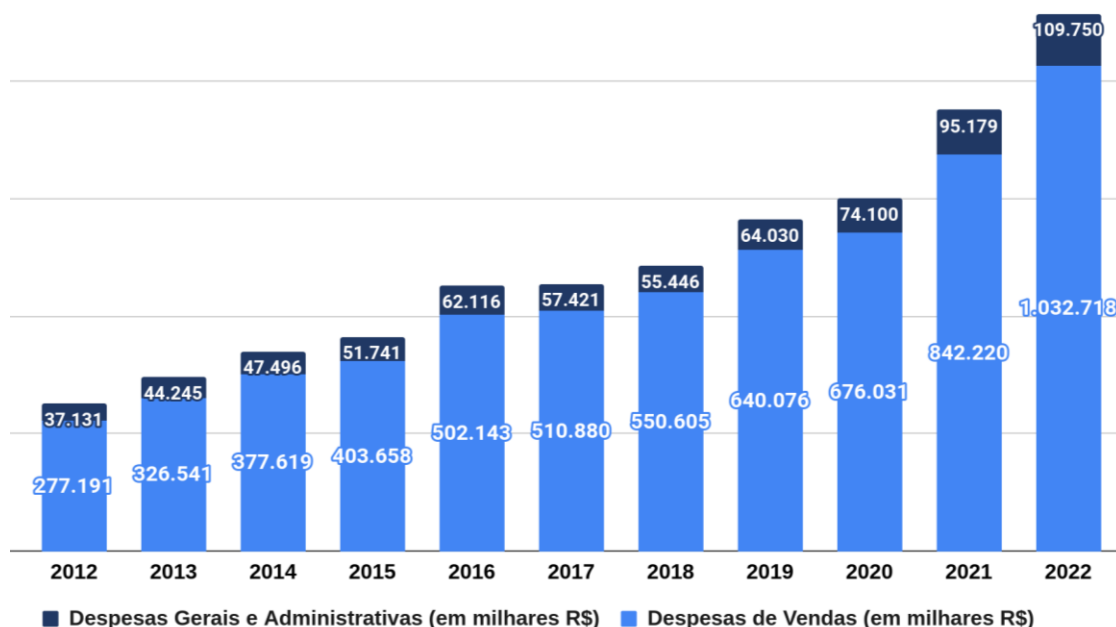
Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Grupo Panvel (2023).

A participação reduzida do atacado está em linha com a estratégia do grupo de priorizar o segmento de varejo (GRUPO PANVEL, 2022). Em 2020, por exemplo, a companhia optou por preservar o estoque de mercadorias prioritariamente para abastecimento das lojas Panvel, reduzindo temporariamente o nível de serviço do atacado e por consequência reduzindo a venda.

7.2. CUSTOS E DESPESAS

Ao analisar os custos e despesas nos últimos dez anos, é possível notar que as despesas operacionais são compostas principalmente pelas despesas de vendas, como mostra o gráfico 33. Em 2022, as despesas de vendas representaram 90,39% do total, enquanto as despesas gerais e administrativas foram de apenas 9,61%. De modo geral, as despesas operacionais acompanharam o crescimento da receita líquida, vista anteriormente.

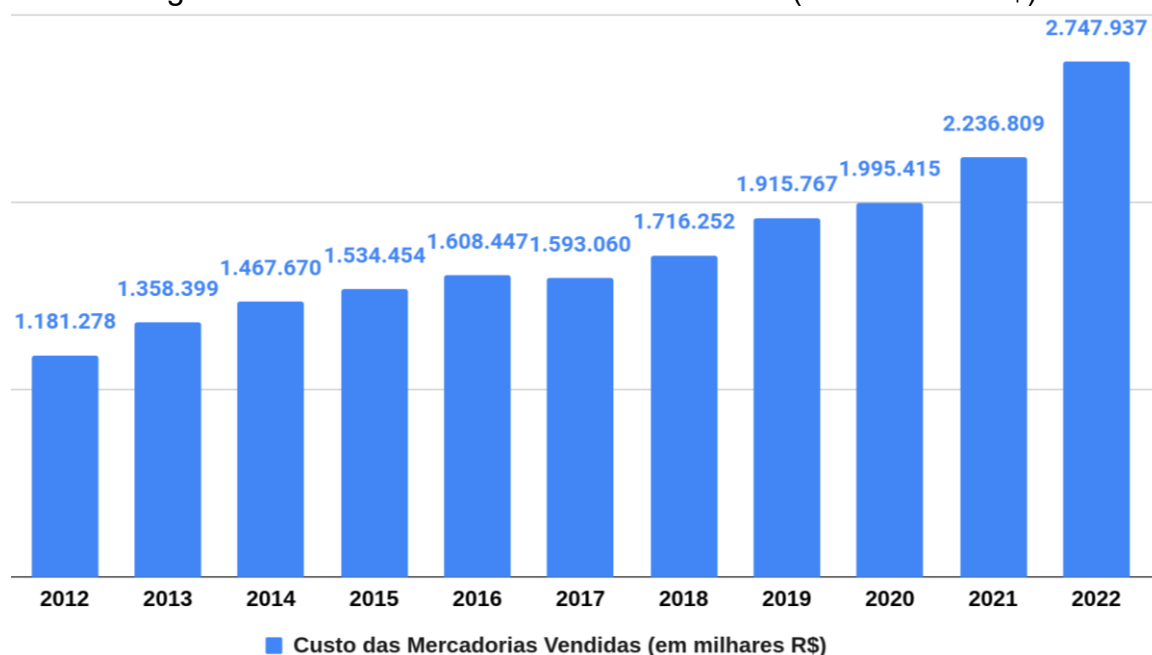
Figura 33 – Despesas Operacionais (em milhares R\$)



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Grupo Panvel (2023).

Assim como as despesas operacionais, os custos das mercadorias vendidas também acompanharam o crescimento de receita, somando R\$2,7 bilhões em 2022, um crescimento de 22,85% quando comparado com o ano anterior.

Figura 34 – Custo das Mercadorias Vendidas (em milhares R\$)



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Grupo Panvel (2023).

Dito isto, a tabela a seguir apresenta uma síntese das informações discutidas no tópico precedente e neste, exibindo à proporção que os custos e despesas representam em relação à receita líquida, no período de 2017 a 2022. Observa-se uma consistência notável nos índices de representatividade, sem apresentar quaisquer desvios significativos no histórico.

Tabela 9 – Custos e Despesas (em milhares R\$)

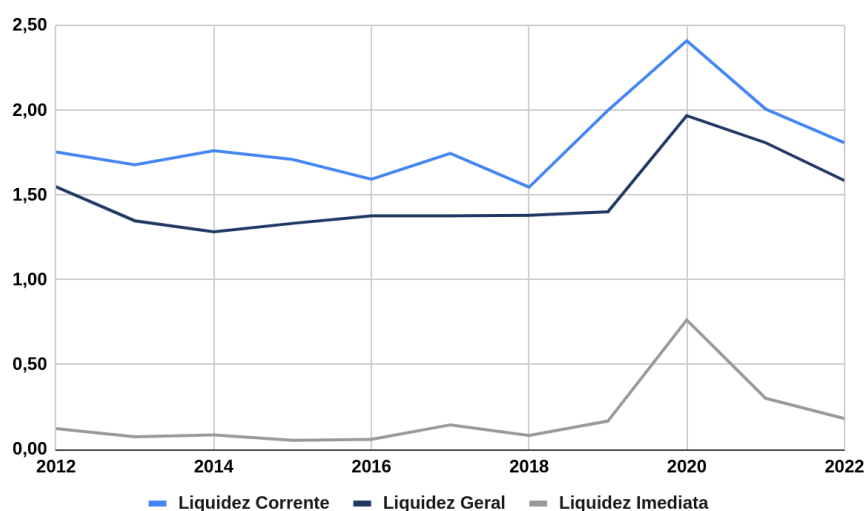
Custos e Despesas	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Receita Líquida	2.258.246	2.432.246	2.724.680	2.819.110	3.225.408	3.990.475
Custo das mercadorias vendidas	-1.593.060	-1.716.252	-1.915.767	-1.995.415	-2.236.809	-2.747.937
% da Receita	70,54%	70,56%	70,31%	70,78%	69,35%	68,86%
Despesas Operacionais Totais	-560.911	-593.452	-682.547	-746.199	-902.448	-1.128.617
% da Receita	24,84%	24,40%	25,05%	26,47%	27,98%	28,28%
- Com vendas	-510.880	-550.605	-625.735	-676.031	-841.819	-1.032.718
% da Receita	22,62%	22,64%	22,97%	23,98%	26,10%	25,88%
- Gerais e administrativas	-57.421	-55.446	-62.707	-74.100	-95.179	-109.750
% da Receita	2,54%	2,28%	2,30%	2,63%	2,95%	2,75%

Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Grupo Panvel (2023).

7.3. ENDIVIDAMENTO E LIQUIDEZ

Para analisar a liquidez da empresa, primeiramente, serão observados os indicadores de liquidez: Liquidez Corrente, Liquidez Geral e Liquidez Imediata. O histórico dos indicadores, de 2012 a 2022 pode ser observado no gráfico da figura 35 abaixo:

Figura 35 – Liquidez Corrente, Liquidez Geral e Liquidez Imediata

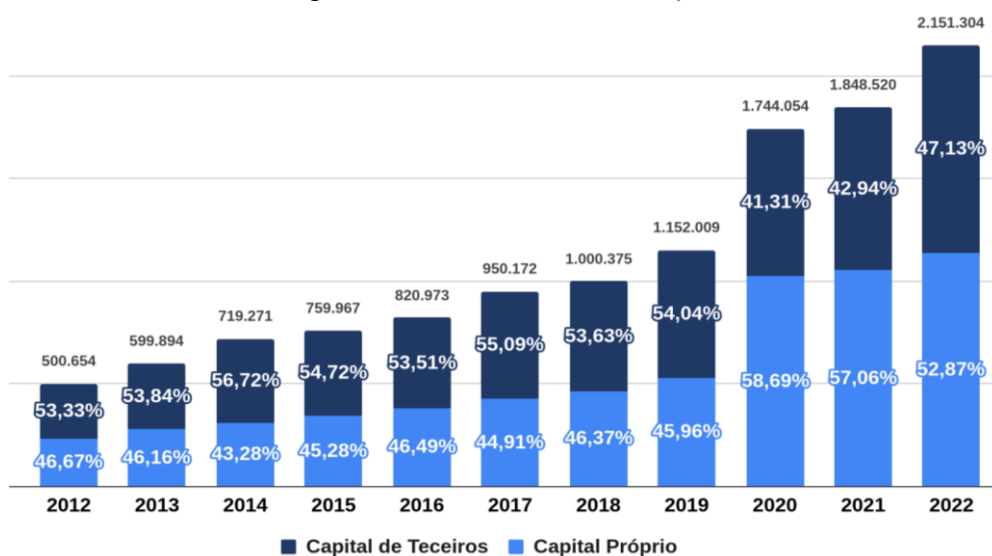


Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Grupo Panvel (2023)

A partir do gráfico, nota-se, que tanto o índice de liquidez geral, quanto o de liquidez corrente, se mantiveram em ótimo patamar, sempre acima de 1, sendo que a liquidez corrente não teve nenhum período abaixo de 1,5. Por outro lado, a liquidez imediata se mantém em níveis bastante baixos, próximo de zero, isso pode representar um risco, pois significa que a empresa tem pouco dinheiro disponível em ativos mais líquidos, como caixa e equivalentes de caixa para pagar suas obrigações imediatas.

