

# Análise

## Relatório especial

Atualizado em 25.09.2021

Raia Drogasil  
**RADL3**



## AVALIAÇÕES

Setor	★★★★☆
Governança	★★★★★
Segurança	★★★★☆
Crescimento	★★★★☆
Vantagens Competitivas	★★★☆☆
Lucratividade	★★★☆☆
Rentabilidade	★★★★☆
Saúde Financeira	★★★★★
Dividendos	★★★☆☆
Preço	★★★☆☆



## PONTOS POSITIVOS

- Empresa de alto crescimento
- Geração de caixa operacional crescente
- Endividamento controlado
- Maior rede de farmácias do Brasil
- Liderança em *market share*



## PONTOS NEGATIVOS

- Setor de alta concorrência
- Consumo de medicamentos limitado ao crescimento populacional
- Baixa margem líquida
- Alta necessidade de alocação de capital para escalar sua operação



## COMO TUDO COMEÇOU

1905+

A Raia surgiu no início do século passado, na cidade de Araraquara/SP, através do farmacêutico João Batista Raia. Já a Drogasil surgiu 20 anos depois, 1935, também no estado paulista, após a fusão de dois grupos de farmácia.

1937+

Ambas as companhias expandiam seus empreendimentos, seja através de crescimento orgânico ou via aquisições. Assim, as empresas já atuavam em conceito de rede.

1977

A Drogasil abriu seu capital na bolsa de valores, se tornando a primeira empresa do varejo farmacêutico a listar suas ações.

2008+

A partir da entrada de fundos de *private equity*, a Raia conseguiu se fortalecer em termos de governança corporativa, aumentar sua capacidade de investimento e assim se preparar para abertura de capital. O *IPO* foi realizado em 2010.

2011

A Drogasil e Droga Raia anunciaram a fusão de suas operações, resultando na maior rede de farmácias do Brasil em número de lojas e faturamento.

Em sequência, as companhias uniram em torno de uma nova estratégia e passaram a trabalhar juntas, aproveitando de ganhos de sinergia (plataforma de vendas, logística, gestão de estoque e gestão de cliente unificadas).

2019

Foi incorporada a Drogaria Onofre, com total de 50 lojas, sendo a quase totalidade no estado de São Paulo. Além disso, a empresa é referência em *e-commerce*, agregando *know-how* a toda empresa.



## ÁREA DE ATUAÇÃO

### Setor de Atuação

Saúde



### Subsetor

Comércio e  
Distribuição



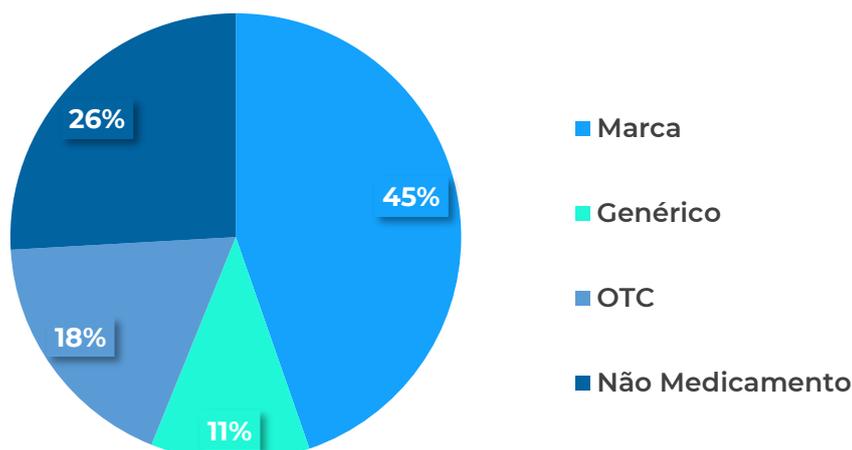
### Segmento

Medicamentos e  
Outros Produtos

A Raia Drogasil é a maior empresa do Brasil em varejo farmacêutico tanto em faturamento, como também em número de lojas abertas. A companhia tem atuação em todo o território brasileiro. Sua unidade de negócio é descrita abaixo:

- **Comércio Varejista:** a empresa atua na venda de produtos farmacêuticos e cosméticos, entre eles estão os Medicamentos de Marca (sujeitos à prescrição médica); Medicamentos Genéricos; Medicamentos OTC (sem prescrição médica) e Não Medicamentos (higiene pessoal, cosmético e dermocosmético). Além disso, a RD oferece dentro de suas lojas convênio com o Ministério da Saúde para a venda de medicamentos com preços subsidiados (“Farmácia Popular”).

A Figura 1 ilustra a composição da receita líquida da companhia.



*Figura 1 – Composição da Receita Líquida.  
Fonte: RI RAIA DROGASIL*

Atualmente a Raia Drogasil possui mais de 2370 lojas, espalhadas por todas as regiões do país, e que juntas, representam 98,7% do mercado consumidor farmacêutico do Brasil. A companhia ainda possui onze centros de distribuição, fazendo com que a logística da empresa seja descentralizada e consiga atender às demandas de cada região prontamente.

Além do mais, a empresa conta com uma gestão de abastecimento inteligente, nas quais todas as decisões de compra são sugeridas por metodologias de cálculo estatístico e que incorpora as particularidades do setor. Com isso, a companhia busca otimizar sua necessidade por capital de giro sem, necessariamente, faltar produtos em suas lojas.

O mercado farmacêutico, por sua vez, é altamente competitivo e fragmentado, cujas cinco maiores redes de farmácia representam 29,4% do total do faturamento do setor, sendo 13,2% da Raia Drogasil. De fato, existe uma possibilidade de consolidação do setor ser liderada, principalmente, pelas grandes redes, o que dá suporte à expansão da RD.

