



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE FEIRA DE SANTANA
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
CURSO DE BACHARELADO EM ADMINISTRAÇÃO

VALUATION: Avaliação da empresa Hypera Pharma

RAPHAEL MENDES GUIMARÃES

**Feira de Santana
2021**

RAPHAEL MENDES GUIMARÃES

VALUATION: avaliação da empresa Hypera Pharma

Trabalho apresentado a Universidade Estadual de Feira de Santana como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em administração.

Professor(a): Dr. Jorge Aliomar Barreiros Dantas

**Feira de Santana
2021**

TERMO DE APROVAÇÃO

RAPHAEL MENDES GUIMARÃES

VALUATION: Avaliação da empresa Hypera Pharma

Monografia aprovada como requisito parcial à obtenção do título de Bacharelado em Administração, curso de Administração, Departamento de Ciências Sociais Aplicadas (DCIS), Universidade Estadual de Feira de Santana (UEFS), pela seguinte banca examinadora:

Prof. Dr. Jorge Aliomar Barreiros Dantas - Orientador
Departamento de Ciências Sociais Aplicadas – UEFS

Prof. Dr. Miguel Angel Rivera Castro
Departamento de Ciências Sociais Aplicadas – UEFS

Prof. Ms. Fabiano Nascimento de Moura
Departamento de Ciências Sociais Aplicadas – UEFS

Feira de Santana, 16 de junho de 2021

Dedico essa monografia

**À Universidade Estadual de
Feira de Santana e a todos os
seus funcionários por terem
me acolhido e me tornado um
ser humano melhor durante
todos esses anos.**

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus pela dádiva da vida e pela oportunidade de continuar aprendendo todos os dias de minha vida.

À minha mãe, Adalha, por anos de batalha para cuidar e ter a satisfação de ver os filhos formados numa universidade conceituada. À minha irmã, Dailla, pelo companheirismo e pelo exemplo de busca e realização de objetivos na vida. Ao meu pai, Jair, por todo apoio e cuidado em todos os anos de Universidade, demonstrando que sempre o caminho da verdade e da honestidade é o único caminho a ser seguido.

À minha companheira, amiga, namorada e esposa, Aline, por todo apoio incondicional, por todas as horas de correções e discussões que ajudaram para que essa monografia fosse construída e continua me ajudando a se tornar um ser humano melhor.

Aos grandes professores que tive contato ao longo do curso por transmitirem seus conhecimentos com tanto amor e sabedoria.

RESUMO

No mercado financeiro, nem sempre o preço que uma ação está sendo negociada no momento reflete todo valor agregado que uma empresa pode entregar, pois o preço da ação pode estar supervalorizado ou subvalorizado. O presente trabalho tem como objetivo geral descobrir até que ponto o Valor Intrínseco das ações da Hypera Pharma, a partir do modelo dos Fluxos de Caixa livre descontados, contribui para a decisão de alocação de recursos por parte dos investidores. A obtenção do valor intrínseco da empresa foi baseada na projeção da demonstração do resultado da companhia e, posteriormente, na atualização do fluxo de caixa livre para o presente. Cada ação negociada na bolsa de valores representa uma parte do valor da empresa, dessa forma o valor justo da Hypera Pharma dividido pela quantidade total de ações que estão em circulação e em tesouraria resultará no valor justo de cada ação da Hypera Pharma igual a R\$ 45,62. De posse do valor intrínseco das ações da Hypera Pharma o investidor pode melhor embasar suas decisões quanto a alocação de capital, tal decisão pode variar de acordo com o tamanho do capital disponível, do espaço de tempo pensado para o investimento e/ou de quais objetivos pensados para as ações da Hypera Pharma.

Palavras-Chave: Valuation; Fluxo de Caixa Descontado; Hypera Pharma; Investimentos.

ABSTRACT

In the financial market, the price at which a stock is currently being traded does not always reflect all the added value that a company can deliver as the stock price may be overvalued or undervalued. The present academic work has as general objective to discover to what extent the Intrinsic Value of Hypera Pharma's shares, based on the discounted Free Cash Flows model, contributes to the decision of resource allocation by investors. Obtaining the company's intrinsic value was based on the projection of the company's income statement and, subsequently, on the update of the free cash flow for the present. Each share traded on the stock exchange represents a part of the company's value, thus the fair value of Hypera Pharma divided by the total number of shares that are outstanding and in treasury will result in the fair value of each Hypera Pharma share equal to R\$ 45.62. In possession of the intrinsic value of Hypera Pharma's shares, the investor can better support their decisions regarding the allocation of capital, such decision may vary according to the size of available capital, the time frame thought for the investment and/or what objectives designed for the shares of Hypera Pharma.

Keywords: Valuation; Discounted Cash Flow; Hypera Pharma; Investments.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Cálculo do fluxo de caixa livre (Brighan - 2012)	20
Figura 2 - Modelo de tabela de construção do valuation (Próprio autor – 2021)	37
Figura 3 - Totalização por ano de quitação de instrumentos de financiamento da Hypera Pharma (Demonstração de resultados Hypera Pharma – 2021).....	47

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Demonstração do resultado resumido	16
Quadro 2 - Do lucro Líquido ao dividendo potencial (ou geração de caixa livre para o patrimônio líquido).....	19
Quadro 3 - Cálculo do Fluxo de caixa livre para o acionista	23
Quadro 4 - População 60+ (milhões de pessoas).....	32
Quadro 5 - Gastos com medicamentos Prescritos	33
Quadro 6 - Power Brands Hypera Pharma	34
Quadro 7 - Crescimento do dividendo por ação da Hypera Pharma	52

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Crescimento estimado por especialistas do mercado	43
Tabela 2 - Evolução das vendas da Hypera Pharma 2022-2025	43
Tabela 3 - Despesas/Receitas operacionais dos anos 2021-2025	44
Tabela 4 - Demonstração do resultado projetado de 2021 a 2025	44
Tabela 5 - Evolução das vendas da Hypera Pharma 2026-2030	45
Tabela 6 - Demonstração do resultado projetado de 2026 a 2030	45
Tabela 7 - Extrato das emissões de debentures quadro.....	46
Tabela 8 - Pagamento de Juros por ano 8ª emissão pública de serie única	46
Tabela 9 - Pagamento de Juros por ano 9ª emissão pública de serie única	46
Tabela 10 - Pagamento de Juros por ano 10ª emissão pública 1ª e 2ª série.....	47
Tabela 11 - Cálculo do Custo médio ponderado de financiamento de terceiros da Hypera Pharma	47
Tabela 12 - Pagamento de Juros por ano outros financiamentos	48
Tabela 13 - Cálculo da projeção do valor do imposto a ser pago pela Hypera Pharma de 2021 a 2030	49
Tabela 14 - NOPAT projetado da Hypera Pharma para os anos de 2021 a 2030	50
Tabela 15 - Percentual da receita líquida das contas contábeis para cálculo do NOWC quadro.....	51
Tabela 16 - Cálculo do total de capital operacional Líquido de 2021 a 2030 da Hypera Pharma	53
Tabela 17 - Cálculo do investimento líquido em capital operacional 2021 a 2030 da Hypera Pharma	53
Tabela 18 - Cálculo do Fluxo de caixa livre da empresa dos anos de 2021 a 2030 da Hypera Pharma	54
Tabela 19 - Cálculo do custo ponderado do capital de terceiros da Hypera Pharma	55

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	11
2. REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1. A Lei das Sociedades Anônimas	14
2.2. Demonstrações financeiras básicas.....	14
2.2.1. Balanço Patrimonial	14
2.2.2. Demonstração de resultados	15
2.2.3. Demonstração dos Fluxos de caixa	16
2.3. Fluxo de Caixa Descontado	17
2.4. Geração de Caixa	18
2.5. Fluxo de caixa livre da Empresa (FCLE)	19
2.5.1. Lucro operacional líquido após impostos - NOPAT	20
2.5.2. Capital de giro operacional líquido – NOWC	21
2.5.3. Total de capital operacional líquido	21
2.5.4. Investimento líquido em capital operacional.....	22
2.5.5. Cálculo do Fluxo de caixa livre da empresa.....	22
2.6. Fluxo de caixa livre para o acionista.....	22
2.7. Risco	23
2.8. Custo do capital próprio.....	23
2.8.1. Taxa livre de Risco	24
2.8.2. Prêmio de risco da ação	24
2.8.3. Beta ou risco relativo	25
2.8.4. Risco Brasil	25
2.9. Custo do capital de terceiros	26
2.10. Custo Médio Ponderado de capital (WACC).....	26
2.10.1. Ajustes no WACC	27
2.10.2. Ajuste por emissão de ações preferencias e ordinárias.....	27
2.10.3. Ajuste por remuneração via juros sobre capital próprio (JSCP).....	28
2.11. Taxa de crescimento.....	29
2.12. Valor terminal	30
2.13. O valor da empresa.....	30
3. METODOLOGIA.....	32
3.1. A empresa estudada	32
3.2. Procedimentos metodológicos	35
4. RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	43
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	57
6. APÊNDICES	61

1. INTRODUÇÃO

O cenário econômico mundial tem se tornado mais dinâmico, conectando cada vez mais as economias soberanas de tal modo que a interligação das cadeias de produção faz com que produtos se tornem mais baratos quando produzidos além das fronteiras nacionais. Essa globalização aumenta a complexidade de todas as áreas da administração e, a administração financeira, como uma dessas faces da gestão, assume papel de destaque no processo de maximização de lucros.

O mercado financeiro é um importante pilar para o desenvolvimento de um país, é onde empresas e/ou pessoas físicas que estão dispostas a emprestar dinheiro e companhias com necessidade de captação de recurso para financiar seus investimentos convergem. Esse encontro pode ser em diversos âmbitos como em bancos, corretoras ou a bolsa de valores. No Brasil, o principal expoente do mercado financeiro, a antiga Bolsa de Valores de São Paulo em 2008 fundiu-se a BM&F e criou o que hoje conhecemos simplesmente como BMFBOVESPA.

Existem várias formas de uma pessoa física ou empresa investir no mercado financeiro, nomeadamente renda fixa, que engloba títulos soberanos dos governos, debentures, certificado de depósito bancário (CDB), e a renda variável que engloba fundos de investimentos, derivativos e principalmente negociação de ações de empresas que são listadas na BMFBOVESPA. Toda essa gama de possibilidades de investimentos torna mandatório que o investidor saiba em quais produtos irá alocar seu dinheiro, levando em conta os riscos e os retornos que estão envolvidos em cada escolha financeira.

Os investimentos em renda fixa, apesar de requererem atenção quanto aos prazos, retornos e riscos associados, demandam menos conhecimento que os investimentos de renda variável, em que o conhecimento sobre modelos de avaliação, análise de risco/retorno, conhecimento de gráfico e outros aspectos são de suma importância para obter um rendimento maior.

Segundo Damodaran (2018), um bom investimento é aquele em que o detentor do capital não paga mais por um ativo do que ele realmente vale, sendo assim, o processo de avaliação de uma empresa (*Valuation*) serve para que investidores possam determinar, a partir de modelos e técnicas, o preço/valor justo de uma companhia ou um projeto, tornando mais assertiva sobre em qual investimento colocará os recursos financeiros e qual será o volume de tal alocação.

Damodaran (2018) considera que existem duas abordagens para o *valuation* de uma empresa: a abordagem intrínseca e a abordagem relativa. A avaliação intrínseca leva em conta os fluxos de caixa que o investidor espera que seja gerado pela empresa durante sua vida útil, bem como os riscos associados ao negócio, como exemplo desse modelo de avaliação destaca-se o modelo de fluxo de caixa descontado (FDC). Já na avaliação relativa, o valor da companhia é estimado tendo em conta ativos ou ações de empresas semelhantes a que está sendo avaliada, nessa forma de avaliação destaca-se a análise dos múltiplos das empresas.

Em pesquisa realizada com 28 profissionais do mercado financeiro publicada na Revista Unb Contábil em 2008, Soute *et al* constata que o método de avaliação de empresa por fluxo de caixa descontado é o mais utilizado pelos gestores, especialmente quando as companhias analisadas pertencem aos setores da indústria, comércio e serviços. Na mesma pesquisa, a avaliação por múltiplos figura na terceira posição dos referidos setores e torna-se o principal método de avaliação quando a empresa é do setor financeiro.

Apesar de haver polarização entre as duas formas de avaliação, convém registrar que embora a avaliação intrínseca seja uma forma mais ampla de estimativa de valor, há ocasiões em que a avaliação relativa proporciona um valor mais realista do valor de mercado (Damodaran, 2018).

No mercado financeiro, nem sempre o preço que uma ação está sendo negociada no momento reflete todo valor agregado que uma empresa pode entregar, pois o preço da ação pode estar supervalorizado ou subvalorizado. Do mesmo modo que a avaliação de uma empresa é importante para a tomada de decisão de investidores, ela serve como balizador de qualidade de gestão dos administradores das companhias de capital aberto e é utilizada, em algumas empresas, como um *benchmark* para a definição da remuneração dos executivos.

Assim, a partir da importância dos modelos de avaliação de empresas, da posição de destaque da Hypera Pharma para o mercado farmacêutico e financeiro nacional e da importância que os modelos de *valuations* tem para os investidores o presente trabalho visa responder o seguinte problema: até que ponto o Valor Intrínseco das ações da Hypera Pharma, a partir do modelo dos Fluxos de Caixa livre descontados, contribui para a decisão de alocação de recursos por parte dos investidores?

Para tanto o objetivo geral deste trabalho é calcular o valor justo das ações da Hypera Pharma pelo modelo de avaliação por fluxo de caixa descontando, tendo como objetivos

específicos demonstrar os cálculos que compõe o referido modelo e qual o desconto ou ágio que as ações da companhia estão sendo negociadas atualmente.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. A Lei das Sociedades Anônimas

A Lei 6.604/1976, conhecida como a Lei das Sociedades Anônimas (S/A), foi o primeiro marco de regulamentação das empresas de capital aberto no Brasil. Posteriormente, em 2007, a Lei 11.638/2007 alterou alguns dispositivos referentes às obrigações contábeis e introduziu na Lei das S/A mecanismos que visam o alinhamento das demonstrações contábeis das empresas de capital aberto nacionais às normas internacionais de contabilidade.

De acordo com a Lei 6.604/1976, em seu art. 176, “ao fim de cada exercício social, a diretoria deve elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, demonstrações que expressem com clareza a situação do patrimônio da sociedade como também as mudanças ocorridas no exercício”. Para isso é obrigatório a confecção das seguintes demonstrações contábeis: Balanço patrimonial, demonstração do resultado do exercício, demonstração dos fluxos de caixa, demonstração das mutações de patrimônio líquido, demonstração do valor adicionado e as notas explicativas.

Ainda segundo a Lei 6.604/1976, as companhias são obrigadas a divulgar as demonstrações contábeis em dois jornais de grande circulação, editado no local onde a empresa possui sede e no diário oficial do estado em que a empresa está localizada. Assim as informações obtidas para a elaboração do trabalho são públicas, não cabendo qualquer autorização prévia da companhia para acessar as demonstrações contábeis.

