

UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALAGOAS
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO BACHARELADO

Private Equity e Venture Capital: análise de investimento na área de saúde e
farmácia.

Projeto de Trabalho de Conclusão de Curso
Modalidade Monografia

Natália Ferreira Pinto de Holanda

Maceió
2018

UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALAGOAS
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO BACHARELADO

Private Equity e Venture Capital: análise de investimento na área de saúde e
farmácia.

Natália F. P. de Holanda

Monografia apresentada ao Colegiado do Curso de Administração da Universidade Federal de Alagoas como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração, sob a orientação do Prof. (Dra.) Natallya de Almeida Levino.

Maceió

2018

Catálogo na fonte
Universidade Federal de Alagoas
Biblioteca Central
Divisão de Tratamento Técnico

Bibliotecário Responsável: Valter dos Santos Andrade – CRB-4 - 1251

H722p Holanda, Natália Ferreira Pinto de.

Private equity e venture capital: análise de investimento na área de saúde e farmácia /
Natália Ferreira Pinto de Holanda. – 2018.

49 f.

Orientador: Natallya de Almeida Levino.

Monografia (Trabalho de conclusão de curso em Bacharelado em Administração) –
Universidade Federal de Alagoas, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade.
Maceió, 2018.

Bibliografia: f. 41-44.

Apêndices: f. 45-49.

1. Private equity (Finanças). 2. Fundos de investimentos. 3. Mercado de capitais.
4. Farmácias, drogarias, etc.. 5. Áreas de serviço de saúde. 6. Investimentos – Análise.

I. Título.

CDU: 658.152

SUMÁRIO

1	Introdução.....	10
1.1	Antecedentes	11
1.2	Problema.....	12
1.3	Justificativa.....	13
1.4	Objetivos	14
1.4.1	Objetivo geral	14
1.4.2	Objetivos específicos	14
2	Referencial Teórico.....	10
2.1	Mercado Financeiro.....	15
2.2	Mercado de Capitais.....	19
2.3	<i>Initial Public Offering (IPO)</i>	20
2.4	<i>Due Diligence</i>	22
2.5	Índices.....	23
2.5.1	Índices de Liquidez.....	24
2.5.1.1	Liquidez Geral.....	25
2.5.1.2	Liquidez Corrente.....	25
2.5.2	Índices de Endividamento.....	26
2.5.2.1	Índice de Participação do Capital de Terceiros.....	27
2.5.2.2	Índice de Perfil da Dívida.....	27
2.5.3	Índices de Rentabilidade.....	28
2.5.3.1	Índice de Rentabilidade sobre o Ativo (ROA).....	28
2.5.3.2	Índice de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).....	29
2.6	<i>Valluation</i>	29
2.7	Metodologia.....	30
2.8	Do ponto de vista da abordagem do problema.....	30
2.9	Quanto aos objetivos.....	32
2.10	Quanto aos procedimentos	32
3	Resultados e Discussão.....	32
3.1	Drogaria Pague Menos.....	34
3.2	Drogaria Pacheco.....	35
3.3	Drogaria Araújo.....	37
4	Considerações Finais.....	39

5 Referências.....41
6 Apêndice.....45

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho primeiramente a Deus, aos meus pais e às minhas irmãs, que são minhas fontes de amor e encorajamento.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha família, que é minha base, e são as pessoas mais importantes da minha vida. Ao meu pai, que sempre foi meu espelho e exemplo diário de comprometimento com o trabalho. À minha mãe, por dedicar sua vida a nós. À minha irmã mais velha, Gabriela, por me mostrar através do exemplo a importância e o poder transformador da educação. À minha irmã mais nova, Beatriz, por diariamente me nutrir de amor e diversão, sem ela minha vida seria muito mais sem graça. Não poderia deixar de citar meu cunhado, Raphael, um irmão por opção, e que se faz presente nas jornadas para todas as minhas conquistas.

Agradeço aos meus amigos de faculdade e aos da vida, que se fizeram presentes durante toda minha trajetória acadêmica, com os quais pude crescer e aprender. Aos meus professores, em especial à minha orientadora, que despertaram em mim a paixão por determinadas áreas do conhecimento, transmitiram ensinamentos não só acadêmicos e deixaram boas marcas.

E por fim, agradeço ao meu namorado por sua compreensão com minhas horas dedicadas ao trabalho, por acreditar no meu sucesso, por ser meu maior incentivador, e por ser um exemplo de administrador, com o qual pude tirar dúvidas e compartilhar conhecimentos.

EPIGRAFE

“Eu sei o preço do sucesso: dedicação, trabalho duro e uma incessante devoção às coisas que você quer ver acontecer.”

Frank Lloyd Wright

Resumo

A pesquisa em questão busca analisar os pontos quantitativos e qualitativos que indiquem a melhor escolha dentre três empresas, do setor de saúde e farmácia, para um investimento de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC). O mercado de saúde e farmácia, no Brasil, cresce acima da inflação e é composto por empresas que já têm suas ações comercializadas na bolsa de valores e algumas outras que caminham para o mesmo caminho. Desta forma, foram escolhidas três empresas como uma amostra do setor para ser objeto de estudo desta pesquisa. Informações disponíveis nos portais de organizações como a ABVCAP, CVM, BM&FBovespa, Anbima, além de matérias de jornais de grande circulação, pesquisas realizadas por grandes empresas de auditoria, entre outras fontes de conhecimento foram fundamentais para o recolhimento de dados para a pesquisa. Os índices considerados foram a liquidez, a rentabilidade e o endividamento. Esses índices foram calculados com base nas demonstrações contábeis fornecidas pelas próprias empresas. Também foram consideradas as notas explicativas, as condições do mercado de saúde e farmácia no Brasil, o *market share* e as necessidades de intervenção de cada empresa. A empresa mais recomendada para um investimento de PE/VC foi a Drogaria Pague Menos, por ser a empresa que além de apresentar índices quantitativos e qualitativos animadores, é a empresa mais próxima da abertura de capital, considerada a melhor forma de desinvestimento.

Palavras-chave: mercado de capitais, *private equity*, *venture capital*, índices, *IPO*.

Abstract

This research seeks to analyze the quantitative and qualitative points that indicate the best choice among three companies, from the health and pharmacy sector, for a Private Equity and Venture Capital (PE / VC) investment. The health and pharmacy market in Brazil grows above inflation and is composed of companies that already have their shares traded on the stock exchange and some others that walk the same way. Three companies were chosen as a sample of the sector to be object of study of this research. Information available on the portals of organizations such as ABVCAP, CVM, BM & FBovespa, Anbima, as well as articles from major newspapers, research carried out by large auditing companies, and other sources of knowledge were fundamental for the collection of data for this research. The indicators considered were liquidity, profitability and indebtedness. These indicators were calculated based on the financial statements provided by the companies themselves. The explanatory notes, the conditions of the health and pharmacy market in Brazil, the market share and the intervention needs of each company were also considered. The most recommended company for a PE / VC investment was Drogaria Pague Menos, since it is the company that besides presenting quantitative and qualitative indicators, is the one closest to the IPO, considered the best choice to a divestment.

Key words: capital market, private equity, venture capital, indicators, IPO

1 Introdução

O mercado brasileiro de *Private Equity* (PE) e *Venture Capital* (VC), popularmente conhecidos como investimentos de risco, sofreu com a crise de 2008, assim como o restante do mundo, porém sem grandes perdas. Desde sua chegada ao Brasil, há alguns anos, essa modalidade de investimento vem expandindo devido as condições encontradas no país. Instituições garantidoras do cumprimento dos contratos, mercado de capitais ativo, facilidade de abertura de capital, além de um governo que incentiva a abertura de novas empresas. Apesar dos últimos acontecimentos políticos que afetaram a nossa economia, a estabilidade institucional e macroeconômica ainda é apreciada no Brasil. O levantamento de capital para esse tipo de investimento no Brasil cresceu, segundo estatísticas do EMPEA (*Emerging Markets Private Equity Association*), 73% a.a entre 2003 e 2008 (2013).

Investimentos de PE/VC levam tempo e demandam uma análise profunda a respeito das empresas que receberão o investimento. Os esforços são de ambas as partes, do fundo de investimento que deve realizar uma análise profunda da condição financeira e econômica da empresa, além da situação no mercado em que atua, levando em consideração a previsão de crescimento e os esforços necessários para realização desse. A empresa, por sua vez, deve se certificar de estar enquadrada dentro das exigências para receber esse tipo de investimento, além de apresentar histórico de crescimento sólido. Documentação auditada externamente, apesar de não exigida, atribui confiança ao negócio.

De acordo com o Guia da ABVCAP (2014) o processo de investimento de um fundo de PE/VC passa por oito fases, são elas: originação, análise, precificação, negociação, análise do comitê de investimentos, *due diligence*, investimento e documentação, e por fim, o monitoramento e desinvestimento. Fundos de *Private Equity*, normalmente visam empresas consolidadas que já apresentam resultados, mas que precisam de ajustes para crescer.

Atualmente, o setor que mais cresce e mais recebe investimento, no Brasil, do tipo PE/VC é o de saúde e farmácia, responsável por 38% dos investimentos. A previsão é que em 2017 o setor atinja R\$ 87 bilhões em vendas (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, 2016), um crescimento acima da inflação, ou seja, um crescimento real. Levando em consideração que saúde e bem-estar são essenciais no dia a dia da população e sofrem menos com a inflação, além do fato de que o Brasil não explora satisfatoriamente os setores de beleza e *fitness*. Apesar do crescimento do setor, o mercado

brasileiro ainda está muito atrás de outros países, o que demonstra que ainda há grandes oportunidades de crescimento.

A partir dessa análise prévia do mercado de saúde e farmácia no Brasil e seu potencial de crescimento, o trabalho leva em consideração três empresas do setor que estão entre as dez maiores do Brasil e apresentam grande potencial para um investimento de PE/VC. Desta maneira, avalia-se qual a empresa que vislumbra maior retorno no desinvestimento.

1.1 Antecedentes

Antes da década de 60, o mercado de capitais não existia no Brasil. A "Lei de Usura" foi aprovada no Brasil pelo Decreto 22.626 (BRASIL, 1933, art. 192), depois de um período de instabilidade econômica e política causada pela crise internacional de 1929 e pela revolução de 1930. A lei instituía em 12% ao ano a taxa máxima de juros, juntamente a uma economia com inflação crescente e o hábito dos brasileiros de investir em ativos reais ao invés de títulos públicos ou privados, contribuía para o não desenvolvimento do mercado de capitais no país. A situação veio mudar após o ano de 1964, quando o Governo vigente iniciou um programa de reforma na economia nacional.

A reforma promovida pelo Governo foi imprescindível para o mercado de capitais. Três leis, em específico, obtiveram um impacto maior nesse setor. A Lei nº 4.537/64 (BRASIL, 1964, art. 1) que instituiu a correção monetária através da ORNT (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional), que era uma modalidade de título público, que surgiu com a característica de pagar remuneração corrigida. A Lei nº 4.595/64 (BRASIL, 1964, art. 1) ficou conhecida como lei da reforma bancária, que reformulou todo o sistema nacional de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central. Por fim, a Lei nº 4.728/65 (BRASIL, 1965, art. 75), que foi a primeira lei de Mercado de Capitais, a qual regulou esse mercado e instituiu medidas e regras para o seu desenvolvimento.

O mercado de *Private Equity* e *Venture Capital* surgiu nos Estados Unidos precocemente, por volta da década de 40 (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2011). No Brasil essa modalidade de investimento chegou na década de 70, após a reforma na economia nacional promovida pelo Governo de 1964 e após as leis e instituições que foram criadas juntas a reforma. Porém, a consolidação do mercado de PE/VC no Brasil veio acontecer em 90, com a consolidação do plano real (MENDES, 2015).

