



*11718991 Canada Inc.
Laudo de Avaliação da
Biotoscana Investments S.A.*

Dezembro, 2019

20 de dezembro de 2019

pwc



Rio de Janeiro, 20 de dezembro de 2019

À

11718991 Canada Inc.
3400 De Maisonneuve Blvd. W.
Suite 1055, Montreal, Quebec H3Z 3B8

Referência: Avaliação da Biotoscana Investments S.A.

Prezados Senhores,

A PricewaterhouseCoopers Serviços Profissionais Ltda. (“PwC” ou “Avaliador”) apresenta a seguir o Laudo de Avaliação (“Laudo”) da Biotoscana Investments S.A. (“Biotoscana” ou “Companhia” ou “Empresa”), conforme nossa proposta de prestação de serviços profissionais endereçada à 11718991 Canada Inc. (“Contratante”), subsidiária integral da Knight Therapeutics Inc., datada de 25 de novembro de 2019 (“Proposta”), para fins exclusivos de atendimento à Instrução CVM 361 e suas posteriores atualizações realizadas por meio das Instruções 436/06, 480/09, 487/10, 492/11, 604/18 e 616/19 (em conjunto “ICVM 361), no âmbito do pedido de registro a ser realizado pela Contratante perante a B3, e posteriormente ratificado pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), para realização de Oferta Pública de Aquisição de Ações da Biotoscana tendo por objeto a aquisição da totalidade dos BDRs em circulação da Companhia em razão (i) do cumprimento de obrigação estatutária em razão da alienação de controle da Companhia; e (ii) da descontinuidade do programa de BDRs da Companhia, com o conseqüente cancelamento (a) da listagem e negociação dos BDRs junto à B3; e (b) do registro como emissora estrangeira junto à CVM (“OPA”).

Este Laudo de Avaliação foi preparado para uso exclusivamente no contexto da OPA nos termos da ICVM-361, não devendo ser utilizado ou divulgado para quaisquer outros propósitos.

Caso seja necessária a divulgação deste Laudo de Avaliação, o mesmo somente poderá ser divulgado se reproduzido em seu conteúdo integral. A utilização de trechos do Laudo de Avaliação (sem a sua reprodução integral) será permitido exclusivamente ao Contratante e à Instituição Intermediária da OPA, bem como seus controladores, administradores, empregados, consultores ou representantes, no âmbito da OPA, incluindo inserções no Edital e em demais materiais de marketing utilizados para divulgação da OPA, devendo ser feito, em qualquer caso, a remissão adequada à PwC como fonte de tais informações.

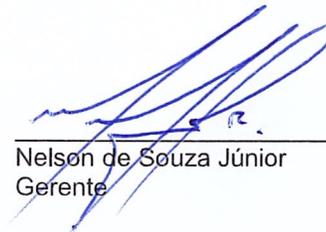


O escopo, objetivo, critérios de avaliação e resultados de nossos trabalhos estão descritos a seguir.

Colocamo-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,


André Castello Branco
Sócio


Nelson de Souza Júnior
Gerente

PricewaterhouseCoopers
Serviços Profissionais Ltda.
Avenida Francisco Matarazzo,
1400 - Torre Torino, São Paulo -
SP, Brasil 05001-100
T: +55 (11) 3674-2000
www.pwc.com/br

Índice

1. SUMÁRIO EXECUTIVO	5
2. INFORMAÇÕES SOBRE O AVALIADOR	9
3. INFORMAÇÕES SOBRE A COMPANHIA	14
4. AVALIAÇÃO DA COMPANHIA CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO	32
ANEXOS	45
GLOSSÁRIO	49

1. Sumário Executivo

Contexto

Em 21 de outubro de 2019, a Biotoscana, empresa focada no desenvolvimento de medicamentos avançados, comunicou ao mercado por meio da publicação de fato relevante (“Fato Relevante”) a assinatura do contrato de compra e venda de ações entre o bloco de controle à época da transação e a empresa Knight Therapeutics Inc. (“Knight” ou “Compradora”) para a alienação de 51,21% do capital social da Empresa pelo valor de R\$ 595.662.289,00 (R\$ 10,96 por ação). Ainda no referido comunicado, a Biotoscana notificou aos seus acionistas que, em cumprimento ao artigo 12 do Estatuto Social da Empresa, a Compradora deveria realizar oferta pública de aquisição dos BDRs remanescentes.

Em 29 de novembro de 2019, a Companhia publicou novo fato relevante ao mercado para informar o fechamento da alienação dos 51,21% do capital social previstos no contrato de compra e venda e confirmou a realização da OPA, de acordo com as regras e condições previstas em seu estatuto social.

Por fim, 20 de dezembro de 2019, a Biotoscana divulgou novo fato relevante para comunicar o protocolo pela Contratante, na qualidade de acionista controladora da Companhia, do pedido de registro perante a B3 da OPA.

Escopo e Objetivo

Conforme os termos de nossa Proposta para prestação de serviços profissionais, o objetivo de nosso trabalho foi efetuar a avaliação da Biotoscana Investments S.A., baseada em diferentes metodologias, para fins de atendimento ao disposto na Lei nº 6.404/76 e na ICVM 361, no contexto da realização da OPA.

Nosso trabalho incluiu o cálculo do valor das ações de emissão da Biotoscana utilizando as seguintes metodologias:

I – Valor do Patrimônio Líquido por Ação;

II – Preço Médio Ponderado de Cotação das Ações (“PMPCA”); e

III – Valor Econômico, calculado com base na metodologia de Fluxo de Caixa Descontado (“FCD”).

Base de Informações

A Data Base considerada na avaliação foi 30 de setembro de 2019 (“Data Base”), sendo que também foram considerados os eventos subsequentes, que tivemos conhecimento até a presente data, que puderam influenciar o conteúdo do Laudo. Nosso trabalho foi baseado nas demonstrações financeiras auditadas da Companhia, referentes a exercícios fiscais até 30 de setembro de 2019.

Adicionalmente, nos baseamos em entrevistas com a administração da Biotoscana (“Administração”) e em dados gerenciais, informações adicionais, escritas ou verbais, planos de negócios e em outras informações projetivas da Companhia, providas pela Administração, que nos foram apresentadas e que julgamos serem consistentes para utilização em nosso trabalho.

Critérios de Avaliação

I – Valor do Patrimônio Líquido por Ação

Método de avaliação estático que não considera: (i) valor de mercado dos ativos/passivos, e (ii) valor de ativos intangíveis não registrados e perspectiva de rentabilidade futura. Considerando que a Companhia é operacional e tem perspectiva de continuar operando, esta metodologia não é a mais adequada para definição do valor de suas ações.

II – Preço Médio Ponderado de Cotação das Ações

Calculado com base nos preços médios diários de negociação das ações da Companhia na bolsa de valores, extraídos do terminal da *Bloomberg*, ponderados pelo volume negociado a cada dia.

Os períodos de análise definidos na ICVM 361 são:

- 12 (doze) meses imediatamente anteriores à data de publicação do Fato Relevante; e
- entre data de publicação do Fato Relevante e a data do Laudo.

