

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

O IMPACTO DO BENEFÍCIO FISCAL DO ICMS NAS
EMPRESAS BRASILEIRAS: UM ESTUDO DE CASO DA
HYPERMARCAS S.A



Aluna: Ana Clara Biolchini

Nº Matrícula: 1113505

Orientador: Vinicius Nascimento Carrasco

Coordenador de Monografia: Márcio Gomes Pinto Garcia

Junho 2015

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

O IMPACTO DO BENEFÍCIO FISCAL DO ICMS NAS
EMPRESAS BRASILEIRAS: UM ESTUDO DE CASO DA
HYPERMARCAS S.A



Aluna: Ana Clara Biolchini

Nº Matrícula: 1113505

Orientador: Vinicius Nascimento Carrasco

Coordenador de Monografia: Márcio Gomes Pinto Garcia

Junho 2015

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e não recorri para realiza-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Ana Clara Calcado Biolchini

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

Sumário

| | |
|--|----|
| 1. Introdução..... | 7 |
| 2. Motivação..... | 10 |
| 3. Aspectos Gerais do ICMS: Imposto sobre Operações relativas à Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação..... | 12 |
| 3.1 Principais aspectos do ICMS..... | 12 |
| 3.2 O benefício fiscal do ICMS..... | 14 |
| 3.2.1 ICMS: o caso da Hypermarchas..... | 14 |
| 3.3 Discussão de unificação do ICMS..... | 15 |
| 3.3.1 O impacto na Hypermarchas..... | 16 |
| 4. Métodos de avaliação de empresas..... | 17 |
| 4.1 Introdução aos métodos de avaliação de empresas..... | 17 |
| 4.2 Análise dos demonstrativos financeiros..... | 17 |
| 4.2.1 Principais Índices Financeiros..... | 20 |
| 4.2.1.1 Margens..... | 20 |
| 4.2.1.2 Índices de retorno..... | 21 |
| 4.2.1.3 Ciclo de conversão de caixa..... | 21 |
| 4.2.1.4 Fluxo de caixa descontado..... | 22 |
| 4.2.1.4.1 Elaboração de premissas..... | 24 |
| 4.3 Análise relativa..... | 25 |
| 4.3.1 Múltiplos..... | 25 |

| | |
|---|----|
| 4.3.1.1 Índices de preço-lucro..... | 26 |
| 4.3.1.1.1 Índices de preço-lucro para a Hypermarcas..... | 26 |
| 5. Hypermarcas: um estudo de caso..... | 28 |
| 5.1 Segmentos de atuação..... | 28 |
| 5.1.1 Consumo..... | 29 |
| 5.1.1.1 Concorrência..... | 31 |
| 5.1.2 Farma..... | 35 |
| 5.1.2.1 O mercado farmacêutico brasileiro..... | 35 |
| 5.1.2.2 Portfólio de produtos da empresa..... | 37 |
| 5.1.2.2.1 OTC..... | 37 |
| 5.1.2.2.2 Genéricos e Similares..... | 38 |
| 5.1.2.3 Concorrência..... | 39 |
| 5.2 Análise quantitativa e qualitativa do impacto do ICMS na empresa..... | 39 |
| 5.3 Análise fundamentalista da empresa..... | 40 |
| 6. Conclusão..... | 43 |
| 7. Referências Bibliográficas..... | 44 |
| 8. Anexos..... | 47 |
| 8.1 Anexo 1: Lei do Estado de Goiás que dispõe sobre o tratamento tributário do ICMS dispensado ao grupo econômico..... | 47 |
| 8.2 Anexo 2: Proposta de solução para a guerra fiscal divulgada pelo CONFAZ..... | 51 |
| 8.3 Anexo 3: O modelo da empresa..... | 55 |

Lista de Tabelas

Tabela 1: Arrecadação do ICMS | valores correntes 2013

Tabela 2: Redução gradual das alíquotas de ICMS

Tabela 3: A estrutura de uma DRE

Tabela 4: A estrutura de um Balanço Patrimonial

Tabela 5: Fluxos de caixa

Tabela 6: WACC da Hypermarcas

Tabela 8: Índice preço-lucro Hypermarcas e *peers*

Tabela 9: Crescimento dos Mercados | Hypermarcas

Tabela 10: Localização das plantas das concorrentes no segmento de consumo da
Hypermarcas

Tabela 11: Histórico de *M&A* das farmácias

Tabela 12: Venda de genéricos, em reais

Tabela 13: Localização das plantas das concorrentes no segmento de farma da
Hypermarcas

Tabela 14: Benefício fiscal/LL da Hypermarcas

Tabela 15: Hypermarcas: Repasse de preço necessário para compensar o fim do
benefício fiscal do ICMS nos moldes sugeridos pelo CONFAZ

Lista de Gráficos

Gráfico 1: Taxa de desemprego

Gráfico 2-12: Histórico de *market share* das categorias de consumo da Hypermarchas

Lista de Figuras

Figura 1: Apresentação que o ministro Joaquim Levy fez a Câmara dos Deputados em Abril de 2015

Figura 2: 3 maiores *players* no mercado de HPC

Figura 3: Portfólio de produtos de consumo da Hypermarchas

Figura 4: Evolução do mercado farmacêutico brasileiro

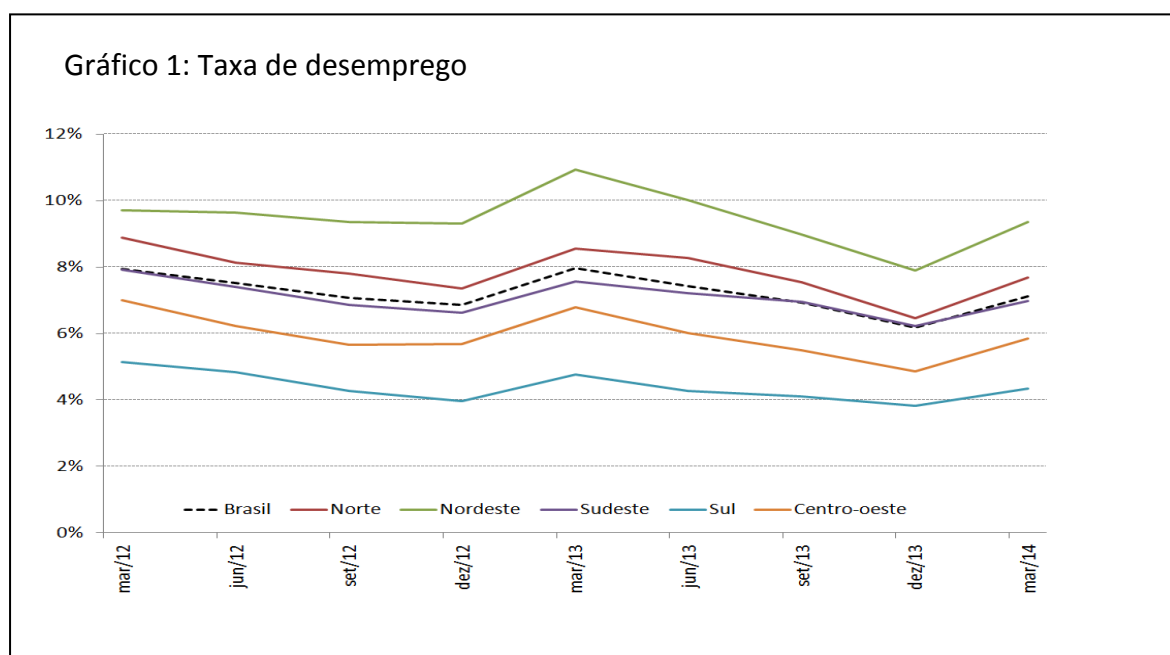
Figura 5: Drivers de mercado | Farma

Figura 6: OTC: Principais marcas da Hypermarchas

1. Introdução

O Brasil é um país com grandes desigualdades sociais, enxergamos no país um claro desequilíbrio entre as regiões. Em uma economia regional o fator trabalho tem livre circulação, sendo assim a mão de obra irá para onde tiver oportunidades de emprego que aumentem seu bem-estar. Teoricamente, como dentro do país há livre circulação de mão de obra não deveríamos ter diferentes rendas per capita uma vez que essa diferença seria eliminada por meio da migração. Porém temos que considerar os outros fatores de produção, há diferenças na dotação de infraestrutura entre as regiões. Como a logística no nosso país é precária, a migração de capital é impactada negativamente.

O gráfico 1 mostra as diferentes taxas de desemprego nas regiões, o que sugere que no nosso país não temos migração eficiente de mão de obra.



Fonte: Pnad, elaboração gráfica: própria

Governadores buscam melhorar a renda da população de sua região e a arrecadação, esses objetivos incluem maximizar os investimentos na região e gerar renda e emprego para suas unidades. Mas esses mecanismos muitas vezes retira a competitividade do país e leva a escolhas ineficientes quando olhamos para o país como um todo. Sendo assim, investigar esse tema como trabalho de conclusão de curso de

economia justifica-se ao passo que, além de ser um tema recorrente e com efeitos reais na vida econômica-jurídica de pessoas e empresas, permeia o principal tributo do Sistema Tributário Nacional. O Imposto sobre Operações relativas à Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação (ICMS) é estabelecido por cada Estado, o que gera as distorções e conflitos de interesses entre estados levando a Guerra Fiscal.

Tabela 1: Arrecadação do ICMS, valores correntes 2013

| Arrecadação do ICMS | |
|-------------------------------|--------------------|
| valores correntes 2013 | |
| Norte | 21.824.856 |
| % total | 6,1% |
| Nordeste | 57.418.861 |
| % total | 16,0% |
| Sudeste | 187.310.601 |
| % total | 52,3% |
| Sul | 58.829.642 |
| % total | 16,4% |
| Centro-Oeste | 32.664.232 |
| % total | 9,1% |
| Brasil | 358.048.192 |

Fonte: Confaz, elaboração própria

Por sua relevância, o ICMS é usado para ser catalisador de recursos e importante moeda de troca na atração dos investimentos produtivos. Com isso, a guerra fiscal entre Governos do país é travada. As empresas privadas buscam constantemente a lucratividade, portanto o empresário busca alocar eficientemente os recursos produtivos. Por via de regra, o tributo deve ser suficiente para prover recursos para o Estado, porém sem inibir a atividade econômica ou desestimular a geração de riqueza. Além disso, é necessário que o tributo não traga alocações ineficientes. Isto é, que os empreendimentos sejam realizados nos locais mais promissores e economicamente viáveis. Através deste trabalho vou tentar argumentar como benefícios fiscais concedidos por alguns Estados não só geram alocações ineficiente de recursos como também perda de arrecadação para a soma de todos Estados. Pretendo mostrar que não só muitas empresas estariam com custos menores (excluindo o efeito do benefício fiscal) se alocadas em outras regiões, como também o sistema como um todo perde

tributos. Acredito que poderia ser mais eficiente manter as tributações fixas e criar transferências de rendas de Estados desenvolvidos para os em desenvolvimento, ao invés dos em desenvolvimento concederem tantos benefícios fiscais.

Pretendo mostrar também como o lucro de muitas empresas advém somente do incentivo, o que sugere que há uma alocação não eficiente. Gostaria de argumentar também que apesar do assunto ser amplamente discutido parece que o mercado financeiro, que muitas vezes é tratado como eficiente, não precifica tais distorções nas empresas. Muitas vezes pagando grandes prêmios para empresas que tem grande parte do seu lucro vindo de um incentivo fiscal que está sobre discussão mudar.

2. Motivação

Como já ressaltado acima, o ICMS é um dos impostos mais relevantes para os Estados, portanto sua análise é fundamental para entender as distorções que ele pode gerar na alocação de recursos. Podemos enxergar a relevância desse imposto ao notar que ele estava presente em todos os debates da eleição presidencial de 2014, “Tanto o candidato Tucano Aécio Neves (PSDB) como a candidata Marina Silva (PSB) elegeram a reforma tributária como prioridade. A presidente Dilma quer dar uma resposta mais rápida aos ataques da oposição e, se eleita, pretende dar prioridade às mudanças.¹”

Atualmente o fim da guerra fiscal está como prioridade na pauta no ministro da fazenda, Joaquim Levy, o mesmo publica o tema como uma das prioridades em suas apresentações. Em entrevista à Folha de São Paulo o ministro detalhou como ele enxerga a solução para a Guerra fiscal, usarei suas premissas e o que o CONFAZ sugere como premissas para o modelo que irá a estimar o impacto na Hypermarchas;

“A expectativa é que a reunião de hoje sirva para que se chegue a um acordo sobre três pontos. O primeiro é o reconhecimento dos benefícios fiscais concedidos até o momento, com o período de transição para que eles deixem de valer. O segundo é a unificação e redução das alíquotas de ICMS, o que vai gerar perdas a algumas regiões.

O governo federal entraria como os recursos para um fundo de compensações e outro para investimento em infraestrutura.

“Vamos tentar ver como amortizar eventuais perdas (com a reforma do ICMS), especialmente de Estados mais frágeis e que têm menor capacidade de resposta.”

“A União, dentro de sua realidade fiscal, não vai virar as costas aos Estados nesse momento. Se houver hoje um compromisso, certamente, nas próximas semanas, vamos encontrar um meio”, afirmou.”²

¹ Reportagem da Agência do Estado

² Entrevista Joaquim Levy – Folha de São Paulo

Figura 1: Apresentação que o ministro Joaquim Levy fez na câmara dos Deputados em Abril de 2015

Eixos de crescimento

30

Agenda de competitividade

- Maior participação do País nos fluxos de comércio
- Facilitação de comércio (RECOF) e financiamento
- Abertura de mercados
- Educação & Inovação

Agenda Tributária e Financeira

- Reforma do PIS-COFINS
- Harmonização da Tributação da Poupança
- Apoio à reforma do ICMS
- BNDES dinamizando o mercado de capitais

Combater o patrimonialismo e fortalecer o Estado para oferecer à sociedade serviços de qualidade e zelar pela manutenção de um ambiente econômico competitivo, moldado em instituições de governança sólidas, com predomínio do mérito e da eficiência em prol de ganhos de produtividade e renda para a sociedade e a população brasileira

Fonte: Arko

Dado a importância política que está sendo dada a este imposto parece razoável problematizar ele e supor que possa haver mudanças. Nessa monografia pegaremos uma empresa como estudo de caso para fazer o nosso ponto de que o incentivo (redução de ICMS em alguns Estados para atrair empresas) gera ineficiências e distorções, e que isso não está corretamente precificado no mercado financeiro.

3. Aspectos Gerais do ICMS: Imposto sobre Operações relativas à Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação

3.1. Principais aspectos do ICMS

O ICMS de acordo com a Lei Kandir, artigo 2, incide sobre:

“I - operações relativas à circulação de mercadorias, inclusive o fornecimento de alimentação e bebidas em bares, restaurantes e estabelecimentos similares;

II - prestações de serviços de transporte interestadual e intermunicipal, por qualquer via, de pessoas, bens, mercadorias ou valores;

III - prestações onerosas de serviços de comunicação, por qualquer meio, inclusive a geração, a emissão, a recepção, a transmissão, a retransmissão, a repetição e a ampliação de comunicação de qualquer natureza;

IV - fornecimento de mercadorias com prestação de serviços não compreendidos na competência tributária dos Municípios;

V - fornecimento de mercadorias com prestação de serviços sujeitos ao imposto sobre serviços, de competência dos Municípios, quando a lei complementar aplicável expressamente o sujeitar à incidência do imposto estadual.