2.2. Demonstrações financeiras básicas

Os relatórios contábeis de uma empresa são formados por três demonstrações financeiras básicas: Balanço patrimonial, demonstração dos resultados e demonstração dos fluxos de caixa.

2.2.1. Balanço Patrimonial

A primeira demonstração financeira básica é o balanço patrimonial da companhia e que, de acordo com Damodaran (2018), resume os ativos de uma empresa, o valor desses ativos e a estrutura de capital, que é a proporção entre capital próprio e capital de terceiros, que financiam os bens e direitos em determinado momento.

A estrutura básica do balanço patrimonial é composta por ativo, passivo e patrimônio líquido, sendo que o ativo e o passivo podem ser divididos em circulante ou não circulante. O ativo circulante diz respeito aos ativos que podem ser transformados em dinheiro no curto prazo, como investimentos de curto prazo, contas a receber e estoque (Brighan, 2012). No ativo não circulante estão todos os investimentos que podem se transformar em caixa a médio/ longo prazo e podem incluir estoques de matéria prima, contas a receber com vencimento a partir do próximo exercício contábil, marcas e patentes e outros itens intangíveis.

O passivo segue a mesma premissa de tempo que o ativo, sendo que o passivo circulante diz respeito às obrigações que a companhia tem para o curto prazo e passivo não circulante ao que a companhia tem para pagar no próximo exercício contábil. Para Brighan (op. cit.), no passivo podemos encontrar contas a pagar, títulos a pagar e provisões.

Patrimônio líquido, segundo o autor citado, é “o capital fornecido pelos acionistas ordinários-ações, integralizações de capital, lucros acumulados e algumas reservas”.

O valor dos ativos dentro do balanço patrimonial corresponde à soma do passivo e do patrimônio líquido.

2.2.2. Demonstração de resultados

O segundo relatório contábil básico de uma empresa é a demonstração de resultados, o qual “fornece informações sobre as operações da empresa e sobre seus lucros ao longo do tempo” (Damodaran, 2018). A demonstração dos resultados resume e trás, de forma mais simples e com melhor entendimento, as receitas e as despesas da companhia no período contábil, conforme demonstrado no Quadro 1.

Quadro 1 - Demonstração do resultado resumido

Receita Bruta
(-) Impostos sobre venda
(=) Receita Líquida
(-) Custo das mercadorias vendidas/Produzidas
(-) Custos operacionais excluindo depreciação e amortização
(=) Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA)
(-) Depreciação
(-) Amortização
(=) Lucro antes de juros e impostos (EBIT)
(-) Juros
(=) Lucro antes de impostos (EBT)
(-) Impostos
(=) Lucro Líquido

Fonte - Próprio Autor (2021)

2.2.3. Demonstração dos Fluxos de caixa

O terceiro e último relatório contábil básico de uma empresa é a demonstração do fluxo de caixa. Essa demonstração é importante porque uma empresa pode divulgar um grande lucro líquido para o um exercício, no entanto o montante de caixa pode ser o mesmo ou até menor do que a posição de caixa do início do período, e é nessa demonstração que são detalhadas as entradas e saídas de caixa da empresa, em decorrência de suas operações, financiamentos e investimentos (Damodaran, 2018).

De acordo com Brigham (2012), a posição de caixa de uma empresa pode ser afetada por diversos fatores: Lucro líquido antes de dividendos preferenciais; ajustes que não afetam o caixa no lucro líquido; variações no capital de giro; investimentos; transações com títulos mobiliários; e pagamentos de dividendos. Cada um desses cinco fatores é refletido na demonstração dos fluxos de caixa, que resume as variações no caixa da empresa.

A demonstração dos fluxos de caixas é subdividida em três sessões: Atividades operacionais, Atividades de investimento e Atividades de financiamento.

Ainda segundo Brigham (2012), a demonstração dos fluxos de caixa é elaborada para ajudar a entender se a empresa está gerando caixa suficiente para comprar ativos adicionais necessários para o crescimento e se a empresa está gerando algum caixa extra que pode ser usado para pagar dívidas ou investir em novos produtos.

2.3. Fluxo de Caixa Descontado

Um dos conceitos mais simples em investimentos é que o dinheiro tem seu valor no tempo, um real hoje vale mais do que um real amanhã por diversos fatores como o a inflação incidente no período e o risco desse real não se tornar um fluxo de dinheiro no futuro. Para Damodaran (2018), a metodologia que podemos adotar para ajustar a problemática do dinheiro valer mais hoje do que amanhã é o desconto, pois a taxa de desconto reflete o retorno real esperado, a inflação esperada e um prêmio, ou ágio, pelo risco desse fluxo de caixa não se concretizar.

Para Campani (2020), o valor de uma empresa consolidada ou qualquer ativo em geral se reverte em um fluxo de caixa no período atual ou num período futuro e, para avaliar e quantificar esse valor, é necessário trazer todos os fluxos para um valor presente, assim o método do fluxo de caixa descontado deve ser a base para qualquer *valuation*.

A metodologia do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) pode ser a base de um relatório de *valuation* bem estruturado, porém ele sempre será impreciso, devido às diversas premissas e projeções que precisam ser feitas (Campani, 2020). Damodaran (2018) completa dizendo que até a escolha da empresa a qual o avaliador analisará pode impactar no processo de avaliação. Assim, dois relatórios de *valuation* que utilizam os FDC como espinha dorsal, mas que foram feitos por avaliadores diferente, podem resultar faixas de preços diferentes.

O Fluxo de caixa descontado pode ser calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{Valor do ativo} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Em que:

$CF_t = \text{Fluxo de caixa livre do ano } t$

$t = \text{Ano}$

$r = \text{Custo do capital ajustado ao risco}$

2.4. Geração de Caixa

A geração de caixa de uma empresa diz respeito a quanto a empresa conseguiu acumular/perder riquezas entre um período a ser avaliado e outro. Uma forma de mensurar essa variação na riqueza de uma empresa é observar o valor que Damodaran (2018) nomeou de dividendos aumentados.

$$\text{Dividendos aumentados} = \text{Dividendos} + \text{Recompra média de ações}$$

A análise dos dividendos aumentados, porém, pode distorcer a geração de caixa de determinada companhia pelo fato de alguns gestores preferirem reter uma grande quantidade de caixa ao invés de distribuir todo o excedente para os sócio e acionistas.

Damodaran (2018) diz que uma forma de aferir o que os gestores poderiam distribuir, mas não o fazem, seria pelo indicador de Geração de Caixa Livre para o Patrimônio Líquido (GCLPL), que calcula qual seria o valor do dividendo potencial. A geração de caixa livre pode ser calculada conforme detalhado no Quadro 2.

Quadro 2 - Do lucro Líquido ao dividendo potencial (ou geração de caixa livre para o patrimônio líquido)

Indicador	Explicação
Lucro Líquido	Lucro para os investidores de capital próprio, ou acionistas, depois das despesas financeiras e dos impostos
(+) Depreciação	É despesa contábil (reduz o lucro), mas não acarreta saída de caixa
(-) Despesas de Capital	Não é despesa contábil, mas acarreta saída de caixa
(-) Variações no capital circulante líquido que não afetam o caixa	Os aumentos em estoque e em contas a receber reduzem a geração de caixa; os aumentos em contas a pagar aumentam a geração de caixa. Se o capital circulante líquido aumenta, a geração de caixa diminui
(-) Amortizações do principal (menos novas emissões de dívida)	As amortizações do principal são saídas de caixa, mas as novas dívidas geram entradas de caixa. A variação líquida afeta a geração de caixa para o patrimônio Líquido
(=) Dividendo potencial, ou GCLPL	Esse é o caixa que sobra depois do atendimento de todas as necessidades. Se for positivo, representa um dividendo potencial. Se for negativo, é um déficit de caixa que precisa ser coberto com novas injeções de capital

Fonte - Damodaran - 2018

Uma opção mais conservadora para o GCLPL é a Geração de caixa livre para a empresa (GCLE).

A geração de caixa para a empresa é o caixa que sobrou depois dos impostos e depois do atendimento de todas as necessidades de reinvestimento, mas antes do pagamento dos juros e da amortização do principal das dívidas. Damodaran (2018) Pagina 546

Geração de caixa livre para a empresa (GCLE) = Lucro operacional antes das despesas financeiras e depois dos impostos – (Despesas de capital líquidas + variações no capital circulante líquido)

2.5. Fluxo de caixa livre da Empresa (FCLE)

O fluxo de caixa livre da empresa representa o valor proveniente das operações que estão disponíveis para distribuição a todos os fornecedores de capital como acionistas e credores. O FCLE difere do lucro contábil da empresa, pois o resultado líquido das operações leva em consideração despesas e receitas que não tem impacto nas mudanças da posição caixa da companhia, como por exemplo depreciação e amortização, assim o FCLE pode ser calculado segundo a seguinte fórmula:

Fluxo de caixa líquido = Lucro líquido + Depreciação e amortização

Para Brigham (2012), o fluxo de caixa livre da empresa é o “lucro operacional após impostos menos o montante de novos investimentos em capital de giro e ativos fixos necessários para a sustentabilidade do negócio”. O processo de cálculo do FCLE é demonstrado na figura 1.

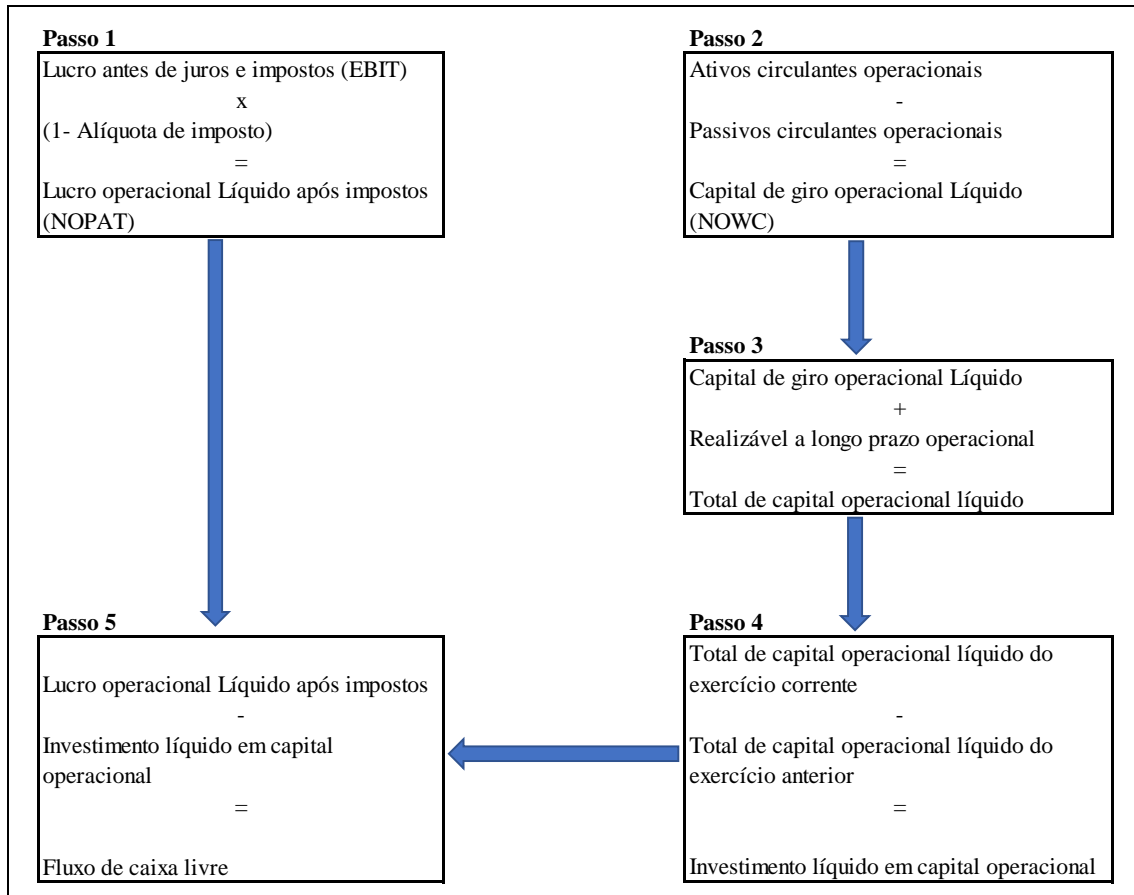


Figura 1 - Cálculo do fluxo de caixa livre (Brighan - 2012)

2.5.1. Lucro operacional líquido após impostos - NOPAT

O lucro contábil de uma empresa nem sempre apresenta o verdadeiro desempenho das operações e a qualidade das decisões tomadas por seus gestores, uma forma de melhor medir o valor agregado vindo das operações é calcular o lucro operacional líquido após impostos - NOPAT (Net Operating Profit After Taxes). Brigham (2012), conclui dizendo que o NOPAT é o quanto que uma companhia poderia gerar de lucro se ela não tivesse dívidas nem ativos financeiros. Podemos calcular o NOPAT a partir da seguinte fórmula:

$$\text{Nopat} = \text{Ebit} (1 - \text{Alíquota de imposto})$$

2.5.2. Capital de giro operacional líquido – NOWC

As operações diárias da empresa demandam saídas e entradas constantes, ao mesmo tempo em que a companhia recebe de algum cliente por uma venda efetuada ela precisa fazer o pagamento para um fornecedor por algum insumo comprado, na maioria das vezes essas saídas e entradas de caixa não funcionam na mesma proporção fazendo com que um saldo de caixa líquido positivo ser essencial para “lubrificar as engrenagens” das operações.

Para Brigham (2012), o saldo de caixa líquido ou NOWC (Net Operating Working Capital) pode ser definido como a diferença entre os ativos circulantes operacionais menos os passivos circulantes operacionais.

Ativos circulantes operacionais podem ser identificados na demonstração do fluxo de caixa como os itens listados que a empresa não recebe juros por eles como caixa, contas a receber e estoques. Apesar da regra de diferenciação entre ativos circulantes operacionais e os não-operacionais, Brigham (2012) chama atenção para que alguns títulos financeiros de curto prazo podem ser usados pelas tesourarias das empresas como forma de equivalência de caixa e que por isso pode ser considerado um ativo circulante operacional.

O valor do passivo circulante operacional é encontrado na demonstração do fluxo de caixa, sendo todos os instrumentos financeiros que não demandam pagamento de juros por parte da companhia, devem ser listados tais como contas a pagar e provisões.

2.5.3. Total de capital operacional líquido

Assim como o capital de giro, os ativos de longo prazo também são essenciais para sustentar as operações de uma empresa. Os ativos de longo prazo podem ser terrenos, edifícios, fábricas, equipamentos e similares.

Para Brigham (2012) há duas formas de calcular o total de capital operacional líquido, a primeira é resultado da soma de NOWC com os ativos operacionais líquidos e a segunda como resultado do capital fornecido pelos investidores.