Considerando que as cotações das ações da Companhia refletem variações de mercado no curto prazo e em muitos casos com grande volatilidade, podendo ser decorrentes de movimentos especulativos, entendemos que esta metodologia não é a mais adequada para definição do valor de suas ações.

III – Valor Econômico

Fluxo de Caixa Descontado (FCD): consiste em estabelecer um conjunto de premissas operacionais que são utilizadas para calcular os fluxos de caixa futuros esperados. Dessa forma, o valor de uma empresa, negócio ou ativo é igual à soma do valor presente dos fluxos de caixa previstos, considerando taxa de desconto que remunere adequadamente os investidores, tendo em vista os riscos do negócio;

Eventos Subsequentes

O trabalho foi realizado considerando a Data Base de 30 de setembro de 2019, a posição patrimonial da Companhia naquela data e o valor de cotação das ações até a data deste Laudo, bem como todas as informações existentes que tivemos conhecimento até a elaboração desse Laudo.

O presente Laudo também reflete os eventos ocorridos entre a Data Base e a data de sua emissão, que foram trazidos ao conhecimento da PwC pela Administração. Eventuais assuntos relevantes que tenham ocorrido nesse período e que não tenham sido informados à PwC podem afetar os resultados da presente avaliação.

Resultados

I – Valor do Patrimônio Líquido por Ação

Calculado em 7,17 R\$ por ação com base nas informações das últimas demonstrações financeiras auditadas da Companhia, relativas a 30 de setembro de 2019.

II – O Preço Médio Ponderado de Cotação das Ações

Calculamos o PMPCA para os seguintes períodos:

- 12 meses anteriores ao Fato Relevante: R\$ 8,82
- Da data do Fato Relevante até a data de publicação do Laudo: R\$ 9,62

III – Valor Econômico

O valor econômico da Companhia foi analisado considerando a abordagem do FCD, mencionada na ICVM 361.

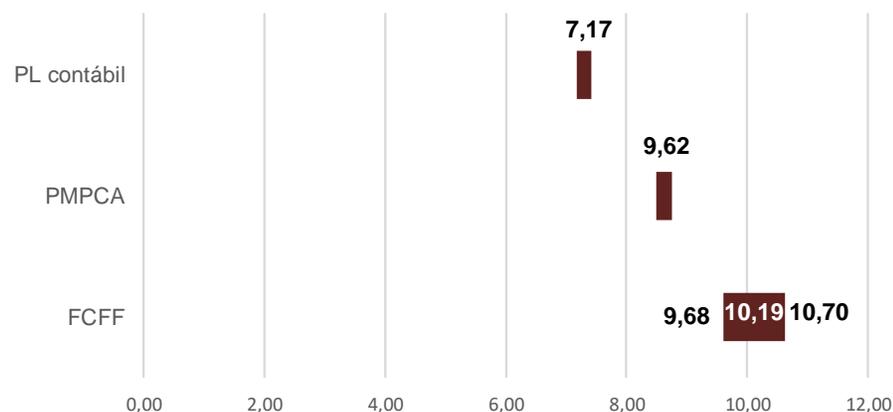
O valor por ação calculado com base no método FCD é de R\$ 10,19, considerando a taxa de desconto de 13,50% a.a. Conforme prática usual

de mercado para avaliações de empresas, de modo a sensibilizar os possíveis impactos da variação das principais premissas utilizadas, foi sensibilizada uma variação de 5% para cima e para baixo do ponto médio do valor econômico calculado, resultando nos valores por ação de R\$ 10,70 e R\$ 9,68. Em conformidade com o item XIII, "d", do Anexo III da Instrução CVM 361, a referida faixa de valores não ultrapassa o limite de 10%.

Conclusão

A seguir demonstramos o resumo dos valores por ação da Biotoscana, com base nas diferentes metodologias:

Resultados - R\$/Ação



INDICAÇÃO DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO ESCOLHIDO E PRINCIPAIS RAZÕES PARA A ESCOLHA

Consideramos o método do FCD, baseado em Fluxos de Caixa Livres para a Firma ("FCFF") ajustados a valor presente por uma taxa de desconto calculada com base na abordagem do Custo Médio Ponderado de Capital ("WACC"), como a metodologia mais adequada para refletir o valor das ações da Biotoscana Investments S.A.

As principais razões para escolha do método estão descritas abaixo:

- Contempla a evolução dos resultados e indicadores da Companhia;
- Considera a expectativa de evolução do mercado e premissas macroeconômicas; e
- Captura as expectativas futuras da operação a partir do plano de negócios e projeções operacionais preparadas pela Administração.

Concluindo, com base no método de avaliação escolhido (FCD), cujas razões estão acima descritas, o valor das ações é de R\$ 10,19, apresentando-se no intervalo entre R\$ 9,68 e R\$ 10,70 conforme demonstrado no gráfico ao lado.

Destacamos que a compreensão completa da conclusão deste Laudo somente ocorrerá mediante a leitura integral do documento. Dessa forma, não se deve extrair conclusões de sua leitura parcial.

2. Informações sobre o Avaliador

PricewaterhouseCoopers

Presença no Mundo

A PwC é uma rede global de firmas separadas e independentes que trabalham de forma integrada na prestação de serviços de Assessoria Tributária, Empresarial e de Auditoria.

As firmas que compõem a rede global estão presentes em cerca de 158 territórios e congregam mais de 250 mil colaboradores e sócios em todo o mundo. O conhecimento, a experiência e a capacidade de nossos profissionais em desenvolver soluções especializadas permitem criar valor para nossos clientes, acionistas e colaboradores. Nossa atuação é pautada pelo rigor na adoção das boas práticas de governança corporativa e pela ética na condução dos negócios.

Presença no Brasil

Presente no país desde 1915, quando inaugurou seu primeiro escritório no Rio de Janeiro, a PwC Brasil possui cerca de 4.200 profissionais distribuídos em 17 escritórios em todas as regiões brasileiras, com o intuito de garantir que os colaboradores regionais tenham amplo conhecimento das culturas e das vocações econômicas próprias de cada região. Conhecimento regional, experiência profissional e excelência acadêmica dos colaboradores das firmas são fatores que garantem a qualidade na prestação de serviços da PwC.

Nossos escritórios no Brasil:



PwC no Brasil

A PwC Brasil conta, há mais de 30 anos, com um time dedicado a avaliação de negócios e a fusões e aquisições de empresas, atualmente contando com sócios dedicados exclusivamente a estas atividades e soluções.

Entre nossos clientes, estão empresas de diversos portes, incluindo companhias nacionais e grupos internacionais. Os segmentos atendidos abrangem praticamente todos os setores da economia.

Além da experiência do próprio time de avaliação de empresas, a PwC mantém grupos multidisciplinares dedicados a setores chave da economia. Quando necessário, servem como fonte de referência e informações para o desenvolvimento dos projetos.