Ao examinar a estrutura de capital da empresa no referido período, é possível observar uma distribuição semelhante entre capital próprio e capital de terceiros. Contudo, entre os anos de 2019 e 2020, houve uma mudança significativa, com o capital próprio se tornando predominante após o *follow on* da empresa. Ao final do ano de 2022, a composição do capital era de 47,13% de capital de terceiros e 52,87% de capital próprio. Essa análise evidencia uma transição na estrutura de financiamento da empresa ao longo desses anos.

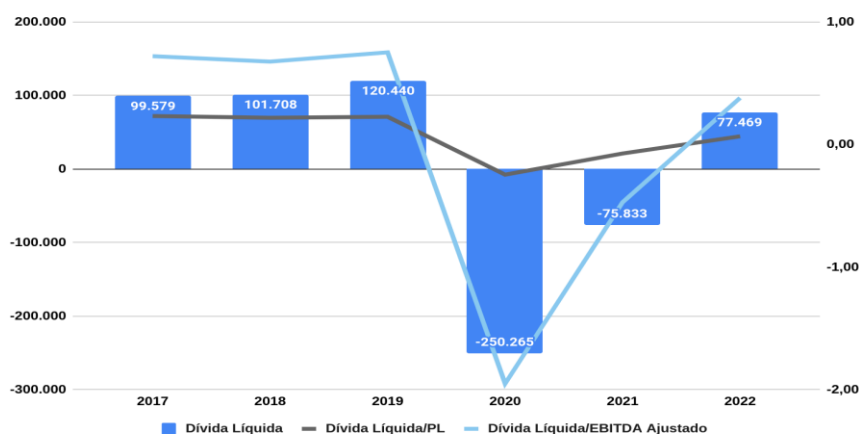
Figura 36 – Estrutura de Capital



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Grupo Panvel (2023).

Por fim, analisando a dívida líquida, o gráfico 37 apresenta a trajetória da dívida líquida e alavancagem da empresa ao longo do período compreendido entre 2017 e 2022, além dos indicadores de dívida líquida sobre patrimônio líquido e dívida líquida sobre EBITDA ajustado. Nos anos de 2020 e 2021, a empresa detinha um saldo líquido de caixa, ou seja, possuía mais recursos disponíveis do que endividamento. No entanto, em 2022, essa situação se inverteu, resultando em um montante de dívida líquida de R\$77,5 milhões ao final do período. Ainda assim, a estrutura de capital da empresa permanece sólida e com baixo nível de alavancagem, mesmo em um contexto de investimentos robustos e expansão acelerada. A companhia destaca que essa baixa carga de endividamento representa um diferencial competitivo.

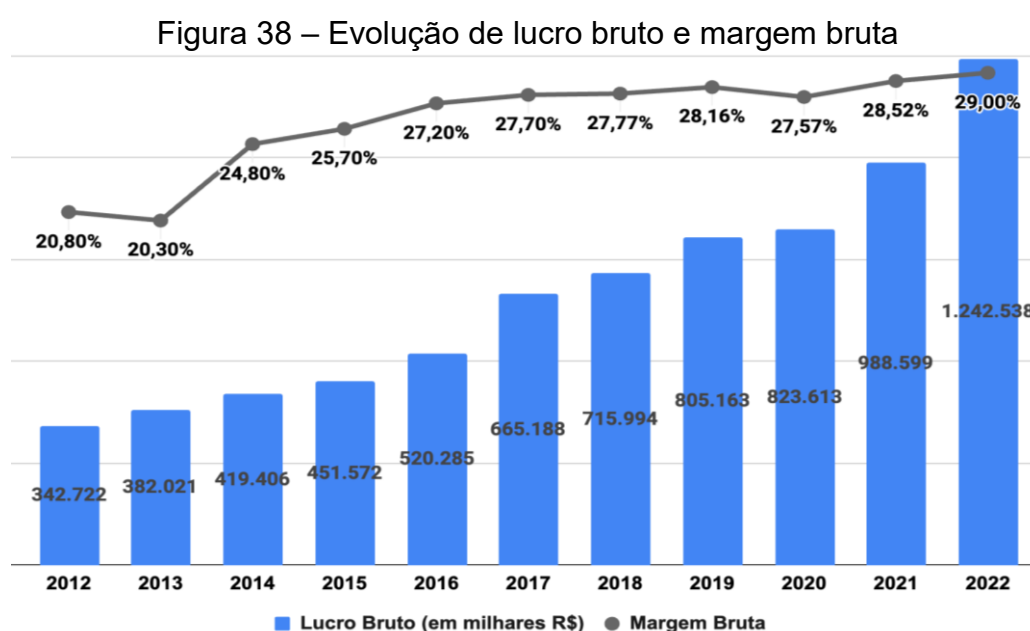
Figura 37 – Dívida Líquida, Dívida Líquida/PL Dívida Líquida/EBITDA



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Grupo Panvel (2023)

7.4. LUCRATIVIDADE

Analisando o lucro bruto e o lucro líquido, percebe-se que a empresa está aumentando seu lucro ano após ano. O pior período foi em 2020, com uma queda de cerca de 23% do lucro líquido frente 2019, impactado negativamente pela pandemia. Os dois períodos seguintes foram marcados por uma forte recuperação, de 40% e 8% em 2021 e 2022, respectivamente. O lucro bruto não apresentou nenhuma variação negativa, e a margem bruta encerrou o ano de 2022 em 29% e a líquida em 2,2%.



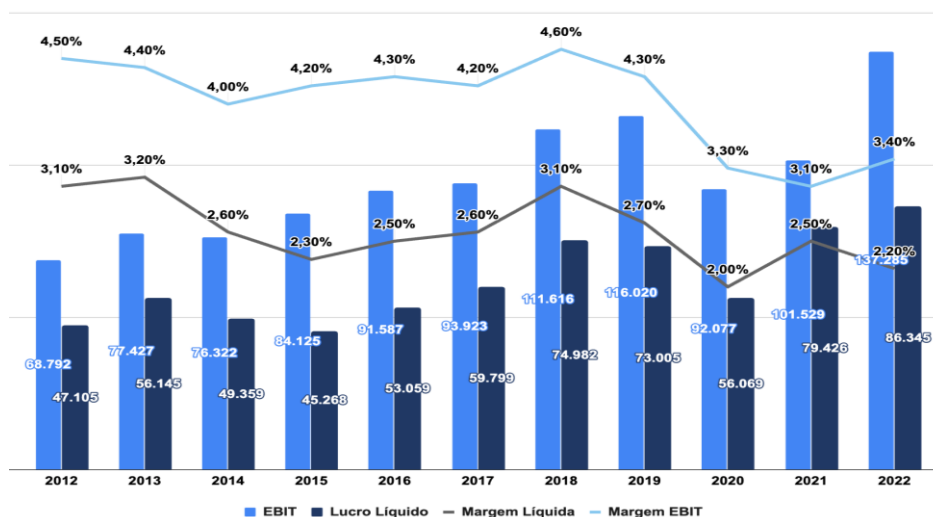
Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Grupo Pavei (2023).

A grande variação da margem bruta entre 2013 e 2014 ocorreu por uma questão de classificação contábil da companhia, que a partir deste exercício, passou a demonstrar a margem bruta somando a rubrica de “Outras Receitas Operacionais”, composta por aportes e verbas de fornecedores destinados a fomentar vendas no varejo e no atacado. Dessa forma, a margem bruta de 2014 foi de 24,8% e de 2015 25,7%, representando um acréscimo de 0,9 ponto percentual em relação à margem bruta de 2014, sendo uma consequência direta da estratégia de redução da participação do atacado no total de vendas da empresa, bem como o crescimento da margem bruta do varejo em 0,5 ponto percentual na comparação do período.

O lucro líquido e o lucro operacional (EBIT) apresentaram um comportamento similar, analisando as margens percebe-se que a companhia reduziu a margem EBIT,

por conta de um aumento das despesas com vendas, a margem líquida também sofreu variação negativa, principalmente durante a pandemia.

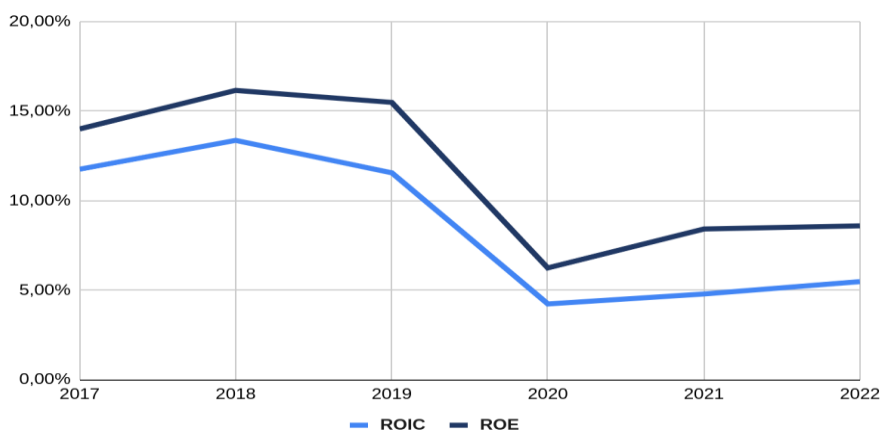
Figura 39 – Evolução de lucro e margem líquido e operacional da empresa



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Grupo Panvel (2023).

O gráfico presente na Figura 40 apresenta os indicadores de rentabilidade, ROIC (*Return On Invested Capital*), o ROE (*Return On Equity*), que indicam quanto de resultado é gerado em relação ao capital investido, percebe-se que ambos foram impactados negativamente pela pandemia no ano de 2020, além disso, o forte plano de expansão da empresa tem gerado grandes investimentos, que ainda não se refletiram em resultado. Além disso, no ROE, o aumento do patrimônio líquido, por conta do *follow on* foi maior do que os ganhos operacionais no período, gerando a variação observada.

Figura 40 – Evolução do ROE e ROIC



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Grupo Panvel (2023).

8. VALUATION

8.1. PREMISSAS MACROECONÔMICAS

As premissas macroeconômicas são as premissas iniciais e referem-se à economia global e às projeções de seu comportamento nos próximos anos, bem como ao seu impacto nos resultados do Grupo Panvel e, conseqüentemente, em seu valor final. Como a empresa atua exclusivamente no mercado local, não há necessidade de projetar indicadores internacionais, nem do comportamento do dólar contra o real brasileiro.

Para os dados históricos de PIB e IPCA, foram utilizadas as informações fornecidas pelo IBGE, e para SELIC os do Banco Central. Para as projeções foram utilizados os dados do Relatório Focus datado de 15 de maio de 2023, com projeções disponíveis até 2026, mantendo-se os mesmos valores do último ano disponível no relatório para os anos subsequentes, devido à incerteza desses dados em um horizonte temporal mais distante.

Tabela 10 – Dados macroeconômicos projetados.

PROJEÇÃO	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P	2031 P	2032 P
IPCA	6,03%	4,15%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
PIB	1,02%	1,38%	1,70%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%
SELIC	12,50%	10,00%	9,00%	8,75%	8,75%	8,75%	8,75%	8,75%	8,75%	8,75%

Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Banco Central, Focus e IBGE (2023).