No final da década de 70 e início da década de 80 começa a surgir no Brasil as primeiras instituições especializadas no mercado de PE/VC (MENDES, 2015). Ainda na década de 70, surge o Banco Garantia que se tornou um dos bancos de investimentos mais prestigiados do mundo, inclusive, sendo comparado ao americano Goldman Sachs. O Garantia foi de fundamental importância para a evolução do mercado de PE/VC no Brasil, assim como as instituições reguladoras e fomentadoras de PE/VC criadas pelo Governo, que surgiram simultaneamente às instituições privadas que se interessam pelo mercado.

Em meados da década de 80 aconteceu o primeiro grande “boom” desse mercado, devido aos benefícios e a disseminação dessa nova prática de investimento. Em 2008 esse marco se repetiu, dessa vez, devido ao nascimento das empresas “.com”, o que acabou culminando na bolha da internet, ocasionando a crise de 2008, a qual teve efeito internacional (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2011).

Atualmente, o mercado de PE/VC no Brasil está muito mais desenvolvido do que anos atrás, porém ainda encontra-se atrasado quando comparado com mercados como o americano. A bolsa de valores brasileira ainda conta com poucas empresas, desta forma, os fundos de PE/VC vislumbram no Brasil grande potencial de expansão, o que fomenta o crescimento e desenvolvimento desse tipo de investimento no mercado interno.

1.2 Problema

O mercado de *Private Equity* no Brasil ainda encontra-se em desenvolvimento, desta maneira, ainda há grandes ressalvas no momento de escolher empresas para receber investimentos de alto porte. Nos Estados Unidos, país pioneiro nesse mercado, existem métodos padronizados que são utilizados na análise de índices, diminuindo os riscos após a realização do investimento, como o surgimento de situações inesperadas e desconhecidas pelo fundo gestor.

No Brasil, em sua maioria, os fundos gestores entendem a importância de uma análise minuciosa de vários aspectos da empresa que visam adquirir, sendo esse um dos motivos para o tempo que uma transação demora para ocorrer. A *due diligence*, é exatamente a análise multidisciplinar e minuciosa que é contratada ou realizada por ambas as partes, fundo comprador e empresa, com o intuito de diminuir incertezas e tornar a transação mais vantajosa para ambos.

Os investimentos de fundos de *Private Equity e Venture Capital* são considerados investimentos de risco, uma vez que movimentam valores altíssimos e unem sob a mesma administração empresas de variados setores. A utilização de parâmetros financeiros, como os acima mencionados, ajuda a manter o alinhamento e a motivação dos acionistas envolvidos nos investimentos. Os riscos de negligenciar esses índices na hora da aquisição de uma empresa são elevados. Um passivo maquiado, um ativo que não tem liquidez, dentre outros fatores, podem não somente distanciar o fundo gestor do retorno esperado, como criar graves problemas financeiros. O investimento em uma empresa que não está dentro dos parâmetros estabelecidos pelo fundo pode comprometer não apenas financeira, mas, também, fiscalmente o fundo. Desta forma, uma análise minuciosa, não apenas do resultado dos índices e da situação em que as empresas se encontram no mercado, mas da forma como as contas das demonstrações financeiras foram agrupadas, para então calcular os índices, é imprescindível para evitar problemas futuros.

A partir da compreensão da importância da relação da análise desses índices, assim como a análise mercadológica, com o sucesso das aquisições a pesquisa relaciona os índices de liquidez, composição da dívida, *valuation*, além do *due diligence*, e a análise prévia do mercado e do setor em que as empresas estão inseridas, com uma maior probabilidade de recomendação da aquisição. Uma vez que esses índices apresentam dados que alinham as expectativas e objetivos do fundo gestor com a realidade da empresa.

A pesquisa busca através da análise dos índices escolhidos, e da análise mercadológica, responder à questão: Qual, dentre as três empresas selecionadas, é a mais recomendada para um investimento de *Private Equity*?

1.3 Justificativa

O setor escolhido pela análise foi o de saúde e farmácia, escolhido por ser o setor que apresenta crescimento real, acima da inflação, no Brasil. Além, de ser o mais beneficiado por investimentos de *Private Equity e Venture Capital*. As empresas foram escolhidas por serem S/A de capital fechado, apresentarem *market share* representativo nos mercados atuantes, por atuarem no mesmo setor, o de saúde e farmácia e no mesmo país. Além do fato das três empresas divulgarem seus demonstrativos de maneira clara e compreensível, facilitando o procedimento de pesquisa.

A escolha por esse método de análise se deu pela compreensão de sua importância no processo de aquisição. A utilização desse método busca alinhar os objetivos do fundo gestor, assim como o dos investidores a quem representam, com o retorno que pode ser obtido com a aquisição e os termos para tal. A análise é indispensável na aquisição de empresas por fundos de *Private Equity*, pois, além de indicar a mais alinhada aos objetivos, evita surpresas futuras com questões desconhecidas e que possam vir a prejudicar o sucesso do desinvestimento futuro. Sendo assim, a segurança em realizar aquisições desse porte aumenta, assim como a confiança do mercado.

Ainda que os índices financeiros não sejam os únicos que devem ser avaliados durante um processo de aquisição, são eles bons medidores de desempenho da empresa. Esses índices possuem como principal fonte de informações as demonstrações financeiras. "Os índices financeiros são inter-relações de contas das demonstrações financeiras, cada um fornecendo a visão de um tópico específico da situação ou desempenho da organização" (SOUZA, 2005). As análises com foco nos índices financeiros têm como objetivo auxiliar o gestor nas tomadas de decisões, no momento de definir políticas, ações e metas presentes no planejamento estratégico da organização (SOUZA, 2005). Através desses índices o fundo gestor pode avaliar a situação atual da empresa, utilizar um comparativo dos anos para traçar um parâmetro de desempenho, e avaliar as medidas necessárias para realizar um desinvestimento de sucesso.

1.4 Objetivos

1.4.1 Objetivo geral

Analisar a melhor opção de investimento para um fundo de *Private Equity* no setor de saúde e farmácia.

1.4.2 Objetivos específicos

- a) Analisar o mercado de *Private Equity* no Brasil;
- b) Mensurar através de índices as situações financeiras e econômicas de cada empresa escolhida, do setor de saúde e farmácia, no subsector de drogaria;
- c) Mapear a situação da empresa no mercado;
- d) Escolher a empresa mais adequada para um investimento de *Private Equity*.

2. Referencial teórico

2.1 Mercado Financeiro

Na economia dos países existem atividades que integram os agentes econômicos, como por exemplo, a compra e venda de ações, e há os processos que regulam essas atividades. Segundo Mellagi Filho (2000) mercado financeiro é o mercado onde os recursos excedentes da economia são direcionados para o financiamento de empresas e de novos projetos. Isso acontece, devido a existência de agentes que necessitam de investimento, pelas mais diversas razões, e poupadores dispostos a emprestar o recurso. No mercado financeiro tradicional, o dinheiro depositado em bancos por poupadores é utilizado pelas instituições financeiras para financiar alguns setores da economia que precisam de recursos. Em complemento, “podemos definir os mercados financeiros como o mecanismo ou ambiente através do qual se produz um intercâmbio de ativos financeiros e se determinam seus preços” (PINHEIRO, 2008, p. 74). A partir disso, surgiram as regras que normatizam essas transações entre os agentes e todo esse conjunto de agentes, instituições e normatizações, formam o Sistema Financeiro Nacional.

Atualmente há dezenove empresas listadas na Bolsa de Valores no setor de saúde, distribuídas entre os subsetores de comércio e distribuição, medicamentos, equipamentos, serviços médicos e hospitalares, análise e diagnósticos. Dentre essas de empresas, apenas a Raia Drogasil S.A e a Brasil Pharma S.A. atuam como rede de drogarias, assim como as três empresas de capital fechado escolhidas para análise neste trabalho.

Quadro 01 - Empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores

Empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores: Setor de Saúde.		
Nome	Subsetor	Ano IPO
BIOMM S.A.	Comércio e Distribuição / Medicamentos e Outros Produtos	2017
BIOTOSCANA INVESTMENTS S.A.	Comércio e Distribuição / Medicamentos e Outros Produtos	2017
BRASIL PHARMA S.A.	Comércio e Distribuição / Medicamentos e Outros Produtos	2011
CREMER S.A.	Comércio e Distribuição /	2006

		Medicamentos e Outros Produtos	
DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS		Comércio e Distribuição / Medicamentos e Outros Produtos	2016
HYPERA S.A.		Comércio e Distribuição / Medicamentos e Outros Produtos	2008
NORTEC QUÍMICA S.A.		Comércio e Distribuição / Medicamentos e Outros Produtos	2013
OURO FINO SAUDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A.		Comércio e Distribuição / Medicamentos e Outros Produtos	2014
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACÊUTICOS S.A.		Comércio e Distribuição / Medicamentos e Outros Produtos	2013
RAIA DROGASIL S.A.		Comércio e Distribuição / Medicamentos e Outros Produtos	2010
ADVANCED DIGITAL HEALTH MEDICINA PREVENTIVA S.A.		Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos	2009
CENTRO DE IMAGEM DIAGNOSTICOS S.A.		Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos	2016
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.		Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos	2004
FLEURY S.A.		Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos	2009
INSTITUTO HERMES PARDINI S.A.		Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos	2017
ODONTOPREV S.A.		Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos	2006
PACIFIC RDSL PARTICIPAÇÕES S.A.		Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos	2017
QUALICORP S.A.		Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos	2011
BAUMER S.A.		Equipamentos	2010

Fonte: BM&FBovespa (2018)

A Raia Drogasil, na época apenas Raia, abriu capital em 2010 e movimentou cerca de R\$ 650 milhões de reais. A demanda por seus papéis superou em seis vezes a sua oferta inicial. A rede já havia tentando abrir capital em 2008, mas desistiu devido aos impactos causados pela crise da época. Há dezoito anos, a Raia Drogasil era a quinta maior empresa de drogarias do País em faturamento e a terceira em número de lojas, de acordo com ranking da Associação Brasileira de Redes de Farmácias e Drogarias (Abrafarma) (2010). O preço por ação foi definido em R\$ 24, no teto da faixa indicativa - que variava de R\$ 19 a R\$ 24 por ação. A euforia causada pela abertura de capital da empresa deu-se, entre outros fatores, por seus papéis terem estreado na Bolsa valendo até 30% menos que os das concorrentes, porém com um acumulado de quase 8% de crescimento no mês.

O processo de estruturação para abertura de capital durou mais de dois anos, entre contratação de advogados, bancos, reuniões, viagens, treinamento, apresentações e muitas outras etapas que constituem esse processo, e custou mais de R\$ 5 milhões de reais aos cofres da empresa. Com o insucesso do IPO em 2008, a Raia chegou a captar 115 milhões de reais com dois fundos, o Gávea e o Pragma. Em 2011, a Raia anunciou a fusão com a Drogasil, tornando-se a maior companhia do varejo farmacêutico do Brasil.

Atualmente, a Raia Drogasil S.A, que em 2017 assumiu o nome corporativo de RD - Gente Saúde e Bem-estar, é a maior rede de drogarias e o 5º maior grupo varejista do Brasil, com R\$ 13,9 bilhões de receita bruta. O valor atual de suas ações gira em torno de R\$ 70, bem acima dos R\$ 24 negociados dezoito anos atrás.

A Brasil Pharma, empresa que também atua como rede de drogaria, abriu seu capital em 2011. Entretanto, sua estreia na Bolsa de Valores não chegou nem perto do sucesso da concorrente, Raia. Vale comentar, que o processo de estruturação, os objetivos e a destinação do dinheiro arrecadado foi bem diferente nas duas empresas. Os papéis terminaram o dia de lançamento negociados a R\$ 16,40, e se mantiveram dentro da faixa de R\$ 16,25 e R\$ 19,25 estimada pelos coordenadores da oferta. A companhia captou 465,750 milhões de reais. Porém, o valor é inferior aos 520 milhões de reais projetados para a captação caso o preço da ação tivesse atingido o teto das estimativas. A empresa se apresentava na época como a maior rede de varejo farmacêutico no Brasil em número de lojas.