Nossa experiência inclui avaliações de empresas para:

- ✓ Troca de participações, em que os valores de cada empresa definem a razão de troca; muitas destas avaliações foram para fins públicos, inclusive para registro na CVM;
- ✓ Operações de M&A e captação de recursos;
- ✓ Suporte a empresas na análise de licitações, leilões e definição de lances;
- ✓ Análise de viabilidade de negócios e empreendimentos, desde novos negócios até a análise de “continuidade de operação versus encerramento”;
- ✓ Disputas jurídicas ou arbitrais, inclusive atuando como peritos;
- ✓ Cumprimento das normas contábeis, regidas pelo IFRS e outras normas similares;
- ✓ Alocação do preço de aquisição (“PPA”) para fins contábeis e fiscais;
- ✓ Valor justo de ativos e passivos, ativos biológicos, testes de *impairment*, entre outros.

Credenciais

A seguir, apresentam-se as credencias recentes da rede de firmas da qual a PwC faz parte referentes à execução de serviços de Avaliação Econômica Financeira no Brasil:

Data	Companhia	Trabalho	Setor
2019	Eletropaulo Metropolitana Eleticidade de São Paulo S.A.	OPA	Energia
2019	Tarpon Investimentos S.A.	OPA	Gestão de Ativos
2017	Valepar S.A.	Incorporação pela VALE S.A.	Mineração
2017	Paraná Banco S.A.	OPA	Financeiro
2017	Nova Energia Holding S.A. (AES Tietê)	Artigo 256 da Lei das S.A.	Energia
2017	BW Guirapá I S.A.	Aquisição pela FERBASA	Energia
2016	ELPA S.A.	OPA	Energia
2016	Santher Fábrica de Papel Santa Therzinha S.A.	Marcação a mercado	Papel e Celulose
2015	Banco Bradesco S.A. (HSBC Bank Brasil)	Artigo 256 da Lei das S.A.	Financeiro
2014	Coelce - Companhia Energética do Ceará S.A.	OPA	Energia
2014	Fertilizantes Heringer SA	Subscrição de ações de acordo com o § 1º do artigo 170 da Lei das S.A.	Químico

Processos Internos de Aprovação do Laudo

O processo interno de elaboração e aprovação do Laudo inclui a condução dos trabalhos por um time compreendendo consultor(es), gerente(s) e diretor(es) sob a direção geral de um sócio, que conduziu entrevistas com a Administração. A aprovação deste Laudo incluiu a revisão metodológica e de cálculos pela liderança da equipe envolvida no trabalho e os produtos finais foram revisados por um segundo sócio não envolvido diretamente na execução das tarefas e na preparação do Laudo (revisão interna independente). A versão preliminar do Laudo foi submetida à aprovação da Biotoscana Investments S.A. antes da sua emissão em formato final.

Profissionais

Profissionais sênior da PwC envolvidos na presente avaliação:

André Castello Branco **Sócio** *andre.castello@pwc.com*

André é sócio da PwC com base em São Paulo. Ingressou na PwC em 2012, e, anteriormente, foi sócio da KPMG Corporate Finance por 14 anos, atendendo, sobretudo, as indústrias de Energia e de Recursos Naturais.

André possui uma vasta experiência em diversos setores, como: Agronegócio, Oil & Gas, Mineração, Infraestrutura, Químico e Farmacêutico. É considerado um especialista no setor de biocombustíveis brasileiro devido à grande experiência em muitos projetos de avaliação econômico-financeira e fusões e aquisições.

André possui bacharelado em Economia (1988) pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC RJ). Ele completou seu MBA / Executivo em Finanças no IBMEC em 2004 e Pós-graduação na Fundação Dom Cabral (FDC - SP) em 2010. É fluente em inglês e francês, com um bom conhecimento em espanhol.

Nelson de Souza Junior **Gerente** *nelson.junior@pwc.com*

Nelson é especialista em assessoria para processos de fusões e aquisições de empresas e em trabalhos de avaliação econômico-financeira.

Assessorou empresas nos setores de Seguros, Oil & Gas, Mineração, Energia Elétrica, Infraestrutura, Químico e Farmacêutico em processos de avaliação econômico financeira.

Formado em Engenharia Química pela Universidade Federal do Rio de Janeiro, Nelson tem especialização na indústria de óleo e gás, com certificado de ênfase em Engenharia de Petróleo conferido pela ANP. Teve passagem pelo Centro de Inovação da Universidade de Alberta (Canadá) e concluiu o mestrado com foco na indústria de óleo e gás pela UFRJ. É formado em Ciências Contábeis na Pontifícia Universidade Católica (PUC).

Declarações

A PwC declara que:

- ✓ Na data deste Laudo, nenhum dos profissionais da PwC que participaram do projeto, assim como a PwC, são titulares de valores mobiliários de emissão da Biotoscana Investmens S.A. ou de seus controladores e controladas, nem derivativos nelas referenciados, bem como não são administradores de valores mobiliários da Biotoscana Investmens S.A.
- ✓ Não possui relações comerciais e creditícias de qualquer natureza relativas à Biotoscana Investments S.A que possam impactar a preparação do presente Laudo.
- ✓ Não possui conflito de interesses com a Biotoscana Investments S.A., seus acionistas controladores e seus administradores, que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções em relação à elaboração do Laudo.
- ✓ Pelos serviços referentes à preparação deste Laudo de avaliação, a PwC receberá do Contratante a importância fixa de R\$ 636.726,32 e não receberá qualquer remuneração variável.
- ✓ Na data deste Laudo, a PwC não mantém relacionamento comercial com a Biotoscana Investments S.A, suas controladas, coligadas, exceto no que se refere à elaboração deste Laudo.
- ✓ Não tem conhecimento de nenhuma ação da administração da Companhia com o objetivo de direcionar, limitar, dificultar ou praticar quaisquer atos que tenham ou possam ter comprometido o acesso, a utilização ou o conhecimento de informações, bens, documentos ou procedimentos de trabalho relevantes para a qualidade de nosso Laudo.
- ✓ Nos últimos 12 meses, além da remuneração acordada em decorrência dos serviços apresentados no âmbito da OPA, o Avaliador não recebeu quaisquer valores relacionados a serviços prestados à Biotoscana e/ou à Contratante.
- ✓ O Avaliador faz parte de uma rede de firmas e, nos últimos 12 meses, outras empresas dessa rede receberam por parte da Biotoscana e/ou da Contratante e/ou de suas Subsidiárias um total de R\$ 188.169,11 até a data desse Laudo referentes a serviços de assessoria tributária.
- ✓ Somente utilizou as informações recebidas que entendeu serem consistentes no presente Laudo.

3. Informações sobre a Companhia

Visão Geral da Companhia¹

Perfil Empresarial

Sediada em Montevidéu, no Uruguai, a Biotoscana atua em 10 países na região da América Latina. A Companhia é resultado da integração de quatro empresas latino-americanas de especialidades farmacêuticas complementares – Biotoscana, United Medical, LKM e DOSA.