“Podemos calcular o capital operacional líquido total adicionando o capital fornecidos pelos investidores, como títulos a pagar, títulos a longo prazo, ações preferenciais e ações ordinárias” Brigham (2012, p. 62)

O cálculo do total de capital operacional líquido baseado nos dados operacionais da empresa permite ao analista enxergar apenas uma divisão, uma fábrica ou centro de trabalho, por outro lado basear somente no capital fornecido pelos investidores permite somente a visão da empresa como um todo.

2.5.4. Investimento líquido em capital operacional

Como última informação para a obtenção do Fluxo de caixa livre da empresa é necessário calcular o investimento líquido em capital operacional, que é a diferença entre o total de capital operacional líquido do exercício corrente e o total de capital operacional líquido do exercício anterior.

2.5.5. Calculo do Fluxo de caixa livre da empresa

De acordo com Brigham (2012), o fluxo de caixa livre da empresa pode ser calculado pela seguinte fórmula:

$$FCL = NOPAT - investimento\ líquido\ em\ capital\ operacional$$

2.6. Fluxo de caixa livre para o acionista

Diferente do fluxo de caixa livre da empresa, o fluxo de caixa livre do acionista leva em consideração somente os valores remanescentes após o pagamento das obrigações financeiras, como juros sobre empréstimos e debentures, pagamento do principal da dívida, os investimentos de capital e variação do capital de giro da empresa.

Segundo Megliorini (2009, p. 229), “esse montante mostra quanto a empresa possui de recursos não comprometidos com outros credores que não são os acionistas”. Ainda segundo o referido autor, o fluxo de caixa líquido do acionista pode ser calculado de acordo com o quadro 3.

Quadro 3 - Cálculo do Fluxo de caixa livre para o acionista

Lucro Líquido
(+) Depreciações e Amortizações
(=) Fluxo de caixa proveniente das operações
(-) Investimentos de capital
(+/-) Variação no capital de Giro – NOWC
(-) Pagamento do principal da dívida financeira (Empréstimo e regate de debêntures)
(+) Novas emissões de dívidas
(=) Fluxo de caixa livre do acionista

Fonte - Megliorini (2009)

2.7. Risco

O dicionário Globo (1991, p.432) define risco como perigo, inconveniente, probabilidade de perigo. Em finanças a palavra risco diz respeito à probabilidade de um cenário desfavorável vir acontecer ou não, assim, Damodaran (2018) diz que os fluxos de caixa que têm maior risco envolvido devem ter um valor mais baixo do que fluxos que são menos arriscados ou mais estáveis.

Brighan (2012) identifica duas maneiras possíveis de analisar o risco de um ativo, a primeira é de forma separada, ativo por ativo e a segunda como o risco total de uma carteira que contenha diversos ativos.

Se um investidor tiver apenas um ativo o risco unitário desse investimento seria o risco total. Apesar de geralmente ativos financeiros serem mantidos em composições de investimento, o risco total da carteira é a junção de vários riscos unitários o que justifica priorizar o risco de cada ativo isoladamente em detrimento de apenas observar o risco total envolvido.

Damodaran (2018) completa diferindo que o risco a ser avaliado quando se está analisando a empresa deve ser o risco das operações ou o custo do capital total, enquanto que caso pretenda avaliar somente o patrimônio líquido, o investidor deve ater-se ao risco do investimento do capital o que nesse caso deve-se avaliar o custo do capital próprio.

2.8. Custo do capital próprio

Para o cálculo do custo do capital próprio de uma empresa pelo modelo CAPM quatro são as informações necessárias: Taxa livre de risco; Beta da empresa; Prêmio de risco da ação;

e Risco país ao qual esse ativo está sendo negociado. O custo de capital próprio deve ser calculado da seguinte forma:

$$\begin{aligned} & \text{Custo do capital próprio} \\ & = \text{Taxa livre de risco} + (\text{Beta} \times \text{Prêmio de risco da ação}) \\ & + \text{Risco Brasil} \end{aligned}$$

2.8.1. Taxa livre de Risco

Brighan (2012, p. 190) define taxa livre de risco como sendo a “taxa de juros sobre um título livre de risco em uma economia com inflação zero”. Complementando essa definição, Damodaran (2018) elege as taxas dos títulos públicos federais de 10 ou 30 anos como sendo as taxas livres de risco. Atualmente, na maior parte dos *valuations*, a taxa livre de mercado é espelhada nas taxas dos títulos públicos federais dos Estados Unidos da América, por serem os títulos soberanos com o menor risco de calote no mundo.

2.8.2. Prêmio de risco da ação

O prêmio de risco da ação é o retorno extra que um investidor exige para que possa adquirir a ação de uma empresa em detrimento de comprar um ativo livre de risco.

Para Brighan (2012) é possível calcular o prêmio de risco da ação usando o valor atual do mercado para projetar os prêmios futuros, apoiar-se em pesquisas feitas por especialistas ou observar os prêmios históricos.

O retorno futuro pode ser calculado a partir da premissa que os dividendos das empresas crescem constantemente e que todo o fundo disponível para dividendos é usado, ao invés de utilizar para recompra de ações ou reservas de lucros, assim o prêmio de risco da ação com base no retorno futuro é a soma dos dividendos esperados mais a taxa de crescimento constante esperada de dividendos.

Para Damodaran (2018) o prêmio de risco da ação reflete a percepção dos investidores quanto a comprar uma ação e que, para estimar essa taxa, os especialistas tendem a olhar para os dados históricos da empresa, verificando os retornos médio anuais das ações de um determinado período e subtraindo a taxa livre de risco dessa média, ou ainda estimam um prêmio de risco de acordo com os preços correntes das ações.

2.8.3. Beta ou risco relativo

Beta da empresa, de uma forma resumida, é o tanto que o preço de uma ação varia de acordo com a movimentação do mercado em que a ação está inclusa. Em termos estatísticos, segundo Damodaran (2018), o beta é a inclinação da regressão dos retornos gerados pela ação em relação a um índice de mercado. Ainda segundo o referido autor, o beta médio do setor em que a companhia está inserida tende a ser mais assertivo pelo fato de o beta unitário ser sempre retrospectivo, e que por isso pode conter ruídos ou distorções da empresa por erros.

O beta de um setor é mais exato do que o beta unitário simplesmente por que a média de vários betas atenuam as distorções provocadas por erros.

Segundo Brigham (2012), o beta de uma ação pode ser calculado pela seguinte fórmula:

$$\beta = \frac{COV_{iM}}{\sigma_M^2}$$

Onde:

COV_{iM} = Covariância entre ação individual e o Mercado

σ_M^2 = Desvio padrão elevado ao quadrado da variação do mercado

Assumindo-se que σ^2 é igual a variância, o cálculo do beta pode ser simplificado para a seguinte fórmula:

$$\beta = \frac{COV_{iM}}{VAR_M}$$

O valor resultante será um número decimal com duas casas após a virgula. Um beta igual a 1,00 significa que a ação terá risco médio e que acompanhará as oscilações de mercado, beta abaixo de 1,00 significa que a ação se movimenta menos que o mercado e por isso tem um componente de risco menor, e, de forma inversa, quando o beta for maior que 1,00 a ação tende a movimentar-se mais acentuadamente que o mercado, carregando um risco maior. Para Brigham (2012), o beta, em teoria, pode ser negativo e, neste caso, o retorno da ação com beta negativo subiria sempre que o mercado caísse e vice-versa, mas na prática poucas ações, ou nenhuma, têm um beta abaixo de zero.

2.8.4. Risco Brasil

O que acostumou-se chamar de Risco Brasil em verdade é o indicador *Emerging Markets Bond Index* (EMBI), desenvolvido pelo Banco JPMorgan em 1992 para medir o

desempenho diário dos títulos da dívida dos países emergentes, o índice surgiu para auxiliar a tomada de decisão quanto ao investimento em países emergentes e reflete a diferença do retorno médio diário dos títulos soberanos de longo prazo do país com os títulos soberanos semelhantes dos Estados Unidos da América, que são reconhecidos pelo mercado como títulos que têm baixíssimo risco.

2.9. Custo do capital de terceiros

Diferente dos investidores de uma empresa que recebem o excedente de caixa na forma de dividendos, os credores de uma companhia correm o risco de não receberem as quantias pelas quais tem direito, nomeadamente juros e principal. Segundo Damodaran (2018), é para cobrir esse risco de inadimplência que os credores adicionam o *spread* de inadimplência à taxa livre de risco. Quanto maior for o risco percebido de uma empresa, maior será o *spread* adicionado e maior será o custo do capital de terceiros para uma empresa.

Para estimar o custo do capital de terceiros é necessário incluir a dedução da alíquota de imposto. Como o pagamento do financiamento de uma empresa incide como uma despesa para as companhias, essa parcela pode ser deduzida da líquida de imposto, pois despesas reduzem o lucro da empresa, que por consequência reduzem o lucro.

Assim, o custo de capital de terceiros pode ser encontrado da seguinte forma:

Custo do capital de terceiros depois dos impostos = taxa livre de risco + Spread de inadimplência) x (1 – Alíquota tributária)

2.10. Custo Médio Ponderado de capital (WACC)

Weighted Average Cost of Capital (WACC) ou custo médio ponderado de capital é um importante dado para o *valuation* de empresas ou projetos:

“As empresas precisam de capital para desenvolver novos produtos, construir fábricas e centros de distribuição, instalar tecnologia da informação, expandir internacionalmente e adquirir outras empresas. Para cada uma dessas ações, uma empresa deve estimar o investimento total exigido e decidir se a taxa de retorno esperada excede o custo do capital.” Brigham (2012) página 328

Depois de calculado o custo do capital de terceiros e o custo de capital próprio, é preciso definir qual o peso de cada um em relação ao capital total de acordo com os valores de mercado

e não tendo como base o valor contábil das dívidas. Damodaran (2018) considera que o valor do capital próprio de uma empresa listada em bolsa é o resultado da multiplicação do valor da ação no momento pela quantidade de ações em circulação. Ainda segundo o referido autor, o valor do capital de terceiros de acordo com o valor de mercado é mais difícil de calcular e que muitos analisas acabam optando por usar o valor contábil da dívida.

Assim, o custo médio ponderado de capital é encontrado pela média ponderada dos vários instrumentos de financiamento que uma empresa pode utilizar, sendo obtido, segundo Campani (2020), pela seguinte fórmula:

$$WACC = \frac{E}{E + D}re + \frac{D}{E + D}rd(1 - T)$$

Em que:

E = Valor do capital Próprio

D = Valor do capital de terceiros

re = Custo do capital próprio

rd = Custo do capital de terceiros

T = Taxa de imposto

O custo médio ponderado de capital não deve ser uma taxa estática dentro de um contexto de acompanhamento do valor de uma empresa, é preciso sempre reavaliar se os pesos não estão mudando à medida em que o tempo passa, assim, Damodaran (2018) diz que é necessário especificar qual o mix-alvo para a empresa, a estrutura de capital ideal para empresa, e em que momento ocorrerá a mudança no WACC.

2.10.1. Ajustes no WACC

Campani (2020) alerta que alguns ajustes precisam ser feitos no cálculo do custo médio ponderado de capital para contemplar particularidades dos elementos que uma empresa pode usar para se financiar, o autor cita dois exemplos em que ajustes são necessários, são eles: Quando uma empresa emite ações preferenciais e ordinárias e quando uma empresa remunera os acionistas via Juros Sobre Capital Próprio.

2.10.2. Ajuste por emissão de ações preferencias e ordinárias

Uma empresa pode captar dinheiro a partir da emissão de ações preferencias e/ou ordinárias e, apesar do perfil de risco serem semelhantes, deve-se levar em consideração na formula do WACC para o ajuste do risco a prioridade no pagamento de dividendos e maior

liquidez de negociação. Segundo Brigham (2012), o WACC ajustado quanto aos percentuais de emissões de ações ordinárias e preferenciais pode ser calculado segundo a seguinte fórmula:

$$WACC = w_d r_d (1 - T) + w_{ps} r_{ps} + w_s r_s$$

Em que:

w_d = % do valor de capital de terceiros do capital total

r_d = Custo do capital de terceiros

T = Aliquota de imposto

w_{ps} = % do valor de capital de ações preferenciais do capital total

r_{ps} = Custo do capital das ações preferenciais

w_s = % do valor de capital de ações ordinárias do capital total

r_s = Custo do capital das ações ordinárias

2.10.3. Ajuste por remuneração via juros sobre capital próprio (JSCP)

O governo brasileiro possibilita que as empresas possam abater da base de cálculo para pagamento do imposto de renda os valores distribuídos como forma de JSCP e obriga o investidor a fazer o pagamento do imposto devido (15% do valor recebido) no recebimento de tal benefício. Para Campani (2020) a fórmula para ajustar o WACC quando uma empresa remunera seus acionistas via JSCP é a seguinte:

$$WACC = \frac{E}{E + D} \left[\epsilon + \frac{(1 - \epsilon)(1 - T)}{(1 - T_{JSCP})} R_e \right] + \frac{D}{E + D} R_d (1 - T)$$

Em que:

E = Valor do capital Próprio

D = Valor do capital de Terceiros

ϵ = Fluxo para o acionista pago via dividendo

T = Taxa de imposto da empresa

T_{JSCP} = Imposto que o acionista deve pagar sobre JSCP

R_e = Custo do capital próprio

R_d = Custo do capital de terceiros

Campani (2020) conclui dizendo que a aplicação dessa fórmula termina por diminuir o valor do WACC, o que é totalmente compreensível pelo fato do custo de oportunidade de o investidor também ser reduzido a partir do recebimento de fluxos da empresa.

2.11. Taxa de crescimento

Um investidor pode escolher entre diversos tipos de investimento a depender de qual objetivo ele tenha para o dinheiro a ser aplicado, seja proteção ou crescimento do montante investido. De fato, a expectativa de crescimento constante dos fluxos de caixa é o que apoia grande parte do ato de investir, desse modo, uma melhor assertividade na projeção das taxas de crescimento assume grande importância nos modelos de *valuation* de empresas ou projetos.

Para Damodaran (2018), a taxa de crescimento futura pode ser obtida a partir da análise do aumento da receita ou do lucro no passado ou a partir da consulta de especialistas que conhecem a empresa há anos e a acompanha sempre.

A taxa de crescimento futura estimada através de dados históricos pode variar para uma mesma empresa dependendo de quais parâmetros para o cálculo o analista vai utilizar, sendo diferente a depender do período analisado e se a média utilizada será aritmética ou geométrica. Da mesma forma a estimativa das taxas de crescimento feitas por especialistas podem sofrer distorções a partir de análises imparciais sobre as expectativas futuras para a empresa.

Em última instância, para crescer as empresas precisam gerenciar melhor os investimentos existentes (Crescimento induzido pela eficiência) ou fazer novos investimentos (crescimento induzido por novos investimentos) Para estimar o potencial de crescimento induzido pela eficiência, é preciso medir as possibilidades de redução de custos e de melhoria da lucratividade.[...] Para projetar o crescimento induzido por novos investimentos, é necessário considerar o quanto dos lucros a empresa está reinvestindo no negócio e a taxa de retorno desses investimentos. Damodaran, 2018, p.666

Partindo da premissa que nenhum dos indicadores da empresa se alterará, pode-se estimar a taxa de crescimento induzido por novos investimentos através do resultado do produto da taxa de reinvestimentos dos lucros e o retorno sobre o patrimônio líquido.