8.2. PREMISSAS DE RECEITAS

Um dos aspectos de grande importância no processo de *valuation* é a projeção das receitas. Neste contexto, é válido realizar uma análise histórica do desempenho da receita da empresa nos últimos anos, a fim de projetar de forma consistente com as realidades anteriores. Além disso, será realizada uma projeção de receita com base no planejamento estratégico da empresa, considerando o seu atual processo de expansão. As projeções serão estendidas até o ano de 2032, levando em consideração o *roadmap* de crescimento da companhia até 2025. Após este período a companhia não deixa claro um plano de expansão, por este motivo, foi avaliado a

elasticidade em relação ao PIB, para projetar o crescimento de lojas para os anos subsequentes.

A projeção de receita foi elaborada com base no número de lojas e grau de maturidade de cada loja. A empresa possuía, ao final de 2022, 556 lojas, sendo 71,4% delas maduras, 7% no terceiro ano, 10,8% no segundo ano e 10,80% no primeiro ano. Além disso, o *Fact Sheet* de 2022 mostra o *guidance* da companhia de ter 800 lojas até o final de 2025. Dessa forma, foi projetado o crescimento do número de lojas de forma expressiva até atingir 799 lojas em 2025, em linha com o planejamento da empresa. A partir deste período, avaliou-se a capacidade de crescimento de lojas de acordo com o crescimento do PIB. Analisou-se que, historicamente, o número de lojas cresceu em média 2,32 vezes o crescimento do PIB, sendo que mesmo em anos com variação de PIB negativa, houve variação positiva do número de lojas. Com estas informações, projetou-se o crescimento do número de lojas entre 2026 e 2032 em relação ao crescimento do PIB, com as projeções macroeconômicas apresentadas na secção anterior. Dessa forma, a cada ano, as lojas abertas nos anos anteriores passam pelo processo de maturação até atingir os níveis de receita líquida de uma loja madura, refletindo os efeitos positivos dos investimentos feitos em abertura de lojas.

Tabela 11 – Projeção do Número de Lojas por Grau de Maturação.

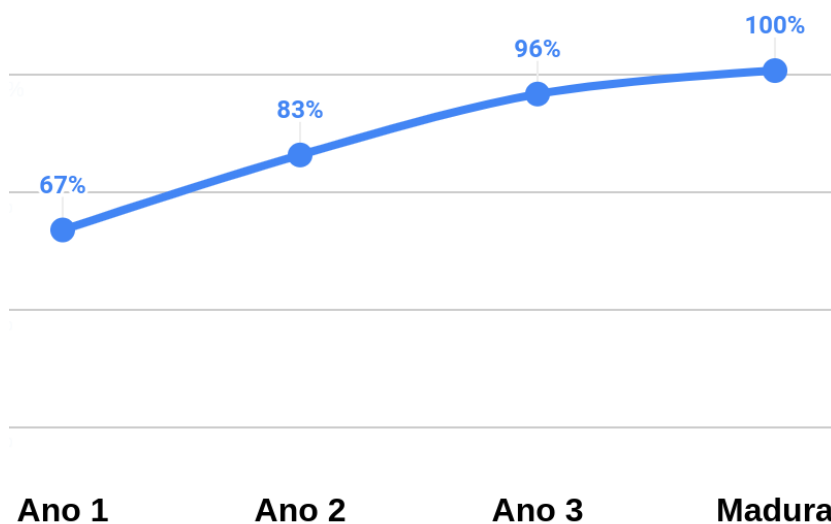
	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P	2031 P	2032 P
Total de Lojas ao Fim do Ano	637	719	799	833	868	904	942	981	1.022	1.065
Maduras	436	496	556	637	719	799	833	868	904	942
Ano 3	60	60	81	81	80	34	35	36	38	39
Ano 2	60	81	81	80	34	35	36	38	39	41
Ano 1	81	81	80	34	35	36	38	39	41	43
% de Crescimento	14,63%	12,76%	11,18%	4,26%	4,20%	4,15%	4,20%	4,14%	4,18%	4,21%

Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Grupo Panvel (2022).

Para a projeção de receita foi utilizado o crescimento de lojas, a curva de maturação disponibilizada pela empresa e o crescimento da receita das lojas maduras. Calculou-se a projeção de receita de uma loja madura, fazendo as equivalências proporcionais para os outros níveis de maturação e inflação no período, e posteriormente multiplicou-se a receita por nível de maturidade por grau de maturação. Considerou-se que o crescimento da receita líquida de uma loja madura vai crescer de acordo com a taxa de crescimento anual composta histórica dos últimos

8 anos, pois a empresa passou a separar as lojas por nível de maturação apenas em 2015.

Figura 41 – Curva de Maturação das Lojas



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Grupo Panvel (2022).

Tabela 12 – Receita Líquida Projeção.

Projeção de Receita (em R\$ milhões)	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P	2031 P	2032 P
Receita Líquida Total	4.832	5.536	6.380	7.021	7.634	8.232	8.854	9.518	10.235	11.007
% de Crescimento	21,08%	14,57%	15,25%	10,04%	8,74%	7,83%	7,55%	7,51%	7,53%	7,55%
Receita Líquida Loja Madura	8,02	8,13	8,38	8,65	8,93	9,22	9,52	9,82	10,14	10,47
% de Crescimento	6,24%	1,39%	3,07%	3,22%	3,22%	3,22%	3,22%	3,22%	3,22%	3,22%

Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Pela projeção, a receita deve continuar aumentando, acompanhando o crescimento do número de lojas e maturação. Espera-se que a Receita Líquida do Grupo Panvel atinja R\$11 bilhões em 2032, um CAGR 9,85% no período. Pelas projeções, ao final de 2032 a empresa terá 88% das lojas de seu portfólio no nível de maturidade completa.

8.3. PREMISSAS DE CUSTOS E DESPESAS

Conforme mencionado previamente, é observado que os custos e despesas da empresa seguem um padrão semelhante ao da receita. Portanto, para realizar projeções dos custos para os próximos períodos, foram adotados percentuais em relação à receita líquida projetada. A fim de embasar essa projeção, foram

consideradas as médias históricas de cada percentual, com base na análise do comportamento dos custos e despesas dos últimos 5 anos. Os anos anteriores não foram considerados na média, pois a empresa possuía um tamanho menor, possuía menos poder de barganha e conforme a companhia cresce vai ganhando margem, diluindo os custos e despesas. Para exemplificar, ao analisar o desvio padrão do Custo dos Produtos Vendidos/Receita Líquida desde 2012, obtém-se um desvio padrão de 3,88%, alternado o horizonte de análise para os 5 anos mais recentes, o desvio padrão obtido é de 0,95%, mostrando uma menor variação e podendo-se assumir que o percentual sobre a receita líquida já está em níveis mais estáveis, podendo ser utilizados na média para projetar os anos seguintes. Além disso, como abordado anteriormente, conforme as lojas ganham maturidade a eficiência operacional é aprimorada, refletindo uma melhora da margem operacional. Por isso foi considerada um ganho de eficiência de 0,5% a cada ano, a partir de 2028, que é o período no qual o percentual de lojas maduras atinge os maiores níveis.

Neste contexto, as projeções dos custos e despesas do Grupo Panvel, de acordo com as premissas estabelecidas nesta seção, estão apresentadas na Tabela 13 a seguir. Essas projeções visam fornecer uma estimativa do comportamento futuro dos custos e despesas, levando em consideração a tendência histórica e as premissas definidas.

Tabela 13 – Projeção de custos e despesas.

Projeção de Custos e Despesas (em R\$ milhões)	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P	2031 P	2032 P
Receita Líquida	4.831.845	5.536.019	6.380.206	7.020.672	7.634.363	8.231.946	8.853.556	9.518.150	10.234.711	11.007.324
Custos das Vendas e Serviços	(3.377.128)	(3.869.297)	(4.459.325)	(4.906.967)	(5.335.895)	(5.753.564)	(6.188.027)	(6.652.532)	(7.153.359)	(7.693.363)
(%) da Receita Líquida	69,89%	69,89%	69,89%	69,89%	69,89%	69,89%	69,89%	69,89%	69,89%	69,89%
Lucro Bruto	1.454.718	1.666.722	1.920.881	2.113.705	2.298.468	2.478.382	2.665.529	2.865.618	3.081.352	3.313.961
Margem Bruta	30,11%	30,11%	30,11%	30,11%	30,11%	30,11%	30,11%	30,11%	30,11%	30,11%
Despesas/Receitas Operacionais	(1.225.847)	(1.404.497)	(1.618.668)	(1.781.155)	(1.936.850)	(2.080.225)	(2.228.454)	(2.386.215)	(2.555.623)	(2.737.538)
Despesas com Vendas	(1.122.995)	(1.286.656)	(1.482.858)	(1.631.712)	(1.774.344)	(1.909.115)	(2.048.849)	(2.197.887)	(2.358.235)	(2.530.753)
(%) da Receita Líquida	23,24%	23,24%	23,24%	23,24%	23,24%	23,19%	23,14%	23,09%	23,04%	22,99%
Despesas Gerais e Administrativas	(125.083)	(143.313)	(165.166)	(181.746)	(197.633)	(208.987)	(220.341)	(232.122)	(244.480)	(257.432)
(%) da Receita Líquida	2,59%	2,59%	2,59%	2,59%	2,59%	2,54%	2,49%	2,44%	2,39%	2,34%
Resultado Operacional Outros	22.232	25.472	29.356	32.303	35.127	37.877	40.737	43.795	47.092	50.647
(%) da Receita Líquida	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%

Fonte: Elaborado pela autora (2023).

8.4. PREMISSAS DE CAPEX E DEPRECIAÇÃO

A compreensão das premissas relacionadas ao CAPEX e à depreciação é de extrema importância para analisar o volume de investimentos em ativos imobilizados realizados pela empresa, assim como o valor que é perdido anualmente devido à depreciação desses ativos. É possível observar que empresas em fase de crescimento apresentam um alto nível de investimento na aquisição de equipamentos

e instalações, refletindo em valores significativos de CAPEX. Por outro lado, empresas mais maduras, com uma presença consolidada no mercado, tendem a investir menos no crescimento de suas operações, permitindo que uma maior proporção do lucro líquido seja direcionada para o pagamento de dividendos.

Essa dinâmica reflete a estratégia adotada pelas empresas, sendo que as mais jovens buscam expandir suas operações e conquistar uma posição de destaque no mercado, enquanto as empresas maduras optam por manter sua posição consolidada e proporcionar retornos aos acionistas por meio da distribuição de proventos. Portanto, o entendimento das premissas relacionadas ao CAPEX e depreciação auxilia na compreensão do perfil de investimento e distribuição de lucros das empresas, fornecendo informações relevantes para a análise financeira e estratégica.

Como abordado anteriormente, foi utilizada a convenção IAS 17. De acordo com informações divulgadas no Formulário de Referência do Grupo Panvel de 2022, após o *follow on* realizado em julho de 2020, a empresa entrou em um novo e crescente ciclo de investimentos, focado nas operações de loja, na logística e em tecnologia. Esses investimentos foram responsáveis diretos pela entrega de dois elementos fundamentais da estratégia de longo prazo da empresa: Abertura de 60 novas lojas no ano, recorde histórico de abertura de lojas da Panvel, que por um lado traz uma pressão natural nas margens na comparação com períodos pré pandemia, por outro lado constrói os alicerces para ganhos de margem futuros; Abertura do novo Centro de Distribuição em São José dos Pinhais: o início da operação do novo CD no Estado do Paraná e o encerramento do antigo CD na cidade de Passo Fundo (RS) foram movimentos fundamentais para dar mais fôlego para o novo ritmo de crescimento da Panvel, em especial nos Estados de Santa Catarina e Paraná.