A Companhia é uma empresa farmacêutica da América Latina baseada em inovação, concebida como uma plataforma latino-americana de produtos farmacêuticos especializados e de alta complexidade que geralmente atendem a um ou mais dos seguintes critérios: (1) alto valor (normalmente custam altos valores mensais de terapia); (2) alta complexidade (tipicamente difícil de fabricar); (3) alta interação (isto é, administrado profissionalmente ou injetável / infusões, que normalmente requerem programas especiais de monitorização para controlar os efeitos secundários e assegurar a conformidade); (4) disponibilidade limitada (por exemplo, podem requerer procedimentos especiais de manuseio e/ou ambientes controlados, que muitas vezes só estão disponíveis por meio de redes de distribuição limitadas); e/ou (5) tratar doenças raras e condições médicas complexas.

A Biotoscana é uma das poucas companhias farmacêuticas integradas latino-americanas que se dedica principalmente ao desenvolvimento, fabricação e/ou comercialização de produtos farmacêuticos especiais de marca na região. O modelo de negócios da Companhia está centrado em áreas terapêuticas especiais, que abrangem doenças infecciosas, raras, oncologia e onco-hematologia, tratamentos especiais, imunologia e inflamações e doenças infecciosas, entre outros, e enfatiza as vendas a canais privados, tais como hospitais particulares e HMOs (Health Maintenance Organization).

Para alcançar o portfólio apresentado, a Empresa é pioneira no modelo de inovação aberta, envidando esforços para que sua carteira de

produtos seja uma combinação de produtos de alta tecnologia adquiridos externamente e desenvolvidos internamente. O equilíbrio entre os dois fornece à Companhia capacidade de adaptação e de aproveitamento de oportunidades específicas.

A carteira de produtos que a Companhia comercializa em cada país varia de acordo com o momento que asseguraram cada produto para cada país, os processos regulatórios exigidos para registrar e comercializar seus produtos bem como o desenvolvimento de seus esforços comerciais de venda de produtos de alta complexidade. A Companhia tem um único segmento operacional, que se concentra principalmente em produtos licenciados e genéricos de marca especializados de alta qualidade para atender necessidades especiais de pacientes.

Por meio de instalações internas, a Companhia busca continuamente novas oportunidades de produtos da linha de genéricos de marca, identificando moléculas com potencial de exploração comercial com patentes próximas ao vencimento e desenvolvimento alternativo de marca genérica para concorrer sob marcas registradas por toda a América Latina. O negócio de genéricos de marca da Companhia é verticalmente integrado e focado em todas as etapas da cadeia de valor, do estágio de pesquisa e desenvolvimento ao produto final que fabrica e comercializa.

Os produtos chave da Companhia podem mudar de ano para ano. A tabela abaixo demonstra os principais produtos e sua participação sobre o faturamento bruto da Companhia nos últimos 3 exercícios.

2016	2017	2018
AMBISOME	AMBISOME	AMBISOME
LADEVINA	LADEVINA	ABRAXANE
OPSUMIT	OPSUMIT	FBRIDONER
SOVALDI	SOVALDI	LADEVINA
TRACLEER	TRACLEER	OPSUMIT
VIDAZA	VIDAZA	VIDAZA
56,3%	54,9%	49,5%

Fonte: Formulário de Referência - 2019 - BIOTOSCANA INVESTMENTS S.A.

¹ Fonte: Formulário de Referência - 2019 - BIOTOSCANA INVESTMENTS S.A.

O desenvolvimento de novos produtos é um elemento chave do modelo de negócios da Biotoscana. A Companhia alcançou crescimento de vendas por meio de lançamentos bem-sucedidos de novas marcas, extensões de linhas de produtos, novas apresentações e a contínua expansão de promoção de produtos. A Empresa almeja constantemente introduzir produtos inovadores em categorias com potencial de crescimento e desenvolver fórmulas de produtos segmentados e diferenciados daqueles já disponíveis no mercado, o que garante uma oferta de produtos robusta.

A tabela abaixo mostra a evolução de licenças nos exercícios sociais findos entre 2013 e 2018:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Novas licenças		 OPSUMIT®	 SOVALDI®  VELETRI®	 BUSILVEX® JAVLOR® NAVELBINE®  ZEVTERA® CRESEMBA®  CDCA®	 FYCOMPA® LENVIMA® HALAVEN® INOVELON®  HARVONI®  ABRAXANE®  DITERIN®	 AMBISOME® SOVALDI® ATRIPLA® HARVONI® ODEFSEY® EPCLUSA® VIREAD® TRUVADA® DESCOVY® VEMLIDY® COMPLERA® VOSEVI® GENVOYA® STRIBILD® BIKTARVY®
Perdas	 KYPROLIS®	 8 BxGx molecules	 7 Primary care products			 OPSUMIT® VELETRI® TRACLEER® ZAVESCA®

Fonte: Formulário de Referência - 2019 - BIOTOSCANA INVESTMENTS S.A.

No âmbito comercial, a Biotoscana conta com mais de 200 profissionais de venda e marketing contratados por toda a região de atuação. A Companhia busca continuamente identificar parceiros de renome e princípios ativos inovadores no mercado farmacêutico como parte de seu processo de desenvolvimento de produtos, e construiu uma ampla carteira de produtos, incluindo formulações novas, de alta complexidade e de nicho, assim como tecnologias avançadas.

Uma complexa rede de partes interessadas complementa a força de venda dos produtos da Companhia. Os três agentes mais importantes são (1) médicos, que preparam a receita final; (2) hospitais, que são compradores-chave de produtos, e (3) convênios, que normalmente cobrem os custos do produto (pelo menos parcialmente) daqueles pacientes que possuem convênios médicos a eles vinculados. As vendas finais são realizadas, também e em grande parte, a distribuidores especializados, HMOs e hospitais particulares, com um pequeno percentual para hospitais públicos e farmácias de varejo. A grande maioria das vendas da Companhia depende principalmente de decisões de médicos particulares individuais e apenas um pequeno percentual é vendido por meio de processos de licitação pública. A maior parte da receita bruta é oriunda do mercado privado.

Parte dos produtos farmacêuticos próprios da Biotoscana são desenvolvidos e fabricados em suas próprias instalações e comercializados com suas marcas registradas em diferentes mercados. Os esforços internos de P&D da Companhia permitem-na lançar produtos genéricos de marca de alta qualidade que frequentemente chegam ao mercado como produto inovador, o que fornece clara vantagem competitiva.

Atualmente, a Companhia possui quatro fábricas na Argentina para os produtos genéricos de marca. Todas instalações cumprem padrões de boas práticas de fabricação, além de ter a certificação necessária por parte das respectivas agências regulatórias locais para vender produtos.