§ 1º O imposto incide também:

I – sobre a entrada de mercadoria ou bem importados do exterior, por pessoa física ou jurídica, ainda que não seja contribuinte habitual do imposto, qualquer que seja a sua finalidade; (*Redação dada pela Lcp 114, de 16.12.2002*)

II - sobre o serviço prestado no exterior ou cuja prestação se tenha iniciado no exterior;

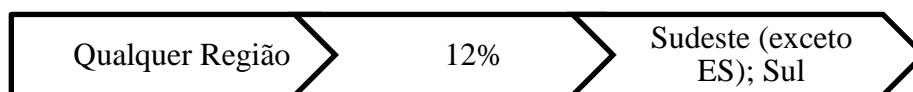
III - sobre a entrada, no território do Estado destinatário, de petróleo, inclusive lubrificantes e combustíveis líquidos e gasosos dele derivados, e de energia elétrica, quando não destinados à comercialização ou à industrialização, decorrentes de operações interestaduais, cabendo o imposto ao Estado onde estiver localizado o adquirente.

§ 2º A caracterização do fato gerador independe da natureza jurídica da operação que o constitua.”

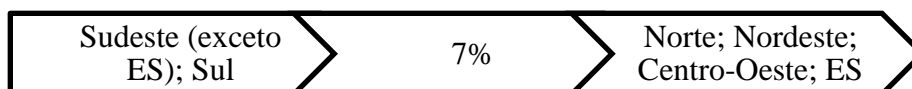
O ICMS incide tanto nas operações interestaduais como nas internas – operações em que o vendedor e o adquirente da mercadoria encontram-se situados no mesmo Estado. Sendo assim, é importante diferenciar as alíquotas internas, usada nas operações internas, das alíquotas externas, usadas em operações interestaduais.

Alíquotas Interestaduais:

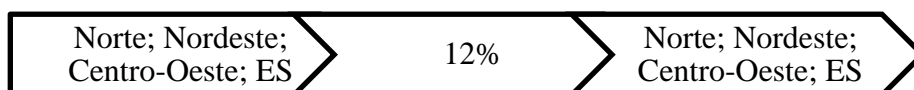
I) Regra Geral:



II) Regra dos Desiguais:



III) Regra dos Iguais:



Nas operações interestaduais, as alíquotas vão ser de 12% ou 7%, de acordo com o Estado de destino (onde se situa o comprador) e o Estado de origem (onde se situa o vendedor). Existe essa diferença nas alíquotas interestaduais uma vez que as mesmas foram estabelecidas para privilegiar as regiões com menor desenvolvimento econômico. Isso é fundamental dada a não cumulatividade do imposto, isso é, os créditos do ICMS são abatidos da alíquota de entrada.

Por outro lado, as alíquotas internas são estabelecidas por lei estadual. Isso significa que cada Estado é livre para fixar as suas próprias alíquotas internas dentro dos limites previstos na constituição federal. A principal limitação estabelecida é que as alíquotas internas não podem ser inferiores às alíquotas interestaduais, salvo acordado entre Estados mediante convênio.

Para ilustrar como o imposto funciona, segue um exemplo de uma venda de mercadoria da Hypermarcas (fábrica e CD em Goiás) para Drograria Raia (SP):

- Alíquota interestadual = 12% (regra geral, de Goiás – Centro-Oeste - para SP – Sudeste.)
- Alíquota interna de SP para medicamentos: 18%
- Neste caso, se não houvesse nenhum benefício fiscal, seria pago 12% de imposto para o Estado de Goiás e em SP seria pago $18-12\%=6\%$ de imposto.

3.2 O benefício fiscal do ICMS

O benefício fiscal do ICMS é um desconto na alíquota interestadual concedido pelo estado de origem, que receberia o montante do imposto, e existem dois tipos de benefícios. O benefício pode ser considerado subvenção ao investimento, no caso em que o Estado exige um investimento mínimo em troca, ou apenas um benefício de custeio. A principal diferença entre os tipos de benefício é que no caso da subvenção ao investimento a empresa se compromete a fazer um dado investimento no Estado (muitas vezes construir suas fábricas na região e empregar um número mínimo de funcionários) a vantagem é que nesse caso o benefício fiscal é excluído da base de cálculo do imposto de renda. Por outro lado, o benefício via ajuda no custeio não obriga a empresa a fazer um dado investimento, mas por outro lado o benefício gerado é tributado. O benefício fiscal da Hypermarchas é subvenção ao investimento, portanto é excluído da base de cálculo do imposto de renda da empresa.

3.2.1 ICMS: o caso da Hypermarchas

As plantas de produção da Hypermarchas com benefício fiscal estão localizadas em Goiás, sendo assim a legislação Estadual do benefício que elas estão submetidas são as de Goiás. (Anexo 1, Lei do benefício fiscal do ICMS de Goiás). De acordo com a lei, “A concessão do benefício fiscal da redução da base de cálculo e do crédito outorgado não pode resultar em carga tributária efetiva inferior a 2% (dois por cento).”, então dada as restrições de investimentos estabelecidas pelo Estado, ele pode conceder até 10% (12%-2%) da receita bruta de benefício fiscal para as empresas.

O contrato da Hypermarchas com o governo de Goiás não é público, portanto temos que estimar a magnitude do benefício que a empresa tem considerando a restrição de no máximo 10% da receita bruta. A conta foi feita considerando estimativas do percentual das fábricas da empresa que estavam em Goiás em média a cada ano e o benefício de ICMS que estava sendo abatido da base de cálculo do imposto de renda da empresa (divulgado no ITR e DFP). Como sabemos que 100% do benefício da empresa é subvenção ao investimento, para quantificarmos o benefício basta dividir por 34% (alíquota de Imposto de Renda) o valor que está sendo abatido do imposto de renda. Uma vez que temos o benefício de ICMS e o % das fábricas em Goiás, conseguimos

estimar o benefício considerando somente as fábricas em Goiás e então extrapolar para o cenário em que a empresa terá todas suas operações em Goiás, que pelas minhas estimativas deveria ocorrer em 2016. A conclusão é que a empresa tem 8,5% de benefício fiscal.

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | |
|----------------------------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Benefício de ICMS | - | 197.721 | 193.306 | 282.285 | 417.876 | 485.768 | 541.689 |
| % rec. bruta | -4,8% | 4,2% | 5,7% | 7,8% | 8,3% | 8,5% | |
| % rec. Liq | -5,9% | 5,0% | 6,6% | 8,9% | 9,4% | 9,6% | |
| % rec. Liq das fábricas em Goiás | | 11,2% | 8,3% | 9,6% | 9,6% | 9,6% | |
| % das fábricas em Goiás | 11% | 44% | 79% | 93% | 98% | 100% | |
| Consumo | 0% | 17% | 64% | 88% | 95,6% | 100% | |
| Farma | 22% | 68,5% | 92,7% | 98% | 100% | 100% | |

Fonte: DFP Hypermarchas, elaboração própria

Considerando 8,5% de benefício fiscal, para ilustrar como o benefício fiscal funciona, vamos pegar o mesmo exemplo da venda de um produto da Hypermarchas (fábrica e CD em Goiás) para Drograria Raia (SP):

- Alíquota interestadual = 12% (regra geral, de Goiás – Centro-Oeste - para SP – Sudeste.)
- Alíquota interna de SP para medicamentos: 18%
- Benefício fiscal da Hypermarchas: 8,5%
- Arrecadação de Goiás: $12\% - 8,5\% = 4\%$
- Arrecadação de SP: $18\% - 12\% = 6\%$
- Arrecadação total do sistema: 10%
- Perda de arrecadação total do sistema: 8,5%

3.3 Discussão de unificação do ICMS

A última proposta divulgada (Anexo 2), foi feita pelo Confaz e aprovada na comissão de assuntos econômicos. As principais sugestões que a proposta tras são:

- (i) A criação dos fundos de compensação com recursos federais para compensar com Estados que tiverem perda de arrecadação e para desenvolvimento regional com o objetivo de fomentar o investimento.
- (ii) A concessão do perdão de todos os créditos de ICMS passados que não tinham aprovação do Confaz e que forem aprovados com maioria de 2/3.
- (iii) As empresas ainda poderão usufruir dos benefícios existentes pelo prazo de:

- a. 15 anos contados a partir do início da vigência dessa proposta para aqueles que forem destinados ao fomento das atividades de agropecuária, industrial e investimento em infraestrutura rodoviária, aquaviária, ferroviária, aeroportuária e de transporte urbano;
- b. 8 anos contados a partir do início da vigência dessa proposta para investimentos portuários e aeroportuários vinculados ao comércio exterior;
- c. 3 anos contados a partir do início da vigência dessa proposta para atividades com produtos agropecuários e extrativos vegetais in natura;
- d. 1 ano contado a partir do início da vigência dessa proposta para demais atividades.

Tabela 2: Redução gradual das alíquotas de ICMS:

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Regime normal | 12% | 11% | 10% | 9% | 8% | 7% | 6% | 5% | 4% |
| S e SE (ex-ES) p/ N, NE, CO e ES | 7% | 6% | 5% | 4% | | | | | |
| Caso especial 1 | 12% | 11% | 10% | 9% | 8% | 7% | | | |
| Caso especial 2 | 7% | 6% | 5% | 4% | | | | | |
| Caso especial 3 | 12% | 11% | 10% | | | | | | |
| Caso especial 4 | 12% | 11% | 10% | 9% | 8% | 7% | | | |
| Caso especial 5 | 12% | 11% | 10% | | | | | | |

Caso especial 1 => Produtos agropecuários e industrializados produzidos no N, NE, CO e ES destinados ao S, SE (ex-ES)

Caso especial 2 => Operações com gás natural (nacional ou importado) vindo do S, SE (ex-ES) p/ o N, NE, CO e ES

Caso especial 3 => Operações com gás natural (nacional ou importado) vindo do N, NE, CO e ES destinados ao S, SE (ex-ES)

Caso especial 4 => Produtos de informática produzidos na Zona Franca de Manaus

Caso especial 5 => Demais produtos produzidos na Zona Franca de Manaus

Fonte: proposta divulgada pelo CONFAZ (anexo 2), elaboração própria

(A Hypermarchas se encaixa no caso 1)

3.3.1 O impacto na Hypermarchas

Como demonstrado anteriormente, o Estado de Goiás tem uma lei que permite que ele tenha uma arrecadação mínima de 2%. Se a alíquota interestadual de Goiás para a Hypermarchas (caso 1) fosse de 12% para 7%, o espaço que o estado teria para conceder benefício fiscal iria de 10% (12%-2%) para 5% (7%-2%). Como a Hypermarchas, de acordo com as contas expostas acima tem 8,5% de benefício fiscal, se passasse o que está sendo discutido a empresa passaria a ter no máximo 5% e então perderia 3,5%.

4. Métodos de Avaliação de empresas

4.1 Introdução aos métodos de avaliação de empresas

Neste capítulo serão apresentados e discutidos aspectos conceituais relacionados ao método de análise que utilizaremos para analisar a empresa e o impacto do benefício fiscal do ICMS.

Existem duas abordagens de avaliação: intrínseca e relativa. Na avaliação relativa, estimamos o valor do ativo com base nos preços de mercado de ativos semelhantes. Pode-se dizer que tal abordagem é relevante por conta de nos levar a estimativas mais realistas do valor de mercado. Já a avaliação intrínseca parte do pressuposto que o valor de um ativo é determinado pelos fluxos de caixa que se espera que sejam gerados pelo bem durante sua vida útil e pelo grau de incerteza a eles associados. Ambas abordagens são importantes e devem ser utilizadas na avaliação do mesmo investimento.

4.2 Análise dos demonstrativos financeiros

Independentemente do método utilizado para avaliar uma empresa, primeiramente, é muito importante à análise das Demonstrações de Resultado do Exercício e do Balanço Patrimonial.

O DRE fornece um resumo financeiro dos resultados operacionais da empresa durante um determinado período. Ou seja, o DRE mostra o estoque do saldo das contas de receita, custos, despesas... Seu principal objetivo é demonstrar a composição do lucro líquido contábil da companhia. No caso da Hypermarcas, assim como das demais empresas abertas em bolsa no Brasil, temos esses dados com a periodicidade trimestral.

Tabela 3: A estrutura de uma DRE:

| |
|---|
| Receita Bruta |
| (-) deduções |
| Receita Líquida |
| (-) Custos |
| Lucro Bruto |
| (-) Despesas (vendas, administrativas e outras) |
| Ebit |
| (-/+ Resultado Financeiro |
| LAIR (Lucro antes do imposto de renda) |
| (-) IR |
| Lucro Líquido |

Elaboração própria

O DRE é apresentado em geral na forma vertical, conforme na tabela acima, iniciando pelas Receitas Brutas da empresa e, depois de se subtrair os custos e despesas, chegamos ao resultado final. Se for negativo, não é um bom sinal, a empresa apresentou prejuízo no exercício. Caso contrário, houve lucro.

O Ebit (sigla do inglês para *Earnings Before Interests and Taxes*), fazem referência ao lucro operacional. Como o lucro operacional vem antes do resultado financeiro e imposto de renda, ele reflete a eficiência da companhia em gerir a totalidade do negócio, independentemente de sua alavancagem financeira. Essa medida é muito usada para comparar a eficiência entre empresas que atuam em um mesmo setor da economia.

Outra medida semelhante ao EBIT muito usada por analistas e contadores é o EBITDA (sigla do inglês para *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*). A única diferença que essa medida tem para o EBIT é o fato de não considerar a depreciação e amortização da empresa.

O Balanço Patrimonial é uma descrição resumida da posição financeira da empresa em uma data específica, é uma figura estática. O Balanço é o demonstrativo que apresenta o saldo de bens, direitos e obrigações da empresa em uma determinada data. Divide-se em duas partes: ativos, que se subdivide em circulante e não circulante (ativos de longo prazo, menos liquidez, composto por todos os bens e direitos realizáveis no espaço de tempo superior a 12 ou aqueles que não se destinam a se tornarem líquidos,

sendo sua venda uma ocorrência eventual), e passivo, que também se subdivide em circulante e não circulante e patrimônio líquido, que representa o valor que pertence aos acionistas da empresa.