O crescimento de uma empresa pode ser constante ou não constante a depender do ciclo de vida da empresa. Brigham (2012) recomenda que as taxas de crescimento constantes sejam utilizadas para avaliação de empresa maduras com um histórico estável de desenvolvimento, enquanto que as taxas não constantes devem ser usadas para avaliar empresas que estão na primeira parte do ciclo de vida e que crescem muito mais rápido que a economia.

2.12. Valor terminal

Espera-se, ao menos em teoria, que uma empresa dure para sempre e, partindo da impossibilidade de projetar fluxo de caixa para sempre, deve-se interromper as projeções dos fluxos de caixa em determinado tempo, geralmente em 10 anos, e calcular o valor terminal que reflita o valor estimado naquele ponto.

Para Damodaran (2018), há duas maneiras de estimar o valor terminal de uma companhia: valor de liquidação dos ativos da empresa no último ano ou valor da empresa em continuidade. A estimativa do valor de liquidação dos ativos da empresa no último ano é usada para avaliações mais conservadoras e pressupõe que a empresa não terá continuidade depois do último ano de fluxo projetado.

O valor terminal de uma empresa para Brigham (2012) é o total que a empresa valeria no período de encerramento da previsão e pode ser calculada pela seguinte fórmula:

$$Valor\ terminal = \sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{FCL_N(1+g)}{WACC-g}$$

Em que:

FCL_N = Fluxo de caixa livre no ano n

g = Taxa de crescimento

$WACC$ = Taxa ponderada média de capital

O cálculo do valor terminal é bastante sensível e pode ocasionar grandes alterações na estimativa a partir de abusos que, para Damoran (2018), devem ser evitados: Nenhuma empresa pode crescer para sempre acima do crescimento da economia em que está inserida; é preciso ajustar as empresas na medida que elas passem de um crescimento acelerado para um crescimento estável; e uma empresa com crescimento estável deve sempre reinvestir para sustentar a taxa de crescimento constante.

2.13. O valor da empresa

O valor de uma empresa pode estar associado a diversos fatores que podem mudar na medida em que as métricas de avaliação e as pessoas que estão avaliando são alteradas. De fato, o valor de uma companhia deve refletir tanto o valor dela atualmente como também todo o potencial de crescimento futuro esperado, e é na avaliação do crescimento futuro de uma companhia que são encontradas as maiores diferenças em avaliações. Para Megliorini (2008),

isso acontece porque tanto compradores quanto vendedores tem percepções diferentes que os fazem incorporar em seus modelos de avaliação critérios diferentes, resultando em avaliações distintas para uma mesma empresa.

Uma forma de diminuir a subjetividade das avaliações de uma empresa é utilizar uma das dezenas de modelos de avaliação que olham tanto para o potencial de crescimento esperado, quanto para os valores apresentados pela empresa a partir das demonstrações de resultado dos exercícios. Para Damodaran (2018), apesar de haver algumas formas de avaliação, elas se enquadram em apenas duas abordagens possíveis: a intrínseca e a relativa. A primeira concentra-se em encontrar o valor justo da empresa através dos fluxos de caixa futuros esperados e pelo grau de incerteza a eles associados, enquanto a segunda busca encontrar o valor da empresa tendo como base companhias semelhantes que atuam no mesmo mercado.

Ainda segundo Damodaran (2018), o foco principal deve estar voltado para a avaliação intrínseca, apesar de vários ativos serem avaliados em bases relativas, tal foco não torna as abordagens de avaliações concorrentes e podem ser usadas de forma complementares.

Para Brigham (2012), o valor intrínseco das operações é o valor presente dos fluxos de caixa livre futuros da empresa, dentre esses fluxos de caixa o valor terminal deve ser considerado após os anos de projeções, descontados pelo custo médio ponderado de capital (WACC), assim o valor justo de uma empresa pode ser encontrado pela seguinte formula:

$$Valor_{op} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCL_t}{(1 + WACC)^t}$$

Em que:

FCL_t = Fluxo de caixa livre no ano t

t = Ano da projeção

WACC = Taxa ponderada média de capital

3. METODOLOGIA

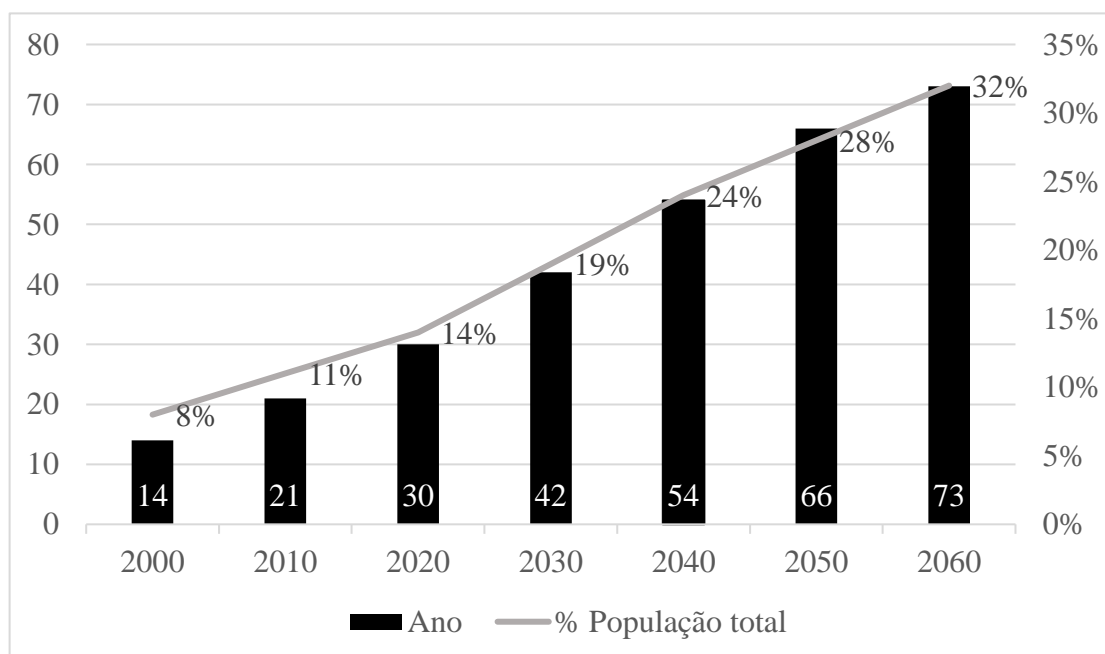
3.1. A empresa estudada

Os setores essenciais da economia são os mais privilegiados quando o contexto econômico nacional se encontra em crise, evidentemente que o setor de alimentos e medicamentos, nesse panorama, são os últimos a entrarem em crise e são os primeiros a saírem de ciclos de baixa de mercado.

O mercado farmacêutico brasileiro pode ser dividido em indústria, distribuição e varejo, sendo representado no mercado de capitais por importantes empresas como a Raia Drogasil no varejo, a Panfarma na distribuição e a Hypera Pharma na indústria.

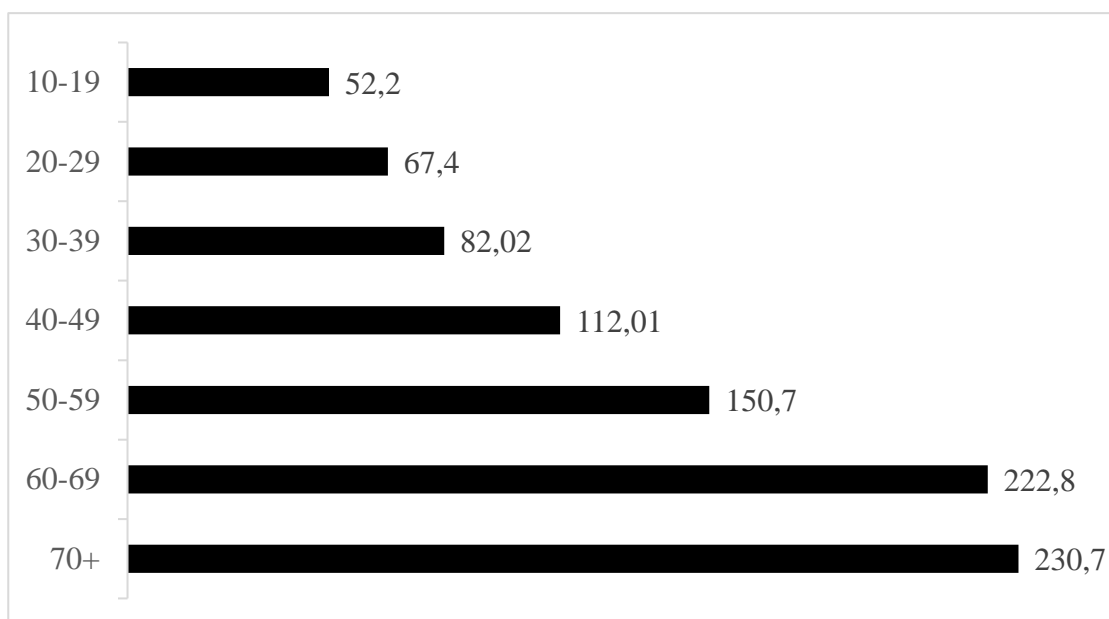
Além da essencialidade, o setor farmacêutico será beneficiado pelo rápido envelhecimento da população brasileira nas próximas décadas. Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) (2010), até 2060 a população acima de 60 anos será cerca de 32% dos brasileiros ou 73 milhões de pessoas (quadro 4), e ainda considera que quanto maior a faixa etária, maior o gasto com medicamentos prescritos conforme demonstrado no quadro 5.

Quadro 4 - População 60+ (milhões de pessoas)



Fonte: IBGE (2020)

Quadro 5 - Gastos com medicamentos Prescritos



Fonte: IBGE (2020)

Segundo dados da consultoria farmacêutica IQVIA (2020), na América Latina, o Brasil é o maior mercado em valores, representando cerca de 45% dos cerca de US\$ 62 bilhões do total. Estima-se que o mercado farmacêutico nacional deve crescer 8,7% no ano de 2020 ou 1,80 pontos percentuais a mais que o crescimento da América Latina e, mesmo com uma queda estimada do PIB brasileiro de 4,4% no mesmo ano.

A Hypera Pharma surgiu em 2002 com o nome de Hype marcas, empresa focada principalmente no ramo alimentício e de limpeza. Em 2007 a empresa fez a primeira aquisição de uma empresa farmacêutica, a DM, em 2008, adquiriu a Farmasa e lançou suas ações na bolsa de valores.

Entre 2009 e 2011 a Hypermacas continuou a adquirir empresas do setor farmacêutico, sendo as principais o laboratório de medicamentos genéricos e similares Neoquimca e o laboratório de medicamentos de prescrição Mantercorp.

Em 2017 a empresa mudou seu nome para como é conhecida atualmente, Hypera Pharma, e transformou-se em uma companhia 100% do mercado farmacêutico a partir da venda de negócios de beleza, fraldas e esmaltes.

Em 2020 a Hypera Pharma adquiriu mais quatro marcas de medicamentos, cada uma com faturamento estimado em mais de 100 milhões de reais consolidando a Hypera Pharma como uma das maiores empresas farmacêuticas do Brasil segundo dados da consultoria IQVIA (2021).

A Empresa é dividida em três grandes unidades de negócio: produtos de prescrição, *consumer health* e similares e genéricos. A companhia é líder de mercado em categorias relevantes e possui portfólio diversificado, com marcas consolidadas em que cada uma acumula mais de 100 milhões em vendas (quadro 6), segundo levantamento da consultoria de mercado IQVIA (2020).

Quadro 6 - Power Brands Hypera Pharma

Marca	Categoria	Posição em vendas Varejo
Tosilax	Dor (Similar)	1° na categoria
AdderaD3	Vitamina D	1° na categoria
Benegrip	Antigripal	1° na categoria
Episol	Protetor Solar	2° na categoria
Neosoro	Respiratório (similar)	1° na categoria
Predsim	Anti-inflamatório	1° na categoria
Alivium	Dor	3° na categoria
Lisador	Dor	2° na categoria
Epocler	Gastro	1° na categoria
Rinosoro	Respiratório	1° na categoria
Zero-cal	Adoçante	1° na categoria

Fonte: IQVIA (2020)

A empresa tem operação em larga escala e custo reduzido devido a centralização da produção no maior parque farmacêutico da América Latina localizado na cidade de Anápolis, estado de Goiás. Em 2017 a companhia intensificou o desenvolvimento de medicamentos, dermocosméticos e suplementos alimentares a partir da inauguração do mais moderno centro de pesquisa farmacêutica do país, o Hynova.

Devido a sua relevância para o mercado de capitais nacional e para o mercado farmacêutico brasileiro, esse trabalho analisará a Hypera Pharma, empresa listada na BMFBOVESPA, sob a ótica do modelo de avaliação do fluxo de caixa descontado. Essa análise visa encontrar o valor justo das ações negociadas na bolsa de valores da companhia, proporcionando maior segurança e mais conhecimento para o investidor entusiasta de avaliação

de empresas e/ou para aqueles que se interessem em conhecer esse valor para melhor embasar as decisões de investimento.

3.2. Procedimentos metodológicos

Para Prodanov (2013, p 24.), o método de abordagem científica "é o conjunto de procedimentos adotados com o propósito de atingir o conhecimento". Assim, quanto ao método de abordagem, esta pesquisa se caracterizou como exploratória-explicativa. Inicialmente exploratória, pois decorreu de levantamento teórico referente ao tema pesquisado, como também coleta de informações acerca da empresa objeto de estudo. E, em seguida, explicativa, pois apresenta a aplicação de conceitos da administração financeira para encontrar o valor da companhia.

O procedimento de pesquisa assume um caráter de pesquisa bibliográfica porque parte de materiais já publicados, como também apresenta caráter de estudo de caso visto que os conceitos e as informações públicas são aplicados para uma empresa específica.

Segundo a Lei 6.604/1976, as companhias são obrigadas a divulgar as demonstrações contábeis em dois jornais de grande circulação, editado no local onde a empresa possui sede e no diário oficial do estado em que a empresa está localizada. Assim, as informações obtidas para a elaboração do trabalho são públicas, não cabendo qualquer autorização prévia da companhia para acessar as demonstrações contábeis.

A obtenção do valor intrínseco da empresa foi baseada na projeção da demonstração do resultado da companhia e, posteriormente, na atualização do fluxo de caixa livre para o presente. As projeções foram estimadas para 10 anos, entre o período de 2021 a 2030, e para o ano terminal em que se entende que a empresa estará na sua fase de maturidade.