	Unidade de QP	Unidade de Lynch	Unidade de JLS	Unidade de Dosa
Localização	San Justo, Buenos Aires	Pompeya, Buenos Aires	Jose Leon Suarez, Buenos Aires	Chacarita, Buenos Aires
Tipo	Instalações para produção de produtos oncológicos injetáveis	Instalações para produção de produtos oncológicos sólidos	Instalações para produção de produtos sólidos para HIV	Instalações para produção de produtos respiratórios
Produção	<ul style="list-style-type: none"> Líquidos oncológicos Frascos liofilizados Embalagem secundária 	<ul style="list-style-type: none"> Oncologia citostática Cápsulas hormonais Cápsulas revestidas Cápsulas 	<ul style="list-style-type: none"> Cápsulas de molécula em geral Cápsulas revestidas Cápsulas 	<ul style="list-style-type: none"> Cápsulas Capacidade potencial para blisters e cápsulas para inalar
Área Produtiva	2.500 m2	860 m2	450 m2	250 m2
Capacidade	<ul style="list-style-type: none"> 1.5 milhões de unidades / ano Taxa de utilização de ~ 90% para frascos liofilizados Taxa de utilização de ~ 50% para produtos oncológicos líquidos 	<ul style="list-style-type: none"> 170 mil de unidades / ano Taxa de utilização de ~ 75% para cápsulas Taxa de utilização ~ 70% para comprimidos 	<ul style="list-style-type: none"> 15 a 20 milhões cápsulas / ano Taxa de utilização de ~75% para comprimidos 	<ul style="list-style-type: none"> 450 a 500 mil unidades / ano Taxa de utilização de ~75%
Aprovação de Agências Reguladoras				
Total de Colaboradores	234			

Fonte: Formulário de Referência - 2019 - BIOTOSCANA INVESTMENTS S.A.

A Companhia centraliza, hoje, a distribuição de produtos farmacêuticos principalmente pela central logística da América Latina, localizada na Zona Franca do Uruguai. A central logística da América Latina funciona junto com a rede de distribuição de cada país, na Argentina, Brasil, Colômbia, Peru, Equador e Chile, e compreende uma rede logística doméstica de entrada/saída. Por meio dessa logística, a Companhia distribui os produtos nos mercados nos quais opera.

Por possuir sede administrativa na zona franca do Uruguai, a Biotoscana se beneficia de subsídios fiscais como a redução integral de impostos sobre a renda. Desta forma, as operações da Companhia estão estruturadas de maneira que a controlada no Uruguai contrata as licenças de produtos junto aos parceiros e adquire boa parte dos produtos de fornecedores e os revende às unidades operacionais dos demais países, que se encarregam da distribuição local.

Breve Histórico da Companhia ¹

- 2011 – Início da operação com a aquisição da Biotoscana Farma S.A., uma das empresas líderes do mercado farmacêutico na região dos Andes.;
- 2014 – Grupo Biotoscana adquire a United Medical Ltda., como forma estratégica de consolidação de sua posição no mercado brasileiro. Ainda naquele ano, a Companhia começou a operar seu hub logístico latino americano, localizado na Zona Franca do Uruguai, onde centralizou a distribuição de seus produtos farmacêuticos;
- 2015 – Aquisição da LKM S.A., uma das principais participantes do mercado de produtos oncológicos e no tratamento do vírus HIV na região da América Latina, com operações na Argentina, Bolívia, Chile, Equador, Paraguai, Peru e Uruguai;
- 2016 – Início das operações da empresa Grupo Biotoscana de Especialidad, no México, fortalecendo seu posicionamento no país. Além disso, 2016 foi o ano da abertura da sede global da companhia no Uruguai;

- 2017 – A Companhia fez a sua oferta pública inicial (IPO) na Bolsa de Valores de Luxemburgo como a principal listagem, sendo negociada no Euro MTF e com BDRs na B3, onde a liquidez está concentrada, sob o *ticker* GBIO33. No final do mesmo ano, a Empresa anuncia a aquisição do Laboratório DOSA S.A., fabricante farmacêutico especializado e com sede na Argentina;
- 2019 – A Knight Therapeutics adquire 51,21% (do total de ações, excluindo ações em tesouraria) da Biotoscana pelo montante de, aproximadamente, R\$ 596 milhões;

Desempenho Econômico Financeiro

Receita operacional²

Apesar de a Companhia atuar em 10 países da América Latina, o Brasil, a Argentina e a Colômbia concentraram a maior parte do faturamento da Empresa ao longo dos últimos exercícios, conforme exposto na tabela.

R\$ mil	2016	2017	2018	9m2019
Brasil	389.169	376.317	390.145	304.384
Argentina	247.101	307.219	238.285	106.507
Colômbia	176.082	153.056	155.922	92.423
Outros	95.088	87.380	102.789	87.062
Deduções	(112.937)	(106.426)	(66.180)	(47.267)
Receita líquida	794.503	817.546	820.961	543.109

Fonte: Demonstrações financeiras auditadas da Biotoscana Investments S.A.

Em relação aos resultados mais recentes da Companhia (3T2019), observa-se que os três principais países em que a Empresa opera correspondem a, aproximadamente, 85% de sua receita líquida total.

Receita líquida por país 9m2019

(% de free float)



Fonte: Apresentação de resultado 3T2019

² Fonte: Demonstrações financeiras auditadas da Biotoscana Investments S.A.

Além disso, a Biotoscana explora quatro grandes linhas terapêuticas para a produção e comercialização de seus produtos. Nos últimos anos, o lançamento de novos produtos e a comercialização de alguns dos produtos maduros do portfólio da Empresa estão entre os principais motivadores do crescimento da receita, com foco na linha de Oncologia.

R\$ mil	2016	2017	2018	9m2019
Oncologia	256.889	329.393	329.757	259.724
Doenças infecciosas	341.932	293.761	287.346	202.296
Tratamentos especiais e I&I	141.741	119.170	113.087	80.133
Medicamentos orfãos e doenças raras	117.579	181.648	156.127	45.314
Receita por comissão	49.299	-	824	2.909
Deduções	(112.937)	(106.426)	(66.180)	(47.267)
Receita líquida	794.503	817.546	820.961	543.109

Fonte: Demonstrações financeiras auditadas da Biotoscana Investments S.A.

Custos e despesas operacionais

Os custos operacionais concentram-se principalmente na compra de produtos e, em menor representatividade, gastos efetivos de transformação. Enquanto isso, as despesas operacionais estão segregadas em salários e encargos sociais, depreciação e amortização, taxas de serviços, transportes, fretes e outros.

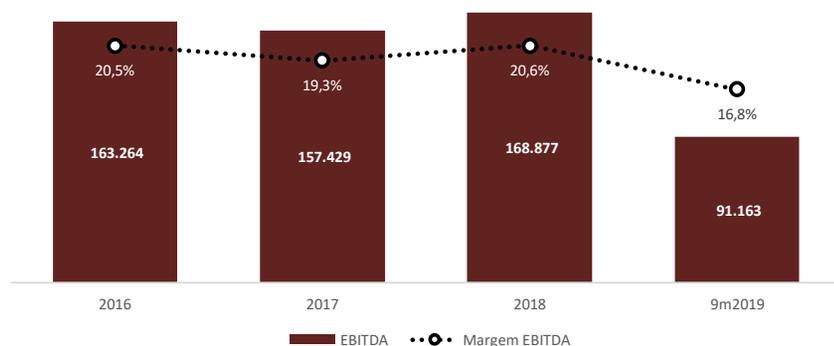
A tabela a seguir mostra a evolução dos custos e despesas:

R\$ mil	2016	2017	2018	9m2019
Custos dos produtos vendidos	396.892	377.893	398.809	285.699
Salários e encargos sociais	134.935	177.415	159.581	109.746
Depreciação e amortização	14.355	18.365	27.860	28.670
Taxas de serviços	38.237	48.720	40.584	21.273
Propaganda e promoção	16.341	11.708	22.649	17.888
Transportes e fretes	27.738	26.567	13.511	10.146
Outros	17.096	17.814	16.949	7.195
Total custos e despesas operacionais	645.594	678.482	679.943	480.617

Fonte: Demonstrações financeiras auditadas da Biotoscana Investments S.A.