Para projetar o CAPEX futuro, dividiu-se o CAPEX em 4 tipos de investimento, de acordo com a divisão adotada pela empresa: Expansão, Reforma de Lojas, Tecnologia da informação e Logística e Outros.

- Expansão: Para calcular o CAPEX de Expansão, primeiramente calculou-se o CAPEX de Abertura por loja, dividindo o CAPEX de aberturas de lojas de 2022 pelo número de lojas abertas em 2022 e posteriormente inflacionado durante o período de projeção, depois para calcular o CAPEX de Expansão, multiplica-se o valor de abertura de uma loja pelo número de lojas abertas a cada ano.

- Reforma: Parte-se da premissa de que somente lojas maduras sofrem reformas. Calcula-se então o CAPEX de reformas de lojas de 2022 dividido pelo número de lojas maduras em 2022 e posteriormente inflacionado durante o período de projeção, depois multiplica-se o valor anual de reforma de uma loja madura pelo número de lojas maduras de cada ano.
- Tecnologia da Informação: Média do valor de Investimento em Infraestrutura dividido pela receita líquida entre 2017 e 2022.
- Logística/Outros: Como comentado anteriormente, em 2022 houve a inauguração de um novo centro de distribuição, projetado para suportar o plano de expansão da companhia, por isso, em 2022 os investimentos em logística foram bastante superiores em relação ao seu histórico, como o centro já foi inaugurado, os gastos devem voltar para os patamares normais, por isso, foi feita uma média do valor de investimento em Logística dividido pela receita líquida entre 2017 e 2021, excluindo os efeitos de 2022.

A tabela 14 abaixo ilustra o racional aplicado.

Tabela 14 – CAPEX Projeção

CAPEX PROJEÇÃO (em R\$ milhares)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Expansão	111.776	116.392	119.559	52.626	56.341	60.268	66.161	70.619	77.210	84.215
% da Receita Líquida	2,31%	2,10%	1,87%	0,75%	0,74%	0,73%	0,75%	0,74%	0,75%	0,77%
Reforma de lojas	13.906	16.474	19.208	22.898	26.853	31.049	33.665	36.483	39.516	42.824
% da Receita Líquida	0,29%	0,30%	0,30%	0,33%	0,35%	0,38%	0,38%	0,38%	0,39%	0,39%
TI	26.951	30.879	35.587	39.160	42.583	45.916	49.383	53.090	57.087	61.396
% da Receita Líquida	0,56%	0,56%	0,56%	0,56%	0,56%	0,56%	0,56%	0,56%	0,56%	0,56%
Logística e Outros	27.860	31.920	36.788	40.481	44.019	47.465	51.049	54.881	59.013	63.468
% da Receita Líquida	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%
CAPEX Total	180.492	195.665	211.142	155.165	169.796	184.699	200.259	215.073	232.825	251.903

CAPEX PROJEÇÃO (em R\$ milhares)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
CAPEX de Abertura/Loja	1.374	1.431	1.488	1.548	1.610	1.674	1.741	1.811	1.883	1.958
CAPEX de Reforma/Loja Madura	32	33	35	36	37	39	40	42	44	45

Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Para calcular a depreciação utilizou-se a taxa média de depreciação anual por cada tipo de investimento, divulgadas nas notas explicativas sobre o Imobilizado, das Demonstrações Financeiras divulgadas em 2022, e posteriormente projetando-as para os períodos seguintes. Para imóveis foi considerada uma taxa média de depreciação de 2%, Computadores e periféricos 24%, benfeitorias 7% e veículos 20%. Com as depreciações definidas, calculou-se a depreciação ponderada por período.

Tabela 15 – Projeção Depreciação

Projeção Depreciação (em R\$ milhares)	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P	2031 P	2032 P
Expansão	111.776	116.392	119.559	52.626	56.341	60.268	66.161	70.619	77.210	84.215
% Depreciação	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Reforma de lojas	13.906	16.474	19.208	22.898	26.853	31.049	33.665	36.483	39.516	42.824
% Depreciação	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
TI	26.951	30.879	35.587	39.160	42.583	45.916	49.383	53.090	57.087	61.396
% Depreciação	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Logística e Outros	27.860	31.920	36.788	40.481	44.019	47.465	51.049	54.881	59.013	63.468
% Depreciação	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Depreciação	246.798	258.228	266.924	127.662	137.094	146.957	160.898	171.924	187.570	204.230

Fonte: Elaborado pela autora (2023).

8.5. PREMISSAS DE CAPITAL DE GIRO

As análises referentes à evolução do capital de giro foram conduzidas levando em consideração os prazos médios de recebimento, estoques e pagamento. Para realizar tais cálculos, foram utilizadas as informações contidas no balanço patrimonial da empresa, incluindo os valores das contas a receber de clientes, estoques e contas a pagar aos fornecedores. A seguir, são apresentadas as fórmulas utilizadas para esses cálculos:

$$\text{Prazo Médio de Recebimento (dias)} = \frac{\text{Contas a Receber}}{\text{Receita Líquida Operacional}} \times 365 \quad (16)$$

$$\text{Prazo Médio de Estoque (dias)} = \frac{\text{Estoque}}{\text{Custo dos Produtos Vendidos}} \times 365 \quad (17)$$

$$\text{Prazo Médio de Pagamento (dias)} = \frac{\text{Fornecedores}}{\text{Custos dos Produtos Vendidos}} \times 365 \quad (18)$$

Ao analisar o comportamento histórico desses indicadores, constata-se que não houve grandes variações, mesmo durante o período de pandemia. Portanto, para realizar as projeções, utilizou-se a média dos anos de 2020, 2021 e 2022 como referência. Dessa forma, definiu-se o prazo médio de recebimento em 37 dias e o prazo médio de pagamento em 73 dias para todo o período de projeção. Quanto ao prazo médio de estoques, estabeleceu-se em 115 dias. Além disso, foram calculados o ciclo operacional, que é a soma do prazo médio de recebimento com o prazo médio de estoques, e o ciclo financeiro, obtido pela subtração do prazo médio de pagamentos do ciclo operacional.

Tabela 16 – Capital de Giro Projeção

Projeções Capital de Giro	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P	2031 P	2032 P
Contas a Receber	486.471	557.367	642.360	706.842	768.629	828.793	891.377	958.288	1.030.432	1.108.219
Prazo Médio de Contas Receber	37 dias	37 dias	37 dias	37 dias	37 dias	37 dias	37 dias	37 dias	37 dias	37 dias
Estoque	1.066.179	1.221.560	1.407.835	1.549.159	1.684.574	1.816.434	1.953.597	2.100.244	2.258.358	2.428.840
Prazo Médio de Estocagem	115 dias	115 dias	115 dias	115 dias	116 dias	117 dias	118 dias	119 dias	120 dias	121 dias
Fornecedores	672.817	770.870	888.420	977.602	1.063.057	1.146.268	1.232.825	1.325.367	1.425.145	1.532.729
Prazo Médio de Pagamento	73 dias	73 dias	73 dias	73 dias	73 dias	73 dias	73 dias	73 dias	73 dias	73 dias
Ciclo Operacional	152 dias	152 dias	152 dias	152 dias	152 dias	152 dias	152 dias	152 dias	152 dias	152 dias
Ciclo Financeiro	79 dias	79 dias	79 dias	79 dias	79 dias	79 dias	79 dias	79 dias	79 dias	79 dias

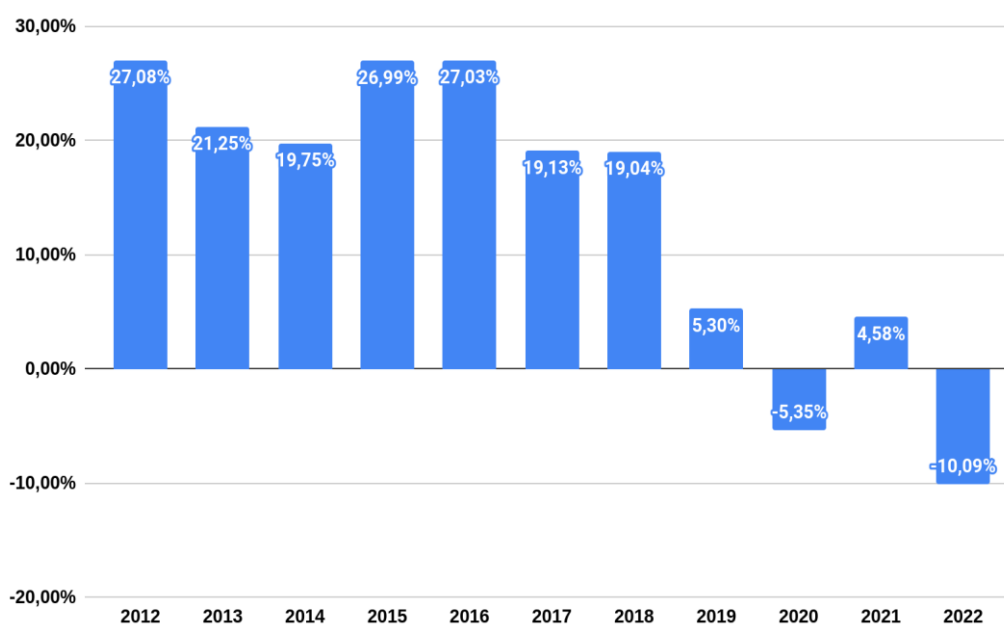
Fonte: Elaborado pela autora (2023).

8.6. PREMISSAS DE IR E CSLL

Segundo o formulário de referência do Grupo Panvel de 2022, a companhia possui Regimes Especiais de Tributação (RET) relativos à circulação de mercadorias, concedido pelo Estado do Rio Grande do Sul, que implicam na redução do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) devido a este Estado.

Para entender o comportamento do pagamento de impostos e contribuições sociais, foi analisada a alíquota efetiva de 2012 a 2022, dividindo o valor pago de imposto de renda e CSLL sobre o Resultado Antes dos Tributos Sobre o Lucro.

Figura 42 – Alíquota efetiva ao longo dos anos



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Grupo Panvel (2022).

Percebe-se que a empresa apurou créditos tributários em 2020 e 2022, e a alíquota efetiva teve uma variação bastante significativa nos últimos anos, principalmente por conta do incentivo citado acima. Como as restituições não são recorrentes, a alíquota efetiva foi calculada excluindo os anos de 2020 e 2022 do histórico, chegando a uma média de 18,91%, que foi a taxa usada na projeção dos anos subsequentes.

8.7. PREMISSAS DE PERPETUIDADE

Para este trabalho foi considerado um horizonte de projeção de dez anos, seguido pelo período de perpetuidade. O horizonte escolhido foi de dez anos como sendo o período mais possível de prever o mercado, a economia e o potencial de participação da empresa, que possui um *roadmap* de expansão e geração de valor até 2025, considerada em uma fase de expansão acelerada, que exige mais investimentos, após esse período, entende-se que a empresa reduzirá o ritmo de expansão. Optou-se por projetar 10 anos antes da perpetuidade justamente pelo momento da empresa, se fossem projetados 5 anos, por exemplo, a estimativa de valor da companhia poderia ficar pessimista, dado que a fase de expansão exigirá da empresa maiores investimentos, o que impacta negativamente o fluxo de caixa disponível nestes anos iniciais. Após o período final do horizonte de análise é definida a perpetuidade, que pode ser constante ou crescente. Para manter um cenário mais conservador, as projeções serão feitas sem crescimento real, ou seja, crescendo apenas de acordo com a inflação.