As demonstrações contábeis da empresa Hypera Pharma S/A para o desenvolvimento dessa pesquisa foram obtidas através do website da companhia (2021). Os arquivos acessados para a confecção da pesquisa foram:

- Aviso aos acionistas do dia 24 de março de 2020;
- Aviso aos acionistas do dia 23 de junho de 2020;
- Aviso aos acionistas do dia 30 de setembro de 2020;
- Aviso aos acionistas do dia 18 de dezembro de 2020;
- Demonstrações Financeiras Padronizadas do 4º trimestre de 2020;

- Relatório Anual de 2017;
- Apresentação institucional de junho de 2019;
- Apresentação institucional de junho de 2020;
- Apresentação institucional de agosto de 2020;
- Apresentação institucional de janeiro de 2021;
- Apresentação dos resultados do 4º trimestre de 2020;
- *Realease* dos resultados do 4º trimestre de 2020;
- Planilha de histórico financeiro do 4º Trimestre de 2020;
- Fato relevante do dia 09 de abril de 2021.

De posse das demonstrações financeiras, todos os itens do balanço patrimonial foram tabulados, separando-os em ativo, passivo e patrimônio líquido, bem como os itens da demonstração de resultado do exercício e da demonstração de fluxo de caixa. Essa separação das demonstrações financeiras no software de tabulação de dados Microsoft Excel objetivou a melhor construção e visualização dos resultados do exercício, a fim de ajustar e encontrar valores imprescindíveis para o cálculo do valor intrínseco da Hypera Pharma, a partir da metodologia do fluxo de caixa descontado.

A tabulação foi iniciada pela demonstração de resultados do 4º trimestre de 2020, em que todos os dados passaram por uma verificação dos códigos contábeis e nomes das contas, a fim de certificar se esses dados estão iguais aos da planilha modelo e, assim, evitar possíveis erros no cálculo do valuation. Após essa certificação, todos os dados foram devidamente lançados da seguinte forma: Ativo na aba Ativo; Passivo e Patrimônio Líquido na aba Passivo_PL; Demonstração do Resultado do Exercício na aba DRE; e, finalmente, a demonstração do fluxo de caixa na aba DFC como demonstrado na figura 2.

apresentados pelo *Guidance* (espécie de projeção de resultados que a diretoria executiva espera entregar) 2021 divulgado pela empresa por fato relevante do dia 09 de abril de 2021. A Hypera Pharma é uma companhia posicionada em todos os segmentos e setores farmacêuticos o que a deixa estrategicamente bem posicionada para a captura do crescimento do mercado como todo e justifica a utilização de peritos do mercado e não somente experts da empresa.

Todas as informações são referentes ao consolidado da companhia e não somente ao principal negócio, tal cuidado é justificável pelo fato de o valor da empresa listada em bolsa ser a referência de todos os ramos do negócio e não somente o valor da controladora.

Para o cálculo do Custo de Mercadoria Vendida (CMV) foram utilizados os valores do CMV dos anos de 2017 até 2020, esse período foi utilizado tanto para o crescimento de vendas quando para estimativa do CMV porque é quando a empresa passa a ser essencialmente uma empresa do ramo farmacêutico após um período de consolidação e desinvestimento.

Ainda na demonstração do resultado do 4º trimestre de 2020, todos os valores de financiamento e suas respectivas taxas foram tabuladas na aba “Financiamentos”, em que também foram lançados os valores dos seguintes indicadores: Beta da ação; Percentual de pagamento de juros dos títulos soberanos dos Estados Unidos da América com vencimento em 10 anos (Tbonds 10y); Variação anual do índice de ações S&P 500; Risco Brasil; Taxa SELIC; Taxa CDI; Taxa TR; Percentual de lucros que são distribuídos pela empresa (*Payout*); Lucros retidos para reinvestimento; Fluxo de caixa total dos acionistas; Percentual do fluxo de caixa que os acionistas recebem via dividendos; Custo do capital próprio (CAPM); Taxa ponderada média de capital da empresa (WACC); e Taxa ponderada média de capital ajustada pelo pagamento de Juros sobre capital próprio (WACC Ajustada).

O indicador Beta da ação é encontrado a partir da variação percentual diária dos cinco anos que correspondem ao período de 04 de janeiro de 2016 a 30 de dezembro de 2020. Os dados históricos para cálculo desse indicador são obtidos no website da ADVFN. Quanto aos indicadores percentual dos Tbonds10y e variação do índice ações S&P 500, são obtidos no website da empresa Investing. O indicador valor do risco Brasil é obtido no website do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea). As taxas SELIC, CDI e TR são obtidas no website do Banco Central do Brasil.

O indicador *payout* é o resultado da divisão dos valores distribuídos via juros sobre capital próprio pelo total de lucro do exercício. Já o indicador Lucros retidos é o percentual dos

lucros que não foram distribuídos via dividendos e/ou juros sobre capital próprio e pode ser calculado pela divisão do total não distribuído aos acionistas pelo total de lucros do exercício. O Fluxo de caixa total dos acionistas é o resultado da multiplicação do custo de capital próprio pelo total do patrimônio líquido encontrado na sessão de Passivo e Patrimônio líquido do balanço patrimonial. O indicador Percentual do fluxo de caixa que os acionistas recebem via dividendos é o resultado da divisão entre o total distribuído via juros sobre capital próprio e o fluxo de caixa total dos acionistas.

O Custo do Capital Próprio foi calculado a partir do modelo CAPM ou *Capital Asset Pricing Model* que segundo Brigham (2012), consiste na resolução da seguinte fórmula:

$$\text{Custo do capital próprio} = \text{Taxa livre de risco} + (\text{Beta} * \text{Prêmio de risco do mercado}) + \text{Risco Brasil}$$

Em que:

Taxa livre de risco: é o valor percentual dos Tbond10y,

Prêmio de risco do mercado: é a diferença entre o rendimento do índice S&P 500 e o percentual dos Tbond10y

Risco Brasil: é a taxa percentual calculada pelo IPEA.

O custo de capital de terceiros foi calculado a partir da ponderação de todos os financiamentos da empresa pelas suas respectivas taxas, dessa forma cada valor justo de financiamento é dividido pelo valor total do capital de terceiros, multiplicado pela taxa de juros do financiamento correspondente e somado para encontrar o custo de capital de terceiros ponderado.

Quanto a taxa do Custo Médio Ponderado de Capital ou *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) que segundo Campani (2020) é calculado segundo pela seguinte fórmula:

$$WACC = \frac{E}{E + D} re + \frac{D}{E + D} rd(1 - T)$$

Em que:

E = Valor do capital Próprio

D = Valor do capital de terceiros

re = Custo do capital próprio

rd = Custo do capital de terceiros

T = Taxa de imposto

Já a taxa WACC ajustado é obtida segundo Campani (2020) pela seguinte fórmula:

$$WACC = \frac{E}{E + D} \left[\epsilon + \frac{(1-\epsilon)(1-T)}{(1-T_{JSCP})} \right] R_e + \frac{D}{E + D} R_d(1-T)$$

Em que:

E = Valor do capital Próprio

D = Valor do capital de Terceiros

ϵ = Fluxo para o acionista pago via dividendo

T = Taxa de imposto da empresa

T_{JSCP} = Imposto que o acionista deve pagar sobre JSCP

R_e = Custo do capital próprio

R_d = Custo do capital de terceiros

Na aba *Valuation* (2020) foram lançados os valores do lucro antes do resultado financeiro e dos tributos ou *Earnings Before Interest and taxes* (EBIT) e o imposto de renda devido no período, para tanto os impostos são calculados de acordo com a alíquota de taxaçaõ das empresas, 34%, e posteriormente abatido dos tributos a recuperar, que são os incentivos fiscais obtidos pela companhia e que, presume-se, irão continuar, uma vez que o investimento é constante e crescente.

Para encontrar a projeção do imposto líquido a pagar é preciso calcular o EBT (*earnings before taxes*), para isso os valores de juros futuros a serem pagos pela empresa são calculados e abatidos do EBIT a fim de encontrarmos o valor de imposto a ser pago sem a redução dos incentivos fiscais.

Como forma de calcular os juros a serem desembolsados por ano, os financiamentos da empresa são divididos em debentures e outros empréstimos. Enquanto os outros empréstimos não tem os dados completos na demonstração de resultados da empresa, as debentures tem datas de emissão, quitação e taxas de juros conhecidas e calcular separadamente os juros a serem pagos pelas debentures e outros empréstimos deixa o cálculo mais próximo da realidade para as projeções

A soma do EBIT com o valor do imposto de renda após abatimento dos incentivos fiscais pago resulta no lucro operacional após impostos ou *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT).

O valor do capital de giro operacional líquido ou *Net Operating Working Capital* (NOWC) é o resultado da diferença entre o ativo operacional líquido e o passivo operacional

líquido, porém todo o ativo circulante que recebe juros, bem como todo passivo circulante que paga juros, são desconsiderados para o cálculo do NOWC.

O valor total de capital operacional líquido será o resultado da soma da NOWC com os valores do imobilizado da companhia, que é encontrado na sessão de ativos do balanço patrimonial. O investimento de capital operacional líquido é a diferença entre o total de capital operacional líquido do ano de 2020 e o ano de 2019.

Utilizando o conceito de Geração de caixa livre para empresa, o investimento de capital operacional livre deverá ser subtraído do total líquido de caixa proveniente de emissão de novas dívidas, que é encontrado nas notas explicativas da demonstração de resultado da empresa.

O valor do Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE) é a diferença entre o NOPAT e o investimento líquido em capital operacional sem novas dívidas.

O fluxo de caixa livre da empresa de 2021 foi projetado a partir do *guidance* da companhia divulgado no dia 09 de abril de 2021. A partir do ano de 2022 até o ano de 2030 as projeções tiveram como base a taxa de crescimento variável de acordo com projeções de crescimento de especialistas de mercado e crescimento passado da companhia.

Depois da projeção do FCLE do ano 2030, os fluxos foram projetados para um período N ou o valor terminal da empresa, que é o valor do fluxo de caixa livre para a perpetuidade da companhia. O valor terminal foi calculado pela seguinte fórmula:

$$Valor\ terminal = \sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{FCL_N(1+g)}{WACC-g}$$

Nessa pesquisa foi utilizada o método de avaliação de empresas elaborado por Brigham (2012), que consiste na soma do valor presente de todos os fluxos de caixa livre projetados da empresa descontado pelo custo médio ponderado de capital (WACC) de acordo com a seguinte fórmula:

$$VPL = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCL_t}{(1+WACC)^T}$$

Em que:

VPL = Valor presente líquido

T = Tempo

FCL = Fluxo de caixa livre

WAAC = Custo médio ponderado de capital

O valor justo das ações da empresa é o resultado da divisão do VPL encontrado pelo total do número de ações em circulação, o total de ações pode ser encontrado na demonstração de resultados da empresa e é a soma do total em circulação com o total de ações na tesouraria.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Para uma melhor compreensão, todos os valores em real brasileiro apresentados estão em milhares, sendo necessário a multiplicação por 1000 para chegar ao real valor.

Como resultado do crescimento ponderado entre os anos de 2017 e 2020 da empresa se obtém o valor de 10,92%, a evolução esperada do mercado pelos especialistas foi variável entre os anos de 2022 e 2025 de acordo com a Tabela 1, assim, o aumento das vendas para os anos de 2022 até 2025 também foi variável de acordo com a Tabela 2. O crescimento nas receitas de 44,29% em 2021 em comparação com 2020 é justificado devido as recentes aquisições de marcas. A evolução das vendas se torna crescente e orgânico entre os anos 2022 e 2025 como resultado da maior captação das sinergias que as novas cognições trazem para os negócios, investimento na parte fabril para aumento de produção e envelhecimento da população que aumenta a cada ano, trazendo junto o aumento da demanda de medicamentos.

Tabela 1 - Crescimento estimado por especialistas do mercado

Crescimento especialista 2022 – 2025	
2022	11,00%
2023	11,30%
2024	11,40%
2025	11,60%

Fonte – Close-up (2021)

Tabela 2 - Evolução das vendas da Hypera Pharma 2022-2025

Crescimento estimado de vendas 2022 – 2025	
2022	10,97%
2023	11,17%
2024	11,24%
2025	11,37%

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

O CMV encontrado entre os anos de 2017 e 2020 resultou na projeção para os anos de 2021 a 2025 de 31,83% da receita de vendas, desse modo, o resultado bruto projetado para o mesmo período foi de 68,17%.

As despesas operacionais do período foram variáveis, contemplando a tendência de queda dos 5 anos anteriores a 2020. Para o ano de 2021, a projeção de despesas operacionais foi calculada em 35% e com redução linear até estabilizar em 30% como demonstrado na tabela 3.

Tabela 3 - Despesas/Receitas operacionais dos anos 2021-2025

Despesas/Receitas operacionais	
2021	35,00%
2022	33,75%
2023	32,50%
2024	31,25%
2025	30,00%

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

De acordo com as projeções, a margem EBIT da companhia crescerá mais acentuadamente entre os anos de 2021 e 2024 e terá redução no ano de 2025 em comparação com 2024, tal diminuição na margem EBIT no ano de 2025 é em razão do final do fluxo de caixa adicional referente ao acordo feito com o acionista principal para reparação de danos à companhia por conta da operação “Tira-Teima”, que confirmou a existência de pagamentos indevidos pela companhia como divulgado em fato relevante no dia 10 de Abril de 2018, a evolução do EBIT é demonstrado na tabela 4.

Tabela 4 - Demonstração do resultado projetado de 2021 a 2025

Período	2021	2022	2023	2024	2025
Ano Projeção	1	2	3	4	5
Receita de vendas	R\$ 5.900.000,00	R\$ 6.547.455,64	R\$ 7.279.056,83	R\$ 8.097.258,56	R\$ 9.018.226,53
Custo dos Bens Vendidos	-R\$ 1.877.806,93	-R\$ 2.083.874,17	-R\$ 2.316.722,60	-R\$ 2.577.133,60	-R\$ 2.870.252,25
CMV/Receita	31,83%	31,83%	31,83%	31,83%	31,83%
Resultado Bruto	R\$ 4.022.193,07	R\$ 4.463.581,47	R\$ 4.962.334,23	R\$ 5.520.124,96	R\$ 6.147.974,28
Margem Bruta/ Receita	68,17%	68,17%	68,17%	68,17%	68,17%
Despesas operacionais	R\$ 2.065.000,00	R\$ 2.209.766,28	R\$ 2.365.693,47	R\$ 2.530.393,30	R\$ 2.705.467,96
Despesas operacionais/Receitas	35,00%	33,75%	32,50%	31,25%	30,00%
Outras Receitas operacionais	R\$ 237.284,00	R\$ 237.284,00	R\$ 237.284,00	R\$ 237.284,00	R\$ -
EBIT	R\$ 2.194.477,07	R\$ 2.491.099,19	R\$ 2.833.924,76	R\$ 3.227.015,66	R\$ 3.442.506,32
Margem EBIT	37,19%	38,05%	38,93%	39,85%	38,17%

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

Para o período compreendido entre 2026 e 2030, o crescimento de venda foi projetado com redução linear até 3,2%. Essa taxa, espera-se ser menor do que a taxa de crescimento da economia e que é uma restrição de empresas maduras segundo Damodaran (2018). As taxas de crescimento para as projeções das demonstrações dos resultados dos anos de 2026 a 2030 estão na Tabela 5.