EBITDA

A evolução do EBITDA e da margem EBITDA da Companhia é apresentada no gráfico a seguir:



Fonte: Demonstrações financeiras auditadas da Biotoscana Investments S.A.

A evolução do EBITDA da Companhia no período de análise foi influenciada, principalmente, pelos seguintes aspectos:

- Descontinuação dos negócios do Actelion, transferindo sua comercialização para a Johnson & Johnson. A descontinuação desta linha de produto ocorreu durante o segundo trimestre de 2018;
- Flutuação do câmbio durante o período histórico impactou negativamente o EBITDA reportado em 2019. Esse efeito se deve, principalmente, à deterioração do cenário econômico na Argentina.

³ Fonte: Apresentação de resultado 3T2019

Estrutura Societária da Companhia³

A totalidade das ações da Companhia é ordinária, BDRs com direito à *tag along*. Em 30 de setembro de 2019, o capital está composto por 106.622.306 ações, das quais 99,54% (106.132.070 ações) em posse de acionistas e o restante (490.236 ações) em tesouraria.

No que tange à concentração das ações da Biotoscana em relação aos principais acionistas da Companhia, nota-se que, a exemplo do observado para a evolução da dispersão dos títulos em termos geográficos, há uma maior concentração em 30 de setembro de 2019 quando comparado à época do IPO.

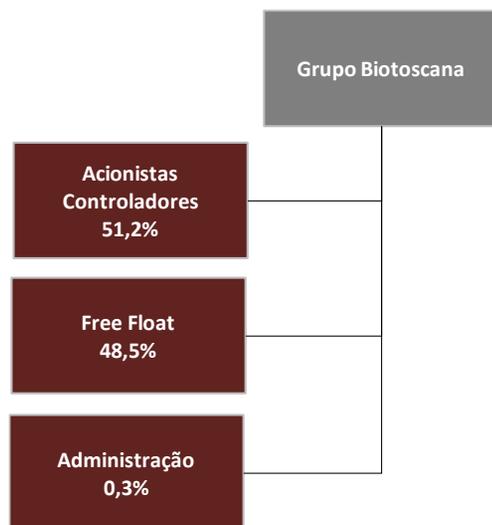
Free float | Top 20 acionistas

(% do total do free float)



Fonte: Apresentação de resultado 3T2019

Abaixo apresentamos a estrutura societária da Companhia na Data Base.



Fonte: Apresentação de resultado 3T2019

Nota: Os acionistas controladores da Empresa na Data Base eram o Advent International e a Essex Woodlands. Os cálculos foram realizados com base no montante total de ações, excluindo as ações em tesouraria.

Informações Financeiras Históricas

A seguir, é apresentado o balanço patrimonial consolidado da Biotoscana Investments S.A. nos últimos exercícios:

Ativo em R\$ mil	2016	2017	2018	set/19	Passivo em R\$ mil	2016	2017	2018	set/19
Caixa e equivalentes de caixa	30.341	98.118	100.609	77.624	Obrigações sociais e trabalhistas	20.566	28.080	23.504	21.177
Contas a receber	262.203	360.216	315.431	322.532	Fornecedores	117.857	172.388	175.401	227.382
Estoques	112.472	140.187	182.490	233.466	Obrigações fiscais	23.169	30.723	15.166	14.480
Outros ativos circulantes	11.606	10.511	13.696	14.226	Empréstimos e financiamentos	12.717	21.902	39.701	68.094
Ativo circulante	416.622	609.032	612.226	647.848	Outras obrigações	10.953	35.899	38.791	23.731
Ativo realizável a longo prazo	21.606	28.609	19.634	30.782	Provisões	20.463	21.764	9.411	7.694
Contas a receber de longo prazo	1.556	1.241	480	3.316	Passivo circulante	205.725	310.756	301.974	362.558
Tributos diferidos de longo prazo - ativo	18.452	26.699	17.481	18.057	Empréstimos e financiamentos de longo prazo	484.031	224.521	175.919	155.600
Outros ativos não circulantes	1.598	669	1.673	9.409	Outras obrigações de longo prazo	2.183	2.830	1.103	696
Investimentos	-	-	4.980	4.993	Tributos diferidos de longo prazo - passivo	18.374	38.538	45.008	42.361
Imobilizado	27.644	40.901	47.084	73.506	Provisões de longo prazo	609	302	146	171
Intangíveis	416.276	497.993	569.462	565.098	Lucros e receitas a apropriar	7.518	7.575	-	-
Ativo não circulante	465.526	567.503	641.160	674.379	Passivo Não Circulante	512.715	273.766	222.176	198.828
					Capital social	164	214	217	217
					Reservas de capital	349.306	759.215	754.554	757.404
					Reservas de lucro	(333.180)	(333.180)	(333.180)	(333.180)
					Lucros/prejuízos acumulados	99.293	114.927	263.218	291.196
					Outros resultados abrangentes	48.124	50.837	44.427	45.204
					Patrimônio Líquido	163.707	592.013	729.236	760.841
Total do ativo	882.147	1.176.535	1.253.386	1.322.227	Total do passivo e PL	882.147	1.176.535	1.253.386	1.322.227

Fonte: Demonstrações financeiras auditadas da Biotoscana Investments S.A.

A seguir, é apresentado o demonstrativo de resultado consolidado da Biotostana Investments S.A. nos últimos exercícios:

Demonstração de Resultados em R\$ mil	2016	2017	2018	set/19
Receita Bruta de venda de bens e/ou serviços	907.440	923.973	887.141	590.376
Deduções da receita	(112.937)	(106.427)	(66.180)	(47.267)
Receita líquida de venda de bens e/ou serviços	794.503	817.546	820.961	543.109
Custos dos bens e/ou serviços	(396.892)	(377.893)	(398.809)	(285.699)
Lucro operacional	397.612	439.653	422.152	257.410
Despesas com vendas	(130.393)	(131.629)	(131.195)	(99.689)
Despesas gerais e administrativas	(80.349)	(121.868)	(98.498)	(64.331)
Outras receitas operacionais	968	2.060	1.309	8.157
Outras despesas operacionais	(38.928)	(49.152)	(52.750)	(39.055)
Resultado antes do resultado financeiro e de tributos	148.910	139.064	141.018	62.492
Resultado financeiro	(51.544)	(75.948)	(46.015)	(24.768)
Lucro antes do imposto de renda e contribuição social	97.366	63.116	95.003	37.724
Imposto de renda e contribuição social correntes	(29.999)	(30.826)	(23.744)	(13.882)
Imposto de renda e contribuição social diferidos	(20.141)	(15.356)	(7.797)	4.136
Lucro líquido do período	47.226	16.934	63.462	27.978

Fonte: Demonstrações financeiras auditadas da Biotoscana Investments S.A.