Hoje a Brasil Pharma sofre com dívidas de mais de 1 bilhão de reais e está em processo de recuperação judicial, com mais de 15 mil credores. A empresa atribuiu o seu insucesso à

crise pela qual o país passou, diminuição das vendas, às inúmeras regulamentações que impõem, por exemplo, o controle de preços sobre a maioria dos produtos comercializados, dentre outros fatores. Entretanto, muitos especialistas da área, atribuem a atual situação da empresa aos seus primórdios, desde sua estruturação, até a destinação do dinheiro arrecadado.

2.1.1 *Venture Capital e Private Equity*

Venture Capital e Private Equity (VC/PE) são segmentos do mercado financeiro que consistem fundamentalmente em aporte temporário de capital, realizado por um fundo de VC/PE, por meio de participação no capital de empresas com potencial de crescimento e expectativa de grande valorização. A valorização da empresa permitirá ao fundo de VC/PE obter retorno com a venda da participação (desinvestimento) a médio ou longo prazo (MEIRELLES et al., 2008).

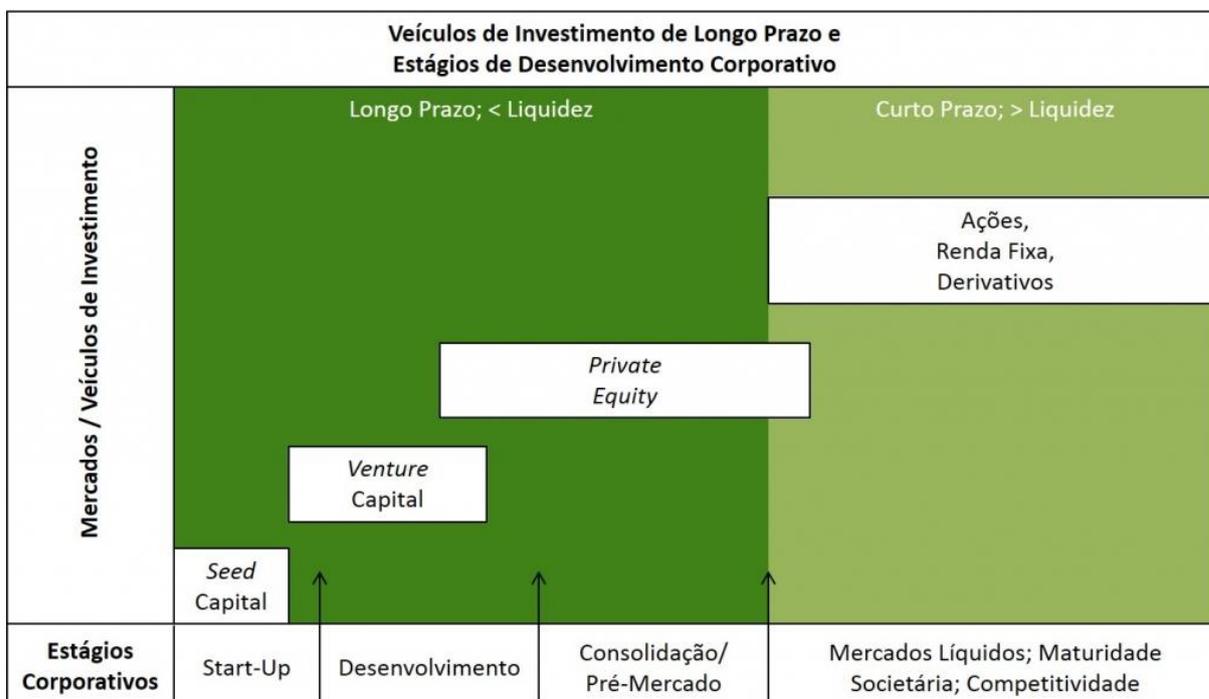
Os fundos de VC/PE captam recursos de terceiros e podem adotar perfis diferentes de atuação, como: fundos regionais que focam em determinadas regiões, fundos setoriais que são exclusivos de algum setor, dentre outras variações de segmentos. A ideia é crescer e fazer crescer, com recursos, governança corporativa e orientações de gestão (ABVCAP, 2015, p. 9).

O investimento não se limita apenas ao aporte de capital, este vem acompanhado de uma sociedade, uma vez que os fundos entram como sócios majoritários e essa colaboração vêm, também, em forma de relacionamento com outras empresas fornecedoras ou compradoras, e governança corporativa. Os fundos assumem o risco do investimento e auxiliam com as mudanças necessárias para que os negócios possam obter um bom retorno. Os fundos de participação são condomínios fechados, administrados por gestores independentes, em geral (ABVCAP, 2015). Eles têm duração pré-definida em regulamento, e pode chegar a até dez anos. Tudo é regulamentado e supervisionado, no caso dos fundos brasileiros, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com base na Instrução CVM nº 209 (CVM, 1994) e respectivas alterações (Fundos de Participação em Empresas Emergentes – FMIEE) e na Instrução CVM nº 391 e alterações posteriores (Fundos de Investimento em Participações – FIP) (CVM, 2003).

Os investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital* se caracterizam de maneiras diferentes. Os fundos de *Venture Capital* investem em empresas que já estão faturando bem, mas que ainda estão em fase de crescimento e desenvolvimento. Já os fundos de *Private Equity* aportam os recursos em empresas já bem desenvolvidas e em processo de consolidação

de mercado, para ajudá-las a se preparar para abrir capital, fundir-se ou serem compradas por outras grandes empresas (ABVCAP, 2015).

Figura 01 – Estágios de desenvolvimento



Fonte: ABVCAP (modificado)

2.2 Mercado de Capitais

O mercado de capitais faz parte do mercado financeiro, ele é um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização (FARIA, 2003). É constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

No Brasil esse mercado é regulado por três órgãos que atuam de diferentes maneiras, são eles a ANCORD (Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias), CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) (Comissão de Valores Mobiliários, 2014).

No mercado de capitais, os principais títulos negociados são os representativos do capital da empresa. Ação é o valor mobiliário emitido pelas companhias ou sociedades anônimas, representativo de parcela do capital (MELLAGI FILHO, 2000). Há dois tipos de ação, as ordinárias nominativas (ON) que proporcionam ao acionista participação econômica

nos resultados da empresa, e as preferenciais nominativas (PN) que permitem prioridade ao acionista na distribuição dos dividendos e em caso de dissolução da empresa, o reembolso do capital. As ações mais comercializadas no mercado brasileiro são as preferenciais, uma vez que a empresa pode emití-las sem precisar de novos sócios com direito a voto, além de proporcionar uma maior liquidez (LAGIOIA, 2011).

Há duas maneiras de negociar as ações, através do lançamento público de ações registrado na CVM e com intermédio obrigatório da instituição financeira, o qual ocorre no mercado de maneira primária. Ou através da emissão de ações que são negociadas na bolsa de valores ou em mercado de balcão, de maneira secundária (Comissão de Valores Mobiliários, 2014). Quando o lançamento das ações é feito pela primeira vez, esse processo é denominado *Initial Public Offering* (IPO) ou Oferta Pública Inicial, também conhecido como abertura de capital.

2.3 *Initial Public Offering* (IPO)

Os investimentos de *Private Equity* seguem uma determinada ordem, são iniciados com a captação de recursos através da estruturação de novos veículos de investimento e captação de recursos adicionais para veículos existentes. O segundo passo é a origem e seleção de investimentos, identificação de oportunidades de negócios e seleção das empresas elegíveis ao aporte de capital de PE/VC. Em seguida acontece a estruturação e execução dos investimentos, a negociação dos termos, montagem da estrutura financeira e realização dos aportes segundo metas preestabelecidas. Então, inicia-se o monitoramento e adição de valor, a avaliação contínua das empresas do portfólio, participação nas reuniões de conselho, intervenções para agregação de valor. Por fim, acontece o desinvestimento, através da preparação e execução da saída, a busca de liquidez para o investimento de forma a facilitar a venda da participação detida pelo veículo, propiciando o retorno sobre o capital.

A maneira de desinvestimento que normalmente mais agrega valor às ações gerando, conseqüentemente, mais lucro para o investidor é o desinvestimento através do IPO. Porém, a burocracia e as exigências que a empresa deve cumprir para se adequar à abertura de capital, tornam a representatividade dessa modalidade baixa no Brasil, em relação a outras maneiras de desinvestimento de PE/VC (Comissão de Valores Mobiliários, 2014).

Oferta pública de distribuição, primária ou secundária, é o processo de colocação, junto ao público, de certo número de títulos e valores mobiliários para venda (Comissão de Valores Mobiliários, 2014). De acordo com a legislação brasileira uma empresa de capital

aberto é aquela que pode ter seus valores mobiliários, tais como debêntures, ações e notas promissórias, negociadas publicamente, normalmente na bolsa. A Bovespa (Bolsa de valores de São Paulo) é onde são negociadas ações, opções sobre ações e compra diferida de ações (MELLAGI FILHO, 2000).

Para que a empresa obtenha sua condição de Companhia Aberta, é necessário que sejam cumpridas as exigências legais e institucionais disciplinadas pela Lei nº 6404/76 (BRASIL, art 4, 1976), e reformas societárias com subsequentes requerimentos de listagem da BM&FBOVESPA e de registro da CVM (Companhia Aberta da Comissão de Valores Mobiliários). De acordo com a Lei n.6.385/76 (BRASIL, 1976), a colocação de valores mobiliários para o público exige o registro na CVM, a ser solicitado pela companhia emissora e pelo coordenador da operação.

Segundo o guia da Price Water House Coopers (2011), o processo de abertura de capital envolve diversos agentes externos à companhia emissora, entre eles, firmas de auditoria, escritórios de advocacia, bancos de investimento, consultores e banco escriturador. O processo de abertura de capital leva em média 10 semanas, e começa no momento em que a empresa realiza três ações: análise preliminar da conveniência da abertura, escolha do auditor independente e escolha do coordenador líder.

Inicialmente, há um estudo em relação ao mercado a ser escolhido, as oportunidades, ameaças, a viabilidade e o retorno dessa operação. Em seguida, o primeiro passo é entrar com o pedido de registro de Companhia Aberta na CVM, paralelamente à entrada dos pedidos na CVM, a empresa pode solicitar a listagem na BM&FBOVESPA. A partir da admissão a empresa pode iniciar as negociações em bolsa, o que implica no pagamento de taxas e anuidades, concedido o registro pela CVM, inicia-se o processo de distribuição pública. Subscritos os títulos ou efetivada a venda no mercado secundário, a instituição coordenadora promove a liquidação financeira. Ao final do período de distribuição pública, o coordenador da operação deve publicar anúncio de encerramento até, no máximo, 15 dias após a conclusão da distribuição (MEIRELLES et al., 2008).

O principal motivador para o IPO é o acesso da empresa a recursos para financiar investimentos, de acordo com Cavalcanti e Misumi (2001), a captação de recursos através do lançamento de valores mobiliários representa uma alternativa aos financiamentos bancários. A abertura de capital usualmente representa uma redução de risco e de custo de capital para a empresa. Porém, apesar de todas as vantagens atreladas a essa modalidade de

desinvestimento, há também as desvantagens que surgem a partir da sua realização. O IPO é um processo que passa por diversas etapas, cujos custos são altos e após sua realização surgem custos fixos igualmente elevados necessários para manter o capital aberto (BONFIM; SANTOS; PIMENTA, 2006). Por isso, há tamanha diligência na hora de optar por essa modalidade e durante o processo de execução.

2.4 Due Diligence

É difícil de conceituar o processo de *due diligence*, uma vez que este não existe como figura jurídica autônoma, nem mesmo como um conceito jurídico ou um instituto jurídico que estabeleça um conjunto de regras e normas jurídicas próprias para o processo. Desta maneira, torna-se um processo altamente flexível, aplicado de maneira personalizada a depender do tipo de empresa, situação e objetivos. Algumas empresas terceirizam a atividade através de auditorias especializadas, outras, devido a necessidades específicas realizam elas próprias.