Por outro lado, farmácia ainda é um empreendimento fidelizado, ou seja, as farmácias independentes, mesmo as pequenas, conseguem atrair muitos clientes. Logo, a expansão das grandes redes encontra forte resistência, dificultando ou atrasando a consolidação do mercado em torno das maiores.

Na Figura 2 são identificadas as maiores redes farmacêuticas do país, evidenciando a posição de destaque da Raia Drogasil.

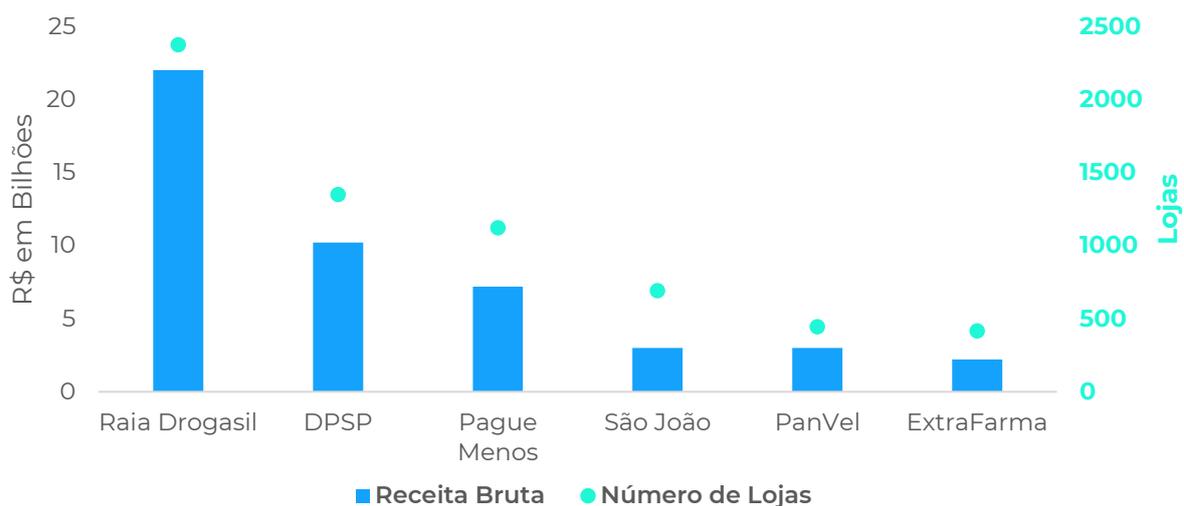


Figura 2 – Maiores redes farmacêuticas.  
Fonte: RI RAIA DROGASIL

Na Figura 3, é ilustrado o comportamento do mercado quanto a consolidação do setor. Já na Figura 4, temos representado o crescimento do mercado farmacêutico nos últimos anos. Contudo, para os próximos anos veremos números mais modestos, de acordo com o perfil demográfico do país.

Digo isso pois, a empresa utiliza em seu *guidance* o envelhecimento populacional e o crescimento de renda das famílias brasileiras como propulsoras ao aumento do consumo de produtos farmacêuticos. Principalmente na comparação com

outros países desenvolvidos, vemos que a população brasileira gasta relativamente pouco no varejo desses itens.

Em contrapartida, o mercado de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos no Brasil é muito desenvolvido, sendo a quarta maior potência mundial e com crescimento de 3,8% ao ano livre da inflação.

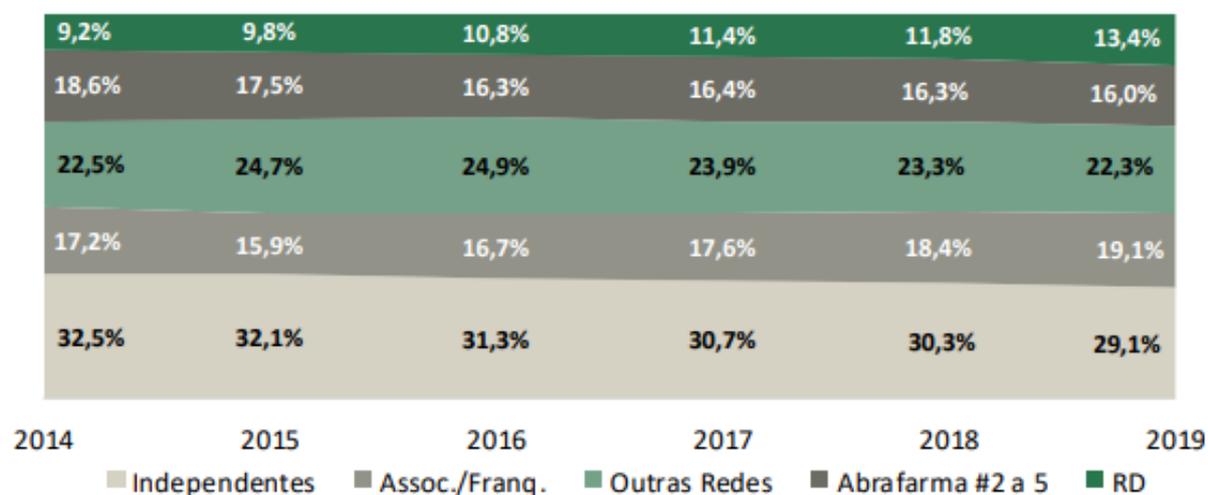


Figura 3 – Participação do mercado.

Fonte: RI RAIA DROGASIL

Há uma tendência de enfraquecimento das marcas independentes, na contramão do avanço das grandes redes.