Nota: Conforme informado nas demonstrações financeiras divulgadas pela administração, a partir 1º de julho de 2018, a economia Argentina passou a ser considerada hiperinflacionária de acordo com os critérios do IAS 29 - "Relatório Financeiro em Economias Hiperinflacionárias" - (IAS 29). Esta Norma exige que as informações financeiras da entidade, ou de seus componentes cuja moeda funcional seja a moeda de uma economia hiperinflacionária, sejam mensuradas usando um índice de preços geral que reflita os câmbios no poder geral de recompra. Portanto os dados financeiros históricos apresentados e/ou considerados na avaliação econômico financeira tiveram o tratamento contábil adequado segundo as normas cabíveis.

Mercado de Atuação

Panorama Geral⁴

O setor farmacêutico da América Latina cresceu significativamente na última década, com taxa de crescimento anual composta de vendas de 7,5% entre 2010 e 2016, e expectativa de 9,3% de 2016 a 2020, de acordo com a The Economist Intelligence Unit.

O setor farmacêutico compreende pesquisa e desenvolvimento, fabricação, produção, comercialização e venda de produtos químicos e/ou terapêuticos. Segundo o IQVIA Argentina, o setor alcançou US\$1,1 trilhão em vendas no mundo em 2017, dos quais 6,3% foram gerados na América Latina.

A indústria de cuidados de saúde, um dos principais ramos de atividade econômica em todo o mundo, é composta principalmente de prestadores de cuidados de saúde e de seguro saúde, bem como de fornecedores de produtos relacionados à temática.

Gastos de saúde na América Latina [US\$ per capita]					
País	2008	2011	2014	2017E	2008/2017E
Argentina	694	899	903	949	1,4 x
Brasil	735	1.142	1.168	1.388	1,9 x
Colômbia	369	538	631	734	2,0 x
México	587	672	866	1.057	1,8 x
Chile	761	1.107	1.330	1.656	2,2 x

Fonte: Formulário de Referência - 2019 - BIOTOSCANA INVESTMENTS S.A.

Em geral, quanto maior a renda per capita, maiores as despesas com cuidados de saúde. Enquanto em países em desenvolvimento a despesa com cuidados de saúde consiste principalmente de cuidados primários, em países desenvolvidos ela consiste cada vez mais de cuidados preventivos, reabilitativos e paliativos, bem como de cuidados primários mais sofisticados.

Além de renda per capita alta, outros fatores, tais como expectativas de vida mais longas, envelhecimento das populações e novas políticas de saúde pública levaram a aumentos significativos em despesas globais com cuidados de saúde nos últimos anos.

Segmentos de Produto⁴

Medicamentos licenciados: consiste em medicamentos tipicamente inovadores que, na maioria das vezes, estão sob a proteção de patentes. Consequentemente, a empresa farmacêutica detentora da patente é capaz de auferir lucros sem concorrência;

Medicamentos genéricos de marca: consistem em drogas que não são mais protegidas por patentes, mas beneficiam-se de uma marca forte, que serve como barreira para a entrada de outros medicamentos genéricos. Essa categoria é típica no segmento de varejo e em mercados emergentes, onde a marca renomada pode ser vista como algo mais importante do que preço;

Medicamentos genéricos: consistem em medicamentos para os quais a patente já expirou (normalmente depois de um período de 20 anos); qualquer empresa farmacêutica é capaz de começar a produzir o medicamento e promover competição de mercado.

O mercado de medicamentos genéricos pode, ainda, ser subdividido com base em perfis de valor agregado. Ordenados do menor para o maior valor agregado, estes são:

- (i) genéricos puros, que são diferenciados com base no preço;
- (ii) genéricos de marca, que são diferenciados com base na qualidade da marca;
- (iii) super genéricos, que são diferenciados com base na formulação, características de dosagem e/ou química; e

⁴ Fonte: Formulário de Referência - 2019 - BIOTOSCANA INVESTMENTS S.A.

- (iv) genéricos reposicionados, que são diferenciados com base em características como indicações, formulações, dosagem e química inovadoras.

Na América Latina, a estrutura do mercado tende a beneficiar os genéricos de "valor agregado" devido a uma série de fatores. O apelo ao paciente geralmente beneficia esses genéricos, devido a preocupações com a qualidade de genéricos sem marca, reconhecimento geral da marca e menor conscientização dos pacientes de alternativas disponíveis. A estrutura da indústria é benéfica para esses genéricos devido a limites regulatórios mais baixos e à relativa escassez de compradores estruturados. As características da demanda beneficiam esses genéricos devido à insatisfação em razão da acessibilidade relativamente deficiente de medicamentos de alta tecnologia na região devido ao alto preço, enquanto as versões genéricas aumentam a base do consumidor. A pressão relativamente menor dos governos e dos pagadores também é benéfica para os genéricos de valor agregado devido a restrições orçamentárias/ prescritas relativamente menores em médicos, esquemas de copagamento menos difundidos e regras de reembolso menos rígidas. Como resultado, os genéricos de "valor agregado" tendem a ter uma importância relativamente alta na América Latina em comparação aos mercados desenvolvidos.

Regulamentação⁴

Enquanto autoridades do governo regulam extensivamente a indústria farmacêutica, o grau de regulação e de ônus e riscos regulatórios relacionados variam significativamente entre países. Portanto, expertise regulatória entre mercados é uma vantagem competitiva principal na medida em que ela aumenta eficiência operacional. Na maioria dos países, o governo regula pesquisa, desenvolvimento, testes, aprovação, fabricação, rotulagem, monitoramento e relatório pós-aprovação, embalagem, promoção, armazenagem, publicidade, distribuição, comercialização, precificação, reembolso e exportação e importação de produtos farmacêuticos. O processo para obter aprovações regulatórias e subsequente conformidade com regulamentos adequados pode exigir o gasto de tempo e de recursos financeiros substanciais.

Proteção de Patentes⁴

A proteção de patentes serve como um incentivo para investimentos em pesquisa e desenvolvimento concedendo exclusividade de mercado em um produto por certo período de tempo. Desenvolvedores tipicamente beneficiam-se de 20 anos de exclusividade do pedido em cada país em que tal patente é registrada, e geralmente têm 12 meses da data do seu pedido de patente inicial em qualquer jurisdição (o período de prioridade) para depositar um pedido para proteção de patente em todas as outras jurisdições. De acordo com o Tratado de Cooperação de Patentes de 1970, que prevê um procedimento unificado para depositar pedidos de patentes para proteger invenções em cada um dos seus estados contratantes, esta prioridade estende-se a 30 meses no caso de pedidos internacionais de patente. Devido à dificuldade e despesa envolvidas em obter uma patente, alguns originadores escolhem requerer proteção de patente apenas em certos mercados críticos. No caso de um pedido de patente não ser depositado dentro deste período de prioridade, o produto não é mais considerado como uma novidade e não pode beneficiar-se de proteção de patente nessas jurisdições.