Apesar de não haver muitas regras que direcionem as atividades de *due diligence*, é ideal que o processo de análise ocorra antes da aquisição, pois é através dele que a parte compradora poderá se assegurar da compatibilidade dos seus objetivos diante da situação da empresa a ser comprada, além de poder projetar a possibilidade e os caminhos necessários para um futuro desinvestimento. Este tipo de procedimento tem por finalidade uma análise minuciosa das variáveis e condições envolvidas na negociação (CAMARGOS e BARBOSA, 2009).

Martins, Menezes e Bernhoeft (1999) conceituam a *due diligence* como um trabalho multidisciplinar, que é moldado e desenvolvido de acordo com o interesse do contratante e com os fatores que desejam ser avaliados. Desta maneira, a análise é realizada a partir da imersão dos avaliadores dentro da empresa a ser adquirida, com a finalidade de levantar dados e informações que não sejam de domínio público e com amplitude necessária para compreender a real situação em que se encontra a empresa.

Alguns objetivos da utilização de *due diligence* pela parte compradora são: identificar e gerenciar riscos de diversas áreas (ambiental, TI, fiscal, trabalhista, financeiro), avaliar compatibilidade de filosofia, confirmar a rentabilidade da operação (EBITDA), quantificar o patrimônio contábil, conhecer o funcionamento da empresa, identificar pontos fortes e fracos, entender a gestão administrativa e contábil, conhecer o ambiente de controles internos, avaliar o risco, dentre várias outras variáveis importantes para análise durante o processo de aquisição negociação (CAMARGOS e BARBOSA, 2009).

A parte vendedora também tem interesse em contratar ou realizar o processo de *due diligence*, através dele ela pode prever problemas, auxiliar nas soluções, realizar um *valuation* mais assertivo, conhecer o funcionamento da empresa, entender a gestão administrativa e contábil, dentre várias outras variáveis (RAUPP; WARKEN, p. 36, 2009). Em resumo, a *due diligence* auxilia ambas as partes a realizarem um processo mais seguro e satisfatório onde os dois lados conhecem as realidades em que estão se envolvendo e conseguem assim, projetar um futuro para o investimento de acordo com suas perspectivas.

2.5 Índices

“Índice é a relação entre contas ou grupo de contas das Demonstrações Financeiras, que visa evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma empresa” (MATARAZZO, 2003). A análise com base em índices revela, dentre outros, aspectos da situação econômica e da situação financeira da entidade empresarial. Tais índices dividem-se em estrutura de capital e liquidez os quais evidenciam a situação financeira e por consequência, a rentabilidade que permite a avaliação da situação econômica da empresa (MATARAZZO, 1998). Ou de outra forma, os índices de liquidez e estrutura de capital medem o risco e os índices de rentabilidade, o retorno (GITMAN, 2004).

Os índices de liquidez, estrutura de capital e de rentabilidade, são de suma importância no processo decisório de aquisição por parte de um fundo de PE/VC. Entretanto, os índices quantitativos, calculados através de valores apresentados nos demonstrativos financeiros, não são suficientes para uma decisão final. A análise dos índices deve ser atrelada a aspectos qualitativos, como o mercado em que a empresa está inserida, à situação econômica do país, às perspectivas no longo prazo para a empresa, dentre tantos outros.

Quadro 02: Cálculo de índices

Índices de liquidez			
Indicadores	Cálculo	Indica	Interpretação
Liquidez Geral (LG)	$LG = \frac{AC + ANCP}{PC + PNC}$	A capacidade da empresa de honrar seus compromissos para com terceiros seja de CP ou LP.	Quanto maior, melhor.
Liquidez Corrente (LC)	$LC = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	A capacidade da empresa de pagar	Quanto maior, melhor.

		suas dívidas de CP	
Índices de Endividamento			
Indicadores	Cálculo	Indica	Interpretação
Perfil da Dívida (PD)	$PD = \frac{\text{Dívida Financeira Curto Prazo}}{\text{Dívida Financeira Total}}$	Quanto da dívida financeira total da empresa deverá ser paga no CP.	Quanto menor, melhor.
Participação de Capitais de Terceiros (PCT)	$PCT = \frac{\text{Dívida Financeira Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	% de recursos de terceiros em relação aos recursos próprios.	Quanto menor, melhor.
Índices de rentabilidade			
Indicadores	Cálculo	Indica	Interpretação
Retorno sobre o Ativo (ROA)	$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}} \times 100$	A medida do retorno proporcionado pelos investimentos totais nos ativos da empresa.	Quanto maior, melhor.
Retorno sobre o PL (ROE)	$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patri. Líquido}} \times 100$	A medida do retorno proporcionado pela empresa em relação ao capital que nela foi investido.	Quanto maior, melhor.

Fonte: Camargos e Barbosa (2005)

2.5.1 Índice de liquidez

No mercado de *Private Equity*, principalmente, e *Venture Capital* o *buyout* - aquisição onde o quadro diretor adquire não somente o capital da empresa, mas também assume a sua gestão – é comum. Porém, a partir do momento que um fundo de PE/VC tem interesse por determinada empresa, muitos são os itens avaliados antes da transação ser finalizada. Dentre eles está o índice de liquidez, que é o índice que demonstra a capacidade da empresa de transformar um ativo em dinheiro, e cumprir com suas obrigações no curto prazo.

O índice de liquidez assegura à empresa compradora de que o negócio será sustentável, conseguirá funcionar e cumprir com seus resultados no curto prazo. Entretanto, essa é uma maneira superficial de avaliar esse índice, visto que ele é dividido em liquidez geral, seca, corrente e imediata. Essas subdivisões do índice de liquidez ajudam aos fundos de

PE/VC avaliarem os passos que podem ser tomados, no sentido de expansão, comprometimento de capital, capacidade de pagamento no curto e no longo prazo.

2.5.1.1 Liquidez Geral

A liquidez geral é o índice que mede a capacidade de pagamento de todo passivo exigível da empresa, é ele também quem indica o quanto a empresa tem disponível para honrar com seus compromissos (MARION, 2007). Esse quociente avalia a saúde financeira a curto e a longo prazo da empresa, levando em consideração as contas de ativo circulante e realizável a longo prazo. Para cada R\$ 1,00 em dívida, a empresa deve contar com, minimamente, os mesmos R\$ 1,00 em forma de ativo, para que o índice seja sempre igual ou maior que 1.

De acordo com Silva (2006, p.307) “a interpretação do índice de liquidez geral é no sentido de quanto maior, melhor, mantidos constantes os demais fatores”. O cálculo se dá através da fórmula conforme Assaf Neto (2007, p.120):

$$= \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$$

Entretanto, para sua interpretação, é necessária uma análise minuciosa quanto a natureza das contas que compõe esse quociente, ainda que o ideal seja quanto maior melhor. Pois, as contas que compõe o exigível a longo prazo ou o passivo circulante, podem ser referentes a empréstimos de sócios e/ou terceiros, com o objetivo de aumentar o capital no longo prazo ou despesas com prazos negociáveis. Se assim for, ainda que o resultado matemático do quociente não seja tão bom quanto o esperado, a possibilidade de exigibilidade dessas contas têm remota possibilidade de exigibilidade. Por situações como essa, é que se torna necessária uma análise aprofundada do significado dessas contas diante do índice apresentado para a situação da empresa.

2.5.1.2 Liquidez Corrente

A liquidez corrente é o quociente que leva em consideração as contas caixa, bens e direitos realizáveis no curto prazo e as compara com as obrigações no mesmo período (MARION, 2007). De forma mais superficial, podemos dizer que a liquidez corrente é a capacidade da empresa financiar seu capital de giro.

Desta forma, “quanto maior a liquidez corrente mais alta se apresenta a capacidade da empresa em financiar suas necessidades de capital de giro” (ASSAF NETO, 2006, p.191). Assim como no índice de liquidez geral, para cada R\$ 1,00 de dívida no curto prazo, a empresa deve contar com, minimamente, os mesmos R\$ 1,00 em forma de ativo circulante para que assim, o índice seja sempre igual ou maior que 1.

$$\text{Índice de Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Fonte: Finanças Corporativas e Valor - Assaf (2007, p. 119)

Quando o índice for maior 1, indica que a empresa possui um capital de giro líquido positivo, caso seja menor, pode-se dizer que o capital de giro líquido é negativo (MARION, 2007). Ou seja, que os ativos da empresa não conseguem saldar as obrigações referentes ao mesmo período. É necessário, entretanto, que a análise não limite-se apenas ao valor matemático do índice, uma vez que a natureza das contas é relevante e pode influenciar no reflexo da situação real da empresa. A depender do setor em que a empresa atua, por exemplo, as contas referentes a direitos realizáveis, seja no curto ou no longo prazo, devem ter um percentual deduzido referente a prejuízo, para que a empresa não conte com o valor real e acabe não recebendo.

O índice de liquidez corrente é um sinalizador e direcionador, da situação e das decisões da empresa, respectivamente. Em uma situação onde o capital de giro é negativo causa grande preocupação, uma das soluções pode ser a renegociação dos prazos ou a venda de algum imobilizado para que esse torne-se caixa o mais rápido possível e ajude a empresa a honrar seus compromissos (MATARAZZO, 1998).

2.5.2 Índices de Endividamento

Segundo Assaf Neto (2003) os índices de endividamento têm como função principal mostrar a forma pela qual os recursos de terceiros são usados pela empresa e sua participação relativa em relação ao capital próprio. É através deles que se pode avaliar se a empresa está utilizando mais capital próprio ou de terceiros para financiar as suas atividades.

Esses quocientes, assim como os de liquidez, são de fundamental importância na hora da tomada de decisão por parte do fundo comprador. Pois, os índices de endividamento apresentam o risco de solvência da empresa, e a análise mais profunda das contas que os compõe evidenciam onde se encontra o problema e como fazer para solucioná-lo. Desta

forma, o fundo comprador saberá o quanto e/ou se será necessário injetar dinheiro para que a empresa continue operando no longo prazo, e conseqüentemente o quanto isso afetará a taxa de retorno e a margem dos serviços e/ou produtos.

2.5.2.1 Índice de Participação do Capital de Terceiros

Este quociente leva em consideração o exigível total, que é a dívida da empresa com terceiros, e os fundos totais providos, que é a soma do capital próprio com o capital advindo de terceiros. Ao calcular esse quociente é possível encontrar a proporção entre capital próprio e de terceiros que compõe os fundos totais da empresa, desta maneira, é explicitado o comprometimento do capital próprio, o quanto dele é financiado por terceiros.

De acordo com Matarazzo (1998) quando avaliamos o índice de participação do capital de terceiros, estamos fazendo uma análise apenas financeira, uma vez que se leva em consideração apenas a capacidade de solvência da empresa, mas não lucro ou prejuízo. A análise quanto a esse índice é de quanto menor, melhor, uma vez que a alavancagem da empresa através de capital de terceiros pode ser bastante arriscada (CAMARGOS E BARBOSA, 2005). Quanto maior esse índice, maior a probabilidade do não cumprimento de suas obrigações.

O cálculo deste quociente é dado através da seguinte fórmula:

$$\text{Índice de Participação do Capital de Terceiros} = \frac{\text{Exigível Total}}{\text{Exigível Total} + \text{Patrimônio Líquido}}$$

Fonte: Finanças Corporativas e Valor - Assaf (2007, p. 123)

2.5.2.2 Índice de Perfil da Dívida

Após avaliar a estrutura de capital através do quociente de participação de terceiros no capital da empresa, é necessária uma análise mais detalhada a respeito das contas que compõe esse endividamento. A fórmula para o cálculo do índice leva em consideração o exigível a curto prazo em relação ao total exigível. A análise é de quanto menor o índice encontrado, melhor.