Tabela 5 - Evolução das vendas da Hypera Pharma 2026-2030

Crescimento estimado de vendas 2026 – 2030	
2026	9,74%
2027	8,10%
2028	6,47%
2029	4,83%
2030	3,20%

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

O CMV estimado aumenta de forma linear até atingir 40% da receita líquida em 2030, esse crescimento dos custos das mercadorias vendidas acontece devido ao fato de o mercado estar mais maduro e com concorrência ampla. Com o aumento do CMV, o resultado bruto e o EBIT projetado para os anos de 2026 a 2030 (Tabela 6) caem progressivamente, chegando no final do período de projeção com 60% e 30% respectivamente. Espera-se que as despesas operacionais se estabilizem em 30% a partir do ano de 2025 (Tabela 6).

Tabela 6 - Demonstração do resultado projetado de 2026 a 2030

Período	2026	2027	2028	2029	2030
Ano Projeção	6	7	8	9	10
Receita de vendas	R\$ 9.896.445,64	R\$ 10.698.326,17	R\$ 11.390.203,67	R\$ 11.940.532,82	R\$ 12.322.629,87
Custo dos Bens Vendidos	-R\$ 3.311.527,75	-R\$ 3.754.721,11	-R\$ 4.183.723,69	-R\$ 4.581.038,82	-R\$ 4.929.051,95
CMV/Receita	33,46%	35,10%	36,73%	38,37%	40,00%
Resultado Bruto	R\$ 6.584.917,89	R\$ 6.943.605,07	R\$ 7.206.479,98	R\$ 7.359.494,00	R\$ 7.393.577,92
Margem Bruta/ Receita	66,54%	64,90%	63,27%	61,63%	60,00%
Despesas operacionais	R\$ 2.968.933,69	R\$ 3.209.497,85	R\$ 3.417.061,10	R\$ 3.582.159,85	R\$ 3.696.788,96
Despesas operacionais/Receitas	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
EBIT	R\$ 3.615.984,20	R\$ 3.734.107,21	R\$ 3.789.418,88	R\$ 3.777.334,16	R\$ 3.696.788,96
Margem EBIT	36,54%	34,90%	33,27%	31,63%	30,00%

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

Houveram três emissões de debentures durante os anos de 2019 e 2020, cada emissão com valores de captação, valores de pagamento de juros e datas de quitação diferentes, o que exige cálculos diferentes para cada uma delas (Tabela 7).

Tabela 7 - Extrato das emissões de debentures quadro

Debentures	Indexação	Taxas de Juros 2020	Valor da captação	Ano da captação	Ano da quitação
10ª emissão pública 1ª e 2ª série	CDI + 1,75%	4,50%	R\$ 734.890,00	2019	2025
9ª emissão pública de serie única	CDI + 1,5%	4,25%	R\$ 2.483.538,00	2020	2026
8ª emissão pública de serie única	CDI + 1,25%	4,00%	R\$ 797.455,00	2020	2026

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

O cálculo dos juros por ano a serem pagos pela 8ª emissão pública de série única é demonstrada na Tabela 8.

Data	Divida Início	Amortização	Juros	Divida Final
2021	R\$ 797.455,00	R\$ -	R\$ 31.899,32	R\$ 797.455,00
2022	R\$ 797.455,00	R\$ -	R\$ 31.899,32	R\$ 797.455,00
2023	R\$ 797.455,00	R\$ 159.491,00	R\$ 31.899,32	R\$ 637.964,00
2024	R\$ 637.964,00	R\$ 159.491,00	R\$ 25.519,46	R\$ 478.473,00
2024	R\$ 478.473,00	R\$ 159.491,00	R\$ 19.139,59	R\$ 318.982,00
2025	R\$ 318.982,00	R\$ 159.491,00	R\$ 12.759,73	R\$ 159.491,00
2025	R\$ 159.491,00	R\$ 159.491,00	R\$ 6.379,86	R\$ -

Tabela 8 - Pagamento de Juros por ano 8ª emissão pública de serie única

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

O cálculo dos juros por ano a serem pagos pela 9ª emissão pública de serie única é demonstrada na Tabela 9.

Tabela 9 - Pagamento de Juros por ano 9ª emissão pública de serie única

Data	Divida Início	Amortização	Juros	Divida Final
2021	R\$ 2.483.538,00	R\$ -	R\$ 105.553,87	R\$ 2.483.538,00
2022	R\$ 2.483.538,00	R\$ -	R\$ 105.553,87	R\$ 2.483.538,00
2023	R\$ 2.483.538,00	R\$ -	R\$ 105.553,87	R\$ 2.483.538,00
2023	R\$ 2.483.538,00	R\$ 413.923,00	R\$ 105.553,87	R\$ 2.069.615,00
2024	R\$ 2.069.615,00	R\$ 413.923,00	R\$ 87.961,56	R\$ 1.655.692,00
2024	R\$ 1.655.692,00	R\$ 413.923,00	R\$ 70.369,24	R\$ 1.241.769,00
2025	R\$ 1.241.769,00	R\$ 413.923,00	R\$ 52.776,93	R\$ 827.846,00
2025	R\$ 827.846,00	R\$ 413.923,00	R\$ 35.184,62	R\$ 413.923,00
2026	R\$ 413.923,00	R\$ 413.923,00	R\$ 17.592,31	R\$ -

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

O cálculo dos juros por ano a serem pagos pela 10ª emissão pública 1ª e 2ª série é demonstrada na Tabela 10.

Tabela 10 - Pagamento de Juros por ano 10ª emissão pública 1ª e 2ª série

Data	Divida Início	Amortização	Juros	Divida Final
2021	R\$ 734.890,00	R\$ -	R\$ 33.071,09	R\$ 734.890,00
2022	R\$ 734.890,00	R\$ -	R\$ 33.071,09	R\$ 734.890,00
2023	R\$ 734.890,00	R\$ -	R\$ 33.071,09	R\$ 734.890,00
2024	R\$ 734.890,00	R\$ 244.963,33	R\$ 33.071,09	R\$ 489.926,67
2025	R\$ 489.926,67	R\$ 244.963,33	R\$ 22.047,39	R\$ 244.963,33
2026	R\$ 244.963,33	R\$ 244.963,33	R\$ 11.023,70	R\$ -

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

Os outros financiamentos são listados pela companhia somente o ano de quitação (Figura 3) e as taxas de indexação para pagamento dos juros, dessa forma, o cálculo do valor dos juros (Tabela 12) é feito a partir da taxa média ponderada de terceiros, sem os valores captados pelas debentures, como demonstrado na Tabela 11.

	Controladora	Consolidado
2022	379.815	399.749
2023	66.851	83.332
2024	544.671	556.817
2025	18.692	30.732
2026	18.692	30.733
2027	13.239	13.239
2028	13.239	13.239
2029	12.134	12.135
	<u>1.067.333</u>	<u>1.139.976</u>

Figura 3 - Totalização por ano de quitação de instrumentos de financiamento da Hypera Pharma (Demonstração de resultados Hypera Pharma – 2021)

Divida	Indexação	Taxas de Juros 2020	Valor da captação
Euro	Pré-fixada	1,61%	R\$ 135.412,00
Empréstimo Bancário	CDI + 3,6%	6,35%	R\$ 916.050,00
FCO - 8,5%	Pré-fixada	8,50%	R\$ 34.783,00
Financiamento 8,7%	Pré-fixada	8,70%	R\$ 5.095,00
FINEP	Pré-fixada	1,00%	R\$ 278.647,00
Financiamento Imobiliário	TR + 9,6%	9,60%	R\$ 127.179,00
			R\$
Total Financiamentos terceiros sem debêntures			1.497.166,00
Custo Ponderado Terceiros			5,26%

Tabela 11 - Cálculo do Custo médio ponderado de financiamento de terceiros da Hypera Pharma

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

Tabela 12 - Pagamento de Juros por ano outros financiamentos

Data	Divida Início	Amortização	Juros	Divida Final
2021	R\$ 1.139.976,00	0	R\$ 59.959,04	R\$ 1.139.976,00
2022	R\$ 1.139.976,00	R\$ 399.749,00	R\$ 59.959,04	R\$ 740.227,00
2023	R\$ 740.227,00	R\$ 83.332,00	R\$ 38.933,54	R\$ 656.895,00
2024	R\$ 656.895,00	R\$ 556.817,00	R\$ 34.550,55	R\$ 100.078,00
2025	R\$ 100.078,00	R\$ 30.732,00	R\$ 5.263,78	R\$ 69.346,00
2026	R\$ 69.346,00	R\$ 30.733,00	R\$ 3.647,37	R\$ 38.613,00
2027	R\$ 38.613,00	R\$ 13.239,00	R\$ 2.030,92	R\$ 25.374,00
2028	R\$ 25.374,00	R\$ 13.239,00	R\$ 1.334,59	R\$ 12.135,00
2029	R\$ 12.135,00	R\$ 12.135,00	R\$ 638,26	R\$ -

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

A soma dos juros pagos pelas debentures e pelos outros empréstimos são consolidados e somados, nota-se que entre os anos de 2021 e 2024 há um grande volume de pagamento de juros e que depois de 2025 os valores de juros a serem pagos são reduzidos, o que pode ser interpretado como uma decisão gerencial futura para desalavancagem operacional e transição para uma empresa no ciclo de vida maduro com crescimento de receitas menores. Os valores dos incentivos fiscais são considerados constantes e crescentes o que reduz o valor de imposto a ser pago pela Hypera Pharma como demonstrado na tabela 13.

Tabela 13 - Cálculo da projeção do valor do imposto a ser pago pela Hypera Pharma de 2021 a 2030

Data	2021	2022	2023	2024	2025
	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
EBIT	2.194.477,07	2.491.099,19	2.833.924,76	3.227.015,66	3.442.506,32
	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Juros Total	230.483,32	230.483,32	315.011,68	270.611,49	134.412,32
	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
EBT	1.963.993,75	2.260.615,88	2.518.913,07	2.956.404,17	3.308.094,00
	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Imposto devido no exercício	667.757,88	768.609,40	856.430,45	1.005.177,42	1.124.751,96
	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Incentivos fiscais	395.390,39	438.779,84	487.808,33	542.640,38	604.359,34
	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	272.367,49	329.829,56	368.622,12	462.537,04	520.392,62
Data	2026	2027	2028	2029	2030
	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
EBIT	3.615.984,20	3.734.107,21	3.789.418,88	3.777.334,16	3.696.788,96
	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Juros Total	32.263,38	2.030,92	1.334,59	638,26	-
	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
EBT	3.583.720,82	3.732.076,30	3.788.084,29	3.776.695,90	3.696.788,96
	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Imposto devido no exercício	1.218.465,08	1.268.905,94	1.287.948,66	1.284.076,60	1.256.908,25
	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Incentivos fiscais	663.213,47	716.951,76	763.318,15	800.198,63	825.804,99
	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	1.218.465,08	1.268.905,94	1.287.948,66	1.284.076,60	1.256.908,25

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

O Nopat evolui organicamente entre os anos de 2021 e 2025, caindo no ano de 2026 e voltando a crescer a partir do ano de 2027 como demonstra a tabela 14. A queda do NOPAT em 2026 deve-se a desalavancagem da empresa, com menos juros a serem pagos o valor do imposto devido no exercício aumenta o que de forma inversa reduz o lucro operacional líquido.

Tabela 14 - NOPAT projetado da Hypera Pharma para os anos de 2021 a 2030

Data	Lucro Operacional Líquido (NOPAT)
2021	R\$ 1.922.109,58
2022	R\$ 2.161.269,63
2023	R\$ 2.465.302,64
2024	R\$ 2.764.478,62
2025	R\$ 2.922.113,70
2026	R\$ 2.397.519,12
2027	R\$ 2.465.201,27
2028	R\$ 2.501.470,22
2029	R\$ 2.493.257,55
2030	R\$ 2.439.880,71

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

As contas do balanço financeiro necessárias para o cálculo do NOWC (*Net Operating Working Capital*) ou capital de giro operacional líquido, permanecem constantes para as projeções dos anos de 2021 a 2030 como demonstrado na tabela 15, pois o aumento da venda faz com que essas contas precisem crescer na mesma proporção para sustentar a evolução, como por exemplo, fornecedores e estoques.

Na análise dos resultados notou-se que a empresa manteve uma alta quantidade de caixa em aplicações financeiras, tal quantidade em caixa não foi considerada para o cálculo do NOWC, tanto porque a empresa recebe juros dessas aplicações, quanto pelo fato de que essa quantia tinha sido reservada para aquisição de marcas que foram concluídas no final de 2020.

Tributos a recuperar são referentes aos incentivos fiscais obtidos pela empresa, o que foi considerado como algo recorrente, tendo em vista o investimento constante que área farmacêutica demanda.

Os dividendos propostos a receber são fluxos de caixa advindos da posição que a controladora tem em outras empresas e que dão suporte a empresa principal, tais dividendos também foram considerados fixos em relação a receita líquida, uma vez que essas empresas são também do ramo farmacêutico e são positivamente impactadas pelo aumento de vendas projetado.

Tabela 15 - Percentual da receita líquida das contas contábeis para cálculo do NOWC quadro

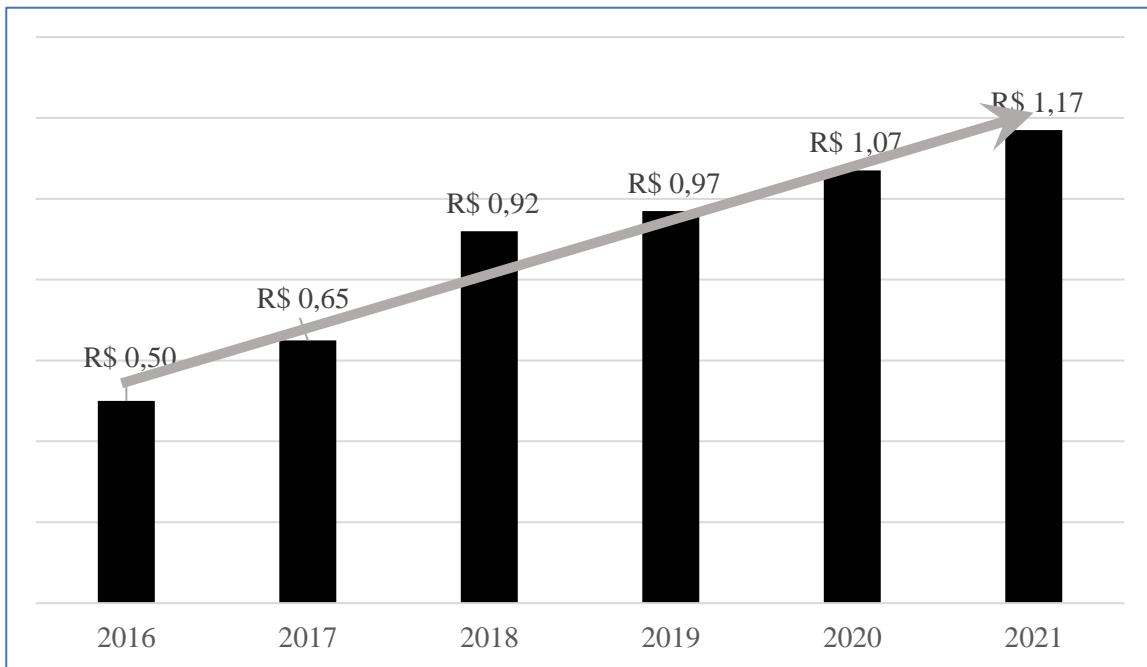
Capital de Giro Operacional Líquido (NOWC)	% Receita Líquida
Caixa E Bancos	0,69%
Contas a Receber	38,26%
Estoques	22,52%
Tributos a recuperar	6,70%
Despesas Antecipadas	4,84%
Outros	2,67%
Dividendos Propostos a receber	0,10%
Obrigações sociais e Trabalhistas	5,49%
Fornecedores	6,74%
Dividendos e JCP a Pagar	16,43%
Contas a pagar	6,68%
Cessão de créditos por Fornecedores País	3,93%
Cessão de créditos por Fornecedores Exterior	6,84%

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

Despesas antecipadas referem-se à propaganda e publicidade que foi paga antecipadamente pela Hypera Pharma, faz sentido também manter como um percentual fixo da receita líquida, pois, se não for antecipada, os valores serão somados ao contas a pagar, aumentando o percentual dessa conta em relação a da receita líquida e não ocasionando impacto algum no cálculo do NOWC, o mesmo pensamento é usado com as contas de Cessão de créditos a fornecedores dentro e fora do país.