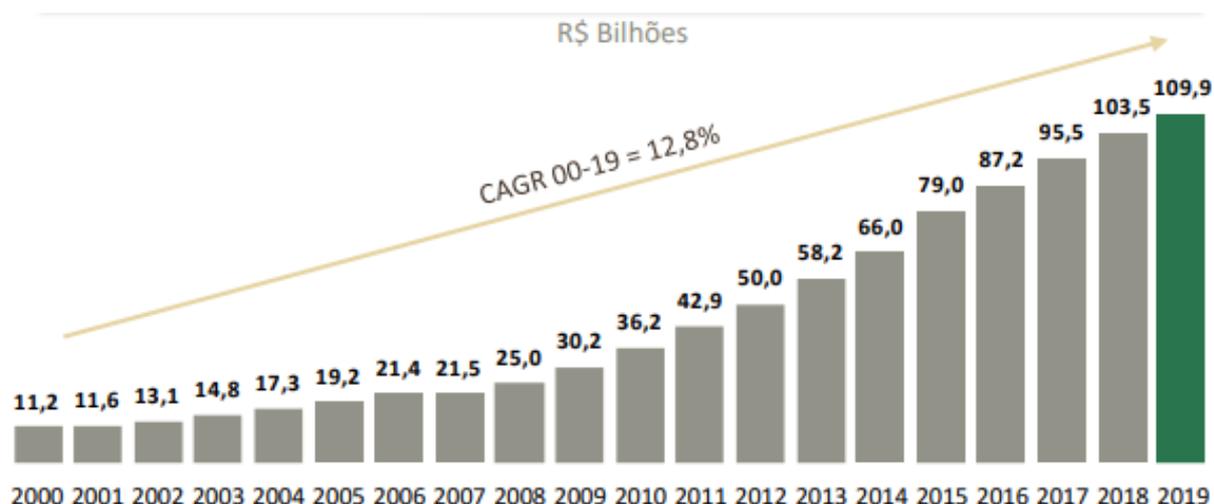


Figura 4 – Crescimento do mercado farmacêutico.

Fonte: RI RAIA DROGASIL



## GOVERNANÇA, CONTROLE E DIRETORIA

A Raia Drogasil está inserida no **segmento de listagem Novo Mercado**, o que demonstra o compromisso da empresa para com a divulgação das suas informações e dados com o mais alto teor de qualidade e transparência.

Quanto à sua estrutura acionária, Figura 5, percebe-se a falta de um controlador central possuidor da maioria das ações ordinárias. Assim, a empresa pode estar vulnerável a sofrer aquisições hostis, comprometendo sua criação de valor. O atual acordo de acionistas tem validade até novembro do presente ano.

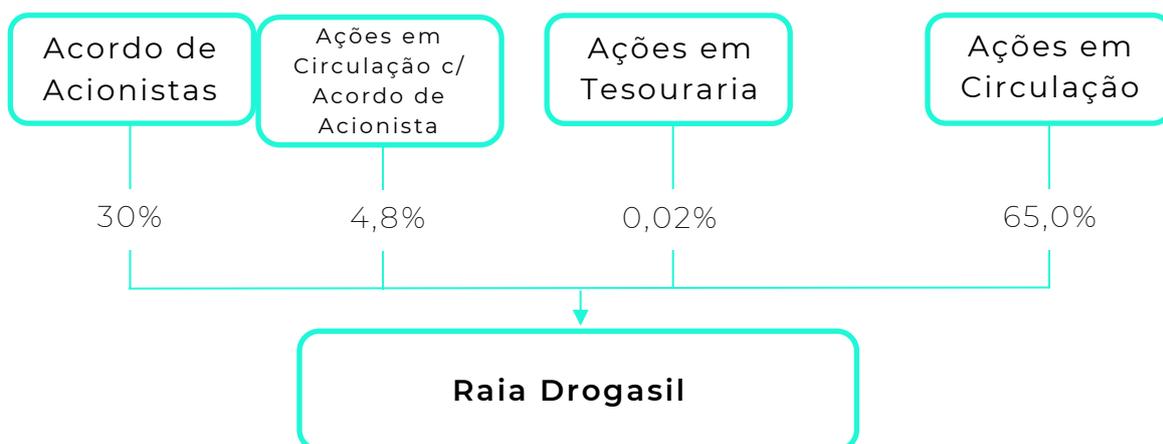


Figura 5 – Estrutura acionária.  
Fonte: RI RAIA DROGASIL

Recentemente a companhia aprovou um plano de remuneração baseado em ações, o que incentiva seus diretores e demais membros em trabalhar focados no longo prazo. Isso é, a remuneração está atrelada ao bom desempenho da RD, assim, se a companhia tiver uma boa performance, os funcionários serão

melhores remunerados. Logo, esse plano tem o poder de alinhar os interesses dos acionistas minoritários com os da empresa.



## OS RISCOS DO NEGÓCIO

### Os principais fatores de risco são:

Em relação ao **Risco de Negócio**, temos que o varejo farmacêutico passou por uma etapa de consolidação nos últimos anos, e hoje, as principais concorrentes da RD estão maiores e mais sofisticadas. Seguindo essa tendência, a margem de lucro pode sofrer pressão, impactando diretamente o resultado operacional da empresa.

Esse risco também se manifesta pela óptica do produto negociado. Isso pois, os medicamentos podem causar lesões, enfermidades ou outros prejuízos à saúde dos consumidores e, assim, gerar **Riscos de Imagem** à companhia.

Já o **Risco de Regulação** envolve a atuação das leis federais que impõem controle de preços à maioria dos produtos farmacêuticos que a companhia vende. Conseqüentemente, a Raia Drogasil pode ter dificuldades em conseguir adequar suas despesas ao limite de aumento de preços.



## RESULTADOS ANTERIORES...

A fusão entre Raia e Drogasil, em 2011, permitiu que as companhias atingissem a liderança do mercado logo em seu primeiro ano juntas. Por se tratar de empresas com modelo de negócios semelhante, existia um potencial ganho de sinergia, principalmente em cortes de despesas e unificação da logística.