Se a composição do endividamento apresentar significativa concentração no Passivo Circulante (curto prazo), a empresa poderá ter reais dificuldades num momento de reversão de mercado (o que não aconteceria se as dívidas estivessem concentradas no Longo Prazo). (MARION, 2007, p. 106)

O cálculo desse quociente é dado através da seguinte fórmula:

Passivo Circulante

$$= \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Exigível Total}}$$

Fonte: Finanças Corporativas e Valor - Assaf (2007, p. 123)

A partir disso, pode-se dizer que a intenção é de que as contas de exigível sejam, em sua maioria, compostas por obrigações de longo prazo, para não sobrecarregar a empresa, facilitar o planejamento em momentos de crise, negociar vantagens advindas de adiantamentos, entre outras opções.

2.5.3 Índices de Rentabilidade

“Esses indicadores têm por objetivo avaliar os resultados auferidos por uma empresa em relação a determinados parâmetros que melhor revelam suas dimensões” (ASSAF NETO, 2009, p. 228). Os indicadores de rentabilidade nos mostram se a empresa está sendo lucrativa ou não, de acordo com os capitais investidos, o quanto esses investimentos renderam e qual o resultado econômico da empresa. Desta forma, a análise é de quanto maior este índice, melhor.

As contas que são levadas em consideração na hora de adotar essa análise e comparar o estudo dos resultados empresariais são o ativo total, o patrimônio líquido e as receitas de vendas (ASSAF NETO, 2009). Com base nesse conceito, Wernke (2008) afirma:

Os quocientes da “rentabilidade” objetivam demonstrar o retorno proporcionado pelos investimentos realizados na empresa. Destarte, ao avaliar a rentabilidade os investidores terão condições de decidir se vale a pena manter o empreendimento, se é interessante economicamente aplicar mais capital no negócio ou se a companhia está proporcionando retorno inferior a outras oportunidades de investimento disponíveis.

2.5.3.1 Índice de Rentabilidade sobre o Ativo (ROA)

Esse quociente significa que a “taxa de retorno gerado pelas aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos. Indica o retorno gerado por cada \$ 1,00 investido pela empresa” (ASSAF NETO, 2008, p. 229). Logo, é calculado da seguinte forma:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total Médio}}$$

O lucro operacional é o lucro geral através, somente, de atividades do ativo, uma vez que ele é o resultado da empresa antes das despesas financeiras. O uso do ROA é extremamente importante para a análise da empresa, pois o indicador identifica se a margem do lucro está crescendo ou diminuindo, permite medir a eficiência dos ativos permanentes em produzir vendas, possibilita avaliar a gestão do capital de giro por intermédio de indicadores mensurados em dias, propicia a comparação das medidas de eficiência citadas anteriormente e estabelece o patamar máximo de custo de captação de recursos que a empresa pode suportar, dentre outros.

2.5.3.2 Índice de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)

O ROE apresenta qual foi o retorno obtido pela empresa de acordo com o patrimônio líquido investido. Os investidores são os principais interessados, já que é através desse indicador que se pode realizar um comparativo entre o que foi apurado pela empresa com o investimento que foi feito, e analisar se foi superior às alternativas ou se ultrapassou as taxas de rendimento do mercado financeiro (WERNKE,2008).

Para Assaf Neto (2009) o conceito de ROE se dá de forma mais prática, para cada \$ 1,00 de recursos próprios (patrimônio líquido) investidos na empresa, o índice apresenta quanto os acionistas embolsam de retorno. Para calculá-lo usa-se a seguinte expressão:

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

A taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido é de fundamental importância para análise, uma vez que normalmente há uma taxa de retorno mínima exigida pré-estabelecida pelo acionista, além da taxa de oportunidade. Desta forma, para tornar-se um investimento atraente o índice de ROE deve ser, minimamente, igual ou superior a taxa mínima exigida e a taxa de oportunidade (ASSAF NETO, 2009).

2.6 Valuation

“*Valuation* é, por definição, a técnica de “reduzir a subjetividade” de algo que é subjetivo por natureza” (PÓVOA, 2012). O objetivo do avaliador é através de técnicas combinadas, atingir não somente um valor exato, mas uma média de preço para o ativo. Lembrando que “preço é um conceito objetivo, ponto de encontro entre oferta e demanda de um ativo em um determinado momento do tempo. Já a ideia de valor é subjetiva: depende não só do ativo avaliado, como também do olhar e perfil do avaliador” (PÓVOA, 2012).

Preço é algo que não tem margem de discussão, é algo exato. Entretanto, o valor percebido pelo produto ou serviço ofertado é bastante subjetivo. Por isso, muitas vezes consideramos o “preço” de determinadas coisas caro ou barato. O valor patrimonial e o lucro são variáveis fundamentais de toda empresa e sempre foram relacionadas ao preço das mesmas. Entretanto, o valor de uma empresa se estende para além do valor patrimonial e do lucro. O valor perceptível, aquele que o investidor está disposto a pagar, diante do que os consumidores consideram valer pela empresa e seu produtos e/ou serviços, também faz parte da formação de preço.

Há mais de uma maneira de calcular o *valuation*, assim como mais de um tipo, há o intrínseco e relativo, o primeiro avalia o valor interno da empresa, enquanto o segundo toma como base dados referentes aos seus pares de mercado. Dentro do grupo do *valuation* relativo, alguns dos múltiplos mais comumente utilizados são: o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), os múltiplos de mercado e o valor patrimonial. O *valuation* relativo, o qual utiliza múltiplos do mercado, é mais fácil de se calcular, demanda menos tempo e investimento, pois as informações necessárias para o seu cálculo são normalmente divulgadas pelas empresas. Cada uma dessas maneiras leva em consideração fatores diferentes, assim como entregam informações diferentes sobre a empresa. As empresas podem optar por diferentes modelos de *valuation* de forma a escolher aquele que mais a beneficiará, já que eles não apresentarão valores similares (SILVA, 2000).

O *valuation* é importante tanto para o investidor quanto para a empresa que está para ser comprada ou receber o investimento. É através desse quociente que podemos identificar os pontos mais valiosos da empresa, os aspectos que a fazem valer menos, projetar o capital que deve ser investido, entender o crescimento, fazer projeções, negociar de forma mais justa, dentre outros (MARTINS, 2001).

2.7 Metodologia

Segundo Cervo e Bervian (1983), citados por Andrade (2002), "a pesquisa é uma atividade voltada para a solução de problemas, através do emprego de processos científicos". Para Gil (2008) "a pesquisa é requerida quando não se dispõe de informação suficiente para responder ao problema". Com base em que, a pesquisa procura respostas, esse trabalho busca analisar dados com o intuito de responder qual empresa é a mais adequada para um investimento de Private Equity.

2.8 Do ponto de vista da abordagem do problema

"A pesquisa quantitativa considera que tudo pode ser quantificável, o que significa traduzir em números opiniões e informações para classificá-las e analisá-las. Requer o uso de recursos e de técnicas estatísticas (percentagem, média, moda, mediana, desvio-padrão, coeficiente de correlação, análise de regressão, etc.)" (SILVA; MENEZES, 2005, p.20).

Os instrumentos com melhores resultados nas pesquisas vão além de apontar a presença ou ausência de determinado fenômeno, eles são capazes de quantificá-los, permitindo-nos estabelecer uma medida sobre os mesmos (RUDIO, 2004, p. 111). Assim como os índices de liquidez, composição do endividamento e rentabilidade, utilizados nessa pesquisa, podem nos indicar a situação financeira da empresa e nos ajudar a projetar possíveis cenários e previsões de longo prazo.

O setor de saúde foi escolhido por sua alta contribuição para economia, tanto nacional, quanto internacional. Uma vez que é o setor que mais recebe aporte de fundos de investimentos, além de apresentar um crescimento real, acima da inflação, e um faturamento satisfatório mesmo em épocas de crise. No mercado nacional, o número de empresas que atuam como redes de drogarias, subsetor específico escolhido no setor de saúde, associadas a Associação Brasileira de Rede de Farmácias e Drogarias é de 26, dentre empresas de capital fechado e aberto.

As três empresas escolhidas para análise representam pouco mais de 10% do mercado nacional de empresas oficialmente associadas à ABRAFARMA e encontram-se entre as 10 maiores redes de farmácias e drogarias, levando em consideração também as empresas não associadas. Os índices são resultados de cálculos com bases em fórmulas estabelecidas e nas contas disponíveis nas demonstrações financeiras que são disponibilizadas pelas empresas, através do próprio site, jornal de grande circulação, entre outros meios.

Os índices escolhidos para a análise - liquidez, estrutura de capital e rentabilidade - são apontados pelos especialistas da área de investimentos de risco como alguns dos índices de análise fundamental para a tomada de decisão. O período de tempo a ser analisado será entre os anos de 2015 e 2016, para que o resultado seja mais afirmativo e abrangente, e não fique tendencioso ou incompleto devido a fatores específicos que podem ter acontecido durante algum dos anos.

2.9 Quanto aos objetivos

Diante da necessidade de delimitar os objetivos da pesquisa e descrever o mercado de PE/VC no Brasil, a pesquisa se caracteriza como descritiva quanto aos seus objetivos. "As pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis" (GIL, 2008).

Na visão de Barros e Lehfeld, na pesquisa descritiva realiza-se o estudo, a análise, o registro e a interpretação dos fatos do mundo físico sem a interferência do pesquisador. São exemplos de pesquisa descritiva as pesquisas mercadológicas e de opinião.

A pesquisa exploratória, de acordo com Gil (1991) visa proporcionar maior familiaridade com o problema com vistas a torná-lo explícito ou a construir hipóteses. Assume, em geral, as formas de Pesquisas Bibliográficas e Estudos de Caso.

Com o intuito de atingir aos objetivos propostos pela pesquisa, buscou-se literatura impressa e também divulgada através dos meios eletrônicos, para que assim pudessem ser esclarecidos pontos em relação à conclusão do trabalho. Além da coleta de materiais e livros, utilizou-se as demonstrações contábeis divulgadas pelas empresas Drogaria Araújo S.A., Pague Menos Empreendimentos S.A. e Drogaria São Paulo S.A.

2.10 Quanto aos procedimentos

Segundo Beuren (2003, p. 83) "os procedimentos na pesquisa científica referem-se à maneira pela qual se conduz o estudo e, portanto, se obtém os dados". Do ponto de vista dos procedimentos técnicos, a pesquisa é documental, bibliográfica e utiliza o estudo de caso, uma vez que foram analisadas três empresas do setor de saúde e farmácia no Brasil.

3. Resultados e Discussão

Quadro 03 – Índices financeiros

ÍNDICES FINANCEIROS						
Drogaria Pague Menos						
	Índices de Liquidez		Índices de Endividamento		Índices de Rentabilidade	
Ano	Liquidez Geral	Liquidez Corrente	Composição da Dívida	Perfil da Dívida	Retorno sobre o Ativo	Retorno sobre o Patrimônio Líquido

2016	1,1309	1,2507	0,7596	0,5886	0,0538	
2015	1,1983	1,6936	0,9764	0,4743	0,0717	
Drogaria Araújo						
	Índices de Liquidez		Índices de Endividamento		Índices de Rentabilidade	
Ano	Liquidez Geral	Liquidez Corrente	Composição da Dívida	Perfil da Dívida	Retorno sobre o Ativo	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
2016	1,8541	2,0326	0,4229	0,8949	0,1463	0,2022
2015	2,058	2,0005	0,4363	0,9242	0,2038	0,2679
Drogaria Pacheco São Paulo						
Ano	Liquidez Geral	Liquidez Corrente	Composição da Dívida	Perfil da Dívida	Retorno sobre o Ativo	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
2016	1,2296	1,2494	0,6369	0,9175	0,0873	0,0914
2015	1,2201	1,3823	0,6273	0,8221	0,0885	0,0757