Com isso, assume-se um CAPEX de manutenção apenas, sendo igualado ao valor da depreciação. Além disso, será considerada a permanência da alíquota de IR e CSLL projetada anteriormente, de 18,91%. Por fim, como a necessidade de capital de giro está diretamente relacionada ao crescimento nominal da empresa, adota-se a premissa de que o investimento em capital de giro será proporcional à taxa de crescimento nominal, ou seja, à inflação esperada para o último período analisado. Sendo assim, a taxa de crescimento adotada é de 4,0%, bem como a inflação de longo prazo proposta pelo Boletim Focus na seção 8.1.

8.8. CUSTO DE CAPITAL

Na conclusão da análise do fluxo de caixa descontado, o custo de capital é o elemento essencial para descontar o valor presente nos fluxos de caixa projetados. Nesse contexto, utilizou-se o método do WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), que consiste na média ponderada entre o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros, levando em conta a estrutura de capital do Grupo Panvel.

8.8.1. Custo de Capital Próprio

O Custo de Capital Próprio, foi calculado pelo método do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), dado pela equação a seguir:

$$CAPM = rf + pp + \beta \times pm \quad (19)$$

Onde:

rf = Taxa Livre de Risco;

pp = Prêmio País;

β = Beta do Ativo;

pm = Prêmio de Mercado.

No cálculo da Taxa Livre de Risco (rf), adotou-se como referência o retorno atual do título do tesouro americano com prazo de dez anos (*T-Bond rate*). Assim, a partir de dados retirados do Federal Reserve Bank of St. Louis (2023), essa taxa obtida no mês de maio foi de 3,81% ao ano. Já o valor do Prêmio País (pp), foi obtido através dos dados disponibilizados pelo IPEA Data (2023), calculado pelo Banco JP Morgan. Utilizando o indicador EMBI+, obteve-se o valor de 2,69%.

Para calcular o beta do ativo é utilizada a equação 20 abaixo, sendo que foi levantada uma base de dados dos retornos mensais do IBOVESPA e da Panvel (PNVL3) de julho de 2020 até maio de 2023, foram desconsiderados os períodos anteriores a julho de 2020 pois antes do *follow on* as ações da empresa possuíam baixa liquidez e poucas negociações, impactando a volatilidade do papel, o que faria com que o beta ficasse cerca de 40% menor do que o valor encontrado. Posteriormente foi calculada a covariância do retorno do ativo com o retorno do mercado e dividido pela variância do retorno do mercado, onde encontrou-se o valor de 1,0470.

$$Beta\ do\ Ativo = \frac{Cov(ra,rm)}{Var(rm)} \quad (20)$$

Onde:

ra = Retorno do Ativo no Período

rm = Retorno do Mercado no Período

Posteriormente, para calcular o beta desalavancado do ativo, foi utilizada a equação 21 abaixo,

$$Beta\ Desalavancado = \frac{\beta\ alavancado}{1 + \frac{(1-t \times d)}{cp}} \quad (21)$$

Onde:

t = Alíquota de Imposto

d = Capital de Terceiros

cp = Capital Próprio

β = Beta do ativo estimado anteriormente

Tabela 17 – Beta Alavancado e Desalavancado da Panvel.

Beta Alavancado	d	cp	IR	Beta Desalavancado
1,0470	0,318	0,682	34%	0,4537

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados do Grupo Panvel (2022) e Comdinheiro.com (2023)

Para fins de comparação, obteve-se também o beta alavancado e desalavancado dos principais *peers* internacionais e nacionais.

Tabela 18 – Beta Alavancado e Desalavancado Peers

Peers Interacionais e Nacionais	Beta Alavancado	Beta Desalavancado
CVS Health Corporation (CVS)	0,59	0,45
Walgreens Boots Alliance (WBA)	0,72	0,37
RaiaDrogasil (RADL3)	0,68	0,58
Profarma (PFRM3)	0,75	0,53

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados do Infrontanalytics.com (2023)

Por fim, o prêmio de mercado (pm) é calculado como sendo a média aritmética do *spread* histórico entre os retornos do S&P e do título do tesouro americano de 10 anos, este indicador é calculado e fornecido anualmente por Aswath Damodaran em seu estudo denominado *Equity Risk Premium*, e em 2023 obteve-se o valor de 5,94%, o que indica que os investidores esperam um retorno de pelo menos 5,94% acima do rendimento do título de tesouro americano com prazo de 10 anos para aplicarem seus recursos no mercado de ações (S&P500).

Devido aos parâmetros utilizados no cálculo do Custo de Capital Próprio estarem expressos em dólares (USD), resultando em um Custo de Capital Próprio de 12,72%, e considerando que a avaliação será realizada em moeda brasileira (R\$), torna-se necessário converter a taxa obtida para R\$. Essa conversão é efetuada por meio do diferencial de inflação entre o Brasil e os Estados Unidos, utilizando a equação 22 abaixo:

$$CAPM_{BRL} = 1 + CAPM_{USD} \frac{(1 + Inflação_{BRL})}{(1 + Inflação_{USD})} - 1 \quad (22)$$

Onde:

$CAPM_{BRL}$ = Custo de Capital Próprio em R\$ (BRL)

$CAPM_{USD}$ = Custo de Capital Próprio em \$ (USD)

$Inflação_{BRL}$ = Inflação projetada em R\$ (BRL)

$Inflação_{USD}$ = Inflação projetada em \$ (USD)

Foi utilizada a projeção de longo prazo para a inflação brasileira fornecida pelo relatório Focus, abordado na seção 8.1, e para a inflação de longo prazo dos Estados Unidos utilizou-se os dados da OECD Data (*Organisation for Economic Co-operation and Development*) (2023) de 2,80%. O CAPM em R\$ (BRL), resultou em 14,03% para a Pánel.

Tabela 19 – CAPM da Panvel

CAPM	
Taxa livre de risco (rf)	3,81%
Prêmio-país (pp)	2,69%
Beta desalavancado	0,45
Beta alavancado	1,05
Prêmio de mercado (pm)	5,94%
Custo do Equity (US\$)	12,72%
Inflação Brasileira	4,00%
Inflação Americana	2,80%
Custo do Equity (R\$)	14,03%

Fonte: Elaboração da autora (2023)

8.8.2. Custo de Capital de Terceiros

O custo de capital de terceiros é dado pelo custo médio da dívida total da companhia e a alíquota de imposto de renda (IR). O custo médio total da dívida da Panvel foi obtido nas notas explicativas das demonstrações financeiras divulgadas em 2022. Como abordado anteriormente, ao final de 2022, a dívida total do Grupo Panvel era de R\$234,82 milhões. Todas as dívidas são em moeda nacional e atreladas ao CDI. A composição de empréstimos e financiamentos pode ser observada na tabela 20 abaixo:

Tabela 20 – Dívidas do Grupo Panvel

Composição de empréstimos e financiamentos	Intervalo de Taxas (% a.a.)	Saldo em 31/12/22 (em milhares)	%	Venc.	Venc. Du	Kd
Debênture - 3ª emissão	109% CDI	83.763	34,43%	10/05/2024	253	12,54%
Debênture - 4ª emissão	CDI + 1,40%	159.492	65,57%	25/04/2025	503	13,07%
Custo da Dívida						12,89%

Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do Grupo Panvel (2022).

O custo da dívida foi calculado pela média ponderada entre a taxa efetiva e o valor do financiamento. Para chegar na taxa efetiva foi calculado o prazo médio de vencimento da dívida, em dias úteis, e utilizado o valor da ETTJ Pré-fixada da ANBIMA, no vértice equivalente. A partir desse valor, calculou-se o custo do capital de terceiros (*Kd*), considerando a alíquota de 34%, conforme a equação 23, abaixo. O resultado final obtido foi de 8,51%.

$$K_i = \text{Custo da Dívida} \times (1 - \text{Imposto de Renda}) \quad (23)$$

8.8.3. Resultado do Custo de Capital

Com os valores obtidos para o custo de capital próprio e custo de capital de terceiros, utiliza-se a fórmula 24, para chegar no WACC.

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times K_i + \frac{E}{D+E} \times K_d \quad (24)$$

A estrutura de capital da companhia é dividida entre 12,5% em capital de credores e capital próprio e os 87,5% de capital de acionistas. Portanto, com as taxas obtidas nas etapas anteriores, o custo de capital calculado da Panvel foi de 13,34%.

Tabela 21 – Custo de Capital Grupo Panvel

WACC	
Porcentagem dos Custos de Terceiros (D/(D+E))	12,50%
Custos de Terceiros (K _i)	8,51%
Porcentagem dos Custos de Capital Próprio (E/(D+E))	87,50%
Custo do Capital Próprio (K _e)	14,03%
Custo do Capital	13,34%

Fonte: Elaborado pela autora (2023).

8.9. VALOR DA FIRMA E DO EQUITY

A partir das premissas elaboradas nas seções anteriores, projetou-se o fluxo de caixa dos próximos 10 anos da companhia. Para calcular a perpetuidade constante, foram feitos alguns ajustes, igualando o CAPEX à depreciação e ajustando os investimentos em capital de giro para que acompanhem apenas a inflação, posteriormente foram projetados os fluxos de caixa futuros e trazidos a valor presente. Na perpetuidade foi utilizada a inflação de longo prazo do Boletim Focus, apresentada na seção 8.1. A fórmula para o cálculo da perpetuidade está expressa na fórmula 25:

$$Perp_n = \frac{FC_n \times (1 + g)}{(i - g)} \quad (25)$$

Onde:

FC_n = Fluxo de caixa no período n

i = Taxa de desconto

g = Taxa de crescimento constante

Figura 43 – Fluxo de Caixa e Perpetuidade

Fluxo de Caixa em R\$ milhões	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P	2031 P	2032 P	2032 P Ajust
Resultado Operacional (EBIT)	228,87	262,23	302,21	332,55	361,62	398,16	437,08	479,40	525,73	576,42	576,42
(-) Imposto de Renda	(43,3)	(49,6)	(57,1)	(62,9)	(68,3)	(75,3)	(82,6)	(90,6)	(99,4)	(108,9)	(108,9)
(+) Depreciação	246,80	258,23	266,92	127,66	137,09	146,96	160,90	171,92	187,57	204,23	204,23
(-) CAPEX	(180,49)	(195,67)	(211,14)	(155,16)	(169,80)	(184,70)	(200,26)	(215,07)	(232,83)	(251,90)	(204,23)
Δ Capital de Giro	(145,73)	(121,70)	(145,90)	(110,69)	(106,07)	(103,28)	(107,44)	(114,86)	(123,85)	(133,53)	(72,17)
(=) Fluxo de Caixa (sem perpetuidade)	106,19	153,52	154,97	131,50	154,50	181,88	207,67	230,78	257,27	286,27	395,31
Crescimento											4,00%
WACC											13,34%
Perpetuidade											4.401,69
(=) Fluxo de Caixa (com perpetuidade)	106,19	153,52	154,97	131,50	154,50	181,88	207,67	230,78	257,27	286,27	4.797,00

Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Desta forma, após o cálculo da perpetuidade, utilizou-se a seguinte fórmula 26 para trazer o fluxo de caixa a valor presente.

$$\text{Valor do Ativo} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t} \quad (26)$$

Onde:

n = Prazo de duração do ativo;

FC_t = Fluxo de caixa no período t;

r = taxa de desconto (WACC calculado)

Figura 44 – Fluxo de Caixa a valor presente

Fluxo de Caixa a valor presente (em R\$ milhões)	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P	2031 P	2032 P	Perpetuidade
Número de períodos	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
(=) Valor Presente do FC (com perpetuidade)	93,70	119,51	106,44	79,69	82,61	85,80	86,44	84,75	83,36	81,84	1.371,32

Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Com as informações obtidas foi possível calcular o Valor da Firma, Valor do Equity e Preço por Ação, como ilustrado na tabela 22:

Tabela 22 – Valor da firma e do *equity*

Valuation	R\$ Milhões	%
Valor Presente (2023 - 2032)	904,12	39,73%
Valor Presente (Perpetuidade)	1.371,32	60,27%
Valor da Firma	2.275,44	
Dívida Líquida	77,47	
Valor do Equity	2.197,97	
Quantidade de Ações (# Milhões)	150,38	
Valor por Ação (R\$)	14,62	

Fonte: Elaborado pela autora (2023).