De fato, a RD conseguiu unir as duas operações e, hoje, consegue desfrutar do maior poder de escala e de barganha. Por outro lado, a companhia demorou mais de 2 anos para concretizar todo esse processo.

O volume de abertura de novas lojas da empresa aumentou consideravelmente ao longo dos anos, e se a companhia já era líder em número de lojas abertas, essa diferença ficou ainda maior. A Figura 6 ilustra esse avanço do número de lojas da RD, que aumentou 186% em menos de uma década.



Figura 6 – Abertura de Novas Lojas.  
Fonte: RI RAIA DROGASIL

Também é importante destacar que muitas dessas lojas (34%) ainda estão em processo de maturação e isso indica que a companhia pode extrair melhores resultados operacionais à medida que essas lojas se tornarem consolidadas. Normalmente esse é um processo que pode durar entre 2 a 3 anos.

Além disso, esses números trouxeram consigo um importante ganho de *market share*, de aproximadamente 9% em 2011 até 13,2% em 2020. Aliado a isso, temos um *CAGR* receita líquida de 13,8%, *CAGR* EBIT de 13,2% e *CAGR* lucro líquido de 10,1%. Na Figura 7 vemos o avanço operacional da empresa.



Figura 7 – Desempenho operacional.  
Fonte: RI RAIA DROGASIL

O menor crescimento do EBIT e lucro líquido em relação à receita líquida evidencia que a companhia piorou parcialmente suas margens de operação, ilustradas na Figura 8. Mas ainda assim vemos que existe uma estabilidade olhando em um horizonte amplo.

Contudo, vale comentar que o varejo, como um todo, negocia com margem de lucro muito pressionada. De tal forma que, mesmo em uma eventual melhora da empresa, seria improvável margens muito maiores.

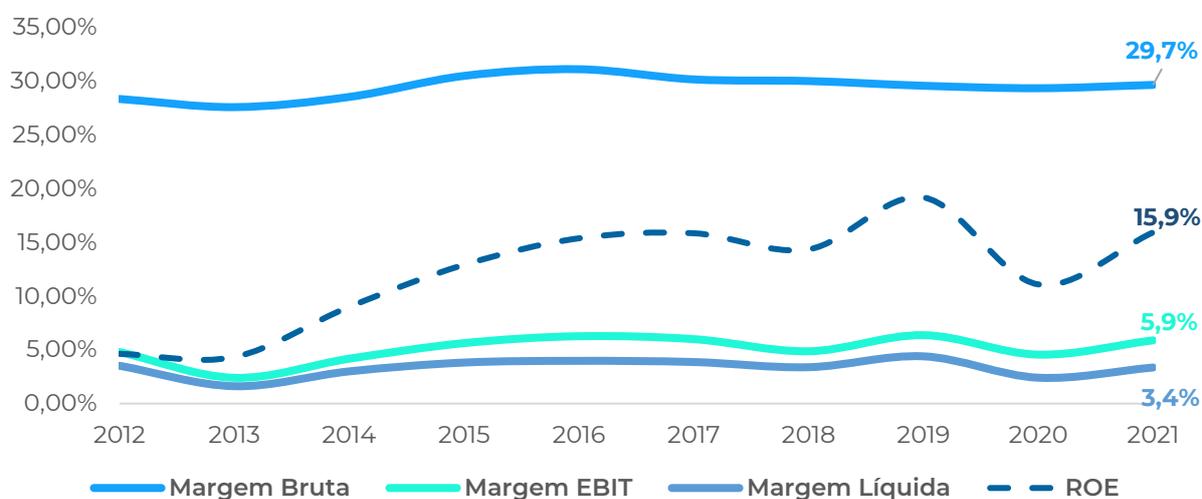


Figura 8 – Indicadores de Qualidade.  
Fonte: Status Invest

Dessa forma, infere-se que o crescimento da companhia é dependente do volume de venda, e esse fator é limitado pelo crescimento do mercado. Pelo menos o alto giro do estoque favorece uma rentabilidade atraente.

Notamos, inclusive, que a fusão entre as companhias foi responsável pela maior rentabilidade das operações, em tendência de alta até o ano de 2020, distorcido pelo COVID-19. Além do mais, à medida que as lojas maturarem, a rentabilidade da operação pode ser ainda maior.

Também é verdade que todo esse ritmo de crescimento, expansão geográfica, abertura de novas lojas, investimento em capital de giro, *marketing* e logística não acarretaram em maior endividamento, mérito da gestão.