Gráfico 01 – Índices 2015

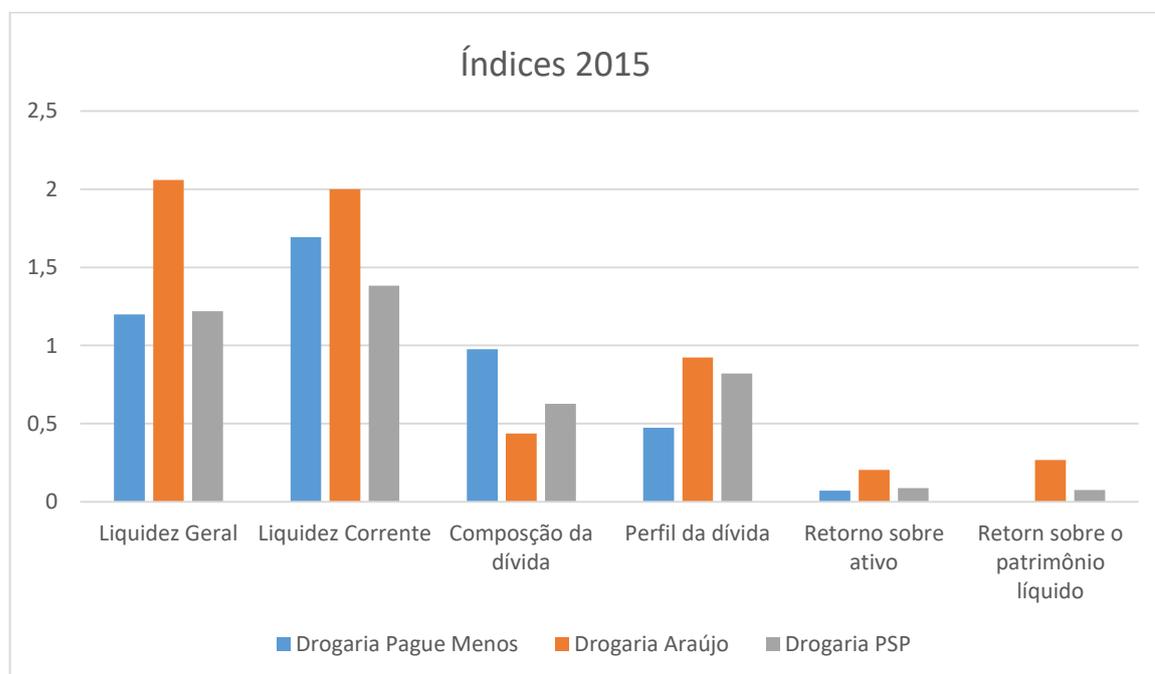
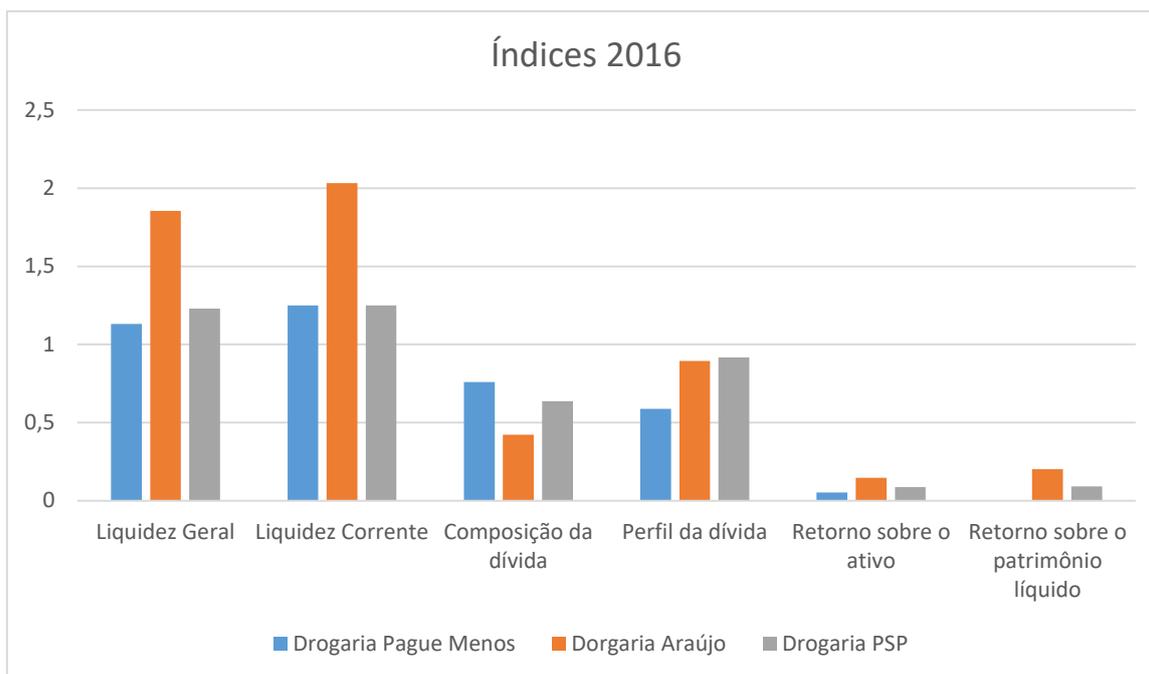


Gráfico 02 – Índices 2016



3.1 Drogaria Pague Menos

A Drogaria Pague Menos foi aberta em 1981, no Ceará, e atualmente conta com mais de 1.000 lojas espalhadas pelo Brasil. A empresa encontra-se em fase de expansão e visa abrir uma loja a cada dois dias do ano de 2018.

Desde o ano de 2011 a Pague Menos ensaia a abertura de capital na bolsa, o famoso *IPO*, e isso reflete-se de maneira clara em seus índices. Como citado durante o trabalho, o processo de abertura de capital é custoso e demorador, desta maneira as empresas costumam gastar quantias muito altas de seus caixas ou buscam alavancagem financeira através de fundos de investimento. Qualquer uma das duas alternativas impactam nos indicadores financeiros. É nesse momento que a análise mercadológica deve se unir a análise dos indicadores financeiros para que entendamos melhor a atual situação da empresa e o que ela busca e onde tem potencial em chegar.

Quando traçamos um comparativo entre os anos de 2015 e 2016 vemos que o índice de liquidez geral sofreu queda de 5,62% e o de liquidez corrente de 26,15%. Os indicadores de endividamento também variaram, a composição da dívida referente a alavancagem através de capital de terceiros diminuiu em 22,20%, já as obrigações de curto prazo aumentaram em 19,41%. O retorno sobre o ativo sofreu queda de 24,96% e o retorno sobre o patrimônio líquido “x”.

Ao analisar as notas explicativas das demonstrações contábeis podemos entender melhor as alterações nos indicadores com o passar dos anos. A Pague Menos buscou alavancagem financeira para o projeto de expansão que está sendo realizado e para a estruturação da empresa para o *IPO*, que após análises ficou para 2019. A empresa conseguiu negociar prazos mais longos, desta forma, inicialmente os índices de liquidez apresentam-se maiores, porém, com o decorrer dos exercícios ele tende a diminuir devido a amortização dos valores financiados e a conversão de dívida de longo prazo em dívida de curto prazo. Além disso, parte do dinheiro arrecado foi revertido para o e-commerce da empresa, ativo intangível, e responsável pela alavancagem das vendas no ano de 2016. Esta seria a explicação para a diminuição dos índices de liquidez, juntamente à diminuição da composição de capital de terceiros na dívida da empresa e do aumento das dívidas de curto prazo.

O retorno sobre o ativo e sobre o patrimônio líquido também sofreu quedas, e assim como os índices anteriores, esse fato deu-se devido aos acontecimentos citados. O retorno sobre o ativo, especificamente, pode indicar que algumas das novas lojas não sejam tão rentáveis e devam passar por um processo de consultoria interna ou fechar, uma vez que atualmente esse é um dos principais ativos da empresa. O momento em que a empresa encontra-se, a forma como ela está posicionando-se de forma inovadora para conquistar novos segmentos de mercado, mas, principalmente devido a previsão de abertura de capital na Bolsa de Valores em 2019.

Como citado durante o trabalho, a análise do índices deve-se estender para as contas que os compõe e para as notas explicativas, as quais tornam as demonstrações muito mais claras. Juntamente à análise mercadológica, podemos concluir que as Drogarias Pague Menos passam por um excelente momento, uma vez que todos seus índices apresentam-se satisfatórios e justificados pela estratégia escolhida, a qual obteve bons resultados até o momento. Além da perspectiva de ganho no curto prazo com o desinvestimento através de um *IPO* que tende a ser de sucesso.

3.2 Drograria Pacheco São Paulo

O grupo Pacheco São Paulo, segunda maior rede varejista de drogarias do Brasil, anunciou a fusão entre as duas empresas em 2011, as drogarias Pacheco e São Paulo. Inicialmente as diferenças entre as culturas empresarias das duas empresas foram motivo de preocupação, e demorou alguns alguns anos para que finalmente elas pudessem se alinhar. A nova sede da empresa na zona oeste de São Paulo com a total integração não só das duas

culturas, mas de todas as áreas é um indicador bastante positivo e animador para o futuro do grupo.

Atualmente, com uma nova estrutura física e com mudanças na cultura organizacional, as culturas das duas empresas começam a se alinhar. Entre 2012 e 2017 o grupo apresentou um crescimento médio no faturamento de 15% ao ano e abriu mais de 600 lojas. Hoje o grupo conta com mais de 1.000 lojas, com o objetivo de abrir mais 130 e investir R\$ 100 milhões na expansão, além de apresentar um faturamento no último ano, 2017, de R\$ 9,6 bilhões.

Assim como a Drogaria Pague Menos, a Pacheco São Paulo ensaia o *IPO* há alguns anos. Após um tempo engavetado o projeto volta a ser colocado em pauta e o grupo já começa a se planejar para o acontecimento em um futuro próximo. Novamente, podemos ver reflexos desse planejamento em suas contas. Porém, o grupo DPSP não disponibiliza suas notas explicativas tão fácil e abertamente quanto à Pague Menos, o que torna o entendimento da sua real situação um pouco mais limitado. Outro porém, é que apesar do *IPO* ser considerado, a empresa ainda contatou nenhum banco de investimento ou concretizou nenhuma fase do processo ainda. O foco atual é a expansão e a consolidação do grupo.

Os investimentos principais do grupo dividem-se entre a nova sede da empresa, a expansão no número de lojas, e a criação de uma marca própria. A marca própria foi lançada esse ano, então, não é possível contabilizar, ainda, o impacto que ela trará para as contas do grupo. A construção da nova sede traz um resultado intangível, que é a maior integração entre as áreas, maior alinhamento das duas culturas organizacionais e conseqüentemente, uma empresa mais eficiente. Porém, esse é outro investimento bastante difícil de contabilizar. Já a expansão do grupo trouxe um crescimento médio de 15%, durante os anos, o que coloca o grupo em um nível de crescimento acima da inflação e da média do mercado, que fechou em 12% no ano de 2017.

O índice de liquidez geral teve uma melhora de 0,78% nos anos analisados, já o índice de liquidez corrente caiu 9,61%. Os indicadores de endividamento também variaram, a composição da dívida referente à alavancagem através de capital de terceiros aumentou 1,53%, já as dívidas de curto prazo tiveram um crescimento de 11,60% frente as obrigações totais. O retorno sobre o ativo diminuiu 1,53%, já o retorno sobre o patrimônio líquido cresceu 20,73%. O grupo apresenta todos os índices analisados em um patamar aceitável e alguns outros, como o de retorno sobre o patrimônio líquido, bastante atrativos. O grupo

DPSP decidiu por não obter grandes valores através de alavancagem financeira, com fundos de investimentos ou bancos.

Como podemos notar, o índice que indica o endividamento através de capital de terceiros cresceu, porém, devido, em sua maioria, por contratos com fornecedores. A maior parte do dinheiro utilizado para os últimos investimentos da empresa foi oriunda de capital próprio. O aumento do índice de dívidas de curto prazo também é explicado devido aos contratos com fornecedores, os quais, geralmente, têm um prazo menor. Além da aproximação da data de quitação de dívidas anteriores. O retorno sobre o ativo diminuiu, o que pode indicar que algumas das novas lojas não sejam tão rentáveis e devam passar por um processo de consultoria interna ou fechar, uma vez que atualmente esse é o principal ativo da empresa. Já o aumento significativo no retorno sobre o patrimônio líquido demonstra que os investimentos da empresa, sejam eles tangíveis ou intangíveis, são bem escolhidos e trazem resultados positivos.