Tabela 4: A estrutura de um Balanço Patrimonial

| | |
|---|--|
| <p>Circulante (As disponibilidades, os direitos realizáveis no curso do exercício social subsequente e as aplicações de recursos em despesas do exercício seguinte – liquidez imediata e curto prazo)</p> <ul style="list-style-type: none"> - Disponível - Contas a receber - Estoque - Despesas do exercício seguinte <p>Não circulante</p> <p>Realizável ao longo prazo (Direitos realizáveis após o término do exercício seguinte)</p> <ul style="list-style-type: none"> - Contas a receber - Investimentos - Despesas de exercício futuro <p>Permanente (Recursos aplicados na empresa de maneira permanente)</p> <ul style="list-style-type: none"> - Investimentos - Imobilizado - Diferido <p>Total de Ativo</p> | <p>Passivo Circulante (Obrigações que vencem no curso do exercício seguinte)</p> <ul style="list-style-type: none"> - Obrigação a fornecedores - Obrigação financeiras - Obrigação fiscais - Obrigação trabalhistas - Outras obrigações <p>Passivo Não circulante</p> <p>Exigível a longo prazo (Obrigações que vencem após curso do exercício seguinte)</p> <ul style="list-style-type: none"> - Obrigação a fornecedores - Obrigação financeiras - Outras obrigações <p>Resultado de Exercícios Futuros</p> <p>Patrimônio Líquido</p> <ul style="list-style-type: none"> - Capital Social - Reservas - Lucro ou prejuízos acumulados <p>Total de Passivo</p> |
|---|--|

Fonte: http://www.geocities.ws/prof_dirceu/contabilidade.htm

O Ativo compreende todos os bens e direitos de propriedade da empresa, mensuráveis monetariamente, que representam benefícios presentes ou futuros à empresa. Já o passivo mostra toda a obrigação que a empresa tem com terceiros.

É importante ressaltar a diferença entre os demonstrativos, se por um lado a DRE é uma conta de estoque, o BP é uma conta de fluxo, que traz apenas informações de uma data específica.

4.2.1 Principais índices financeiros

Utiliza-se informações da DRE e do Balanço de Pagamentos para se analisar a saúde de uma dada empresa. Mas alguns índices financeiros também devem ser acompanhados, entrarei mais no detalhe dos índices que depois iremos destrinchar na análise da Hypermarcas.

4.2.1.1 Margens

As margens, como a maioria dos índices, são cálculos simples que dão uma visão muito clara da eficiência das operações da empresa. O conceito de margem indica o que representam o resultado bruto, operacional e líquido da empresa relativamente à sua receita líquida. Ou seja, mostram quanto da receita da empresa vira lucro e quanto vira custo/despesa. Para se chegar aos valores de margem basta dividir o lucro que se deseja analisar (bruto, operacional ou líquido) pela receita líquida da empresa.

$$\text{Margem Bruta} = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita líquida}} \times 100$$

A Margem Bruta mostra quanto o empresário conseguiu gerar nas operações em relação a seu faturamento. Esse indicador mensura a eficiência da empresa no processo de produção. Ele indica quanto do dinheiro que entrou virou lucro bruto para cada 100 reais vendidos. Vale ressaltar que alguns segmentos pela estrutura do negócio leva a empresa a ter margens brutas mais elevadas, isso acontece, por exemplo, em itens de maior valor agregado ou que a marca seja muito forte. No caso da Hypermarcas iremos observar que o segmento de farma tem uma margem muito mais alta que o negócio de consumo.

$$\text{Margem Ebitda} = \frac{\text{Ebitda}}{\text{Receita líquida}} \times 100$$

A Margem Ebitda mostra o quanto a empresa teve de resultado depois de descontarmos os custos e despesas mas antes da depreciação em relação à sua receita. Ou seja, indica quanto a empresa gerou de Ebitda para cada 100 reais de vendas.

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita líquida}} \times 100$$

A Margem Líquida analisa a última linha do DRE. Mostra quando sobrou de dinheiro para a empresa após todas as deduções de custos e despesas, para cada 100 reais de venda. Representa a porcentagem das vendas que sobra para a empresa decidir entre o reinvestimento e a distribuição de dividendos.

Quanto maior os percentuais das margens melhor, pois uma parcela maior do faturamento da empresa vira lucro.

4.2.1.2 Índices de Retorno

Os principais índices de retorno são: ROE (*Return On Equity*, que significa o retorno sobre o capital próprio) e ROIC (*Return On Invested Capital*, que significa retorno sobre o capital investido).

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}}$$

O ROE mede a rentabilidade dos recursos aplicados pelos acionistas da companhia, ou seja, quanto do dinheiro investido pelos acionistas virou lucro líquido. O indicador deve ser comparado sempre ao chamado custo de capital próprio.

$$\text{ROIC} = \frac{\text{Lucro Líquido} - \text{Dividendos}}{\text{Dívida} + \text{Equity}}$$

O ROIC mensura a rentabilidade dos recursos aplicados pelos acionistas e credores da empresa. Ao analisar esse índice é possível identificar qual a capacidade que a empresa tem de gerar retorno no *business*. Muitas vezes para analisar o ROIC usamos ao invés do Lucro Líquido o NOPLAT (=EBIT*(1-aliquota IR)).

4.2.1.3 Ciclo de conversão de caixa

O ciclo de conversão mede o tempo que a empresa demora para transformar o dinheiro investido para produzir, em caixa. O ciclo de conversão de caixa leva em conta a necessidade de capital de giro: o tempo em que os produtos ficam em estoque, o prazo em que a empresa tem que pagar os fornecedores e o prazo que a empresa tem para receber o dinheiro das vendas dos seus clientes.

Para se calcular os dias de capital de giro operacional da empresa fazemos as seguintes contas:

$$\text{Giro Clientes (dias)} = \frac{365}{\frac{\text{Receita Líquida}_t}{\text{Clientes}_t}}$$

$$\text{Giro Estoques(dias)} = - \frac{365}{\frac{\text{Custo do Produto Vendido}_t}{\text{Estoques}_t}}$$

$$\text{Giro Fornecedores (dias)} = - \frac{365}{\frac{\text{Custo do Produto Vendido}_t}{\text{Fornecedores}_t}}$$

Para calcular o ciclo de conversão de caixa, somamos o giro dos estoques e clientes e tiramos o giro de fornecedores. Isso mostra quanto de dinheiro em caixa a empresa precisa ter para financiar sua operação. Quanto maior o prazo de pagamento e menor o prazo de recebimento, melhor.

A análise do capital de giro também serve para analisar a eficiência de uma empresa versus suas concorrentes. Se a empresa, por exemplo, tem um giro de estoques mais baixo que de uma concorrente pode significar uma maior eficiência da empresa. Vale ressaltar que diferentes modelos de negócios têm características diferentes e então tem que tomar cuidado ao analisar tais diferenças porque elas podem simplesmente ser oriundas do modelo de negócio e não de uma maior ou menor eficiência.

4.2.1.4 Fluxo de Caixa Descontado

Este método é baseado na teoria de que o valor de um ativo é a função dos fluxos de caixa futuros que ele irá gerar. O método precifica a empresa trazendo a valor presente seus fluxos de caixa futuros por meio da taxa de desconto ajustada ao risco. Chamamos essa taxa de desconto de WACC, que pondera o custo to equity e o custo da dívida dado seus pesos da empresa. A fórmula que permite calcular o valor da empresa pelo FCD está descrita abaixo:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+i)^t} + \frac{FC_n}{(1-g)} \div \frac{1}{(1+i)^n}$$

Onde:

- V_0 é o valor da empresa;
- FC_t é o fluxo de caixa projetado no período t ;
- FC_n é o fluxo de caixa do n ésimo período;
- i é a taxa de desconto para os fluxos de caixa;
- n é o número de períodos de previsão dos fluxos de caixa;
- g é a taxa de crescimento do fluxo de caixa

Podemos analisar o fluxo de caixa de duas formas, o fluxo de caixa livre (FCFF) e o fluxo de caixa ao acionista (FCFE). No caso do FCFF, medimos o quanto de caixa foi gerado para todos credores da empresa, vale para qualquer meio de financiamento que a empresa possa possuir. Nesse caso, o fluxo é trazido a valor presente pelo WACC já que é uma taxa de desconto ponderada pelo tipo de credores. Por outro lado, o FCFE, calcula o que sobra para os sócios da empresa (desconta os gastos com outros credores que não acionistas). Como nesse caso estamos só olhando o fluxo de caixa para o acionista, descontamos os fluxos futuros apenas pelo custo de capital do equity.

Tabela 5: Fluxos de caixa

Ebitda

(-) Deprec & Amort

(-) Amort

(-) Depreciação

Ebit

(-) Provisão de IR & CS

(+) Incentivos Fiscais

(-) Part

Noplat

(+) Deprec & Amort

(+) Impostos Diferidos

(-) Inv Cap Giro

(-) Capex

(+) Venda de Ativos

FCF Firm

(-) Outros Ativos Não Oper.

(+) Outras Rec (Desp) Não Oper

(+) Resultado Financeiro Bruto

(+) Ajustes IR

FCFequity

(-) Dividendos Pagos no Período

(+) Aumento Dívidas CP

(+) Aumento Dívidas LP

(+) Subscrição de Ações

(-) Outros Ativos Finan

(+) Outros Ajustes

Aumento No Caixa

Elaboração própria

Na análise de Hypermarchas, optamos por utilizar o método de FCFF porque a empresa se encontra bastante alavancada e com dívidas caras e tem perspectiva de mudança em sua estrutura de capital, o método de FCFF se torna mais apropriado dado que reconhece mudanças na taxa de desconto de uma forma mais mensurável. No trabalho, a taxa de desconto que foi usada foi o WACC.

4.2.1.4.1 Elaboração de premissas

Abaixo temos o WACC que foi usado no modelo de Hypermarchas para descontar o Fluxo e como ele foi calculado, considerando o custo da dívida da empresa, um juros real de 6%, um prêmio pelo risco do *equity* de 4,5% e um IPCA de longo prazo de 4,5% (em linha com a projeção FOCUS e o centro da meta). Além disso, optei por um beta de 0,8 uma vez que apesar da empresa carregar um portfólio de produtos de consumo estes são HPC, que são menos elásticos que produtos de consumo discricionário e o resto da

receita da empresa é oriunda de medicamentos, podendo então a empresa ser considerada um consumo básico e não discricionário. Vale ressaltar, que o beta informa a relação entre as oscilações do preço das ações de uma empresa e as variações do mercado, isso é ele indica a volatilidade/ risco de uma determinada ação. Um beta positivo indica que a ação move na mesma direção do mercado e um beta negativo indica que a ação move no sentido contrário a variação do mercado.

Tabela 6: WACC da Hypermarcas

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| WACC % | 16,7% | 7,2% | 6,3% | 6,2% | 8,1% | 16,9% | 13,7% | 13,0% | 12,8% | 12,8% | 12,8% | 12,8% | 12,8% |
| Alavancagem % | -0,13930577 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Rdebt % | 7,2% | 7,2% | 6,3% | 6,2% | 8,1% | 10,0% | 8,3% | 7,8% | 7,6% | 7,6% | 7,6% | 7,6% | 7,6% |
| Debt Bruto % | 10,89% | 10,89% | 9,50% | 9,42% | 12,24% | 13,19% | 12,65% | 11,83% | 11,55% | 11,55% | 11,55% | 11,55% | 11,55% |
| IR % | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% |
| Requity % | 15,5% | 16,1% | 15,3% | 15,4% | 16,0% | 18,6% | 15,1% | 14,4% | 14,1% | 14,1% | 14,1% | 14,1% | 14,1% |
| Juros Real | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| Equity Risk Premium | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% |
| IPCA | 5,91% | 6,48% | 5,72% | 5,79% | 6,41% | 8,97% | 5,50% | 4,75% | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,50% |
| Beta | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| FCFF | 372.496 | 149.856 | 358.959 | 313.398 | 756.564 | 713.854 | 791.736 | 871.880 | 953.830 | 1.024.375 | 1.088.613 | 1.178.462 | 1.271.209 |
| FD | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1,14 | 1,29 | 1,45 | 1,64 | 1,85 | 2,08 | 2,35 |
| VP | 372.496 | 149.856 | 358.959 | 313.398 | 756.564 | 713.854 | 696.033 | 678.064 | 657.594 | 626.065 | 589.803 | 566.007 | 541.248 |

Fonte: DFP Hypermarcas, elaboração própria

4.3 Avaliação Relativa

A avaliação relativa, por múltiplos, consiste em descobrir o valor da firma com base em como os demais ativos estão apreçados. Para conseguir realizar uma avaliação relativa, é necessário usar medidas padronizadas de preço (exemplo: preço como múltiplos de medidas como lucro, vendas, ebitda...) e encontrar empresas similares (vale notar que mesmo empresas do mesmo setor podem ter características diferentes).

4.3.1 Múltiplos

A avaliação por múltiplos não tem a intenção de chegar em um valor exato para um empresa, esse método oferece uma forma rápida e fácil de, por meio de comparações, identificar se uma empresa está supervalorizada ou subvalorizada. A análise de múltiplos é feita através da divisão do preço da empresa (preço por ação* número de ações) por um indicador financeiro da empresa. O resultado dessa conta, é o múltiplo que deve então ser comparado com outras empresas do setor.

As vantagens desse método é que demanda menos suposições, é mais fácil de explicar para terceiros e é bom para fazer avaliações em termos relativos. As

desvantagens são que se o mercado estiver “errado”, como acontece no caso de bolhas ou de excesso de pessimismo, a ação estará incorretamente apreçada. Tem o risco de que se as empresas comparadas forem diferentes, posso chegara estimativas não-consistentes e tem uma facilidade de manipular o resultado de super/subvalorizada ao escolhermos as empresas que vão entrar nas comparáveis.