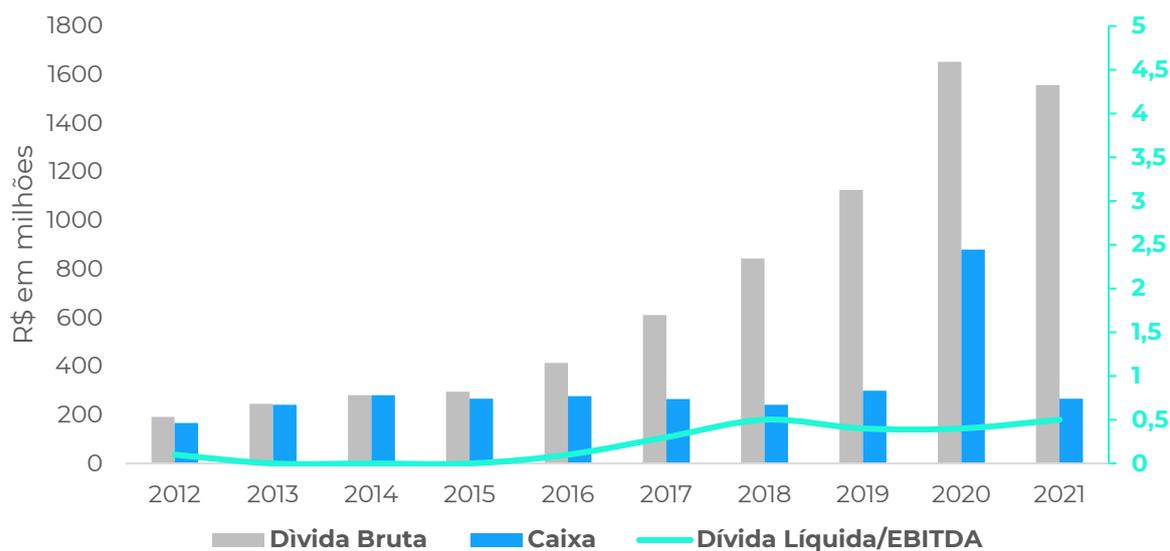


Figura 9 – Endividamento.  
Fonte: RI RAIA DROGASIL.

Assim, todo o alto investimento que a companhia vem desembolsando para financiar a abertura de suas novas lojas são feitos com sua própria geração de caixa operacional (Figura 10). Dessa forma, a companhia cresce e mantém sua saúde financeira intacta.

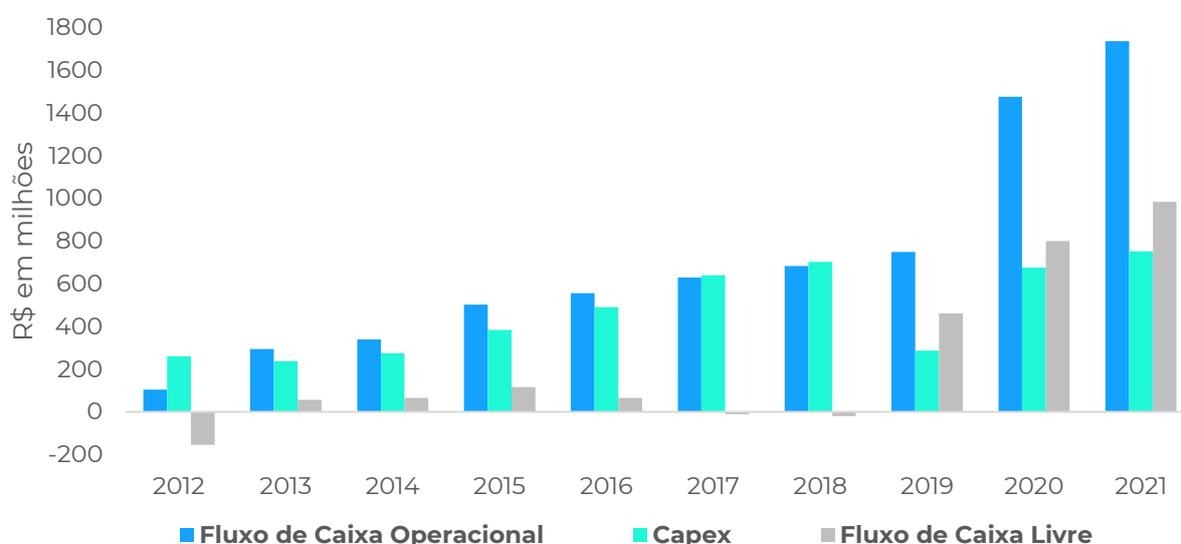


Figura 10 – Geração de caixa livre e operacional.  
Fonte: RI RAIA DROGASIL.

No mais, a Raia Drogasil vem focando sua atenção na multicanalidade, isso pois, o conceito de *omnichannel* é responsável pela maior interação entre as experiências *online* e *offline* dos clientes, aumentando o ciclo de vida do consumidor dentro daquele mercado. Assim, se aumenta a interação do cliente com a empresa, as chances de fidelização são maiores, e é justamente esse o novo foco da empresa.



## ...ATUALMENTE

Devido ao menor fluxo de pessoas nas ruas, a Raia Drogasil teve retração nas vendas nas mesmas lojas (desconsidera-se as novas lojas), o que impacta diretamente nas margens de operação da companhia. Isso porque o modelo de negócios da empresa admite trabalhar em alta alavancagem operacional, ou seja, para expandir as vendas é necessário mais capital investido.

Por outro lado, a companhia, ciente da recuperação do mercado iniciada no terceiro trimestre, decidiu reforçar sua estratégia de expansão ao anunciar um *guidance* para abertura de novas 240 lojas nos anos de 2021 e também em 2022.

A seguir, as principais informações operacionais da companhia são expostas na Figura 11