Dividendos e Juros sob capital próprio devem ser somados como uma despesa operacional corrente, influenciando no cálculo do NOWC. Essa conta não foi considerada como um percentual fixo da receita líquida uma vez que, apesar do aumento inconstante nos últimos anos e que o crescimento divulgado da referida conta para o ano de 2021 foi 9,35% (quadro 7) a partir de 2022 até o valor terminal assume-se para as projeções que os dividendos e juros sobre capital próprio irão crescer a uma taxa de 9% a.a.

Quadro 7 - Crescimento do dividendo por ação da Hypera Pharma



Fonte: Hypera Pharma (2020).

O NOWC projetado da Hypera Pharma para os anos de 2021 a 2030 são crescentes o que faz sentido uma vez que o NOWC é a “lubrificação” necessária para o funcionamento das operações, o cálculo do NOWC como também os valores de todas as contas são demonstrados no apêndice A.

Para encontrar o valor do capital operacional líquido (tabela 16), as projeções dos investimentos aumentam a uma taxa de 5,61% a.a. Tal crescimento é o resultado do percentual dos lucros líquidos retidos (42,71%) multiplicado pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) da companhia (13,13%).

O imobilizado é o valor do ano anterior somado ao valor do CAPEX (*Capital Expenditure*) estimado para o período, para o ano de 2021 a companhia divulgou um CAPEX estimado de 600 milhões de reais, a partir de 2021 o CAPEX projetado cresce a taxa de 5,61% a.a., seguindo a mesma premissa utilizada para calcular o crescimento dos investimentos.

Por fim, o valor do intangível permanece o mesmo em todos os anos de projeção, uma vez que não há sinalização por parte da companhia de novas aquisições.

Tabela 16 - Cálculo do total de capital operacional Líquido de 2021 a 2030 da Hypera Pharma

Ano	Capital de Giro Operacional Líquido (NOWC)	Investimentos	Imobilizado	Intangível	Total de capital operacional Líquido
2021	R\$ 1.985.128,14	R\$ 199.003,61	R\$ 2.146.409,00	R\$ 6.398.261,00	R\$ 10.728.801,75
2022	R\$ 2.217.469,44	R\$ 210.163,86	R\$ 2.780.057,38	R\$ 6.398.261,00	R\$ 11.605.951,67
2023	R\$ 2.482.648,23	R\$ 221.949,98	R\$ 3.449.241,15	R\$ 6.398.261,00	R\$ 12.552.100,36
2024	R\$ 2.781.260,70	R\$ 234.397,07	R\$ 4.155.953,18	R\$ 6.398.261,00	R\$ 13.569.871,95
2025	R\$ 3.120.174,77	R\$ 247.542,21	R\$ 4.902.298,06	R\$ 6.398.261,00	R\$ 14.668.276,04
2026	R\$ 3.431.679,70	R\$ 261.424,53	R\$ 5.690.498,42	R\$ 6.398.261,00	R\$ 15.781.863,66
2027	R\$ 3.699.599,06	R\$ 276.085,38	R\$ 6.522.901,57	R\$ 6.398.261,00	R\$ 16.896.847,01
2028	R\$ 3.907.659,57	R\$ 291.568,42	R\$ 7.401.986,40	R\$ 6.398.261,00	R\$ 17.999.475,39
2029	R\$ 4.040.496,72	R\$ 307.919,76	R\$ 8.330.370,86	R\$ 6.398.261,00	R\$ 19.077.048,35
2030	R\$ 4.084.912,81	R\$ 325.188,10	R\$ 9.310.819,71	R\$ 6.398.261,00	R\$ 20.119.181,62

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

A diferença entre o total de capital operacional líquido do ano atual para o ano anterior projetado é o Investimento líquido em capital operacional como demonstra a tabela 17.

Tabela 17 - Cálculo do investimento líquido em capital operacional 2021 a 2030 da Hypera Pharma

Ano	Total de capital operacional Líquido	Investimento Líquido em capital operacional
2020	R\$ 9.346.201,00	-
2021	R\$ 10.728.801,75	R\$ 1.382.600,75
2022	R\$ 11.605.951,67	R\$ 877.149,93
2023	R\$ 12.552.100,36	R\$ 946.148,69
2024	R\$ 13.569.871,95	R\$ 1.017.771,59
2025	R\$ 14.668.276,04	R\$ 1.098.404,09
2026	R\$ 15.781.863,66	R\$ 1.113.587,62
2027	R\$ 16.896.847,01	R\$ 1.114.983,35
2028	R\$ 17.999.475,39	R\$ 1.102.628,38
2029	R\$ 19.077.048,35	R\$ 1.077.572,96
2030	R\$ 20.119.181,62	R\$ 1.042.133,27

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

O fluxo de caixa livre da empresa (FCLE) para o ano de 2020 foi -R\$ 743.077,00 o que pode ser justificado pelo investimento por parte da companhia na aquisição de marcas, como não há sinalização de futuro investimento na compra de marcas, patentes ou empresas o FCLE da empresa passa a ser positivo e crescente a partir do ano de 2021 até 2025. Em 2026 há uma queda, justificada como sendo um dos efeitos da desalavancagem (com menor pagamento de

juros mais impostos serão pagos), mas que passa a crescer novamente a partir do ano de 2027 como demonstra a tabela 18.

Tabela 18 - Cálculo do Fluxo de caixa livre da empresa dos anos de 2021 a 2030 da Hypera Pharma

Ano	NOPAT	Investimento operacional	Liquido em capital	FCLE
2021	R\$ 1.922.109,58	R\$ 1.382.600,75		R\$ 539.508,84
2022	R\$ 2.161.269,63	R\$ 877.149,93		R\$ 1.284.119,71
2023	R\$ 2.465.302,64	R\$ 946.148,69		R\$ 1.519.153,95
2024	R\$ 2.764.478,62	R\$ 1.017.771,59		R\$ 1.746.707,03
2025	R\$ 2.922.113,70	R\$ 1.098.404,09		R\$ 1.823.709,61
2026	R\$ 2.397.519,12	R\$ 1.113.587,62		R\$ 1.283.931,50
2027	R\$ 2.465.201,27	R\$ 1.114.983,35		R\$ 1.350.217,92
2028	R\$ 2.501.470,22	R\$ 1.102.628,38		R\$ 1.398.841,84
2029	R\$ 2.493.257,55	R\$ 1.077.572,96		R\$ 1.415.684,59
2030	R\$ 2.439.880,71	R\$ 1.042.133,27		R\$ 1.397.747,44

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

O valor terminal da empresa no ano de 2030 é igual a 38.111.501,17, para tal resultado foi considerado crescimento constante de 3,2% e uma taxa WACC ajustada de 6,98%, o resultado é somado ao fluxo de caixa livre do ano de 2030, dessa forma o FCLE projetado para 2030 é igual a 39.509.248,62. O valor terminal foi calculado da seguinte forma:

$$Valor\ terminal = \frac{1.397.747,44(1 + 0,032)}{0,0698 - 0,032}$$

Para o cálculo do custo de capital próprio foi usado o modelo de precificação de ativos de capital (CAPM – *Capital Asset Pricing Model*), onde a taxa livre de risco é o valor da remuneração do título soberano dos Estados Unidos da América com vencimento em 10 anos, que é igual 1,12%.

O beta da ação da empresa foi calculado a partir dos retornos percentuais diários dos últimos 5 anos das ações da Hypera Pharma e índice IBOVESPA sendo o beta da Hypera Pharma igual a 0,66.

O prêmio de risco da ação foi a diferença entre o rendimento anual do índice S&P500 menos o rendimento do título soberano dos Estados Unidos da América com vencimento em 10 anos, totalizando 14,03% e o risco país foi igual a 2,60% a partir de dados do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

O Custo do capital próprio da companhia foi de 13,03% e o valor total do capital próprio é igual a R\$ 4.478.126,00.

O cálculo do custo de capital de terceiros é a ponderação de todos os financiamentos da empresa pela taxa efetiva em 2020 (Tabela 19), o custo do capital de terceiros é igual a 4,52%.

Tabela 19 - Cálculo do custo ponderado do capital de terceiros da Hypera Pharma

Divida	Taxas de Juros 2020	Valor da captação
Euro	1,61%	R\$ 135.412,00
CDI + 3,6%	6,35%	R\$ 916.050,00
FCO - 8,5%	8,50%	R\$ 34.783,00
Financiamento 8,7%	8,70%	R\$ 5.095,00
Debêntures CDI + 1,75%	4,50%	R\$ 734.890,00
Debêntures CDI + 1,5%	4,25%	R\$ 2.483.538,00
Debêntures CDI + 1,25%	4,00%	R\$ 797.455,00
FINEP	1,00%	R\$ 278.647,00
Financiamento Imobiliário TR + 9,6%	9,60%	R\$ 127.179,00
Total Financiamentos terceiros	R\$ 5.513.049,00	
Custo Ponderado Terceiros	4,52%	

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)

Como a Hypera Pharma possui apenas ações ordinárias, não se faz necessário o cálculo do ajuste da WACC, por outro lado, houve pagamento de juros sobre capital próprio no ano de 2020, o que exige que a taxa WACC seja calculada com os devidos ajustes, a WACC ajustada é igual a 6,98% e foi calculada da seguinte maneira:

$$WACC = \frac{4.478.126,00}{9.991.175,00} \left[0,57 + \frac{(1 - 0,57)(1 - 0,34)}{(1 - 0,15)} \right] 0,1303 + \frac{5.513.049,00}{9.991.175,00} 0,0452(1 - 0,34)$$

Tendo como base a WACC ajustada como a taxa de desconto, os valores atuais dos fluxos de caixa livres projetados são calculados, como demonstrado no apêndice B.

A soma dos valores presentes dos fluxos de caixa livre projetados de acordo com o apêndice B é igual a R\$ 28.898.235,70, esse é o valor justo das operações da Hypera Pharma segundo o modelo de fluxo de caixa descontado.

Cada ação negociada na bolsa de valores representa uma parte do valor da empresa, dessa forma o valor justo da Hypera Pharma dividido pela quantidade total de ações que estão

em circulação e em tesouraria, 633.430.299, resultará no valor justo de cada ação da Hypera Pharma, que segundo as demonstrações de resultado de 2020 é igual a R\$ 45,62.

De posse do valor intrínseco das ações da Hypera Pharma o investidor pode melhor embasar suas decisões quanto a alocação de capital, tal decisão pode variar de acordo com o tamanho do capital disponível, do espaço de tempo pensado para o investimento e/ou de quais objetivos pensados para as ações da Hypera Pharma.

Para um grande investidor, com uma carteira ampla e diversificada de ativos e com objetivo de investimento voltado para o longo prazo, o conhecimento do *valuation* da Hypera Pharma pode representar uma oportunidade de balancear a carteira a fim de reduzir o risco e possivelmente rentabilizar se as ações convergirem para o valor calculado.

Para um pequeno investidor o conhecimento do valor justo da ação pode representar uma oportunidade futura em que possa haver recursos disponíveis para novos investimentos ou para momentos em que os preços das ações façam um movimento de queda, abrindo oportunidade para uma compra com expectativas de ganhos maiores, para esses casos o conhecimento do valor intrínseco dar mais segurança e serve como mais um indicador que pode reforçar a decisão de compra ou não da ação.

O conhecimento do *valuation* aliado a outras formas de avaliação e de apoio a decisão financeira podem gerar oportunidades para os investidores que visam o curto prazo uma vez que se o valor das ações da Hypera Pharma está sendo negociadas abaixo do seu preço justo, essa diferença pode marcar a tendência futura dos preços das ações.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho teve como objetivo demonstrar os cálculos que compõem o *valuation* por fluxo de caixa descontado e assim encontrar o valor justo para a Hypera Pharma a fim de descobrir se ainda há espaço para investimento na compra das ações da empresa.

Os cálculos para a avaliação de empresas via o modelo de fluxo de caixa descontado demonstrados passo a passo nesse trabalho são sensíveis, qualquer alteração nas taxas de crescimento das receitas e/ou nas projeções dos fluxos de caixa podem resultar em valores totalmente diferentes ao ponto que se aumentar em apenas 1% o crescimento das vendas projetadas para os anos de 2022 e 2030 resultará em um aumento de R\$ 2,57 do valor justo da ação.

Na data da divulgação da demonstração de resultados do ano 2020, no qual esse trabalho é alicerçado, dia 26 de fevereiro de 2021, as ações da Hypera Pharma fecharam o dia de negociação em R\$ 32,51 o que representava um potencial de crescimento de 40,33%. Na referida data ainda não havia sido precificado a aprovação do CADE para a aquisição das novas marcas e também não havia sido divulgada a *guidance* da companhia para o ano de 2021 que se tornou público no dia 09 de abril de 2021. No dia seguinte de negociação após a divulgação do *guidance* as ações da Hypera Pharma fecharam o pregão cotadas a R\$ 34,19, o que ainda representava um potencial de crescimento de 33,43%, demonstrando que o processo de *valuation* de uma empresa pode servir como auxiliar para alocação de capital em uma empresa/projeto uma vez que o investidor tem a clareza se todo o valor justo já foi capturado pelo mercado.

A indústria farmacêutica ainda continua sendo impactada pela depreciação do real frente ao dólar e o euro, apesar das operações de *hedge* que a empresa possa fazer para ter uma previsão melhor dos custos. Por esses fatores, o mercado ainda não elevou completamente os preços da ação para o valor justo calculado.