4.3.1.1 Índice de preço-lucro

O índice de preço-lucro é o índice mais utilizado no mercado, esse índice é utilizado para medir se as cotações das ações de uma determinada empresa estão altas ou baixas dado um lucro projetado. Quanto menor o P/E, mais atrativa é a empresa já que mais rapidamente o investidor irá recuperar o investimento realizado na aquisição de uma determinada ação no mercado. Se supuser um lucro constante, o P/E expressa o número de anos necessários para recuperar o investimento.

$$\text{Índice } P/E = \frac{\text{preço por ação}}{\text{lucro por ação}}$$

4.3.1.1.1 Índice de preço-lucro, aplicado a Hypermarchas

Tabela 7: Índice preço-lucro Hypermarchas e peers

| Ticker | Company Name | Sub-Industry | Curr | Calendarized | | | |
|------------|------------------------------|--------------------------------|------|--------------|-------|-------|--|
| | | | | 2015 | 2016 | 2017 | |
| HYPE3 BZ | HYPERMARCAS SA | Personal Products | BRL | 30,1x | 22,3x | 17,6x | Número da bbg, média do mercado |
| HYPE3 BZ | HYPERMARCAS SA | Personal Products | BRL | 32,4x | 25,2x | 20,7x | Número calculado pelo modelo feito para o trabalho |
| | Média | | | 20,5x | 16,9x | 15,0x | |
| BRFS3 BZ | BRF SA | Packaged Foods & Meats | BRL | 21,4x | 18,4x | 16,6x | |
| NATU3 BZ | NATURA COSMETICOS SA | Personal Products | BRL | 15,4x | 13,8x | 12,2x | |
| ARZZ3 BZ | AREZZO INDUSTRIA E COMERCIO | Footwear | BRL | 15,3x | 13,1x | 11,8x | |
| HGTX3 BZ | CIA HERING | Apparel Retail | BRL | 7,5x | 7,1x | 7,0x | |
| PCAR4 BZ | CIA BRASILEIRA DE DIS-PREF | Hypermarkets & Super Centers | BRL | 14,5x | 12,1x | 10,1x | |
| TECN3 BZ | TECHNOS SA | Apparel, Accessories & Luxury | BRL | 8,8x | 6,9x | 5,6x | |
| 973 hk | L'OCCITANE INTERNATIONAL SA | Specialty Stores | HKD | 26,2x | 22,9x | 20,2x | |
| 051900 ks | LG HOUSEHOLD & HEALTH CARE | Household Products | KRW | 26,4x | 22,3x | 19,4x | |
| 8113 jp | UNICHARM CORP | Household Products | JPY | 38,6x | 31,2x | 27,9x | |
| 1044 hk | HENGAN INTL GROUP CO LTD | Personal Products | HKD | 24,7x | 21,5x | 18,7x | |
| bei gr | BEIERSDORF AG | Personal Products | EUR | 27,9x | 25,7x | 23,7x | |
| kmb us | KIMBERLY-CLARK CORP | Household Products | USD | 18,9x | 17,4x | 16,3x | |
| cl us | COLGATE-PALMOLIVE CO | Household Products | USD | 23,1x | 21,1x | 19,5x | |
| pg us | PROCTER & GAMBLE CO/THE | Household Products | USD | 19,6x | 18,2x | 16,5x | |
| kimbera mm | KIMBERLY-CLARK DE MEXICO-A | Household Products | MXN | 26,8x | 24,0x | 21,1x | |
| pfe us | PFIZER INC | Pharmaceuticals | USD | 16,7x | 14,5x | 13,0x | |
| mrk us | MERCK & CO. INC. | Pharmaceuticals | USD | 17,0x | 15,3x | 14,7x | |
| jnj us | JOHNSON & JOHNSON | Pharmaceuticals | USD | 16,2x | 15,5x | 14,6x | |
| san fp | SANOFI | Pharmaceuticals | EUR | 16,2x | 15,6x | 14,6x | |
| novn vx | NOVARTIS AG-REG | Pharmaceuticals | CHF | 19,0x | 17,7x | 15,9x | |
| bayn gr | BAYER AG-REG | Pharmaceuticals | EUR | 18,7x | 16,6x | 15,0x | |
| 4502 jp | TAKEDA PHARMACEUTICAL CO LTD | Pharmaceuticals | JPY | 53,8x | 23,7x | 21,0x | |
| rog vx | ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEII | Pharmaceuticals | CHF | 18,9x | 17,4x | 16,0x | |
| alpa3 | ALPARGATAS SA | Footwear | BRL | 10,2x | 8,7x | 7,4x | |
| cvcb3 | CVC BRASIL OPERADORA E AGENC | Hotels, Resorts & Cruise Lines | BRL | 13,1x | 10,7x | 9,4x | |
| grnd3 | GRENDENE SA | Footwear | BRL | 10,0x | 8,7x | 7,3x | |
| guar4 | GUARARAPES CONFECOES-PREF | Apparel, Accessories & Luxury | BRL | 7,6x | 6,5x | 5,8x | |
| llis3 | RESTOQUE COMERCIO E CONFEC | Apparel, Accessories & Luxury | BRL | 16,0x | 13,0x | 11,8x | |
| lame4 | LOJAS AMERICANAS SA-PREF | General Merchandise Stores | BRL | 37,6x | 27,4x | 20,5x | |
| lame3 | LOJAS AMERICANAS SA | General Merchandise Stores | BRL | 28,8x | 21,0x | 15,7x | |

Fonte: BBG

Ao analisarmos a tabela, notamos que a Hypermarchas está precificada com prêmio para a média das empresas em seu setor, considerando tanto o lucro líquido estimado pelo modelo deste trabalho como também considerando o lucro líquido da média dos analistas do mercado. Esse dado sugere que a Hypermarchas está sobrevalorizada, entretendo pode haver algum motivo como melhores perspectivas à frente que justifique isso. Por outro lado, pode-se argumentar como iremos debater à frente, que no caso específico da Hypermarchas como parte relevante de seu lucro vem do benefício fiscal que está em risco de extinguir talvez a qualidade de seu lucro seja pior do que suas *peers* que justificaria ainda mais um desconto.

5. Hypermarcas: um estudo de caso

5.1 Segmentos de atuação

A Hypermarcas é uma empresa brasileira que atua no segmento de bens de consumo, a empresa tem duas linhas de negócio: farma e consumo. A empresa desenvolve, produz e comercializa produtos que fazem parte de um amplo e reconhecido portfólio de marcas. A empresa chegou onde é hoje, com um portfólio diversificado de produtos após uma longa fase de M&A³ entre 2007-2010, onde o foco da companhia era fazer investimentos. Atualmente a empresa está em um período onde o foco é execução.

A companhia mudou bastante nos últimos anos, e isso pode ser visto pela evolução do portfólio de negócios. Em 2008, 35% eram produtos de limpeza, 29% HPC⁴, 36% farma. Enquanto hoje a empresa tem 35% em HPC e 65% em Farma⁵. Argumentarei posteriormente que classificarei o portfólio de produtos da companhia de uma forma diferente uma vez que não considero fraldas, preservativos e adoçantes produtos de farma. Entendo que a escolha da empresa de focar em produtos de HPC e farma, enquanto desinvestiu em limpeza foi assertiva já que os setores apresentam um crescimento muito mais expressivo.

Tabela 8: Crescimento dos Mercados | Hypermarcas

| Crescimento dos Mercados | |
|---------------------------------|--------------------|
| | CAGR 10-14E |
| Farma | 11,5% |
| HPC | 9,5% |
| Limpeza | 7,5% |

*Fonte: IMS Health, Tendências e Nielsen

Outra mudança importante que aconteceu na companhia nos últimos anos foi à mudança de suas plantas para Goiás, hoje 95% de farma e 90% de consumo já migraram. Sabemos que o estado de Goiás oferece benefícios fiscais para empresas estarem em seu Estado. A Hypermarcas goza de subvenção ao investimento, onde a empresa tem benefícios de ICMS não sujeita ao pagamento de Imposto de Renda (IR).

³³ *Mergers and Aquisitions* (Fusões e Aquisições)

⁴ Sigla para: Higiene Pessoal, perfumaria, cosméticos e correlatos

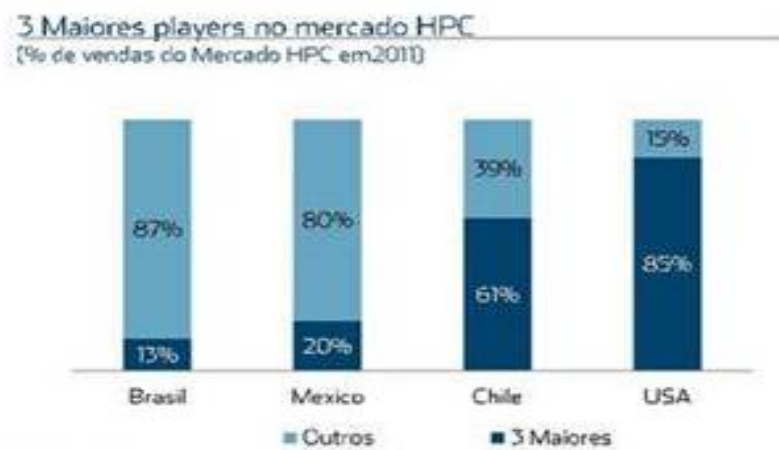
⁵ Dados da apresentação do Hypermarcas Day 2014

O impacto financeiro na empresa do benefício é bastante relevante como será visto mais adiante.

5.1.1 Consumo

O setor de HPC no Brasil cresceu de 2000-2012 um CAGR de 13,4%⁶. Além do crescimento intrínseco desse setor, as grandes empresas nesse setor tem um vasto potencial de crescimento por conta da baixa representatividade dos grandes players *vis-à-vis* outros países.

Figura 2: 3 Maiores plates no mercado de HPC



Fonte: Apresentação institucional Hypermarcas

Figura 3: Portfólio de produtos de consumo da Hypermarcas:



⁶ Fonte: Apresentação institucional Brasil Pharma

Fonte: Apresentação institucional da Hypermarcas

Um sinal claro ao olharmos o portfólio de produtos da companhia é entender que ela atua como um *smart choice*⁷. Os produtos da companhia oferecem um bom custo benefício, sendo assim o discurso da companhia é que em momentos de maior dificuldade da economia brasileira ela se beneficia por oferecer um *smart choice*.

Outra característica da empresa no segmento de consumo é a inovação. Sabemos que nesse segmento inovação é fundamental. Atualmente o índice de inovação⁸ da Hypermarcas é de 76%.

Dentre as categorias que a empresa se subdivide acredito ser fundamental para a análise da empresa segmentar mais. Nessa análise dividiremos o segmento de consumo em cosméticos e não cosméticos. Cosméticos representam 42% da receita de consumo da companhia; preservativos, adoçante, filtro solar 18% e descartáveis (fraldas infantis e adulto) 40%.

Apesar de a empresa ter produtos fortes e posicionados no *smart choice*; acredito que para sustentar crescimento em um setor competitivo é necessário muito marketing e uma boa distribuição. A companhia parece compartilhar desse olhar, podemos notar isso pelas suas estratégias recentes. Em out-14, 47% da distribuição da hypermarcas eram via o canal direto e 53% indireto. Ao notar a importância da distribuição, a hypermarcas criou no início de 2013 um DCH: Distribuidor Credenciado Hypermarcas. As principais diferenças de um DCH para um distribuidor convencional são que eles se dedicam somente para a comercialização de produtos da Hypermarcas, fazem uma distribuição balanceada do portfólio (não focam somente nos produtos *top of mind*), executam merchandising em lojas do canal e compartilham dados econômicos com a empresa diariamente.

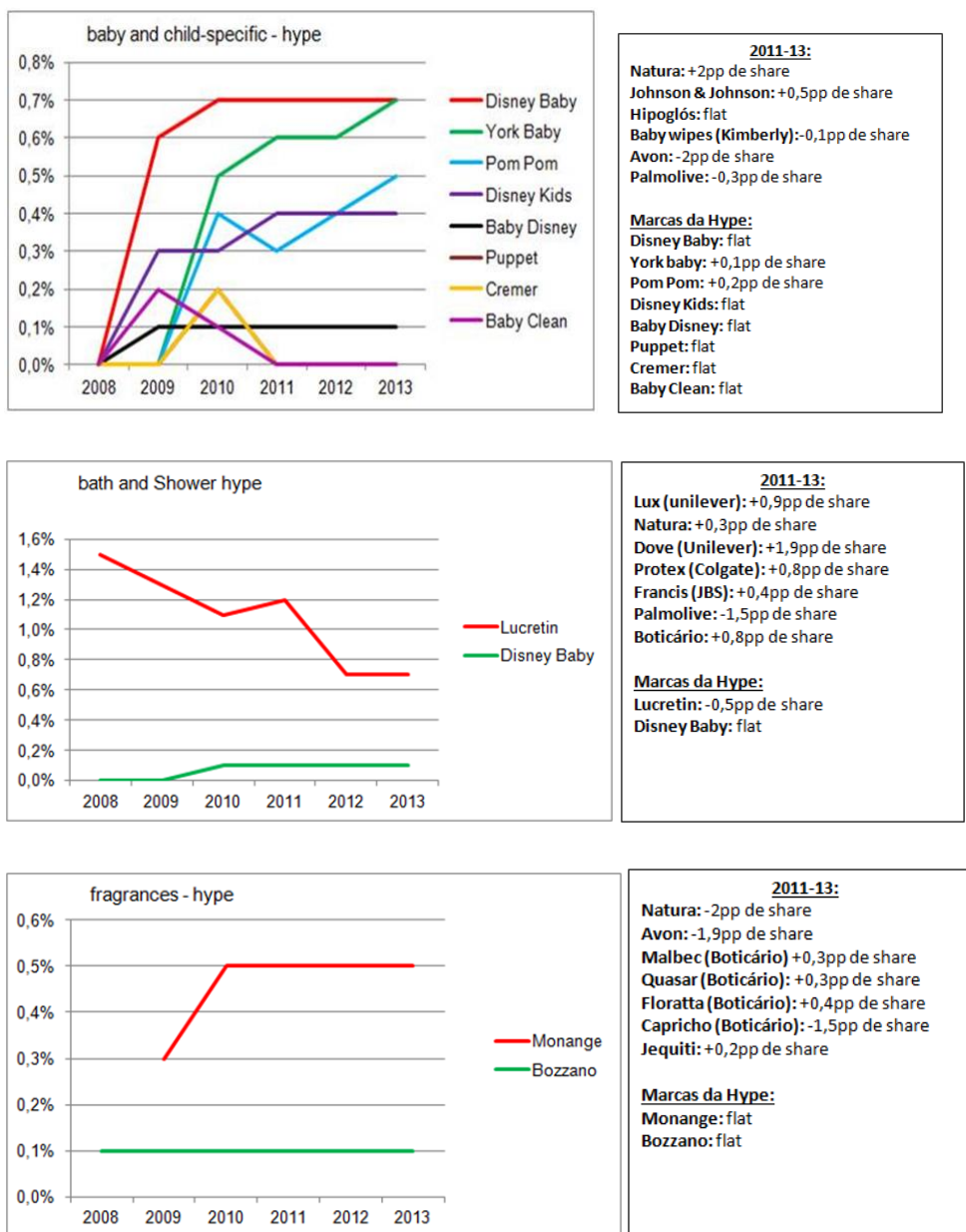
⁷ A *Smart Choice* é seguidora da marca líder, ou seja, seus produtos são idênticos ou muito próximos aos da marca líder, com preços sempre inferiores. O Primeiro Preço representa a marca de preços inferiores aos da marca líder, representando, em geral, a opção mais barata. – Fonte Scielo.

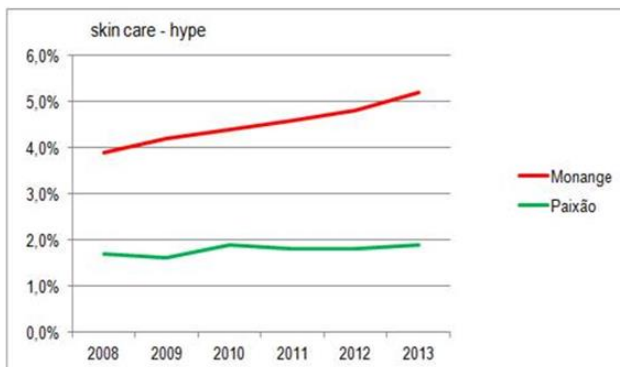
⁸ Receita advinda de inovação dos últimos 2 anos. – Fonte: apresentação Hypermarcas Day 2014.

5.1.1.1 Concorrência

De acordo com os dados do Euromonitor 2013, podemos observar as categorias que a Hypermarchas vem ganhando e perdendo *market share* e quais concorrentes estão mais ameaçadores.