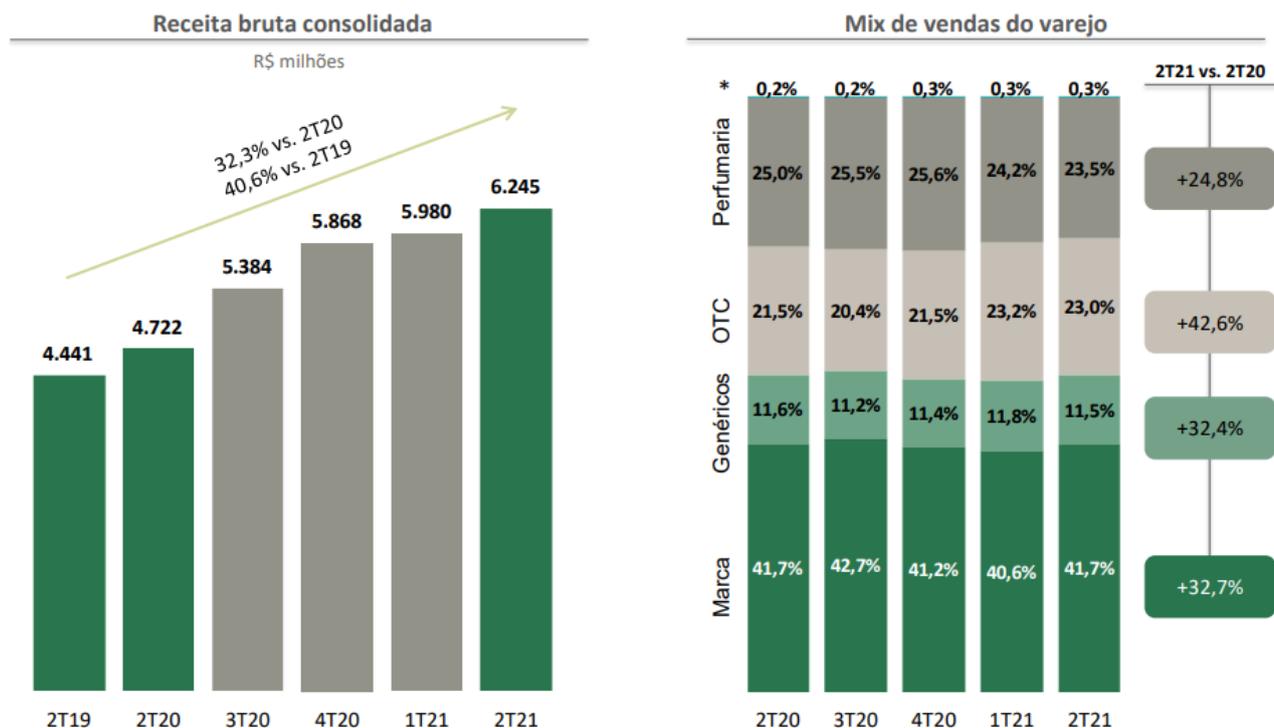


Figura 11 – Últimos resultados operacionais.  
Fonte: RI RAIA DROGASIL

Todas as linhas de produtos vendidos pela Raia Drogasil tiveram excelente resultado no último trimestre, principalmente os medicamentos sem prescrição médica, OTC, influenciados ainda pelo efeito pandemia.

Além disso, a companhia conseguiu ampliar a participação das vendas nos canais digitais (Figura 12), hoje ao redor de 8,9% do total das receitas da empresa, e avança para um modelo mais digital, caminho pelo qual a empresa pode ter melhores resultados a longo prazo.

Não só, a *omnicanalidade* também é reforçada a partir da maior integração entre as lojas físicas e *online*. Isso fica evidente a partir da afirmação que Droga Raia e Drogasil foram a primeira e segunda, respectivamente, em número de acessos em *site*.

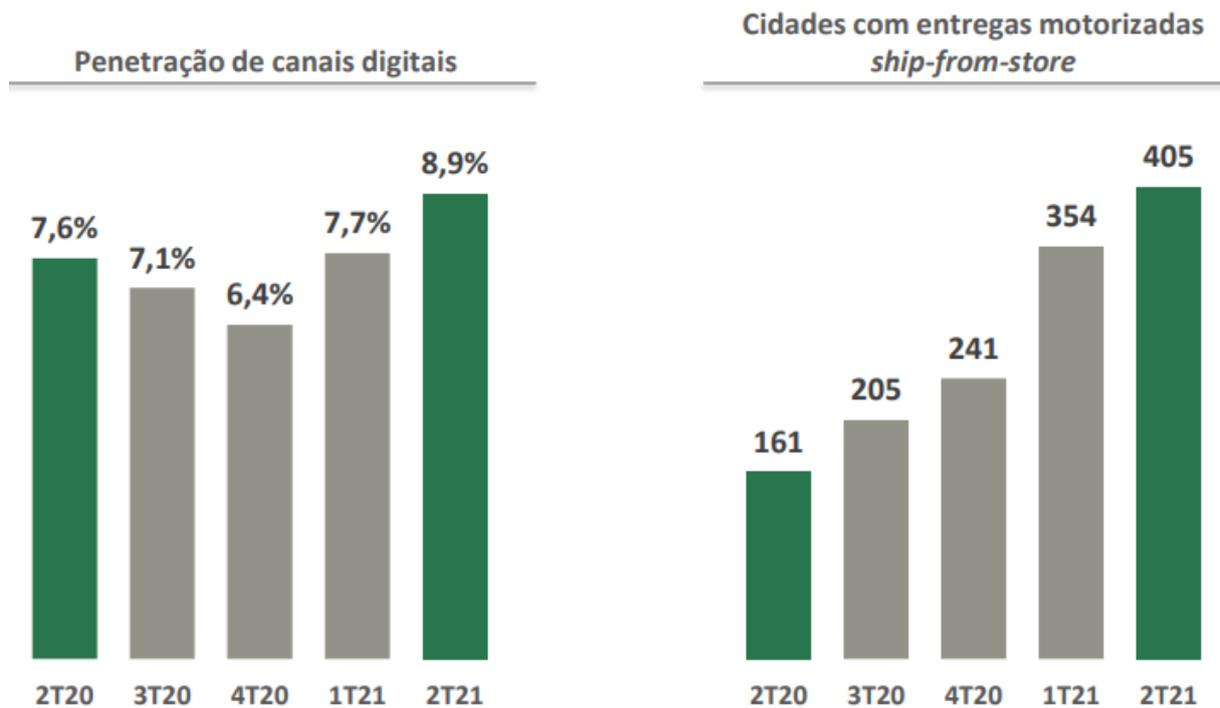


Figura 12 – Integração digital.  
Fonte: RI RAIA DROGASIL

Por fim, a Raia Drogasil possui nota de 7,6 no Reclame Aqui, sendo a segunda maior nota entre as farmacêuticas, perdendo somente para a PanVel (PNVL3) com 8,2. Esse é um importante indicador que avalia a satisfação dos clientes quanto ao atendimento da empresa.