O grupo Pacheco São Paulo encontra-se em um bom momento. Com o passar dos anos ocupa uma fatia cada vez maior do mercado, apresenta resultados financeiros interessantes e têm indicadores animadores para a abertura de capital, a qual deve acontecer em poucos anos. Desta forma, o grupo apresenta-se como uma opção de investimento inteligente, com uma base empresarial consolidada e com retornos futuros satisfatórios.

3.3 Drogaria Araújo

A Drogaria Araújo foi fundada em 1906, é originária do estado de Minas Gerais e possui cerca de 160 lojas. Entretanto, apesar de seu número reduzido de unidades, apresenta 1,9 bilhões de reais de faturamento anual, o que a coloca como a quarta drogaria do Brasil em faturamento total e a primeira do país em rentabilidade e faturamento por loja, segundo dados da Associação Brasileira de Farmácias.

Um dos grandes motivos para tamanho sucesso da rede é o fato de que ela conta com o Drogatel Araujo e com o araujo.com. São feitas mais de 100 mil entregas mensais através desses canais. O que faz com que 1 loja da rede seja equivalente a 11 de uma concorrente. A drogaria foi a primeira da cidade a implementar o plantão noturno, a primeira do Brasil a implementar os serviços de *drive-thru* e *telemarketing* e também pioneira na aplicação do conceito de *drugstore*.

Os números apresentados pela Drogaria Araújo em suas demonstrações contábeis, e por consequência os resultados dos índices financeiros, são extremamente animadores para qualquer investidor. Os índices da Drogaria Araújo estão bem acima da média do mercado, entretanto, ao analisarmos de forma mais minuciosa vemos que eles têm variado de forma bastante ampla, durante o período de tempo analisado. O índice de liquidez geral diminuiu 9,90%, já o de liquidez corrente cresceu 1,60%, a composição da dívida diminuiu em 3,07%, assim como o índice de perfil da dívida que obteve uma queda de 3,17%. Já os índices de retorno sobre ativo e retorno sobre o patrimônio líquido sofreram quedas significativas, 28,21% e 24,52% respectivamente.

Ao analisarmos os índices juntamente com as notas explicativas e as notícias vinculadas à empresa, podemos obter uma visão mais real do significado desses resultados. O aumento da liquidez corrente, apesar da queda dos retornos, está associado à diminuição tanto da composição da dívida, quanto do perfil da dívida. A empresa passou a respirar com um pouco mais de folga, uma vez que diminuiu sua participação de capital de terceiros, assim como as dívidas de curto prazo. Essa situação ocorreu, provavelmente, devido à renegociação dos prazos e à amortização de parte das dívidas.

Em 2016 a empresa fez um alto investimento, de 126 milhões de reais, ao abrir um centro de distribuição semiautomatizado, o que justifica a diminuição da liquidez e do retorno sobre o ativo, pois aloca um alto valor em imobilizado que só apresentará retorno nos próximos anos. Além disso, a empresa encontra-se em expansão e direciona seus investimentos para a abertura de novas unidades. Famosa por ser inovadora em seus serviços e investimos a Drogaria Araújo também se destaca ao conseguir o feito de expandir sem contrair mais dívidas, ao mesmo tempo em que diminui seu percentual de dívida de curto prazo. Esse feito está associado ao ótimo desempenho da empresa e à sua liquidez nos últimos anos.

A Drogaria Araújo tem todos os requisitos empresariais e gerenciais para expandir e aumentar cada vez mais o seu *market share*. Acredito, que ao contrário das outras empresas analisadas, a Drogaria Araújo concentrou seus esforços durante sua história, em crescer de maneira mais sólida e se diferenciar através de seu modelo de gestão, que pode ser notado desde a forma como seus investimos são feitos, até a comercialização nos pontos de venda. A empresa caracteriza-se como um ótimo investimento, entretanto ainda encontra-se longe do *IPO*. Desta forma, esta é uma opção de investimento mais adequada para fundos ou grupos que tenham objetivos de retorno, através de desinvestimento, de longo prazo.

4. Considerações Finais

O desenvolvimento do presente estudo possibilitou uma análise de como os índices financeiros podem ser decisivos na tomada de decisão em investimentos de grande porte e considerados de risco, como os de *Private Equity* e os de *Venture Capital*. Além de aprofundar a análise dos índices, ao levar em consideração mais do que os resultados obtidos, mas também as contas que os compõe e as notas explicativas das empresas, para que assim fosse obtida uma visão mais real e próxima de suas realidades.

Após a análise mercadológica, a análise dos índices financeiros e das contas que os compõe, juntamente às notas explicativas e a todo tipo de material confiável informativo a respeito das empresas, as três classificam-se como investimentos recomendáveis. São empresas com históricos financeiros sólidos, além de possuírem culturas organizacionais bem estruturadas e estarem em um mercado que cresce acima da inflação.

A Drogaria Araújo apresentou os melhores índices financeiros, porém, a análise não pode ser feita isoladamente. A Pague Menos e a Pacheco São Paulo apresentaram índices próximos, porém, estilos gerenciais e momentos diferentes, visíveis à análise das contas. Desta forma, ao pensarmos em um fundo de investimento que visa um desinvestimento próximo e com possibilidades de ganhos altos, uma das empresas se destaca. Não necessariamente por seus indicadores, mas pela proximidade com o *IPO*.

A pergunta que moveu todo trabalho de pesquisa foi “Qual, dentre as três empresas selecionadas, é a mais recomendada para um investimento de *Private Equity*?”. Desta forma, quando colocamos o *IPO* como objetivo final e a forma de desenvolvimento mais atrativa, uma das empresas se destaca não somente pela proximidade com o *IPO*, mas por demonstrar ter todo o necessário para que esta seja uma operação de sucesso e traga retornos altos para seus investidores.

A Drogaria Pague Menos é a resposta para a pergunta do trabalho, pois, apesar de não apresentar retornos atuais como os da Drogaria Araújo, por exemplo, o grupo apresenta retornos interessantes sobre seu patrimônio líquido, um menor endividamento e uma capacidade de crescimento e geração de receita acima do padrão do mercado. Além de apresentar uma base mais sólida do que a do grupo Pacheco São Paulo para a abertura de capital. Se a empresa mantiver o padrão de seus indicadores e de seu crescimento, a

prospecção é que a demanda por seus papéis seja altíssima e a sua abertura de capital na bolsa atinja o preço máximo de cotação para suas ações, assim como a Drogasil na época.

A entrada de um fundo investidor irá alavancar a liquidez da empresa e ajudará não só financeiramente, mas através, também de capital intelectual em todo processo de preparação da empresa para uma abertura de capital mais segura, próxima e com retorno financeiro garantido.

Ao iniciar a pesquisa senti profunda dificuldade em encontrar bibliografia de apoio que fundamentasse os conceitos que gostaria de explicar, e trabalhos voltados para tomada de decisão com índices financeiros como base. Os métodos de análise para esses investimentos ainda são abstratos, sem metodologia determinada, e muito personalizados. Desta forma, dada à importância do assunto, acredito que torna-se necessário o desenvolvimento da metodologia de análise para investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital*. Uma vez, que esta pode ser bastante esclarecedora e ajudar os investidores, juntamente à análises qualitativas, a obter um investimento mais certo de acordo com suas expectativas.

5. REFERÊNCIAS

ABDI; GVCEPE. **A indústria de private equity e venture capital: 2o censo brasileiro.** Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011.

ABVCAP; KPMG. **Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil.** Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/2325.pdf>>. Acesso em: 10 de set. 2017.

ABVCAP. **Como funciona a indústria de private equity, seed e venture capital.** Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Guias/2726.pdf>>. Acesso em: 28 de fev. 2018.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços: Um Enfoque Econômico e Financeiro.** 8.ed. São Paulo: Atlas, 2006.p.191

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor.** São Paulo: Atlas, 2003.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.p.124.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Normatização do mercado de Private Equity.** Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 10 de set. 2017.

BMF&BOVESPA. **Órgãos reguladores.** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/bancobmfbovespa/nonresident/ptpbr/orgaospreguladores.asp>

BONFIM; SANTOS; PIMENTA. **Processos de abertura de capital de empresas brasileiras em 2004 e 2005: razões e percepções.** Disponível em: <<http://www.redalyc.org/html/2234/223417523011/>>. Acesso em: 26 de fev. 2018.

BRASIL. Constituição (1988). **DECRETO Nº 22.626, DE 7 DE ABRIL DE 1933.** Cobrança de juros limitada às taxas do artigo 1.062 do Código Civil, Brasília, DF, out 2017. Disponível em: <http://legislacao.planalto.gov.br/legisla/legislacao.nsf/Viw_Identificacao/dec%2022.626-1933?OpenDocument>. Acesso em: 12 out. 2017.

BRASIL. Constituição (1988). **LEI Nº 4.728, DE 14 DE JULHO DE 1965**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm>. Acesso em: 10 de out. 2017.

BRASIL. Constituição (1988). **LEI Nº 4.357, DE 16 DE JULHO DE 1964**. Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4357.htm>. Acesso em: 10 de out. 2017.

BRASIL. Constituição (1988). **LEI Nº 4.595, DE 31 DE DEZEMBRO DE 1964**. Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Brasília, DF, out 2017. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm>. Acesso em: 10 de out. 2017.

CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. **Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999**. REGE Revista de Gestão, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. **Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais**. Revista de Administração de Empresas, v. 49, n. 2, p. 206-220, abr./jun. 2009.

CAVALCANTI, F.S.C.; MISUMI, J.Y. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

CERVO, A. L. BERVIAN, P. A. **Metodologia científica**. 5.ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3.ed. Rio de Janeiro, 2014.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

EMPEA. **Data and Industry Statistics, 2013**. Disponível em: <<https://www.empea.org/research/data-and-statistics/>>. Acesso em: 16 de out. de 2017.

GITMAN, L, J. **Princípios de administração financeira**. Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

FARIA, R. G. de. **Mercado Financeiro: Instrumentos e Operações**. São Paulo: Pearson, 2003.

LAGIOIA, Umbelina. **Fundamento do Mercado de Capitais**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2001.

MARION, José Carlos Marion. **Análise das Demonstrações Contábeis: Contabilidade Empresarial**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MARTINS, I. G.; MENEZES, P. L.; BERNHOEFT, R. **Empresas familiares brasileiras: perfil e perspectivas**. São Paulo: Negócio Editora, 1999.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2001

MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços: Abordagem básica e gerencial**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços: Abordagem básica e gerencial**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MEIRELLES et al., **Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica, 2008**. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/gp/v15n1/a03v15n1>>. Acesso em: 26 de fev. de 2018.

MELLAGI FILHO, Armando. **Mercado Financeiro e de Capitais**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MENDES, Luis Eduardo Silveira. **A Evolução da Indústria de Private Equity e Venture Capital No Mundo**. Dissertação (Dissertação em Engenharia de Produção) - UFRJ. Escola Politécnica, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015.

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

PRICE WATERHOUSE COOPERS. **Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO) Início de uma nova década de crescimento**. Disponível em: <<http://vemprabolsa.com.br/wp-content/uploads/2016/06/Guia-abertura-de-capital-%E2%80%93-BMFBOVESPA-e-PricewaterhouseCoopers.pdf>>. Acesso em: 6 de mar. de 2018.

RAUPP, Fabiano; WARKEN, Ricardo. **Utilização da Due Diligence em Processos de Fusão e Aquisição**. Revista Pensar Contábil, Rio de Janeiro, v. 11, n. 45, p.34-40, jul./set., 2009.

RUDIO, Franz Victor. **Introdução ao Projeto de Pesquisa Científica**. 6 ed. Salvador: Vozes.

SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 4. ed. Florianópolis, 2005.

SILVA, José Pereira da, **Análise Financeiras das Empresas**. 8.ed. São Paulo: Atlas,2006.