Gráfico 2-12: Histórico de *market share* das categorias de consumo da Hypermarchas

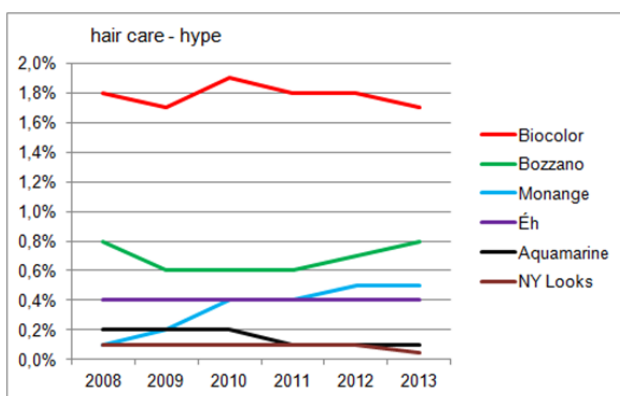


**2011-13:**

Natura: -3,3pp de share
 Avon: -1,7pp de share
 Boticário +3,5pp de share
 Nivea: +0,1pp de share
 Johnson & Johnson: +0,4pp de share
 L'Oréal Paris: -0,3pp de share
 Mary Kay +0,4pp de share

Marcas da Hype:

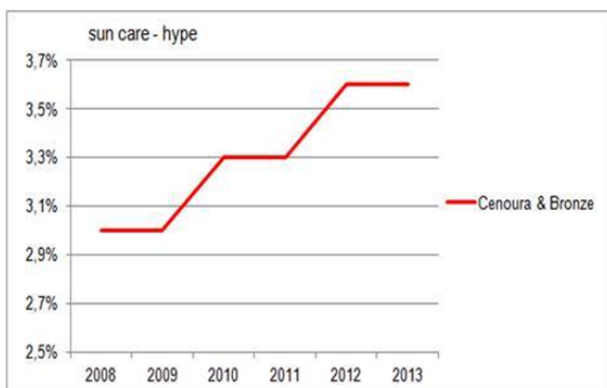
Monange: +0,6pp de share
 Bozzano: +0,1 pp de share

**2011-13:**

Sunsilk (unilever): -0,1pp de share
 L'Oréal: +0,4pp de share
 Garnier (L'Oréal): +0,1pp de share
 Wella (P&G): +0,5pp de share
 Pantene (P&G): +1pp de share
 Palmolive: -0,2pp de share
 TRESemmé (Unilever): +3,5pp de share

Marcas da Hype:

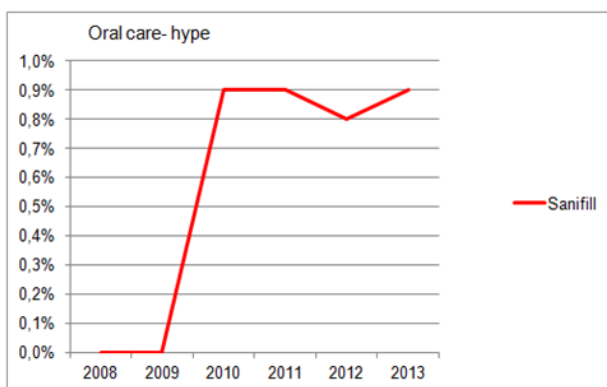
Biocolor: -0,1pp de share
 Bozzano: +0,2 pp de share
 Monange: +0,1pp de share
 Éh: Flat
 Aquamarine: Flat
 NY Looks: Flat

**2011-13:**

Johnson & Johnson: +0,2pp de share
 Nivea: +0,3pp de share
 La Roche-Posay (L'Oréal): +0,5pp de share
 Avon: -0,7pp de share
 Natura: -1,7pp de share

Marcas da Hype:

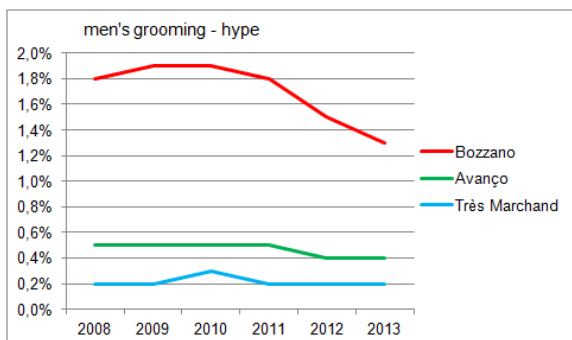
Cenoura & Bronze: +0,3pp de share

**2011-13:**

Colgate: +1pp de share
 Oral-B (P&G): -0,1pp de share
 Sorriso (Colgate): -1,5pp de share
 Close-Up (Unilever): -0,4pp de share

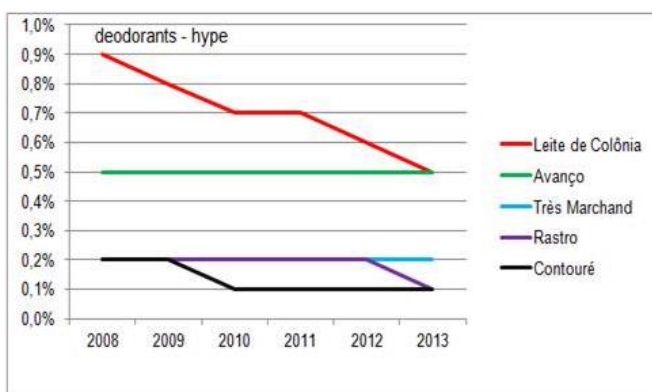
Marcas da Hype:

Sanifill: flat



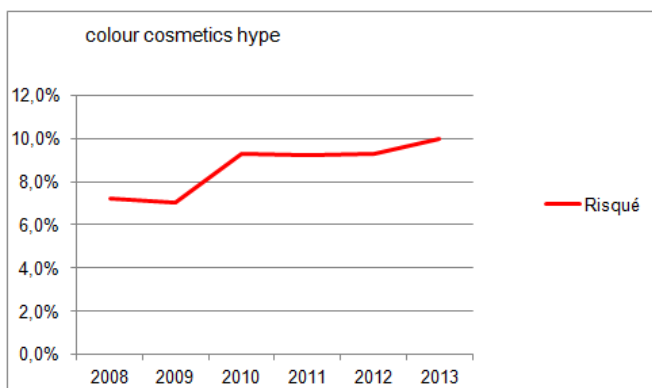
2011-13:
Gillette (P&G): +1,5pp de share
Axe/Lynx/Ego (Unilever): 0,2pp de share
Rexona (Unilever): +0,3pp de share
Natura: -2,1pp de share
Boticário: +0,3pp de share
Bic: -0,6pp de share

Marcas da Hype:
Bozzano: -0,5pp de share
Avanço: -0,1pp de share
Três Marchand: flat



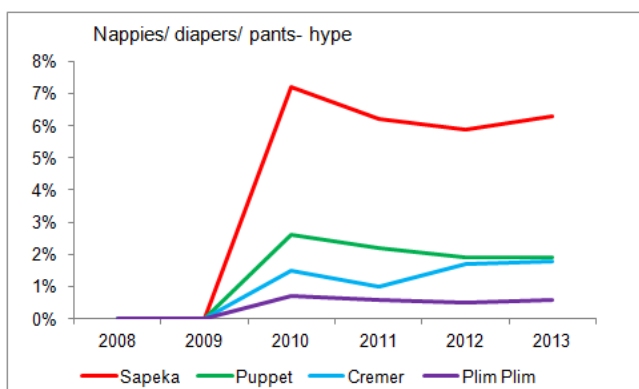
2011-13:
Rexona (Unilever): 0,7pp de share
Axe/Lynx/Ego (Unilever): +0,7pp de share
Natura: -3pp de share
Nivea: +1,4 pp de share
Dove: +0,4pp de share
Boticário: +0,7pp de share
Avon: -1,8pp de share

Marcas da Hype:
Leite de Colônia: -0,2pp de share
Avanço: flat
Três Marchand: flat
Rastro: -0,1pp
Contouré: flat



2011-13:
Impala (Mundial): flat

Marcas da Hype:
Risqué: +80bps



2011-13:
Pampers (P&G): +3,6pp
Turma da Mônica (Kimberly): +2,2pp
Baby Looney Tunes (Aloés Indústria): +0,1pp
Mili: +0,3pp
Baby Scooby Doo (Mili): -0,1pp

Marcas da Hype:
Sapeka: +0,1pp
Puppert: -0,3pp
Cremer: +0,8pp
Plim Plim: flat

Fonte: Euromonitor 2014, elaboração própria.

Uma vantagem competitiva que a Hypermarchas tem *versus* a maioria de seus concorrentes é o benefício fiscal de ICMS. Por hipótese considerarei que somente empresas localizadas fora do Sul e do Sudeste têm o benefício fiscal de ICMS. Tal hipótese parece fazer sentido por alguns motivos: Estados mais pobres tem maior necessidade de conceder incentivo fiscal para atrair investimentos e empresas tem mais incentivos em estarem localizadas perto de seu mercado consumidor (na maioria dos casos Sul e Sudeste dado a diferença de riqueza). Sendo assim, iremos assumir que empresas no Sul e no Sudeste não têm o benefício enquanto as outras têm.

Tabela 9: Localização das plantas das concorrentes no segmento de consumo da Hypermarchas

Consumo

| Produto Principal | Empresa Concorrente | Local da Produção | % Produção em estados que normalmente tem incentivo fiscal | Representatividade |
|--|---------------------|--|--|--|
| | Loreal | RJ e SP | 0% | |
| Amaciantes (Comfort e Fofo), Xampus e Condicionadores (Seda, Suave, Dimension, Dove, TRESemme e Clear), Desodorante roll-on (Dove, Rexona e Axe), sabonetes líquidos (Lux, Lifebuoy e Dove), Loções hidratantes (Dove e Vasenol) | Unilever | Vinhedo - SP | 0% | TRESemme tem 3,6%, Dove 3,3% e Dimension 0,6% de share em hair care. Dove 1% de share em skin care e Vaseline 0,8% |
| Sabonete em barra (Dove, Lux, Vinólia, Lifebuoy e Fofo) | Unilever | Vinhedo - SP | 0% | Lux tem 18,9% de share, Dove tem 8% de share e Lifebuoy 1,3% e Vinólia 0,8% em bath and shower |
| Amaciante (Comfort e Fofo), creme dental (Close Up e Pepsodent, exclusivo para exportação), desodorante spray (Rexona), xampu, condicionador, creme para pentear (Seda), creme para tratamento (Seda), linha TRESemme | Unilever | Ipojuca - PE | 100% | Rexona tem 21,4% e Axe 9,8% de share em deodorants. |
| | Kimberly Clark | Eldorado do Sul (RS); Correia Pinto (SC), Camaçari (BA), Suzano (SP), Mogi das Cruzes (SP) | 20% | Tem 26% de share em fraldas, fraldas representam 40% da receita de consumo da hype |
| | Johnson & Johnson | São Jose dos Campos | 0% | |
| | P&G | Anchieta (SP) e Salvador (Bahia) e Louveira (SP) Rio (RJ), queimados (RJ), Manaus (AM) | 40% | fraldas representam 40% da receita de consumo da hype. 9,1% de share em HPC |

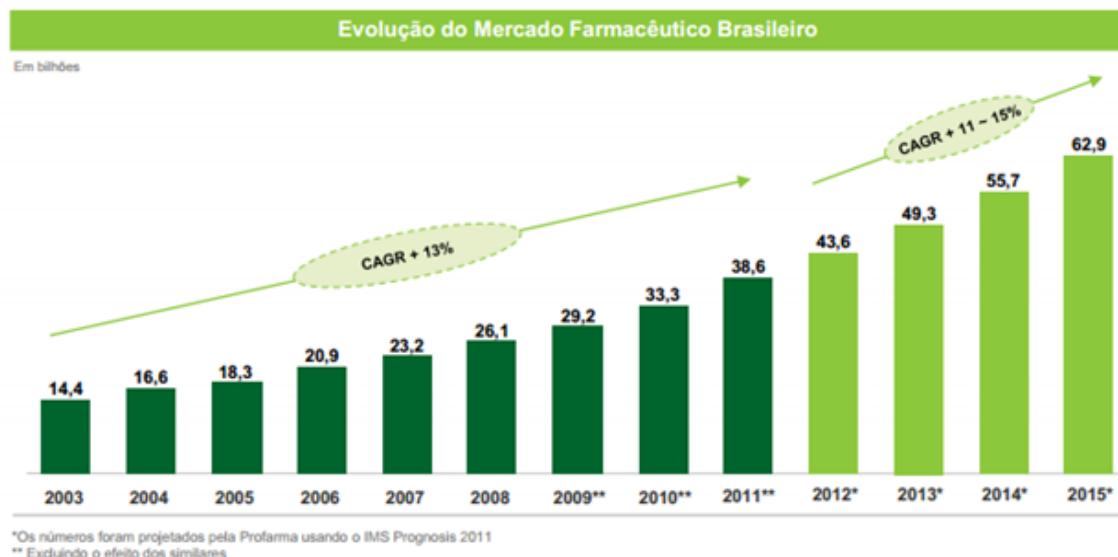
Fonte: site da Loreal, Unilever, Kimberly Clark, Johnson & Johnson, P&G; elaboração própria.

Entendemos que a maioria das concorrentes da Hypermarchas não tem o benefício, sendo assim a Hypermarchas tem uma vantagem competitiva *versus* suas concorrentes. Tudo mais constante, uma empresa com benefício tem uma margem bruta mais elevada, ou investe mais em preço e se torna mais competitiva. Como existe elasticidade aos preços, isso leva a uma maior receita. Portanto independente da escolha da empresa, duas empresas iguais uma com incentivo e outra sem a com incentivo tem vantagens claras.

5.1.2 Farma

5.1.2.1 O mercado farmacêutico brasileiro

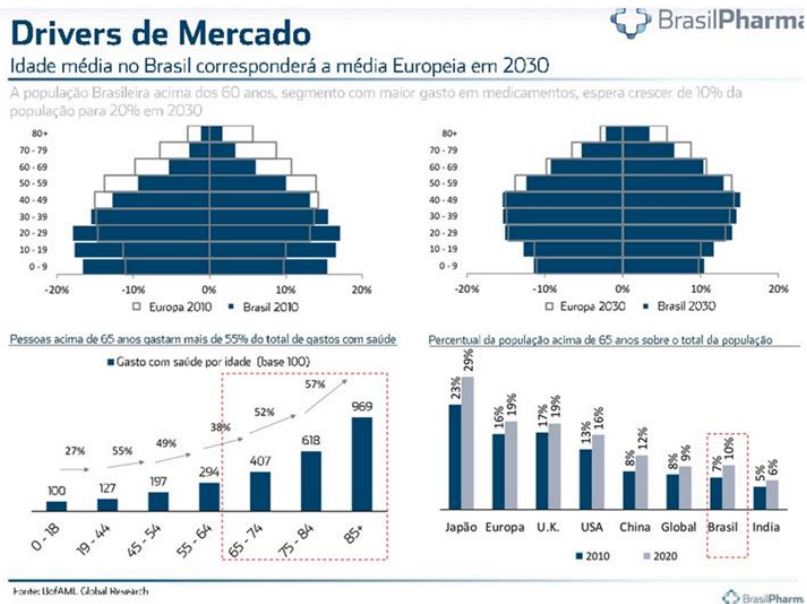
Figura 4: Evolução do mercado farmacêutico brasileiro



Fonte: Apresentação Institucional Profarma

A indústria farmacêutica no Brasil vem crescendo a níveis acelerados e a expectativa é que isso se mantenha. Isso deve continuar por conta da relação positiva entre envelhecimento da população e maior uso de medicamentos. A população brasileira acima dos 60 anos, segmento com maior gasto em medicamentos, espera crescer de 10% da população para 30%.