## POSSÍVEIS CENÁRIOS

- **Análise de Múltiplos**

O primeiro método consiste na análise dos múltiplos das empresas. Para que sua eficiência seja atestada, é coerente que se compare empresas de mesmo setor de atuação e que, ainda

---

por cima, essas empresas estejam no mesmo ciclo de vida, isso é, se estão em expansão, maturidade ou decaimento de suas atividades.

Para a análise, foram selecionadas as empresas Pague Menos (PGMN3) e PanVel (PNVL3), terceira e quinta maiores redes farmacêuticas do Brasil, respectivamente. Os múltiplos analisados são descritos a seguir e comparados na Figura 13:

- **P/L:** indica o quanto os acionistas estão dispostos a pagar pelo lucro da companhia, de outra forma, quantos anos os acionistas estão dispostos a investir de maneira a recuperar seu aporte inicial.
- **P/SR:** relaciona o valor de mercado da companhia pela sua receita líquida operacional. O objetivo desse indicador é visualizar o quanto os acionistas estão dispostos a pagar para cada venda realizada pela empresa.
- **EV/EBIT:** o objetivo desse indicador é analisar quanto o valor da firma, que é a soma do valor de mercado com a dívida líquida se relaciona com o lucro operacional da empresa. Diferente dos outros indicadores pois aqui relaciona a operação em si.

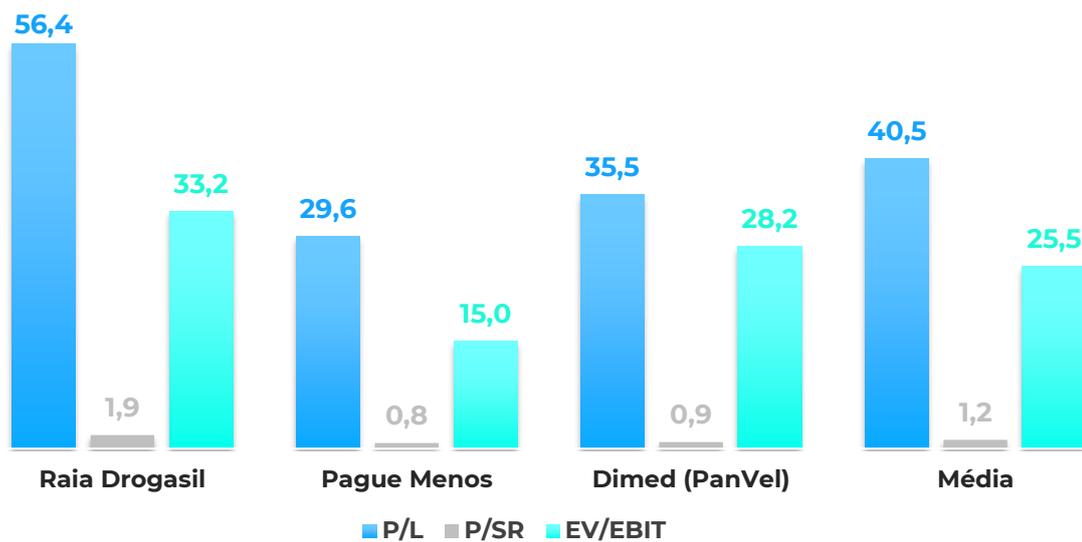


Figura 13 – Comparação de múltiplos  
 Fonte: Status Invest /Elaboração Própria

Dessa forma, nota-se que a RADL3 negocia a múltiplos mais esticados do que suas principais concorrentes. E mesmo a empresa acumulando maiores rentabilidades e crescimento, os múltiplos ainda estão esticados.

Na Figura 14 o mesmo comentário continua válido, mesmo a empresa não negociando em seu auge histórico.

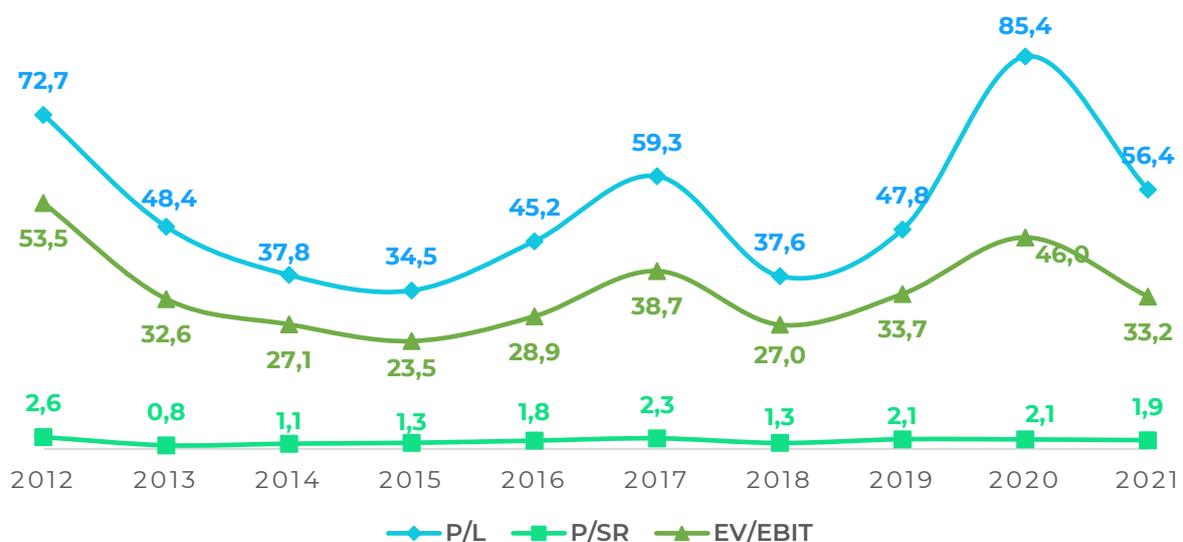


Figura 14 – Comportamento Histórico dos Múltiplos.  
 Fonte: Status Invest/Elaboração Própria

---

- **Método Do Fluxo De Caixa Descontado (DCF)**

Esse método projeta fluxos de caixa da empresa para os próximos anos e o traz a valor presente descontando a uma taxa média ponderada, chamada de custo de capital, na sigla em inglês *WACC (weighted average cost of capital)*.