Um ponto chave para o valor da Hypera Pharma foi o Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) distribuídos pela empresa no ano de 2020, se por um lado o fluxo de capital crescente disponibilizado para os detentores das ações reforça a solidez das operações e eficiência da gestão por outro aumenta o valor justo das ações da Hypera. Os dois movimentos são de suma importância para os investidores uma vez que o seu investimento pode estar retornado como

parte dos lucros da companhia como também da valorização das ações. Se a empresa não tivesse distribuído JSCP sua taxa média ponderada de capital (WACC) seria de 7,49% o que representaria um valor justo por ação de R\$ 40,45 uma vez que a taxa de desconto seria maior.

O trabalho, por ter sido realizado com base nas informações financeiras de 2020 e com fatos relevantes divulgados pela companhia ao longo do primeiro quadrimestre do ano de 2021, deve ser avaliado a luz do período compreendido e não com o momento atual de sua leitura, sendo de grande valia a atualização regular para verificar se as premissas de sustentação do crescimento aqui descritas continuam válidas e para acompanhar se as projeções das demonstrações de resultados aqui feitas estão minimamente parecidas ao ponto de o valor intrínseco da empresa não sofrer alterações bruscas durante o tempo.

Por fim, esse trabalho tem caráter acadêmico e não deve ser entendido como uma recomendação de investimento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRIGHAM, Eugene & GAPENSKI, c. Louis & EHRHARDT, C. Michael. **Administração Financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas 2012.

DAMODRAN, Aswath. **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. / (Aswath Damodaran; tradução Afonso Celso da Cunha Serra) – Rio de Janeiro: Editora LTC, 2018.

Prodanov, Cleber Cristiano. **Metodologia do trabalho científico [recurso eletrônico]: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico** / Cleber Cristiano Prodanov, Ernani Cesar de Freitas. – 2. ed. – Novo Hamburgo: Feevale, 2013.

SOUTE, Dione Olesczuk; MARINS, Eliseu; SCHVIRCK, Eliandro; MACHADO, Márci Regina C. Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. **Revista UnB Contábil**, Brasília, Universidade de Brasília – Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais, v.11, n.1-2, jan/dez. 2008, p 1-17

Links

CAMPANI, Carlos Heitor. Conceitos de Valuation: Como identificar um bom relatório de valuation? Investing, São Paulo, V1, p.1s-3s, 2020. Disponível em: <https://br.investing.com/analysis/como-identificar-um-bom-relatorio-de-valuation-200437393>. Acesso em 01 de fevereiro de 2021.

CAMPANI, Carlos Heitor. Conceitos de Valuation: Metodologia FCD – Taxa Ajustada ao risco e avaliação neutra ao risco. Investing, São Paulo, V1, p.1s-3s, 2020. Disponível em: <https://br.investing.com/analysis/metodologia-fcd-taxa-ajustada-ao-risco-e-avaliacao-neutra-ao-risco-200437499>. Acesso em 01 de fevereiro de 2021.

CAMPANI, Carlos Heitor. Conceitos de Valuation: O que é WACC? A formula do livro vale sempre? Investing, São Paulo, V1, p.1s-5s, 2020. Disponível em: <https://br.investing.com/analysis/wacc-o-que-ele--a-formula-do-livro-vale-sempre-200437624>. Acesso em 01 de fevereiro de 2021.

CAMPANI, Carlos Heitor. Conceitos de Valuation: WACC, fluxos de caixa e valuation: Um exemplo didático. Investing, São Paulo, V1, p.1s-6s, 2020. Disponível em: <https://br.investing.com/analysis/wacc-fluxos-de-caixa-e-valuation-um-exemplo-didatico-200437757>. Acesso em 01 de fevereiro de 2021.

CAMPANI, Carlos Heitor. Conceitos de Valuation: Valuation e WACC: Os cinco principais erros cometidos. Investing, São Paulo, V1, p.1s-3s, 2020. Disponível em: <https://br.investing.com/analysis/valuation-e-wacc-os-cinco-principais-erros-cometidos-200437881>. Acesso em 01 de fevereiro de 2021.

CAMPANI, Carlos Heitor. Conceitos de Valuation: Valuation opções reais: O avanço natural e necessário ao fluxo de caixa descontado. Investing, São Paulo, V1, p.1s-4s, 2020.

Disponível em: <https://br.investing.com/analysis/opcoes-reais-o-avanco-natural-e-necessario-ao-fluxo-de-caixa-descontado-200438030>. Acesso em 01 de fevereiro de 2021.

CAMPANI, Carlos Heitor. Conceitos de Valuation: Valuation: Com que taxa eu vou? Depende do risco do fluxo a ser descontado. Investing, São Paulo, V1, p.1s-3s, 2020. Disponível em: <https://br.investing.com/analysis/com-que-taxa-eu-vou--depende-do-risco-do-fluxo-a-ser-descontado-200438189>. Acesso em 01 de fevereiro de 2021.

CAMPANI, Carlos Heitor. Conceitos de Valuation: Valuation: Com que fluxo eu vou? APV, EVA, FTE e WACC (ainda!). Investing, São Paulo, V1, p.1s-3s, 2020. Disponível em: <https://br.investing.com/analysis/com-que-fluxo-eu-vou-apv-eva-fte-e-wacc-ainda-200438291>. Acesso em 01 de fevereiro de 2021.

Dados da empresa Hypera Pharma disponível em <https://ri.hypera.com.br> acessado em 28 de fevereiro de 2021 as 10:15

Dados históricos da variação percentual diária disponível em <https://br.advfn.com/> acessado em 23 de março de 2021 as 22:31

Lei das Sociedades Anônimas disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404compilada.htm acessado em 21 de março de 2021 as 19:28

Percentual da taxa Tbons 10y disponível em <https://br.investing.com/> acessado em 23 de março de 2021 as 22:40

Percentual de variação do índice de ações S&P 500 disponível em <https://br.investing.com/> acessado em 23 de março de 2021 as 22:41

Percentual do Risco Brasil disponível em <http://ipeadata.gov.br/Default.aspx> acessado no dia 23 de março de 2021 as 22:57

Taxa SELIC, Taxa CDI e taxa TR disponíveis em <https://www3.bcb.gov.br/CALCIDADAO/publico/corrigirPelaSelic.do?method=corrigirPelaSelic> acessado em 23 de março de 2021 as 23:03

6. APÊNDICES

Apêndice a - Cálculo do Fluxo de caixa operacional Líquido de 2021 a 2030 da Hypera Pharma

Período	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ano	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Capital de Giro Operacional (NOWC)	R\$ 1.985.128,14	R\$ 2.217.469,44	R\$ 2.482.648,23	R\$ 2.781.260,70	R\$ 3.120.174,77	R\$ 3.431.679,70	R\$ 3.699.599,06	R\$ 3.907.659,57	R\$ 4.040.496,72	R\$ 4.084.912,81
Caixa E Bancos	R\$ 40.692,38	R\$ 45.157,89	R\$ 50.203,76	R\$ 55.846,90	R\$ 62.198,83	R\$ 68.255,92	R\$ 73.786,50	R\$ 78.558,39	R\$ 82.354,02	R\$ 84.989,35
Contas a Receber	R\$ 2.257.251,92	R\$ 2.504.958,78	R\$ 2.784.858,47	R\$ 3.097.890,24	R\$ 3.450.238,83	R\$ 3.786.232,35	R\$ 4.093.019,87	R\$ 4.357.721,88	R\$ 4.568.269,59	R\$ 4.714.454,22
Estoques	R\$ 1.328.654,39	R\$ 1.474.458,59	R\$ 1.639.212,00	R\$ 1.823.467,48	R\$ 2.030.865,47	R\$ 2.228.636,60	R\$ 2.409.216,61	R\$ 2.565.024,42	R\$ 2.688.956,16	R\$ 2.775.002,76
Tributos a recuperar	R\$ 395.390,39	R\$ 438.779,84	R\$ 487.808,33	R\$ 542.640,38	R\$ 604.359,34	R\$ 663.213,47	R\$ 716.951,76	R\$ 763.318,15	R\$ 800.198,63	R\$ 825.804,99
Despesas Antecipadas	R\$ 285.444,05	R\$ 316.768,18	R\$ 352.163,30	R\$ 391.748,18	R\$ 436.304,93	R\$ 478.793,48	R\$ 517.588,74	R\$ 551.062,01	R\$ 577.687,13	R\$ 596.173,12
Outros	R\$ 157.283,47	R\$ 174.543,48	R\$ 194.046,66	R\$ 215.858,46	R\$ 240.409,82	R\$ 263.821,57	R\$ 285.198,27	R\$ 303.642,49	R\$ 318.313,28	R\$ 328.499,31
Dividendos Propostos a receber	R\$ 5.913,17	R\$ 6.562,07	R\$ 7.295,31	R\$ 8.115,34	R\$ 9.038,36	R\$ 9.918,54	R\$ 10.722,21	R\$ 11.415,63	R\$ 11.967,19	R\$ 12.350,14
Obrigações sociais e Trabalhistas	R\$ 323.909,97	R\$ 359.455,29	R\$ 399.620,19	R\$ 444.539,46	R\$ 495.100,60	R\$ 543.314,82	R\$ 587.338,06	R\$ 625.322,13	R\$ 655.535,20	R\$ 676.512,33
Fornecedores	R\$ 397.586,55	R\$ 441.217,00	R\$ 490.517,81	R\$ 545.654,42	R\$ 607.716,19	R\$ 666.897,23	R\$ 720.933,99	R\$ 767.557,92	R\$ 804.643,26	R\$ 830.391,84
Dividendos e JCP a Pagar	R\$ 734.453,65	R\$ 800.554,48	R\$ 872.604,38	R\$ 951.138,77	R\$ 1.036.741,26	R\$ 1.130.047,98	R\$ 1.231.752,30	R\$ 1.342.610,00	R\$ 1.463.444,90	R\$ 1.595.154,94
Contas a pagar	R\$ 394.287,98	R\$ 437.556,45	R\$ 486.448,24	R\$ 541.127,41	R\$ 602.674,30	R\$ 661.364,34	R\$ 714.952,79	R\$ 761.189,90	R\$ 797.967,56	R\$ 823.502,52
Cessão de créditos por Fornecedores País	R\$ 231.661,31	R\$ 257.083,41	R\$ 285.809,46	R\$ 317.935,85	R\$ 354.097,31	R\$ 388.580,26	R\$ 420.065,80	R\$ 447.232,11	R\$ 468.840,58	R\$ 483.843,48
Cessão de créditos por Fornecedores Exterior	R\$ 403.602,17	R\$ 447.892,76	R\$ 497.939,51	R\$ 553.910,36	R\$ 616.911,15	R\$ 676.987,61	R\$ 731.841,97	R\$ 779.171,34	R\$ 816.817,79	R\$ 842.955,95

Fonte – Elaborado pelo autor

Apêndice b - Cálculo do Valor Presente Líquido dos Fluxos de caixa Livres projetados da Hypera Pharma

Ano	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Período	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Receita de vendas	R\$ 5.900.000,00	R\$ 6.547.455,64	R\$ 7.279.056,83	R\$ 8.097.258,56	R\$ 9.018.226,53	R\$ 9.896.445,64	R\$ 10.698.326,17	R\$ 11.390.203,67	R\$ 11.940.532,82	R\$ 12.322.629,87
Custo dos Bens Vendidos	-R\$ 1.877.806,93	-R\$ 2.083.874,17	-R\$ 2.316.722,60	-R\$ 2.577.133,60	-R\$ 2.870.252,25	-R\$ 3.311.527,75	-R\$ 3.754.721,11	-R\$ 4.183.723,69	-R\$ 4.581.038,82	-R\$ 4.929.051,95
Resultado Bruto	R\$ 4.022.193,07	R\$ 4.463.581,47	R\$ 4.962.334,23	R\$ 5.520.124,96	R\$ 6.147.974,28	R\$ 6.584.917,89	R\$ 6.943.605,07	R\$ 7.206.479,98	R\$ 7.359.494,00	R\$ 7.393.577,92
Despesas/Receitas operacionais	R\$ 2.065.000,00	R\$ 2.209.766,28	R\$ 2.365.693,47	R\$ 2.530.393,30	R\$ 2.705.467,96	R\$ 2.968.933,69	R\$ 3.209.497,85	R\$ 3.417.061,10	R\$ 3.582.159,85	R\$ 3.696.788,96
Outras Receitas operacionais	R\$ 237.284,00	R\$ 237.284,00	R\$ 237.284,00	R\$ 237.284,00	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
EBIT	R\$ 2.194.477,07	R\$ 2.491.099,19	R\$ 2.833.924,76	R\$ 3.227.015,66	R\$ 3.442.506,32	R\$ 3.615.984,20	R\$ 3.734.107,21	R\$ 3.789.418,88	R\$ 3.777.334,16	R\$ 3.696.788,96
CAPEX	R\$ 600.000,00	R\$ 633.648,38	R\$ 669.183,78	R\$ 706.712,02	R\$ 746.344,88	R\$ 788.200,37	R\$ 832.403,14	R\$ 879.084,83	R\$ 928.384,46	R\$ 980.448,85
NOPAT	R\$ 1.922.109,58	R\$ 2.161.269,63	R\$ 2.465.302,64	R\$ 2.764.478,62	R\$ 2.922.113,70	R\$ 2.397.519,12	R\$ 2.465.201,27	R\$ 2.501.470,22	R\$ 2.493.257,55	R\$ 2.439.880,71
NOWC	R\$ 1.985.128,14	R\$ 2.217.469,44	R\$ 2.482.648,23	R\$ 2.781.260,70	R\$ 3.120.174,77	R\$ 3.431.679,70	R\$ 3.699.599,06	R\$ 3.907.659,57	R\$ 4.040.496,72	R\$ 4.084.912,81
Total de capital operacional Líquido	R\$ 10.728.801,75	R\$ 11.605.951,67	R\$ 12.552.100,36	R\$ 13.569.871,95	R\$ 14.668.276,04	R\$ 15.781.863,66	R\$ 16.896.847,01	R\$ 17.999.475,39	R\$ 19.077.048,35	R\$ 20.119.181,62
Investimento Líquido em capital operacional	R\$ 1.382.600,75	R\$ 877.149,93	R\$ 946.148,69	R\$ 1.017.771,59	R\$ 1.098.404,09	R\$ 1.113.587,62	R\$ 1.114.983,35	R\$ 1.102.628,38	R\$ 1.077.572,96	R\$ 1.042.133,27
FCLE	R\$ 539.508,84	R\$ 1.284.119,71	R\$ 1.519.153,95	R\$ 1.746.707,03	R\$ 1.823.709,61	R\$ 1.283.931,50	R\$ 1.350.217,92	R\$ 1.398.841,84	R\$ 1.415.684,59	R\$ 1.397.747,44
Valor terminal										R\$ 38.111.501,17
										R\$ 39.509.248,62

Fonte – Elaborado pelo autor (2021)