Figura 5: *Drivers* de Mercado | Farma



Fonte: BofAML Global Research, apresentação institucional Brasil Pharma

Por outro lado, vemos um movimento de consolidação do setor de farmácias. Acredito que tal consolidação seja uma tendência de longo prazo, isso fica claro ao analisarmos casos de outros países. Entendo que tal consolidação seria negativa para o Hypermarcas uma vez que a indústria enfrentará uma redução do seu poder de barganha na negociação com as farmácias.

Tabela 10: Histórico de M&A das Farmácias

| Adquirente | Origem - Capital | Adquirida | Ano | Valor (R\$ milhões) |
|------------|------------------|---------------------------------------|------|---------------------|
| CVS | EUA | Onofre (80%) | 2013 | 670 |
| Profarma | Brasil | CSB Drogarias (Drogasmil e Farmalife) | 2013 | 87 |
| Profarma | Brasil | Drogarias Tamoio (50%) | 2013 | 104 |
| Celesio | Alemanha | PanPharma (ex-Panarello) | 2012 | 650* |
| BR Pharma | Brasil | Sant'ana | 2012 | 347 |
| Ultrapar | Brasil | Extrafarma | 2012 | 1000 |
| Drogasil | Brasil | Droga Raia | 2011 | n.d |
| Pacheco | Brasil | Drogaria São Paulo | 2011 | n.d |
| BR Pharma | Brasil | Big Bem | 2011 | 454 |

*Referente aos 49,9%, o resto já era da própria Celesio

Elaboração própria.

5.1.2.2 Portfólio de produtos da empresa

5.1.2.2.1 OTC

O segmento de OTC é o de maior margem da companhia, esse segmento tem bastante concorrência externa. A hipermercadas ao longo dos anos vem perdendo *share* nesse segmento. Isso é bastante preocupante não só por ser seu segmento de maior margem, como também por ser um segmento de baixo crescimento.

É difícil argumentar o motivo para isso está acontecendo, sem dúvida a concorrência acirrada contribui. Mas outro motivo pode ser que as marcas são bastante antigas.

Figura 6: OTC: Principais marcas da Hypermercadas



Fonte: Apresentação institucional Hypermercadas

O marketing para esse segmento de produtos é bastante agressivo e constitui na visita médica. O marketing com médicos é algo bastante contestável, principalmente quando se trata de produtos de saúde. Na tentativa de se posicionar nesse aspecto, a ANVISA proibiu distribuição de brindes para médicos⁹. Apesar disso, de acordo com uma pesquisa encomendada pela CREMESP feita pelo Datafolha, 93% dos médicos recebem brindes e benefícios das empresas farmacêuticas e de equipamentos. Também é bastante usual marketing em medias.

5.1.2.2 Genéricos e similares

Observamos uma desaceleração do crescimento do mercado de genéricos e similares. Entre 2010 – 2011 o setor viveu uma fase de ouro com a queda de importantes patentes. (Patent Cliff) (como por exemplo: Lopítor, combate colesterol elevado; Viagra; Crestor, doenças cardíacas – todos “blockbusters”, campeões de vendas). Esse período, chamado de Patent Cliff, representou, ao mesmo tempo, um grande desafio para as empresas líderes, que tiveram dificuldade para repor seu volume de vendas com o lançamento de novos produtos, e uma grande oportunidade para as empresas de genéricos e biossimilares.

Ao analisarmos a participação de Genéricos na indústria brasileira, vemos que o *gap* da penetração de genéricos versus países desenvolvidos é grande (em países desenvolvidos, com políticas de genéricos consideradas maduras, essa participação atinge entre 60%-80% do mercado total em quantidade. Assim faz sentido esperar que o segmento de genéricos continue a liderar o crescimento do mercado brasileiro, podendo representar entre 35-40% das vendas totais até 2020 segundo Pró Genéricos (2013). Por outro lado, de 2013-2017 o número de patentes que vai expirar é 20% menor do que de 2008-2012 em valor de mercado. (Com menos patentes expirando, o espaço das empresas para crescimento no mercado de genéricos por lançamento de novos produtos deve diminuir. Nesse cenário, a concorrência por cada molécula deve se tornar mais acirrada, o que reforça a necessidade de as empresas repensarem estratégias de longo prazo que visem à substituição de parte das receitas advindas de genéricos por medicamentos com maior grau de diferenciação).

Tabela 10: Venda de Genéricos, em reais

| | Venda de Genéricos em R\$ | | | | | | |
|---------|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 (9m) |
| yoy | 24,4% | 23,6% | 37,7% | 41,0% | 26,9% | 22,9% | 18,1% |
| % total | 5,5% | 6,8% | 9,3% | 13,0% | 16,9% | 20,9% | 24,6% |

Fonte: Sindusfarma, elaboração própria

5.1.2.3 Concorrência

Tabela 12: Localização das plantas das concorrentes no segmento de farma da Hypermarcas

| Farma | | | | |
|--------------------|----------------------|--|--|--|
| Produto Principal | Empresa Concorrente | Local da Produção | % Produção em estados que devem ter Incentivo fiscal | Representatividade |
| OTC | Novartis | São Paulo (SP, Resende e Taboão da Serra) | 0% | <3% de share em OTC |
| OTC; RX; Genéricos | Sanofi (Medley) | Suzano, Brazil (SP). Medley tem fábrica em Campinas (SP) e em Brasília | 33% | ~8% de share em OTC; ~5% em RX e 20% em Genéricos |
| OTC | Boehringer Ingelheim | SP e Araponga (Paraná) | 0% | ? (em 2012 tinha 5% em OTC) |
| OTC; RX | Takeda | Fábrica da Takeda Jaguariúna (SP) e São Jerônimo (RS) | 0% | 6% em OTC |
| OTC | Bayer | Fábrica SP, capacidade 2 bi/ ano. Parque Industrial Belford Roxo (RJ). | 0% | <3% share em OTC |
| OTC; Genéricos | Pfizer | Guarulhos e Itapevi (SP) | 0% | <3% share em OTC; 5,6% de share em genéricos (2012) |
| | Roche | Jacarepagua (RJ) | 0% | ? |
| Genéricos, RX, OTC | EMS | 3 SP + 1 Brasília + 1 Novamed (Manaus) | 20% | OTC: 9%; 33,3% genéricos (set 2012); 15,6% RX (set 2012) |
| Genéricos, RX, OTC | Eurofarma | SP e RJ | 0% | Genéricos 6,6% (set 2012) |

Fonte: site da Novartis, Medley, Boehringer Ingelheim, Takeda, Bayer, Pfizer, Roche, EMS, Eurofarma. Elaboração própria

Assim como no caso de produtos de consumo, entendemos que a maioria das concorrentes da Hypermarcas não tem o benefício de ICMS, sendo assim a Hypermarcas tem uma vantagem competitiva *versus* suas concorrentes.

5.2 Análise quantitativa e qualitativa do impacto do ICMS na empresa

Tabela 13: Benefício fiscal/ LL da Hypermarcas

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Benefício fiscal / LL | 110,0% | 103,8% | 109,4% | 94,8% | 84,0% | 76,5% | 70,6% | 65,9% | 62,3% | 59,8% |

A tabela acima sugere que se o benefício fiscal fosse totalmente extinto hoje em $t=0$, a Hypermarcas perderia todo o seu lucro líquido. Ao longo dos anos o efeito diminui uma vez que a empresa cresce, diminui sua alavancagem e então melhora seu resultado financeiro e o lucro excluindo o benefício fiscal aumenta. Parece razoável supormos que se o benefício fosse extinto a Hypermarcas sofreria no seu lucro por conta de uma piora de margem. Outra forma que a Hypermarcas poderia ter seu lucro afetado seria se ela optasse por repassar para o preço o impacto, como vimos, suas concorrentes não têm esse benefício fiscal e então ela seria uma das únicas fazendo esse repasse acima da inflação de seus produtos o que levaria a uma perda de *market share* (devido a um crescimento de receita mais fraco por conta da elasticidade do consumidor).

Considerando o cenário apresentado anteriormente no trabalho, em que as alíquotas internas migrariam para 4% e 7% para os casos especiais (que é o caso da Hypermarcas em Goiás) e que as alíquotas fosse diminuir gradualmente 100bps por ano, seria necessário o impacto de preço calculado abaixo. Vale destacar que na perpetuidade estamos extinguindo o benefício fiscal, uma vez que na proposta do Confaz o benéfico para o caso da Hypermarcas seria extinguido em 15 anos.

Exemplo: Um produto produzido pela Hypermarcas em Goiás e vendido para a Drogaria Raia em SP

Tabela 14: Hypermarcas: Repasse de preço necessário para compensar o fim do benefício fiscal do ICMS nos moldes sugeridos pelo CONFAZ.

| | 2014 | 2015 | 1 2016 | 2 2017 | 3 2018 | 4 2019 | 5 2020 | 6 2021 PERP | 7 |
|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------|------------|
| Antes: | | | | | | | | | |
| Alíquota Goiás | | 12% | 11,0% | 10,0% | 9,0% | 8,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% |
| Alíquota entrada SP | | 18% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18% |
| Imposto na saída de Goiás | | | | | | | | | |
| ICMS na nota | | 12% | 11% | 10% | 9% | 8% | 7% | 7% | 7% |
| ICMS pago pela Hype | | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 7% |
| Arrecadação Goiás | | 3,7% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 7% |
| Benefício Fiscal | | 8,3% | 7,5% | 6,5% | 5,5% | 4,5% | 3,5% | 3,5% | 0,0% |
| Imposto na entrada de SP | | | | | | | | | |
| ICMS na nota | | 12% | 11% | 10% | 9% | 8% | 7% | 7% | 7% |
| ICMS SP | | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% |
| ICMS Pago pela Hype | | 6% | 7% | 8% | 9% | 10% | 11% | 11% | 11% |
| ICMS total pago pela Hype | | 10% | 11% | 12% | 13% | 14% | 15% | 15% | 18% |
| Benefício Fiscal de ICMS | 7,8% | 8,3% | 7,5% | 6,5% | 5,5% | 4,5% | 3,5% | 3,5% | 0,0% |
| Benefício Fiscal ICMS | | | | | | | | | |
| % LL | 104% | 109% | 84% | 64% | 49% | 37% | 27% | 25% | 0% |
| LL | 402.583 | 444.172 | 571.341 | 696.280 | 825.879 | 965.898 | 1.118.935 | 1.277.932 | 1.436.866 |
| Subv. para invest. | 417.876 | 485.768 | 477.678 | 446.761 | 407.840 | 359.833 | 301.534 | 325.656 | - |
| Bem de IR | 142.078 | 165.161 | 162.411 | 151.899 | 138.666 | 122.343 | 102.521 | 110.723 | - |
| 34% | | | | | | | | | |
| Receita Bruta | 5.331.422 | 5.863.958 | 6.401.054 | 6.913.139 | 7.466.190 | 8.063.485 | 8.708.564 | 9.405.249 | 10.157.669 |
| Repasse de preço p/ compensar | | | 1,6% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 0,0% | 6,9% |

Elaboração própria

5.3 Análise fundamentalista da empresa

Reunindo todo conhecimento adquirido para o trabalho foi montado um modelo (é importante que o mesmo seja lido em conjunto com o relatório uma vez que ambos são complementares) para a análise da empresa, nele estamos projetando a DRE da empresa baseado no que vimos no passados e perspectivas futuras da companhia como mudança do mix de produtos e ganhos com alavancagem operacional gerada pelo

crescimento da empresa diluindo custos fixos. Foi projetado também o balanço da empresa e a geração de caixa.

A discussão abordada ao longo do trabalho do risco do fim do benefício fiscal de ICMS não está sendo considerado no cenário base do modelo, o risco está sendo exposto como um risco adicional para baixo nas premissas. Apesar do mesmo não estar incluído no cenário base da empresa, todas contas em relação a ele estão expostas tornando de fácil compreensão do leitor. Além disso, o impacto no lucro oriundo de sua extinção foi exposto na seção anterior desde capítulo.

| | |
|------------------------------|---------------|
| Soma FCF | 4.354.814 |
| (+) perpetuidade | 8.748.561 |
| EV | 13.103.375 |
| (-) Total Debt | 4.842.664 |
| (+) Caixa | 1.996.092 |
| (+) VP outros ativos fin liq | 1.015.781 |
| Valor de mercado da proj. | 11.272.585 |
| Número de Ações | 631.692 |
| Cot R\$ Dez 2015 - Proj | R\$ 17,8 |
| Cot R\$ Hoje - Proj | R\$ 16,4 |
| Cot R\$ 12m - Proj | R\$ 19,4 |
| Cot R\$ Hoje | R\$ 22,8 |
| Var % 12m | -14,9% |

| | |
|--------------------------------|------------|
| Valor de mercado hoje | 14.402.576 |
| VP dos créditos fiscais | 1.015.781 |
| Mkt ajust pelo vp dos créditos | 13.386.794 |

| | |
|--------------|-----------|
| Noplat 2022 | 1.448.449 |
| ROIC | 25% |
| G | 7,50% |
| WACC | 12,8% |
| Perpetuidade | 8.748.561 |

Como podemos ver pela análise de FCFF a empresa mesmo sem considerar o risco da extinção do benefício fiscal do ICMS, dada a cotação do dia 28/06/2015, teria 14,9% de queda implícita na projeção de 12 meses à frente de acordo com as premissas

do modelo. Como exposto na secção de múltiplos, a análise via múltiplos também sugere que a ação está sobrevalorizada. Através da análise via múltiplos, a situação é ainda mais alarmante uma vez que a qualidade do lucro da Hypermarchas é ruim. Se considerado a relevância do benefício fiscal para o lucro e o risco da perda desse benefício à empresa deveria ter um desconto para os seus *peers* e não um prêmio.

6. Conclusão

A partir dos resultados finais desse trabalho, é possível sugerir um preço justo para a Hypermarchas, empresa listada na bolsa. É possível também notar que o risco de uma nova legislação para o ICMS não está precificado no preço da ação. Pela análise de múltiplos, análise relativa, foi provado que o mercado financeiro hoje tem algo muito vulnerável no lucro da empresa (o benéfico do ICMS) e precifica isso sem desconto para os *peers*.

Pode-se concluir também que dada a representatividade do benefício fiscal do ICMS no lucro da empresa, que a estrutura de custos e despesas dessa companhia não é ótimo. Entendo que se uma companhia só gera lucro porque a mesma tem um incentivo fiscal, provavelmente a alocação de capital dessa empresa não é ótima para o sistema como um todo.

7. Referências Bibliográficas:

Damodaran, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. N.p.: n.p., 2006. Print.

Paschoal, Vitor, CNPI. *Hypermarcas - Restructuring Nearly Complete; Focus on Execution*. Rep. N.p.: Itaú BBA, 2013. Web. 24 Sept. 2014.

Amaro, L. d. S. (2011). *Direito tributário brasileiro*. São Paulo: Saraiva.

Borges, E. B. *A guerra fiscal em goiás: Três estudos de caso*. Universidade Católica de Brasília).