Essa taxa representa o quanto a empresa gasta com custos de dívida e de remuneração ao acionista. De maneira geral, é o custo de financiamento da empresa.

Esse método tem como objetivo fazer uma estimativa reversa do mercado. Em outras palavras, o objetivo dessa análise consiste em avaliar, dado o preço das ações, qual seria o crescimento esperado pelo mercado em relação à companhia.

Um possível cenário considera o crescimento da Raia Drogasil dividido em três fases, a primeira delas crescendo a 15% ao ano por pelo menos 5 anos, na segunda fase um crescimento de 8% ao ano durante mais 5 anos, até chegar na última fase, na qual considera crescimento na perpetuidade de 4% ao ano.

A divisão em fases tem um propósito definido, isso pois, nenhuma empresa consegue crescer indefinidamente a altas taxas, mais cedo ou mais tarde a empresa chegará em sua maturidade. Por isso o decaimento da taxa de crescimento. No mais, considerou-se que a empresa manteria suas margens de operação durante todo o período.

Importante destacar que esse crescimento, já em primeira fase, é menor do que o próprio crescimento passado da companhia, ao redor de 23,4%, por outro lado, o setor

farmacêutico dá sinais de esgotamento, o que pode limitar o crescimento da companhia.

Assim, chegamos a um preço de R\$25,16, próximo ao preço de fechamento da ação no dia 25/09/2021 de R\$25,38.



## OPINIÃO DO ANALISTA

A Raia Drogasil, desde sua fusão, conseguiu praticamente triplicar o número de lojas abertas, além de ter expandido sua atuação para quase totalidade dos estados brasileiros.

O mais interessante é notar que todo esse crescimento foi patrocinado, em grande parte, pela própria geração de caixa da companhia. Assim, a RD consegue ganhar escala sem precisar comprometer sua saúde financeira. Além disso, com a fusão, a empresa obteve ganhos de sinergia interessantes, manifestados através da melhora das margens de operação e rentabilidades.

No mais, a empresa dedica sua atenção à criação de uma cultura cada vez mais digital, o que, de fato, deve ser o futuro de todo o varejo. Por outro lado, o mercado farmacêutico é muito concorrido e até mesmo as farmácias independentes simbolizam grande resistência ao avanço das grandes redes. Por isso, a RD precisa investir alto capital para continuar sua expansão e melhorar a experiência de compra ao consumidor.

---

Em contrapartida à melhora operacional após a fusão, a Raia Drogasil ainda negocia com margem líquida muito estreita, característica do seu setor de atuação. Isso aumenta o risco da companhia, que tem sua política agressiva de preço limitada, isso pois, é difícil cortar mais margem de lucro de quem já não possui tanto.

Quanto aos seus múltiplos de *valuation*, notamos que a companhia negocia acima de sua média histórica e acima de suas principais concorrentes. Já no método DCF, o cenário encontrado é abaixo do próprio crescimento da companhia nos últimos anos, embora crescer na mesma proporção tem se tornando cada vez mais difícil.

Por não existir margem de segurança atraente, nem mesmo a imaginação de um cenário mais lucrativo para a companhia, não temos recomendação de compra para a Raia Drogasil (RADL3).



## SIMPLA CLUB



Gabriel é Analista CNPI, certificado pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC). Graduado em Engenharia Química pela Universidade Federal de Viçosa – UFV/MG.

**Siga: @gabriel.investimento**

Acompanhe o **SIMPLA CLUB** em todos os canais!



[Youtube](https://www.youtube.com/channel/UC1milhaocom30)  
[1milhaocom30](https://www.youtube.com/channel/UC1milhaocom30)



[Instagram](https://www.instagram.com/simpla.club)  
[@simpla.club](https://www.instagram.com/simpla.club)



[Telegram](https://t.me/simplaclub)  
[t.me/simplaclub](https://t.me/simplaclub)



## DISCLAIMER

*Todas as análises aqui apresentadas foram elaboradas pelo analista de valores mobiliários autônomo Gabriel Guimarães Bassotto (CNPI EM-2470), nos termos do art. 3, inc. I, da Instrução CVM 20/2021, com objetivo de orientar e auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; portanto, o material não se constitui em oferta de compra e venda de nenhum título ou valor imobiliário contido. O investidor será responsável, de forma exclusiva, pelas suas decisões de investimento e estratégias financeiras. O relatório contém informações que atendem a diversos perfis de investimento, sendo o investidor responsável por verificar e atentar para as informações próprias ao seu perfil de investimento, uma vez que as informações constantes deste material não são adequadas para todos os investidores. Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Resolução CVM nº 20/2021, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à pessoa jurídica à qual estão vinculados. Além disso, os analistas envolvidos não estão em situação que possam afetar a imparcialidade do relatório ou que possam configurar conflitos de interesse. A elaboração desse material se deu de maneira independente, e o conteúdo nele divulgado não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem autorização prévia.*