SILVA, Paulo Roberto da. **Contribuição para o entendimento dos indicadores de valor baseado nomercado - uma análise crítica do market value added**. Tese de Doutorado em Contabilidade - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2000.

SOUZA, A. A. **Principais Ferramentas de Medição de Desempenho Econômico-Financeiro das Organizações**. 2005. Disponível em: <<http://www.administradores.com.br/>>. Acesso em: 06 abr. 2018.

WERNKE, Rodney. **Gestão Financeira: Ênfase em Aplicações e Casos Nacionais**. - Rio de Janeiro: Saraiva, 2008.

6. APÊNDICE

APÊNDICE A – DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DAS EMPRESAS

Drogaria Pague Menos

DFs Individuais / Balanço Patrimonial Ativo

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	Último Exercício 31/12/2016	Penúltimo Exercício 31/12/2015	Antepenúltimo Exercício 31/12/2014
1	Ativo Total	2.020.533	1.842.905	1.646.312
1.01	Ativo Circulante	1.567.589	1.488.125	1.288.569
1.01.01	Caixa e Equivalentes de Caixa	184.225	213.688	167.600
1.01.03	Contas a Receber	632.321	500.601	469.197
1.01.03.01	Cientes	632.321	500.601	469.197
1.01.04	Estoques	469.189	493.465	415.116
1.01.06	Tributos a Recuperar	230.000	230.295	190.578
1.01.06.01	Tributos Correntes a Recuperar	230.000	230.295	190.578
1.01.08	Outros Ativos Circulantes	51.854	50.076	46.078
1.01.08.03	Outros	51.854	50.076	46.078
1.01.08.03.01	Adiantamentos	6.398	4.945	3.358
1.01.08.03.02	Outros contas a receber	45.456	26.578	32.509
1.01.08.03.03	Instrumentos Financeiros	0	18.269	10.211
1.01.08.03.04	Adiantamento controlada em conjunto	0	284	0
1.02	Ativo Não Circulante	452.944	354.780	357.743
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	52.906	64.476	69.834
1.02.01.03	Contas a Receber	6.599	10.671	15.686
1.02.01.03.02	Outras Contas a Receber	6.599	10.671	15.686
1.02.01.06	Tributos Diferidos	22.633	17.203	17.285
1.02.01.06.01	Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos	22.633	17.203	17.285
1.02.01.08	Créditos com Partes Relacionadas	341	341	341
1.02.01.08.02	Créditos com Controladas	341	341	341
1.02.01.09	Outros Ativos Não Circulantes	23.333	36.261	36.522
1.02.01.09.03	Depósitos Judiciais	12.917	14.128	13.544
1.02.01.09.05	Instrumentos Financeiros	0	9.697	9.443
1.02.01.09.06	Impostos a Recuperar	4.546	4.566	4.885
1.02.01.09.07	Ativo Disponível para Venda	5.870	7.870	8.650
1.02.02	Investimentos	335.103	242.521	247.358
1.02.02.01	Participações Societárias	335.103	242.521	247.358

DFs Individuais / Balanço Patrimonial Ativo**(Reais Mil)**

Código da Conta	Descrição da Conta	Último Exercício 31/12/2016	Penúltimo Exercício 31/12/2015	Antepenúltimo Exercício 31/12/2014
1.02.02.01.02	Participações em Controladas	335.103	242.521	247.358
1.02.03	Imobilizado	58.259	40.059	31.696
1.02.03.01	Imobilizado em Operação	28.660	22.655	25.683
1.02.03.03	Imobilizado em Andamento	29.599	17.404	6.013
1.02.04	Intangível	6.676	7.724	8.855
1.02.04.01	Intangíveis	6.676	7.724	8.855
1.02.04.01.02	Marcas e Patentes	14	14	14
1.02.04.01.03	Software	1.547	2.410	3.088
1.02.04.01.04	Ágio	3.985	3.985	3.985
1.02.04.01.05	Software em Desenvolvimento	34	20	0
1.02.04.01.06	Direito de Distribuição	0	326	799
1.02.04.01.08	Outros	1.096	969	969

Drogaria Pacheco São Paulo

DPSPsa		DROGARIAS DPSP S.A.			
		CNPJ nº 14.553.607/0001-03			
MENSAGEM DA ADMINISTRAÇÃO					
Divulgação de Resultados de 2016			Em 2016 foram abertas 100 novas lojas, foram reformadas 26 filiais e houve o encerramento de 6 lojas. O lucro líquido foi 28,1% superior ao ano anterior, passando de 1,2% para 1,3% da Receita Líquida. Em 2016 a DPSP		
Apresentamos abaixo as Demonstrações Financeiras da Drogarias DPSP S.A. referentes ao exercício de 2016.			mantive sua tradição de contribuir com a sociedade através das campanhas de coleta de pilhas e baterias para reciclagem, campanha de recolhimento e doação de brinquedos e agasalhos, incentivo à leitura dos seus colaboradores e familiares com bibliotecas instaladas na maioria das lojas e campanha de doação de sangue. Em		
O ano de 2016 foi muito importante para consolidação da rede e evolução da estrutura administrativa. Os principais destaques do ano foram:			2017 a DPSP continuará com sua expansão, ampliação da capacidade logística e aprimoramento dos nossos sistemas ERP. Gostariamos de agradecer à dedicação de todos os nossos colaboradores, a parceria de nossos fornecedores e a preferência de nossos clientes.		
<ul style="list-style-type: none"> • Lojas: 1.171 lojas em operação em 31 de dezembro de 2016. • Receita Bruta: R\$ 7,9 bilhões, crescimento de 13,8% em relação a 2015 • Margem Bruta: 30,5% da receita líquida • Lucro Líquido: R\$ 104 milhões, 1,3% da receita líquida • Nº de Colaboradores Diretos: 25 mil 			A Direção		
BALANÇOS PATRIMONIAIS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2016 E 2015 (Em milhares de Reais)					
	Controladora		Consolidado		
	<u>31/12/2016</u>	<u>31/12/2015</u>	<u>31/12/2016</u>	<u>31/12/2015</u>	
Ativo					
Circulante					
Caixa e equivalentes de caixa	231	247	221.284	136.014	Fornecedores
Contas a receber	-	-	431.779	360.901	Empréstimos e financiamentos
Estoques	-	-	1.461.328	1.282.109	Salários, provisões e contribuições sociais
Impostos a recuperar	4	4	121.189	226.805	Imposto de renda e contribuição social
Dividendos e juros sobre o capital próprio a receber	104.354	80.646	-	-	Impostos e contribuições a recolher
Outros créditos	-	-	54.554	45.818	Impostos e contribuições - Parcelamento
Total do ativo circulante	104.589	80.897	2.290.134	2.051.647	Dividendos e juros sobre o capital próprio
Não circulante					Outras contas a pagar
Realizável a longo prazo					Total do passivo circulante
Depósitos judiciais	-	-	28.764	106.821	Não circulante
Imposto de renda e contribuição social diferidos	-	-	56.053	22.659	Empréstimos e financiamentos
Impostos a recuperar	-	-	60.367	3.120	Impostos e contribuições a recolher
Contas a receber de ex-colistas	-	-	20.848	18.068	Imposto de renda e contribuição social diferidos
Outros créditos	-	-	378	477	Impostos e contribuições - Parcelamento
Investimentos	1.151.862	1.082.420	-	-	Provisão para riscos tributários, cíveis e trabalhistas
Imobilizado	-	-	516.012	519.526	Total do passivo não circulante
Intangível	-	-	62.972	54.927	Patrimônio líquido
Ágio	-	-	100.580	100.581	Capital social
Total do ativo não circulante	1.151.862	1.082.420	845.974	826.179	Reservas de lucros
Total do ativo	1.256.451	1.163.317	3.136.108	2.877.826	Total do patrimônio líquido
					Total do passivo e patrimônio líquido



Drogaria Araujo S.A.

CNPJ 17.256.512/0001-16

Demonstrações Financeiras
Em 31 de dezembro
Anos-Calendários 2016 e 2015

Relatório da Diretoria					Demonstração do Resultado			Demonstração do Fluxo de Caixa		
					Exercícios findos em 31 de dezembro de 2016 e 2015			Exercícios findos em 31 de dezembro de 2016 e 2015		
					(Em milhares de reais)			(Em milhares de reais)		
					2016	2015		2016	2015	
<p>Prezados Acionistas,</p> <p>De conformidade com o disposto em nossos Estatutos e também cumprindo dispositivos legais, apresentamos-lhes, para a devida apreciação, o Balanço Patrimonial e demais Demonstrações Financeiras referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016.</p> <p>O ano de 2016 foi especial para a Araujo, pois inauguramos o nosso novo Centro de Distribuição Marco Antônio Veloso de Araujo, que nos garantirá a logística de 650 lojas dando condições de uma expansão estruturada.</p> <p>Externamos, neste ensejo, os nossos agradecimentos àqueles que colaboraram conosco pelos excelentes resultados obtidos: a Deus,</p> <p>que sempre nos protege; aos fundadores da Drogaria Araujo, que nos ensinaram que saúde é coisa séria; aos nossos consultores, fornecedores e, de modo especial, aos nossos clientes, que são o objeto dos nossos esforços e a razão do nosso sucesso; e a todos os nossos dedicados e eficientes colaboradores, que tornam uma empresa de 111 anos de idade sempre jovem, moderna, pioneira e modelo nacional na operação de varejo farmacêutico.</p> <p>Finalmente, colocamo-nos à disposição dos Senhores Acionistas para quaisquer esclarecimentos sobre os referidos documentos.</p> <p>Belo Horizonte, 16 de agosto de 2017.</p> <p>A Diretoria</p>								<p>Resultado do exercício 84.428 98.117</p> <p>Itens que não representam movimento de recursos:</p> <p>Depreciações e amortizações 15.308 14.499</p> <p>Equivalência Patrimonial (11.794) (9.409)</p> <p>Geração de Caixa 87.942 103.207</p> <p>Variações nos ativos e passivos</p> <p>Fornecedores e contas a pagar 11.571 45.834</p> <p>Impostos (7.206) (4.998)</p> <p>Salários e encargos (3.687) 10.070</p> <p>Outros passivos 5.024 (375)</p> <p>Estoques (35.891) (70.760)</p> <p>Contas a receber (12.455) (9.107)</p> <p>Outros ativos 1.400 1.099</p> <p>Realizável a longo prazo 4.340 (4.811)</p> <p>Caixa líquido proveniente das atividades operacionais 51.038 70.159</p> <p>Fluxo de caixa das atividades de investimentos</p> <p>Aquisição de imobilizado e intangível (49.035) (10.147)</p> <p>Caixa líquido proveniente das atividades de investimentos (49.035) (10.147)</p> <p>Fluxo de caixa das atividades de financiamento</p> <p>Empréstimos e financiamentos obtidos 7.826 1.844</p> <p>Amortização de empréstimos e financiamentos (2.354) (1.075)</p> <p>Juros sobre o capital próprio (29.099) (20.144)</p> <p>Caixa líquido proveniente das atividades de financiamento (23.627) (19.376)</p> <p>Variação no saldo de caixa (21.624) 40.636</p> <p>Demonstrativo da variação do saldo de caixa</p> <p>Varição no saldo de Disponibilidades</p> <p>Saldo final de Disponibilidades 108.226 129.850</p> <p>Saldo inicial de Disponibilidades 129.850 89.214</p> <p>Variação do Disponível (21.624) 40.636</p>		
Balanço Patrimonial em 31 de dezembro de 2016 e 2015 (Em milhares de reais)					Lucro bruto					
					2016	2015	542.769	525.308		
					Recursos e (despesas) operacionais					
					Com vendas					
					Administrativas e gerais					
					Resultado financeiro					
					Resultado de equivalência patrimonial					
					Outras receitas operacionais líquidas					
					Lucro antes de impostos					
					Imposto de renda e contribuição social					
					Lucro líquido do exercício					
					Lucro líquido por ação - em reais					
					Quantidade de ações em circulação no final do exercício					
					3.453.746			3.453.746		