Lima, J. P. R., & Lima, A. C. d. C. (2010). Programas de desenvolvimento local na região nordeste do brasil: Uma avaliação preliminar da guerra fiscal. *Revista Economia e Sociedade*, 41

Dulci, O. S. (2002). Guerra fiscal, desenvolvimento desigual e relações federativas no brasil. *Revista De Sociologia e Política*, (1), 95-107.

Nascimento, S. P. d. (2009). Guerra fiscal: Uma análise quantitativa para estados participantes e não participantes. *Economia*, 10(2)

Portal Tributário. N.p., n.d. Web. 28 June 2015. <<http://www.normaslegais.com.br/legislacao/tributario/flc87.htm>>.

"Governo Quer Prioridade Para a Unificação Do ICMS." *Em*. N.p., 21 Sept. 2014. Web. 24 Sept. 2014. <[http://www.em.com.br/app/noticia/economia/2014/09/21/interinas_economia/2014/09/21/governo-quer-prioridade-para-unificacao-do-icms.shtml](http://www.em.com.br/app/noticia/economia/2014/09/21/interinas_economia/2014/09/21/interinas_economia/2014/09/21/governo-quer-prioridade-para-unificacao-do-icms.shtml)>.

"Untitled Document." *Untitled Document*. N.p., n.d. Web. 20 June 2015. <http://www.geocities.ws/prof_dirceu/contabilidade.htm>.

Hypermarcas. *Comentário De Desempenho IT15. Hypermarcas*. N.p. Web. 10 June 2015. <<http://hypermarcas.foinvest.com.br/ptb/s-12-ptb.html>>.

Hypermarcas. *Comentário De Desempenho 4T14*. Hypermarcas. N.p. Web. 10 June 2015. <<http://hypermarcas.infoinvest.com.br/ptb/s-12-ptb.html>>.

Hypermarcas. *Comentário De Desempenho 4T13*. Hypermarcas. N.p. Web. 10 June 2015. <<http://hypermarcas.infoinvest.com.br/ptb/s-12-ptb.html>>.

Hypermarcas. *Comentário De Desempenho 4T12*. Hypermarcas. N.p. Web. 10 June 2015. <<http://hypermarcas.infoinvest.com.br/ptb/s-12-ptb.html>>.

Hypermarcas. *Comentário De Desempenho 4T11*. Hypermarcas. N.p. Web. 10 June 2015. <<http://hypermarcas.infoinvest.com.br/ptb/s-12-ptb.html>>.

Hypermarcas. *Comentário De Desempenho 4T10*. Hypermarcas. N.p. Web. 10 June 2015. <<http://hypermarcas.infoinvest.com.br/ptb/s-12-ptb.html>>.

Hypermarcas. *Demonstrações Financeiras Padronizadas 2014*. Hypermarcas. N.p. Web. 10 June 2015. <<http://hypermarcas.infoinvest.com.br/ptb/s-12-ptb.html>>.

Hypermarcas. *Demonstrações Financeiras Padronizadas 2013*. Hypermarcas. N.p. Web. 10 June 2015. <<http://hypermarcas.infoinvest.com.br/ptb/s-12-ptb.html>>.

Hypermarcas. *Demonstrações Financeiras Padronizadas 2012*. Hypermarcas. N.p. Web. 10 June 2015. <<http://hypermarcas.infoinvest.com.br/ptb/s-12-ptb.html>>.

Hypermarcas. *Demonstrações Financeiras Padronizadas 2011*. Hypermarcas. N.p. Web. 10 June 2015. <<http://hypermarcas.infoinvest.com.br/ptb/s-12-ptb.html>>.

Hypermarcas. *Demonstrações Financeiras Padronizadas 2010*. Hypermarcas. N.p. Web. 10 June 2015. <<http://hypermarcas.infoinvest.com.br/ptb/s-12-ptb.html>>.

Governo Do Estado De Goiás / Secretaria De Estado Da Casa Civil. N.p., n.d. Web. 10 June 2015. <http://www.gabinetecivil.go.gov.br/pagina_leis.php?id=10095>.

"Focus - Relatório De Mercado." *Focus - Relatório De Mercado*. N.p., n.d. Web. May-June 2015. <<http://www.bcb.gov.br/?FOCUSRELMERC>>.

Brasil. IBGE. N.p.: n.p., n.d. PNAD. Web. 2014. <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/pesquisas/pesquisa_resultados.php?id_pesquisa=40>.

"Gestão & Produção - Building Private Label: Comparative Study between Retail and Suppliers in the Food Industry." *Gestão & Produção - Building Private Label: Comparative Study between Retail and Suppliers in the Food Industry*. N.p., n.d. Web. 2014. <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0104-530X2012000300008>.

Bloomberg Financial Markets. New York: Bloomberg, n.d. Computer software.

Global Market Information Database. Vers. 2014. London: Euromonitor Plc., 2000. Computer software.

N.p., n.d. Web. <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/04/1614853-reforma-do-icms-tem-de-ser-gradual-diz-ministro-joaquim-levy.shtml>>.

Hypermarcas. *Apresentação Institucional*. N.p.: Hypermarcas, n.d. Print.

Profarma. *Apresentação Institucional*. N.p.: Profarma, n.d. Print.

8. Anexos

8.1 Anexo 1: Lei do Estado de Goiás que dispõe sobre o tratamento tributário do ICMS dispensado ao grupo econômico



GOVERNO DO ESTADO DE GOIÁS
Secretaria de Estado da Casa Civil

LEI Nº 17.442, DE 21 DE OUTUBRO DE 2011.

- Regulamentada pelo Decreto nº 7.989, de 13-09-2013.

Dispõe sobre o tratamento tributário do ICMS dispensado ao grupo econômico.

A ASSEMBLEIA LEGISLATIVA DO ESTADO DE GOIÁS, nos termos do art. 10 da Constituição Estadual, decreta e eu sanciono a seguinte Lei:

Art. 1º Esta Lei dispõe sobre o tratamento tributário referente ao Imposto sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação –ICMS– dispensado à operação e à prestação realizada por grupo econômico e às pessoas jurídicas a ele vinculadas.

§ 1º O tratamento tributário previsto nesta Lei somente será concedido ao grupo econômico que realizar novos investimentos e implantar, pelo menos, uma unidade industrial no Estado de Goiás e gerar, no mínimo, 2.000 (dois mil) empregos diretos ao final do projeto, mesmo que em mais de um estabelecimento.

- Renumerado para § 1º pela Lei nº 18.667, de 29-10-2014, art. 2º.

~~Parágrafo único. O tratamento tributário previsto nesta Lei somente será concedido ao grupo econômico que realizar novos investimentos e implantar, pelo menos, uma unidade industrial no Estado de Goiás e gerar, no mínimo, 2.000 (dois mil) empregos diretos ao final do projeto, mesmo que em mais de um estabelecimento.~~

§ 2º O tratamento tributário previsto nesta Lei será estendido ao grupo econômico que absorver parcela do patrimônio de grupo econômico já beneficiário, desde que aquela cumpra:
 - Acrescido pela Lei nº 18.667, de 29-10-2014.

I - as condições previstas nesta Lei para usufruir o tratamento

tributário diferenciado, excetuada a de implantar nova unidade industrial, se o grupo econômico beneficiário já cumpriu essa condição;
- [Acrescido pela Lei nº 18.667, de 29-10-2014.](#)

II - as obrigações estabelecidas em regime especial, firmado pelo grupo econômico beneficiário e a Secretaria de Estado da Fazenda, na proporção do projeto e do faturamento transferidos.
- [Acrescido pela Lei nº 18.667, de 29-10-2014.](#)

§ 3º A manutenção do tratamento diferenciado pelo grupo econômico que transferir parcela de seu patrimônio está condicionada ao cumprimento dos requisitos previstos nesta Lei, além das demais obrigações firmadas em regime especial, na proporção do projeto e do faturamento mantidos.
- [Acrescido pela Lei nº 18.667, de 29-10-2014.](#)

§ 4º A extensão do benefício fiscal de que trata o § 2º será formalizada por meio de regime especial firmado junto à Secretaria de Estado da Fazenda, no qual serão estabelecidos a parcela do projeto e o faturamento absorvidos pelo grupo econômico, bem como as demais condições previstas nesta Lei, inclusive a de que o grupo econômico conte com, no mínimo, 2.000 (dois mil) empregados diretos ao final do projeto
- [Acrescido pela Lei nº 18.667, de 29-10-2014.](#)

Art. 2º Grupo econômico, para os efeitos desta Lei, é o conjunto de duas ou mais pessoas jurídicas, ligadas entre si por integração, que produzam e distribuam, no mínimo, 5 (cinco) diferentes tipos de mercadorias e que apresentem submissão societária.

Parágrafo único. Caracteriza-se:

I - ligação por integração, a venda de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) da produção da pessoa jurídica industrializadora para outra pessoa jurídica do mesmo grupo econômico;

II - diferenciação de mercadorias, a utilização de pelo menos um insumo diferente, dentre os principais, na produção das mercadorias, de maneira que a distinção não se dê sob a forma de subproduto;

III - submissão societária, a vinculação entre as pessoas jurídicas do grupo econômico de forma tal que uma delas seja subsidiária da outra ou diversas delas sejam subsidiárias integrais da mesma pessoa jurídica.

Art. 3º O tratamento tributário conferido ao grupo econômico compreende:

I - a aplicação sucessiva da substituição tributária pelas operações anteriores;

II - a concessão dos seguintes benefícios fiscais relativos ao Imposto sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e sobre

Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação –ICMS–:

a) crédito outorgado nas operações internas e interestaduais;
- [Redação dada pela Lei nº 17.514, de 27-12-2011.](#)

~~a) crédito outorgado nas operações interestaduais;~~

b) redução da base de cálculo nas operações internas;

III - o pagamento do imposto devido na importação do exterior mediante lançamento a débito na escrituração fiscal.

Art. 4º A pessoa jurídica industrializadora, integrante ao grupo econômico, que adquirir internamente matéria-prima, produto intermediário e material de embalagem fica eleita substituta tributária relativamente ao ICMS devido nessas operações.

§ 1º O disposto neste artigo:

I - aplica-se ao retorno da mercadoria que tenha sido remetida para industrialização por sua conta e ordem a estabelecimento localizado neste Estado;

II - não se aplica à aquisição de energia elétrica e de combustível nem à contratação de serviço de comunicação.

§ 2º Na hipótese deste artigo, o imposto devido pelas referidas operações é apurado juntamente com aquele devido pela operação de saída própria da pessoa jurídica eleita substituta, resultando um só débito por período.

Art. 5º O regime de substituição tributária previsto nesta Lei:

I - pode ser estendido às saídas de uma para outra pessoa jurídica integrantes ao grupo econômico;

II - prevalece sobre qualquer outro regime de substituição existente ou que venha a ser instituído para a operação interna.

Parágrafo único. Eventual saldo credor existente na escrituração fiscal da pessoa jurídica remetente, em virtude do disposto no inciso I, pode ser transferido para a pessoa jurídica adquirente do mesmo grupo econômico.

Art. 6º A liquidação do ICMS incidente na importação do exterior, de matéria-prima, de produto intermediário e de material de embalagem, pode ser feita por ocasião da entrada dos mesmos no estabelecimento da beneficiária, localizado neste Estado, mediante o registro a débito no livro Registro de Apuração do ICMS.

Parágrafo único. Na importação de bem para integração ao ativo

imobilizado, o débito correspondente ao ICMS devido pode ser dividido em até 48 (quarenta e oito) parcelas iguais, mensais e sucessivas.

Art. 7º A concessão do benefício fiscal da redução da base de cálculo e do crédito outorgado não pode resultar em carga tributária efetiva inferior a 2% (dois por cento).
- [Redação dada pela Lei nº 17.514, de 27-12-2011.](#)

~~Art. 7º A concessão do benefício fiscal na operação interna e do crédito outorgado na operação interestadual não pode resultar em carga tributária efetiva inferior a 2% (dois por cento).~~

Parágrafo único. O benefício de que trata o *caput* está condicionado ao estabelecimento de metas de arrecadação do ICMS.

Art. 8º A fruição dos benefícios concedidos por esta Lei depende da celebração de regime especial com a Secretaria da Fazenda.

§ 1º A revogação do regime especial será efetivada pela Secretaria da Fazenda 30 (trinta) dias após o contribuinte ter sido notificado da ocorrência da situação ensejadora da revogação, permitida a regularização da situação dentro do referido prazo.

§ 2º Enseja a revogação do regime especial:

I - o cometimento de infração às disposições legais ou às cláusulas do regime especial;

II - a existência de crédito tributário inscrito em dívida ativa, exceto se o referido crédito estiver com sua exigibilidade suspensa nos termos da lei ou tiver sido efetivada a penhora de bens suficientes para o pagamento do total da dívida.

Art. 9º O Chefe do Poder Executivo estabelecerá a forma, limites e condições para a fruição dos benefícios previstos nesta Lei.

Art. 10. Esta Lei entra em vigor na data de sua publicação.

PALÁCIO DO GOVERNO DO ESTADO DE GOIÁS, em Goiânia, 21 de outubro de 2011, 123º da República.

MARCONI
Simão Cirineu Dias

FERREIRA

PERILLO

JÚNIOR

(D.O. de 26-10-2011) - Suplemento

Este texto não substitui o publicado no Suplemento do D.O. de 26-10-2011.

8.2 Anexo 2: Proposta de solução para a guerra fiscal divulgada pelo CONFAZ

ANEXO ÚNICO

ALÍQUOTAS DO ICMS APLICÁVEIS ÀS OPERAÇÕES E PRESTAÇÕES INTERESTADUAIS, NOS TERMOS DA RESOLUÇÃO DO SENADO FEDERAL, DE QUE TRATA O INCISO I DO *CAPUT* DO ART. 3º

Art. 1º A alíquota do Imposto sobre Operações Relativas a Circulação de Mercadorias e sobre Prestação de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação – ICMS, nas operações e prestações interestaduais, será:

I - 11% (onze por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2015;

II - 10% (dez por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2016;

III - 9% (nove por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2017;

IV - 8% (oito por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2018;

V - 7% (sete por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2019;

VI - 6% (seis por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2020;

VII - 5% (cinco por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2021;

VIII - 4% (quatro por cento) a partir de 1º de janeiro de 2022.

Parágrafo único. Nas operações e prestações interestaduais realizadas nas regiões Sul e Sudeste, exceto no Estado do Espírito Santo, destinadas às regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste e ao Estado do Espírito Santo, a alíquota será:

I - 6% (seis por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2015;

II - 5% (cinco por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2016;

III - 4% (quatro por cento) a partir de 1º de janeiro de 2017.