No mês de abril de 2023, a cotação média de fechamento das ações da Panvel foi de R\$ 9,88, um valor cerca de 30% abaixo do obtido no método de fluxo de caixa descontado. No entanto, vale destacar que o cenário macroeconômico atual, como taxas de juros elevadas e incertezas fiscais é negativo para ativos de risco, pressionando o preço do índice da bolsa brasileira IBOVESPA, que está com performance de -4,31% no ano de 2023 até o fechamento de abril. Para analisar a sensibilidade do modelo às variações de WACC e taxa de crescimento na perpetuidade, foi elaborada uma matriz de sensibilidade, variando estes valores em 0,25%.

Figura 45 – Análise de sensibilidade

		Crescimento na Perpetuidade				
		3,50%	3,75%	4,00%	4,25%	4,50%
WACC	12,84%	15,34	15,50	15,67	15,84	16,03
	13,09%	14,83	14,97	15,13	15,29	15,46
	13,34%	14,34	14,48	14,62	14,76	14,92
	13,59%	13,89	14,01	14,14	14,27	14,41
	13,84%	13,45	13,56	13,68	13,80	13,93

Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Pelo gráfico, pode-se avaliar que o preço por ação da empresa varia entre R\$13,45 e R\$16,03. Dito isto, a análise mostra a sensibilidade do modelo a pequenas variações de inflação e taxa de juros, que são fatores voláteis e podem sofrer grandes variações, alterando significativamente o resultado final do modelo apresentado.

8.10. AVALIAÇÃO RELATIVA (MÚLTIPLOS)

Com o objetivo de aprimorar a avaliação do valor econômico do Grupo Panvel, foi conduzida uma Análise Relativa, a qual examina diversos aspectos e proporciona uma compreensão mais aprofundada do comportamento do mercado. Essa avaliação foi realizada por meio da análise dos múltiplos EV/EBITDA e P/L, calculando-se a média dos últimos cinco anos de empresas comparáveis, apresentadas na seção 5.4 deste trabalho.

Tabela 23 – Múltiplos de empresas comparáveis

Empresa	Enterprise Value (R\$ Milhões)	P/L	EV/EBITDA
RADL3	36.017,12	51,17	16,52
PFRM3	1.054,36	9,05	5,79
PGMN3	4.073,29	7,19	3,25
Média Ponderada		45,03	14,61

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados do Comdinheiro.com (2023)

A média ponderada do EV/EBITDA das empresas comparáveis foi de 14,06x, sendo que os múltiplos da RaiaDrogasil tiveram mais peso, dado o *Enterprise Value* ser maior. Calculou-se também o EV/EBITDA do Grupo Panvel nos últimos 5 anos, no fechamento de cada período, que resultou numa média de 10,89x.

Tabela 24 – EV/EBITDA Histórico Grupo Panvel

ANO	EV/EBITDA
2022	6,77
2021	9,26
2020	16,69
2019	11,24
2018	10,51

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados do Grupo Panvel (2023)

A partir dos indicadores coletados realizou-se a avaliação por múltiplos do Grupo Panvel, relacionando o valor obtido na média ponderada dos *peers* com as informações financeiras da Panvel. Descontou-se o valor da dívida líquida para chegar no valor da firma e, posteriormente, dividiu-se pela quantidade de ações para finalmente chegar no valor do preço final.

Tabela 25 – Resultados da avaliação por múltiplos

Resultado por EV/EBITDA Peers	
EBITDA Grupo Panvel (R\$) Milhões	202,8
EV/EBITDA	14,61
Valor da Firma (R\$ Milhões)	2.963,47
Valor do Equity (R\$ Milhões)	2.886,01
Valor por Ação (R\$)	19,19
Resultado por EV/EBITDA Histórico	
EBITDA Grupo Panvel (R\$) Milhões	202,8
EV/EBITDA	10,89
Valor da Firma (R\$ Milhões)	2.209,30
Valor do Equity (R\$ Milhões)	2.131,83
Valor por Ação (R\$)	14,18

Fonte: Elaborado pela autora (2023).

A avaliação por múltiplos revelou que o preço da Panvel apresentou uma variação entre R\$14,18 e R\$19,19, uma oscilação próxima do intervalo de preços obtido no método do fluxo de caixa descontado. A fim de obter mais informações sobre esses valores, também foram analisados os preços-alvo para o Grupo Panvel estabelecidos por analistas de instituições financeiras. A tabela de cobertura da ação por analistas foi obtida diretamente do portal de relações com investidores do Grupo Panvel e nos portais das próprias instituições financeiras.

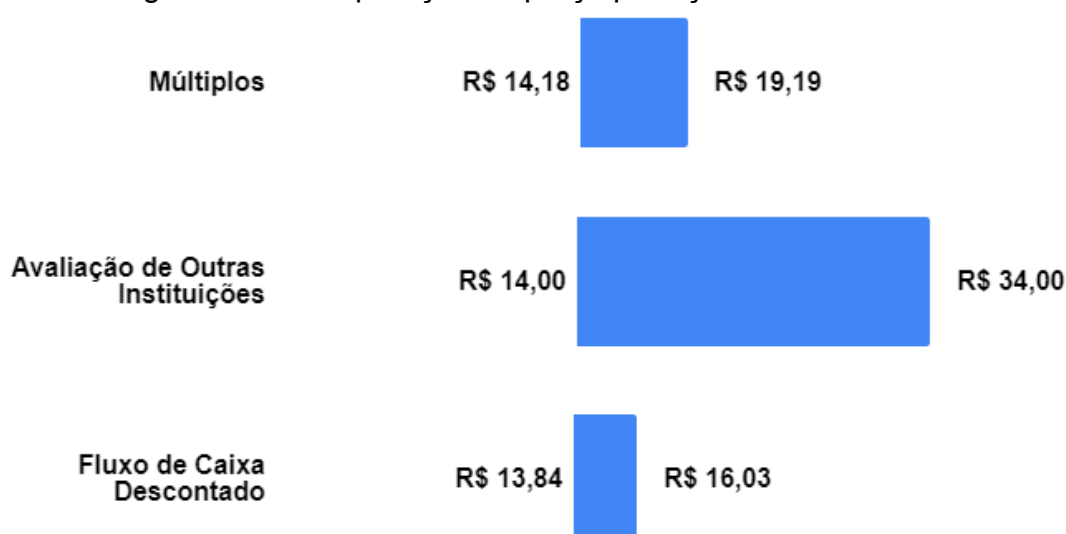
Tabela 26 – Cobertura de analistas

Instituição	Analista	Preço Alvo (R\$)
Banco Inter	Breno Francis de Paula Henrique Abras	31
Bradesco BBI	Márcio Yoshio Osako	20
BTG Pactual	Luiz Guanais Gabriel Savi	34
Itaú BBA	Thiago Macruz Helena Silva Villares	20
Safra	Vitor Alaga Pini Tales Piassa Granello	17,4
XP Investimentos	Daniela Eiger Gustavo Senday	15
Genial Investimentos	Vinicius Esteves Iago Souza	14

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados do Grupo Panvel, Genial Investimentos e XP Investimentos (2023)

Os preços dos analistas apresentaram a maior variação entre as avaliações, variando entre R\$14 e R\$34,00. Parte disto pode ser explicado por análises mais otimistas ou pessimistas, a depender do momento da análise e de outras variáveis e premissas estabelecidas. A diferença entre os resultados do preço por ação do Grupo Panvel está ilustrada pela Figura 46:

Figura 46 – Comparação do preço por ação entre métodos



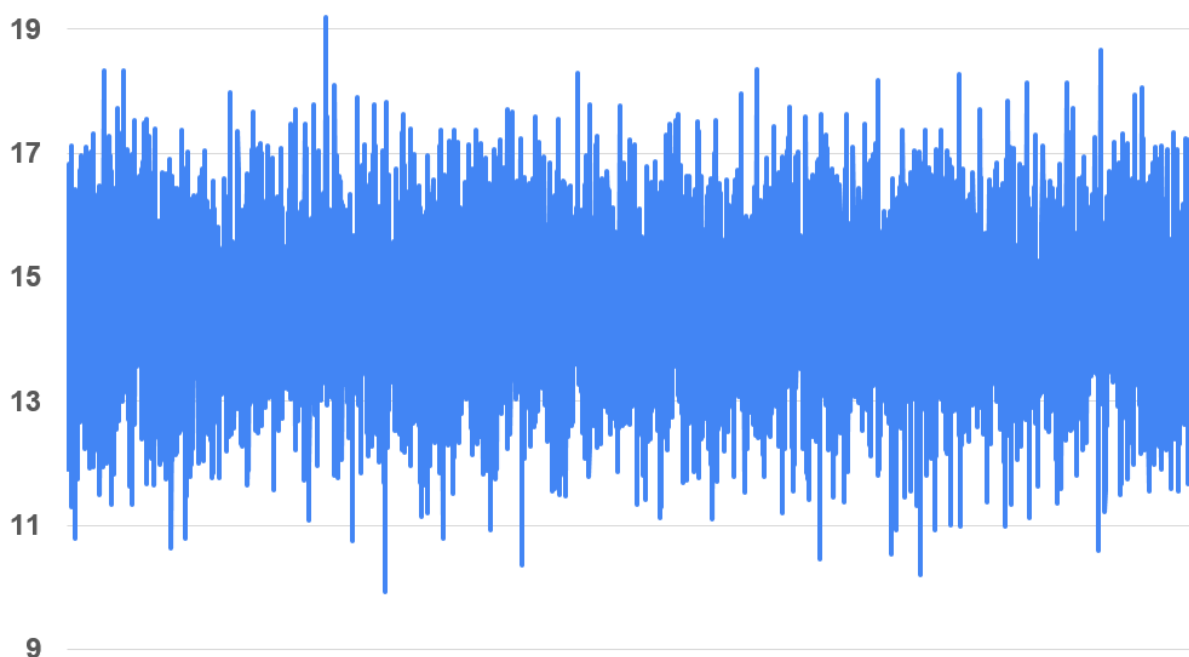
Fonte: Elaborado pela autora (2023)

8.11. SIMULAÇÃO DE MONTE CARLO

Com o objetivo de complementar o estudo realizado anteriormente e considerando as diversas incertezas e variações envolvidas na análise de empresas pelo método do Fluxo de Caixa Descontado, optou-se por utilizar também a aplicação da Simulação de Monte Carlo. Essa abordagem permite modelar e estimar os possíveis resultados de um evento incerto, através de projeções baseadas em distribuições de probabilidade. No contexto da avaliação econômica do Grupo Panvel, definiu-se uma variável de incerteza, a margem operacional (margem EBIT), com média histórica de de 3,5% e desvio padrão de 0,5%. A simulação foi executada em uma planilha do Excel com 5.000 iterações, a fim de obter uma faixa de preço por ação do Grupo Panvel e suas probabilidades.