Art. 2º A alíquota do ICMS, nas seguintes situações especiais, será:

I - nas operações interestaduais realizadas com produtos agropecuários e nas realizadas pelo respectivo industrializador, com mercadorias produzidas em conformidade com Processo Produtivo Básico nas regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste e no Estado do Espírito Santo, e nas correspondentes prestações de serviço de transporte, destinadas às regiões Sul e Sudeste, exceto ao Estado do Espírito Santo:

a) 11% (onze por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2015;

b) 10% (dez por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2016;

c) 9% (nove por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2017;

d) 8% (oito por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2018;

e) 7% (sete por cento) a partir de 1º de janeiro de 2019;

II - nas operações interestaduais com gás natural nacional ou importado do exterior, a alíquota será:

a) nas operações originadas nas regiões Sul e Sudeste, exceto no Estado do Espírito Santo, destinadas às regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, inclusive ao Estado do Espírito Santo:

1. 6% (seis por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2015;

2. 5% (cinco por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2016;

3. 4% (quatro por cento) a partir de 1º de janeiro de 2017;

b) nas demais situações:

1. 11% (onze por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2015;

2. 10% (dez por cento) a partir de 1º de janeiro de 2016;

III - nas operações e correspondentes prestações de serviço de transportes interestaduais, excetuadas as realizadas de acordo com o inciso IV, originadas na Zona

Franca de Manaus, em conformidade com Processo Produtivo Básico previsto no Decreto-Lei nº 288, de 28 de fevereiro de 1967:

a) com produtos de informática:

1. 11% (onze por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2015;

2. 10% (dez por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2016;

3. 9% (nove por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2017;

4. 8% (oito por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2018;

5. 7% (sete por cento) a partir de 1º de janeiro de 2019;

b) com os demais produtos:

1. 11% (onze por cento) no período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2015;

2. 10% (dez por cento) a partir de 1º de janeiro de 2016;

IV - nas operações e prestações interestaduais realizadas na Zona Franca de Manaus, nos termos do *caput* do inciso III do art. 2º deste anexo, destinadas às Áreas de Livre Comércio, as alíquotas previstas nos incisos do *caput* da art. 1º deste anexo.

§ 1º Caso inexista o Processo Produtivo Básico a que se refere o inciso I deste artigo, será considerado produzido nas regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste e no Estado do Espírito Santo o produto resultante de industrialização, assim definida pelo Regulamento do Imposto Sobre Produtos Industrializados - IPI -, excetuadas as modalidades de acondicionamento e reacondicionamento.

§ 2º Nas operações interestaduais subsequentes às originadas na Zona Franca de Manaus, de que trata o inciso III do *caput* deste artigo, aplicam-se as alíquotas do ICMS previstas:

I - no art. 1º ou no inciso I do art. 2º, ambos deste anexo, conforme o caso, na hipótese em que os produtos tenham sido submetidos a novo processo de industrialização, tal como definido no § 1º;

II - no inciso III do *caput* deste artigo, nos demais casos.

Art. 3º As disposições constantes neste anexo e na Resolução do Senado Federal prevista no inciso I do art. 3º desta lei complementar, não serão aplicáveis às operações interestaduais com bens e mercadorias importadas do Exterior, disciplinadas pela Resolução do Senado Federal nº 13, de 2012, bem como às prestações interestaduais de serviço de transporte aéreo de passageiro, carga e mala postal, disciplinadas pela Resolução do Senado Federal nº 95, de 13 de dezembro de 1996.

Art. 4º Os termos iniciais e finais dos períodos e prazos constantes dos incisos dos arts. 1º e 2º deste anexo serão ajustados, considerando a produção de efeitos do convênio a que se refere o art. 1º desta lei, mantendo os lapsos temporais neles expressos.

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------------------------------|------------------|------------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Ebit | 987.010 | 418.530 | 770.800 | 897.839 | 910.694 | 1.038.843 | 1.144.606 | 1.237.928 | 1.339.536 | 1.449.436 | 1.568.301 | 1.696.859 | 1.835.897 |
| var. yoy | | -57,6% | 84,2% | 16,5% | 1,4% | 14,1% | 10,2% | 8,2% | 8,2% | 8,2% | 8,2% | 8,2% | 8,2% |
| mg ebit | | 27,4% | 12,6% | 19,9% | 21,1% | 19,5% | 20,1% | 20,3% | 20,3% | 20,4% | 20,4% | 20,4% | 20,5% |
| (*) Depreciação e Amortização | 49.300 | 113.500 | 97.700 | 104.974 | 109.535 | 113.179 | 123.519 | 133.006 | 141.902 | 150.112 | 158.481 | 167.683 | 177.033 |
| % rec liq | 1,4% | 3,4% | 2,5% | 2,5% | 2,3% | 2,2% | 2,2% | 2,2% | 2,2% | 2,1% | 2,1% | 2,0% | 2,0% |
| Depreciação Depreciação/ Imobilizado | 28.424 | 67.602 | 51.802 | 70.087 | 74.644 | 74.644 | 81.385 | 87.501 | 92.757 | 97.035 | 101.158 | 105.774 | 110.172 |
| | 3,8% | 5,4% | 3,8% | 4,6% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% |
| Amortização % Rec Liq | 20.876 | 45.898 | 45.898 | 34.887 | 34.891 | 38.535 | 42.134 | 45.505 | 49.145 | 53.077 | 57.323 | 61.909 | 66.861 |
| | 0,6% | 1,4% | 1,2% | 0,8% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% |
| Ebitda | 1.036.310 | 532.030 | 868.500 | 1.002.813 | 1.020.229 | 1.152.022 | 1.268.125 | 1.370.934 | 1.481.438 | 1.599.547 | 1.726.782 | 1.864.542 | 2.012.930 |
| mg ebitda | | 28,8% | 16,0% | 22,4% | 23,5% | 21,8% | 22,3% | 22,4% | 22,5% | 22,5% | 22,5% | 22,5% | 22,4% |
| Ajuste de não recorrentes | - 17.500 | 181.500 | - 16.600 | 900 | 86.500 | 69.688 | 47.937 | 21.252 | - | - | - | - | - |
| % rec liq | -0,5% | 5,5% | -0,4% | 0,0% | 1,8% | 1,3% | 0,8% | 0,3% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Ebitda Ajustado | 1.018.810 | 713.530 | 851.900 | 1.003.713 | 1.106.729 | 1.221.711 | 1.316.062 | 1.392.185 | 1.481.438 | 1.599.547 | 1.726.782 | 1.864.542 | 2.012.930 |
| mg ebitda yoy | | 28,3% | 21,5% | 22,0% | 23,6% | 23,6% | 23,3% | 22,8% | 22,5% | 22,5% | 22,5% | 22,5% | 22,4% |
| Capex | 452.469 | 1.028.600 | 235.042 | 241.591 | 203.876 | 225.169 | 217.939 | 204.854 | 188.280 | 189.102 | 204.231 | 203.960 | 211.308 |
| % rec liq | 12,6% | 30,9% | 6,1% | 5,7% | 4,4% | 4,6% | 3,9% | 3,4% | 2,9% | 2,7% | 2,7% | 2,5% | 2,4% |
| % depreciação | 917,8% | 906,3% | 241,5% | 230,1% | 186,1% | 198,9% | 176,4% | 154,0% | 132,7% | 126,0% | 128,9% | 121,6% | 119,4% |

Projeções:

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| DRE: | | | | | | | | | | | | | |
| Receita Bruta | 4.269.317 | 4.155.801 | 4.632.460 | 4.959.440 | 5.331.379 | 5.863.938 | 6.401.054 | 6.913.139 | 7.466.190 | 8.063.485 | 8.708.564 | 9.405.249 | 10.157.669 |
| Impostos e Ajustes | - 671.617 | - 831.101 | - 758.960 | - 700.640 | - 651.031 | - 694.780 | - 749.113 | - 809.042 | - 873.765 | - 943.667 | - 1.019.160 | - 1.100.693 | - 1.188.748 |
| Receita Líquida | 3.597.700 | 3.324.700 | 3.873.500 | 4.258.800 | 4.680.348 | 5.169.179 | 5.651.941 | 6.104.097 | 6.592.424 | 7.119.818 | 7.689.404 | 8.304.556 | 8.968.921 |
| CPV | - 1.443.200 | - 1.320.900 | - 1.464.400 | - 1.509.931 | - 1.698.404 | - 1.846.017 | - 2.019.038 | - 2.187.432 | - 2.369.849 | - 2.567.452 | - 2.781.504 | - 3.013.374 | - 3.264.541 |
| Lucro Bruto | 2.154.500 | 2.003.800 | 2.409.100 | 2.748.869 | 2.981.944 | 3.323.162 | 3.632.904 | 3.916.664 | 4.222.576 | 4.552.367 | 4.907.899 | 5.291.182 | 5.704.380 |
| SG&A | - 1.167.490 | - 1.585.270 | - 1.638.300 | - 1.851.030 | - 2.071.250 | - 2.284.319 | - 2.488.298 | - 2.678.736 | - 2.883.040 | - 3.102.931 | - 3.339.598 | - 3.594.323 | - 3.868.483 |
| Desp Vendas | - 1.045.800 | - 1.283.100 | - 1.392.400 | - 1.581.532 | - 1.730.210 | - 1.908.368 | - 2.079.268 | - 2.238.852 | - 2.410.124 | - 2.594.499 | - 2.792.978 | - 3.006.641 | - 3.236.649 |
| Desp Administrativas | - 202.700 | - 259.800 | - 235.100 | - 222.373 | - 240.285 | - 264.673 | - 287.359 | - 308.480 | - 330.999 | - 355.162 | - 381.088 | - 408.908 | - 438.758 |
| Outras | 81.010 | 42.370 | 10.800 | 47.125 | 100.755 | 111.278 | 121.671 | 131.404 | 141.917 | 153.270 | 165.532 | 178.774 | 193.076 |
| EBIT | 987.010 | 418.530 | 770.800 | 897.839 | 910.694 | 1.038.843 | 1.144.606 | 1.237.928 | 1.339.536 | 1.449.436 | 1.568.301 | 1.696.859 | 1.835.897 |
| Resultado Financeiro | - 181.206 | - 608.426 | - 424.872 | - 582.655 | - 416.763 | - 525.671 | - 463.152 | - 386.013 | - 311.961 | - 230.329 | - 139.780 | - 51.900 | - 23.222 |
| Receitas Brutas | 147.259 | 268.084 | 205.181 | 157.369 | 179.762 | 290.604 | 271.840 | 301.046 | 359.119 | 440.752 | 531.300 | 619.180 | 694.302 |
| Despesas Financeiras | - 328.465 | - 876.510 | - 630.053 | - 740.024 | - 596.525 | - 816.275 | - 734.993 | - 687.058 | - 671.080 | - 671.080 | - 671.080 | - 671.080 | - 671.080 |
| EBT | 805.804 | 189.896 | 345.928 | 315.184 | 493.931 | 513.172 | 681.453 | 851.915 | 1.027.575 | 1.219.107 | 1.428.521 | 1.644.960 | 1.859.118 |
| Equivalência Patrimonial | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Res Não Operacional | 0 | 0 | -520 | -1357 | -659 | 728 | 796 | 859 | 928 | 1.002 | 1.083 | 1.169 | 1.263 |
| LAIR | 805.804 | 189.896 | 345.408 | 313.827 | 493.272 | 512.445 | 680.658 | 851.056 | 1.026.646 | 1.218.105 | 1.427.438 | 1.643.790 | 1.857.856 |
| IR & CS | - 172.544 | - 13.238 | - 118.815 | - 55.081 | - 81.115 | - 57.840 | - 98.310 | - 143.246 | - 188.719 | - 239.617 | - 295.347 | - 352.109 | - 406.622 |
| Participações | - | 3.002 | 24.152 | 2.098 | 9.574 | 10.433 | 11.007 | 11.529 | 12.048 | 12.590 | 13.157 | 13.749 | 14.368 |
| Minoritários | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Lucro Líquido yoy | 633.260 | - 173.656 | 202.441 | 256.648 | 402.583 | 444.172 | 571.341 | 696.280 | 825.879 | 965.898 | 1.118.935 | 1.277.932 | 1.436.866 |
| | | -127,4% | 216,6% | 28,8% | 56,9% | 10,3% | 28,6% | 21,9% | 18,6% | 17,0% | 15,8% | 14,2% | 12,4% |
| PIE | | | | 86,1 | 35,8 | 32,4 | 25,2 | 20,7 | 17,4 | 14,9 | 12,9 | 11,3 | 10,0 |
| Benefício fiscal / LI | | | | 110,8% | 103,8% | 109,4% | 94,8% | 84,0% | 76,5% | 70,6% | 65,9% | 62,3% | 59,8% |

WACC:

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------------|-------------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| WACC % | 16,7% | 7,2% | 6,3% | 6,2% | 8,1% | 16,9% | 13,7% | 13,0% | 12,8% | 12,8% | 12,8% | 12,8% | 12,8% |
| Alavancagem % | -0,13930577 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Rdebt % | 7,2% | 7,2% | 6,3% | 6,2% | 8,1% | 10,0% | 8,3% | 7,8% | 7,6% | 7,6% | 7,6% | 7,6% | 7,6% |
| Debt Bruto % | 10,89% | 10,89% | 9,50% | 9,42% | 12,24% | 13,19% | 12,65% | 11,83% | 11,55% | 11,55% | 11,55% | 11,55% | 11,55% |
| IR % | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% | 34% |
| Requity % | 15,5% | 16,1% | 15,3% | 15,4% | 16,0% | 18,6% | 15,1% | 14,4% | 14,1% | 14,1% | 14,1% | 14,1% | 14,1% |
| Juros Real | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| Equity Risk Premium | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% |
| IFCA | 5,91% | 6,48% | 5,72% | 5,79% | 6,41% | 8,97% | 5,50% | 4,75% | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,50% |
| Beta | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| FCFF | 372.496 | - 149.856 | 358.959 | 313.398 | 756.564 | 713.854 | 791.736 | 871.880 | 953.830 | 1.024.375 | 1.088.613 | 1.178.462 | 1.271.209 |
| FD | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1,14 | 1,29 | 1,45 | 1,64 | 1,85 | 2,08 | 2,35 |
| VP | 372.496 | - 149.856 | 358.959 | 313.398 | 756.564 | 713.854 | 696.033 | 678.064 | 657.594 | 626.065 | 589.803 | 566.007 | 541.248 |

| Fator | Hoje | Proj | Dias |
|-------|------|-----------------------|------|
| | 1,09 | 29/06/2015 31/12/2015 | 182 |

| | |
|------------------------------|------------|
| Soma FCF | 4.354.814 |
| (+) perpetuidade | 8.748.561 |
| EV | 13.103.375 |
| (-) Total Debt | 4.842.664 |
| (+) Caixa | 1.996.092 |
| (+) VP outros ativos fin liq | 1.015.781 |
| Valor de mercado da proj. | 11.272.585 |
| Número de Ações | 631.692 |
| Cot R\$ Dez 2015 - Proj | R\$ 17,8 |
| Cot R\$ Hoje - Proj | R\$ 16,4 |
| Cot R\$ 12m - Proj | R\$ 19,4 |
| Cot R\$ Hoje | R\$ 22,8 |
| Var % 12m | -14,9% |

Atualizar no dia que for olhar

| | |
|--------------------------------|------------|
| Valor de mercado hoje | 14.402.576 |
| VP dos créditos fiscais | 1.015.781 |
| Mkt ajust pelo vp dos créditos | 13.386.794 |

| | |
|--------------|-----------|
| Noplat 2022 | 1.448.449 |
| ROIC | 25% |
| G | 7,50% |
| WACC | 12,8% |
| Perpetuidade | 8.748.561 |