O resultado do modelo, visualizado no Gráfico de dispersão, e no histograma, observa-se uma faixa de preço variando principalmente entre R\$13 e R\$17, para as ações da empresa. A média dessa projeção resultou em R\$14,53 com um desvio padrão de R\$1,29.

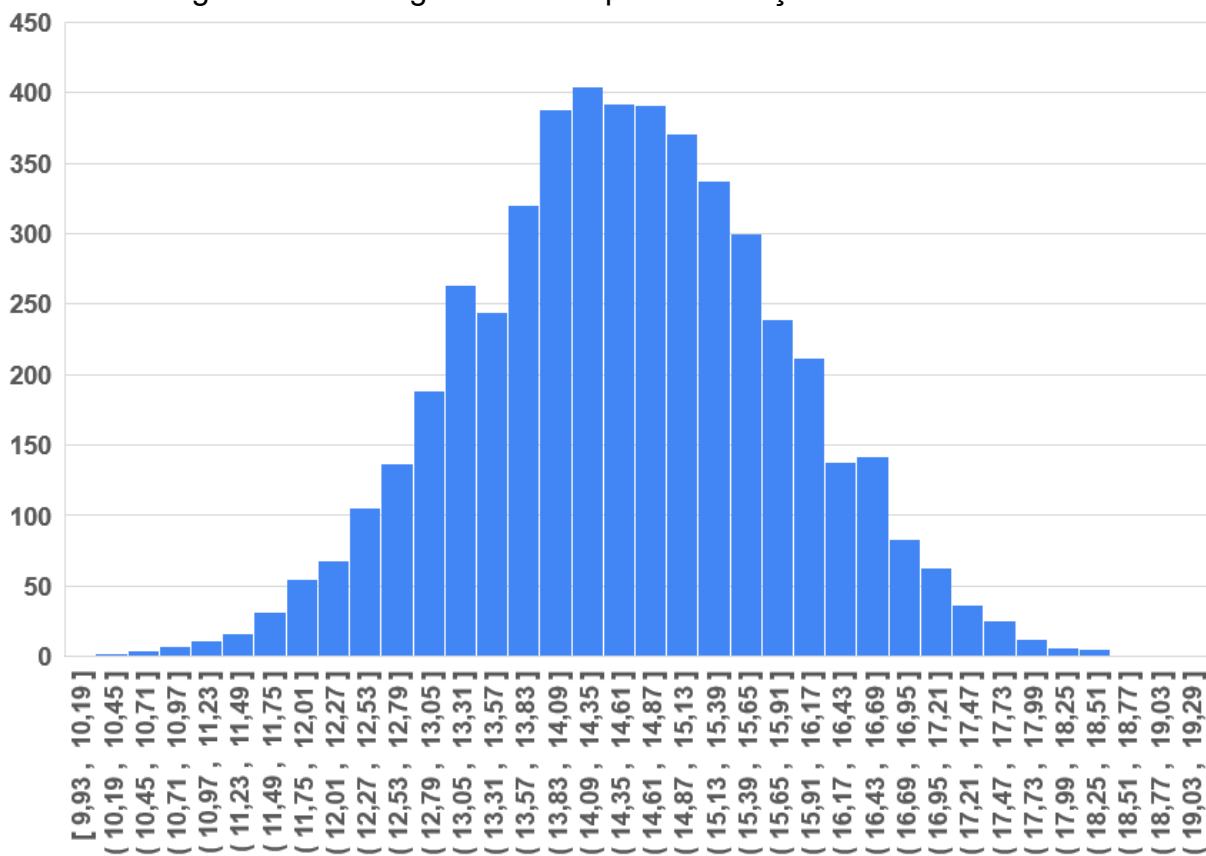
Figura 47 – Gráfico de dispersão obtido pela Simulação de Monte Carlo



Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Percebe-se que o resultado obtido através da Simulação de Monte Carlo do preço por ação foi semelhante ao resultado obtido através do Fluxo de Caixa Descontado.

Figura 48 – Histograma obtido pela Simulação de Monte Carlo



Fonte: Elaborado pela autora (2023)

9. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O principal objetivo do presente trabalho foi realizar o *valuation* do Grupo Panvel, varejista farmacêutica com atuação relevante do sul do Brasil, através do método do Fluxo de Caixa Descontado. As aplicações deste método na área de finanças são diversas, desempenhando papel crucial tanto para investidores, auxiliando-os na tomada de decisões financeiras, quanto para as próprias empresas, que as utilizam para aprimorar sua gestão operacional e estratégica.

Pelo caráter acadêmico do trabalho e para embasar e dar suporte técnico ao estudo, primeiramente foi feita uma extensa pesquisa bibliográfica, utilizando as principais referências nacionais e internacionais de finanças corporativas. Os principais conceitos abordados foram os de demonstrações contábeis, como balanço patrimonial e demonstração do resultado do exercício, conceitos de risco, rentabilidade e liquidez, bem como outros indicadores financeiros. Destaca-se também a relevância do trabalho para o curso de engenharia de produção, uma vez que este enfoque analítico financeiro está intrinsecamente ligado aos princípios e conceitos abordados nessa área de estudo. O curso de engenharia de produção proporciona aos estudantes uma base sólida e fundamental para compreender e aplicar o método do Fluxo de Caixa Descontado. Ademais, o *valuation* também se relaciona com a capacidade do engenheiro de analisar e otimizar processos produtivos, identificar oportunidades de investimento e avaliar a viabilidade econômica de projetos, tornando-se uma ferramenta valiosa para a tomada de decisões estratégicas em outros contextos, conectando os conhecimentos teóricos adquiridos em sala de aula com sua aplicação prática no campo da gestão financeira e da análise de investimentos.

Para nortear o trabalho foi necessário compreender o histórico do Grupo Panvel, suas atuações e posicionamento no mercado varejista farmacêutico. Foram feitas diversas pesquisas nos relatórios divulgados pela companhia no portal de relacionamento com investidores, bem como em outros portais de finanças. Fez-se necessária também a compreensão do setor farmacêutico nacional e internacional, neste sentido, as principais informações foram utilizadas da IQVIA, principal consultoria que analisa o setor farmacêutico, ABRAFARMA – Associação Brasileira de Redes de Farmácias e Drogarias e Febrifar – Federação Brasileira das Redes Associativistas e Independentes de Farmácias.

Com isso, foi possível analisar estrategicamente o posicionamento da empresa no setor, identificando tendências, vantagens e desvantagens competitivas, e possíveis oportunidades e riscos. Para esta etapa fez-se uso da matriz SWOT e da análise das forças de Porter. Vale destacar que esta etapa contou com uma validação de um executivo do Grupo Panvel, agregando conhecimento prático no estudo.

Após compreender a empresa, seu posicionamento e seu setor, projetou-se os resultados da empresa para os próximos dez anos, para poder avaliar o valor do Grupo Panvel pelo método do Fluxo de Caixa Descontado. Com base nas premissas abordadas anteriormente, estimou-se um Valor da Firma de R\$2,27 bilhões e Valor do *Equity* de R\$2,19 bilhões, indicando um preço por ação de R\$14,62. No mês de abril de 2023, a cotação média de fechamento das ações da Panvel foi de R\$9,88, um valor cerca de 30% abaixo do obtido no método de fluxo de caixa descontado. No entanto, o preço dos ativos de risco sofre influências de fatores externos, nesse contexto, vale ressaltar que o ambiente macroeconômico atual apresenta alguns desafios, como taxas de juros elevadas e incertezas fiscais, que exercem uma pressão negativa sobre ativos de risco. Essa conjuntura reflete-se no desempenho do índice da bolsa brasileira, o Ibovespa, que registrou uma performance de -4,31% no ano de 2023 até o encerramento do mês de abril, pressionando também os preços das ações da empresa.

Com o preço por ação definido, fez-se uma análise de sensibilidade à taxa de crescimento e ao WACC, apresentando uma variação entre R\$13,84 e R\$16,03, o que reflete na sensibilidade às variações de taxas de juros e inflação, que podem oscilar de forma inesperada, apresentando riscos significativos. Fez-se também uma comparação por múltiplos de empresas do mesmo setor, bem como múltiplos históricos da Panvel, e, posteriormente, uma comparação com preços definidos por analistas do mercado financeiro, no qual houve a maior divergência de resultados. Parte destas divergências pode ser explicada por algumas limitações encontradas durante a execução do trabalho, a falta de informações sobre margem do mix de vendas, serviços e maiores informações sobre a operação do digital impossibilitaram projetar crescimentos utilizando estas premissas, além disso, a empresa está passando por um forte processo de expansão, que se não houver sucesso, pode impactar significativamente os resultados. Ainda sobre as limitações, a empresa fez um investimento grande em logística e tecnologia, que pode afetar os prazos médios,

porém por falta de maiores informações sobre estes impactos, foram projetados de forma estável.

Aplicou-se também uma Simulação de Monte Carlo, para avaliar os intervalos de preço de maior probabilidade de ocorrência, sendo que os resultados obtidos no método de fluxo de caixa descontado estavam dentro do intervalo da simulação.

Cabe também pontuar sugestões para trabalhos futuros, como o aprofundamento dos estudos do setor farmacêutico, bastante relevante e com potencial de consolidação, sugere-se também a análise pelo método de Fluxo de Caixa Descontado da RaiaDrogasil, principal *player* do setor, bem como uma análise relativa considerando empresas internacionais já mais consolidadas como CVS e Walgreens. Sugere-se também buscar visitar presencialmente a sede da empresa e conversar com executivos da companhia, a fim de melhor compreender a operação e obter mais informações para as projeções do modelo, como é feito por grande parte dos analistas do mercado financeiro. Por fim, sugere-se aprofundar a etapa de Simulação de Monte Carlo, de modo a utilizar outras variáveis na simulação e avaliar resultados possíveis.

REFERÊNCIAS

- ABRAFARMA. **A desigualdade no consumo de medicamentos**. 2020. Disponível em: <https://www.cff.org.br/noticia.php?id=5658&titulo=A+desigualdade+no+consumo+de+medicamentos>. Acesso em: 21 mar. 2023.
- ASRI, Marwan; HEVEADI, Antonius N. Price earnings ratio (per) model consistency: evidence from jakarta stock exchange. **Gadjah Mada International Journal Of Business**, [S.L.], v. 1, n. 2, p. 85, 8 ago. 2018. Universitas Gadjah Mada. <http://dx.doi.org/10.22146/gamaijb.37887>
- BRASIL. Definição do Fator de Preços Relativos (Fator Y), referente ao reajuste de preços de medicamentos para o ano de 2022. **Metodologia de Reajuste dos Preços de Medicamentos no Brasil**. Disponível em: <https://www.gov.br/anvisa/pt-br/assuntos/medicamentos/cmed/ajuste-anual-de-precos-de-medicamentos/2022/nota-tecnica-ministerio-da-economia-fator-y> . Acesso em: 21 mar. 2023.
- BRASIL. Constituição (2014). As disposições desta Lei regem as ações e serviços de assistência farmacêutica executados, isolada ou conjuntamente, em caráter permanente ou eventual, por pessoas físicas ou jurídicas de direito público ou privado. Brasília.
- BRASIL. Senado. Câmara dos Deputados nº 939. Projeto de Lei nº 939, de 2021. Relator: Altera a Lei nº 10.742, de 6 de outubro de 2003, para vedar o reajuste anual de medicamentos durante Emergência em Saúde Pública de Importância Nacional. **Projeto de Lei Nº 939, de 2021**. Brasília, 14 maio 2021.
- BRAZIL JOURNAL. **Panvel faz carinho no mercado**. 2020. Disponível em: <https://braziljournal.com/panvel-faz-carinho-no-mercado-que-deve-fazer-carinho-de-volta/>. Acesso em: 21 mar. 2023.
- BRAZIL JOURNAL. **Drogarias: Kinea compra 10% da Panvel**. 2019. Disponível em: <https://braziljournal.com/drogarias-kinea-compra-10-da-panvel/>. Acesso em: 22 mar. 2023.
- CHENG, Diane. **Dimed conclui migração ao Novo Mercado**. 2021. Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/dimed-conclui-migracao-ao-novo-mercado/>. Acesso em: 26 mar. 2023.
- DALMÁCIO, Flávia Zóboli; LOPES, Alexsandro Broedel; REZENDE, Amaury José; SARLO NETO, Alfredo. Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. **Ram. Revista de Administração Mackenzie**, [S.L.], v. 14, n. 5, p. 104-139, out. 2013. FapUNIFESP (SciELO). <http://dx.doi.org/10.1590/s1678-69712013000500005>.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

FEBRAFAR. **O que é pbm e como ele proporciona economia na compra de medicamentos?** 2022. Disponível em: <https://www.febrafar.com.br/o-que-e-pbm-economia-medicamentos/>. Acesso em: 21 mar. 2023.

FRASSON, Álvaro; MOTA, Arthur; PAIVA, Leonardo; PAPAROUNIS, Luiza. **Spoiler Macro**. [N.I.]: Macro Strategy – Btgpactual S.A., 2022. Disponível em: https://research-content.btgpactualdigital.com/file/2023-02-22T131521.856_Spoiler%20Macro_%2022fev23_BTGPactual.pdf?f602686476276bc129bea8717b25ae4a . Acesso em: 21 mar. 2023.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1991.

GRUPO PANVEL. **Formulário de referência – 2023**: DIMED S.A DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS. Eldorado do Sul: [N.I.]. 2023. Disponível em: <https://ri.grupopanvel.com.br/documentos-cvm/formulario-de-referencia/> Acesso em: 21 mar. 2023.

GUPTA, Vandana. Predicting Accuracy of Valuation Multiples Using Value Drivers: evidence from indian listed firms. **Theoretical Economics Letters**, [S.L.], v. 08, n. 05, p. 755-772, 2018. Scientific Research Publishing, Inc. <http://dx.doi.org/10.4236/tel.2018.85052>.

HOS SISTEMAS. **Cresce interesse das farmácias por implementação de hubs de saúde**. 2022. Disponível em: <https://www.linkedin.com/pulse/cresce-interesse-das-farm%C3%A1cias-por-implementa%C3%A7%C3%A3o-de-hubs-sa%C3%BAde-/?originalSubdomain=pt>. Acesso em: 21 mar. 2023.

IBGE. **Projeções da População**. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/populacao/9109-projecao-da-populacao.html>. Acesso em: 21 mar. 2023.

IBGE. **IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo**. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=downloads>. Acesso em: 21 mar. 2023.

IQVIA. **IQVIA**. Disponível em: <https://www.iqvia.com/form-pages/institute-gated?redirectUrl=%2f-%2fmedia%2fiqvia%2fpdfs%2finstitute-reports%2fthe-global-use-of-medicines-2022%2fglobal-use-of-medicines-2022-outlook-to-2026-12-21-forweb.pdf&title=Global+Use+of+Medicines+2022+Outlook+to+2026+12-21+forWeb>. Acesso em: 21 mar. 2023.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2009.254p.

IUDÍCIBUS. Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc; WESSELS, David. **Avaliação de empresas**. 4. ed. Nova Jersey: Mc Kinsey & Company, 2005.

MCCREADIE, Karen. **A Arte da Guerra**: uma interpretação em 52 ideias brilhantes. 1. ed. São Paulo: Globo, 2008.

NISHIJIMA, Marislei; BIASOTO JUNIOR, Geraldo; LAGROTERIA, Eleni. A competição no mercado farmacêutico brasileiro após uma década de medicamentos genéricos: uma análise de rivalidade em um mercado regulado. **Economia e Sociedade**, [S.L.], v. 23, n. 1, p. 155-186, abr. 2014. FapUNIFESP (SciELO). <http://dx.doi.org/10.1590/s0104-06182014000100006>.

NETO, Assaf. **Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2017.

NETO, Assaf. **Estrutura e análise de balanços**: um enfoque econômico-financeiro. 10.ed. São Paulo: Atlas, 2012. 337 p.

PINTO, Jerald E.; ROBINSON, Thomas R; STOWE, John D.. Equity Valuation: a survey of professional practice. **Ssrn Electronic Journal**, [S.L.], v. 11, n. 1, p. 1-11, set. 2015. Elsevier BV. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2657717>.

PORTER, Michael E.. **The Competitive Advantage of Nations**. 1990. Disponível em: <https://hbr.org/1990/03/the-competitive-advantage-of-nations>. Acesso em: 26 mar. 2023.

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

RI GRUPO PANVEL. **Apresentação de Resultados 3T22**. Disponível em: <http://ri.grupopanvel.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/#>

RODRIGUES, Jorge Nascimento; CARDOSO, Jaime Fidalgo; NUNES, Catarina; EIRAS, Ruben. **50 GURUS DA GESTÃO PARA O SÉCULO XX**. Lisboa: Centro Atlântico, 2005. Coordenação de: Jorge Nascimento Rodrigues.

SERRA, Ricardo Goulart; WICKERT, Michael. **Valuation**: Guia fundamental e modelagem em Excel. 1, ed. São Paulo: Atlas, 2019.

SILVA, Alexandre Alcantara da. **Estrutura, análise e interpretação das demonstrações contábeis**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

SILVA, Maria Jucilene Rodrigues Vieira da; OLIVEIRA, Edson de; SANTOS, Fernando de Almeida. Evidenciação de Arrendamento Mercantil Operacional pelo CPC 06 (R2) em Empresas Brasileiras de Capital Aberto na B3. **Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos (Redeca)**, [S.L.], v. 6, n. 1, p. 156-177, 29 jul. 2019. Pontifical Catholic University of Sao Paulo (PUC-SP). <http://dx.doi.org/10.23925/2446-9513.2019v6i1p156-177>.

SINDUSFARMA. **Perfil da indústria farmacêutica e aspectos relevantes do setor**. [N.I.], 2022. Disponível em: <https://sindusfarma.org.br/uploads/files/229d->

[gerson-almeida/Publicacoes PPTs/PERFIL IND FARMACEUTICA 22 PORT.pdf](#) .
Acesso em: 21 mar. 2023.

SOCIEDADE BRASILEIRA DE VAREJO E CONSUMO. **Um estudo completo sobre o setor**. 8. ed. [N.I]: [N.I], 2022.

LAINO, Igor Macedo. **Análise das ofertas públicas iniciais (“ipo”) e subsequentes (“follow-on”) ocorridos no brasil no período de janeiro de 2010 a setembro de 2020**. 2020. 27 f. Dissertação (Doutorado) - Curso de Economia, Instituto Brasiliense de Direito Público Escola de Direito e Administração Pública, Brasília, 2020.

LAVILLE, Christian; DIONNE, Jean. **A Construção do Saber**: manual de metodologia da pesquisa em ciências humanas. Belo Horizonte: Penso, 1999.

LEONARDI, Egle. **Imposto sobre medicamentos no Brasil é cinco vezes maior que a média mundial**. 2022. Disponível em: <https://ictq.com.br/varejo-farmaceutico/958-imposto-sobre-medicamentos-no-brasil-e-cinco-vezes-maior-que-a-media-mundial>. Acesso em: 21 mar. 2023.

MENEZES, Karina. **Por que ainda é tão difícil falar sobre omnichannel no varejo brasileiro**. Disponível em: <http://blog.pagar.me/por-que-ainda-%C3%A9-t%C3%A3odif%C3%ADcil-falar-sobre-omnichannel-no-brasil>. Acesso em: 21 mar. 2023.

QUINTANS, Raphaela. **SBVC libera ranking das maiores varejistas do Brasil; veja quais redes de farmácias aparecem**. 2022. Disponível em: <https://revistadafarmacia.com.br/mercado/sbvc-libera-ranking-das-maiores-varejistas-do-brasil-veja-quais-redes-de-farmacias-aparecem/>. Acesso em: 21 mar. 2023.

APÊNDICES

APÊNDICE A – TRANSCRIÇÃO DA ENTREVISTA SEMIESTRUTURADA FEITA COM UM EXECUTIVO DO GRUPO PANVEL

Entrevistador:

- Agradecimentos pela disponibilidade;
- Contextualização;
- Perguntas:

1. Quais os principais fornecedores da Panvel? Vocês poderiam compartilhar a relação dos principais laboratórios, diferenciando genéricos e produtos de marca?

2. Sobre a diferença de margem dos produtos vendidos: Entendo que genéricos possuem uma margem maior e tem uma atribuição positiva na manutenção de boas margens para a empresa, vocês teriam a diferença de margem entre as categorias?

3. Sobre as operações no digital, a venda no canal digital eleva o ticket médio? Vocês teriam essa diferença mapeada?

4. Por fim, seria possível fazer a validação da análise das forças de Porter? Gostaria de saber se concordam com a análise feita ou se têm alguma sugestão a fazer. (anexo análise das forças de Porter)

Entrevistado:

1. A Companhia não divulga publicamente a relação com os laboratórios, sendo assunto restrito às partes.

2. A Companhia não divulga publicamente as margens entre as categorias, porém, posso afirmar que a margem de genéricos é superior a margem de outras categorias.

3. A Companhia não divulga publicamente o ticket médio, mas posso afirmar que o ticket médio do digital é 2x superior.

4. No ponto 6.3.2, teria de ser levado em consideração a rigidez dos preços de medicamentos, que são tabelados, não abrindo margem para barganha dos clientes. Pode se pensar que descontos e promoções é explicado mais por uma política de preço da farmácia/rede (seja para ganhar share, reter clientes etc.). No ponto 6.3.4, é necessário refletir sobre esta dificuldade. De certo ponto, não é difícil abrir de uma nova farmácia, fato demonstrado pela própria quantidade de farmácias por habitante, em que há novos entrantes no mercado com uma certa frequência (independentes e pequenas redes).