Medicamentos especializados⁴

De acordo com a análise de um levantamento de mercado da indústria de 2011 da IMS Health Incorporated, medicamentos especializados são medicamentos que (1) tratam quadros complexos, crônicos e/ou que ameaçam a vida e que (2) têm custo alto por unidade. Além disso, eles podem (3) exigir armazenagem, manuseio e ingestão ou aplicação especial e (4) envolvem um grau significativo de educação, monitoramento do paciente, e administração. Quando comparadas com empresas farmacêuticas tradicionais, empresas farmacêuticas especializadas tendem a ter maior poder de precificação; portanto, elas gozam de margens maiores, devido à natureza dos seus medicamentos. Esse poder de precificação permitiu que as despesas totais para medicamentos especializados aumentassem nos últimos dez anos, quando comparadas com medicamentos tradicionais (tanto para produtos de marca própria quanto para produtos genéricos).

Pesquisa e desenvolvimento⁴

A indústria farmacêutica tem sido tradicionalmente caracterizada por extensa pesquisa e desenvolvimento. No entanto, de acordo com a Administração de Alimentos e Medicamentos dos EUA (U.S. Food and Drug Administration, ou FDA), o órgão federal responsável pela saúde pública, a produtividade de pesquisa e desenvolvimento (conforme medida pelo número de novas entidades moleculares aprovadas pela FDA por bilhões de dólares investidos) caiu. Essa queda sugere que o modelo de negócios verticalmente integrado, no qual grandes empresas farmacêuticas controlam todos os passos da cadeia de valor desde a descoberta de produtos até distribuição e vendas em todo o mundo, gerando menores retornos sobre o capital investido, não é sustentável.

Depois do declínio do modelo de negócio farmacêutico verticalmente integrado, as firmas direcionaram-se para uma abordagem descentralizada de ciência aberta, na qual novas empresas, sociedade de capital de risco de biotecnologia, centros de pesquisa de universidades e outros atores firmaram parcerias com empresas farmacêuticas para compartilhar os riscos e recompensas de desenvolver novos medicamentos. Conseqüentemente, a origem de novas entidades moleculares mudou de sociedades farmacêuticas globais para empresas menores.

Comparadas com empresas farmacêuticas tradicionais, sociedades de ciência aberta tendem a gastar um menor percentual das suas receitas em pesquisa e desenvolvimento por meio de parcerias, permitindo às mesmas concentrar-se em outros aspectos chave da cadeia de valor.

Canais de vendas⁴

O negócio farmacêutico foi dividido tradicionalmente em vendas institucionais e canais de vendas de varejo. Esses canais de vendas são principalmente distinguidos por sua estratégia de marketing, o preço do produto (que é menor para vendas institucionais) e para o tipo de produtos vendidos. O negócio institucional é geralmente conduzido por meio de processos de licitação nos quais instituições clínicas públicas ou

particulares definem suas especificações de produto desejado e convidam sociedades farmacêuticas para participar.

Considerando que vendas institucionais exigem menores custos promocionais, produtos vendidos por esse canal incorrem custos operacionais significativamente menores e, logo, exigem menores preços e alcançam menores lucros brutos que vendas de varejo. No negócio de varejo, representantes médicos visitam os médicos e promovem produtos para prescrever para os seus pacientes, que então compram o produto em farmácias. Para medicamentos isentos de prescrição (“MIP”), as sociedades podem anunciar produtos a clientes de locais de varejo participantes. Vendas institucionais são normalmente mais sensíveis a preço que vendas de varejo porque compradores tendem a concentrar-se em entidades moleculares ao invés da marca. De outro lado, vendas de varejo são normalmente menos sensíveis com relação a preço que vendas institucionais, pois clientes tendem a concentrar-se na marca prescrita pelos seus médicos, ao invés da entidade molecular.

Para produtos farmacêuticos dentro do negócio de varejo, o principal tomador de decisões é o médico, que prescreve produtos com base em uma variedade de fatores, inclusive o relacionamento com e a confiança no representante médico, informações científicas e a força da marca. Diferente da venda de medicamentos farmacêuticos tradicionais, a venda de drogas farmacêuticas especializadas tradicionais, normalmente exige uma força de vendas especializada com profissionais treinados e experientes que se concentram em um número limitado de classes terapêuticas, conforme eles possam ser capazes de conduzir discussões de alto nível com médicos e representantes.

A venda de drogas em países diferentes exige um entendimento profundo dos regulamentos locais, que podem variar de forma substancial. Para superar essa falta de conhecimento e alcançar maior penetração em todos os mercados globais, empresas farmacêuticas tipicamente escolhem parceiros em regiões estratégicas para alavancar suas equipes regulatórias, bem como seus canais de venda e distribuição. O mercado latino americano é bem posicionado para beneficiar-se desta tendência.

Sazonalidade⁴

O setor pode ser afetado, em menor grau, por doenças sazonais, mas na maior parte, o mercado é estável ao longo do ano. No entanto, a cadeia de suprimento pode apresentar oscilações de estoque e, em regra, observa-se uma maior demanda na segunda metade do ano na maior parte dos mercados.

Concorrência⁴

Os principais concorrentes diretos da Companhia são Stendhal, localizada no México, e Tecnofarma, com sede no Uruguai

Argentina

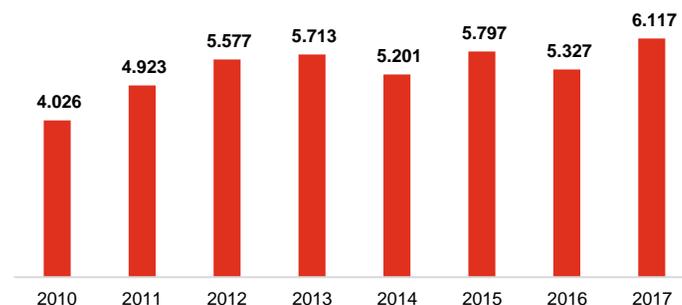
A indústria farmacêutica foi um dos setores mais dinâmicos da economia argentina e é agora um impulsionador importante de crescimento econômico, empregos, conhecimento científico e tecnologia aplicada. Depois da crise financeira do país de 2001, um número significativo de empresas farmacêuticas multinacionais decidiu vender suas instalações de produção na Argentina. Como resultado, a Argentina é uma das poucas nações em todo o mundo onde as empresas farmacêuticas domésticas predominam sobre empresas farmacêuticas internacionais em termos de receita no mercado local.

O mercado de varejo de farmácias é altamente fragmentado, sem nenhuma rede de varejo nacional dominante. Os regulamentos argentinos impõem barreiras às importações de certos produtos farmacêuticos para a Argentina com base na classificação de tais produtos. Apenas produtos fabricados em países aprovados anteriormente ou em fábricas que tenham sido inspecionadas e aprovadas anteriormente pelas autoridades argentinas podem ser importados. Ingredientes farmacêuticos ativos, no entanto, não estão sujeitos às mesmas restrições que produtos acabados, o que ajudou a estimular a produção local de produtos farmacêuticos. Segundo dados do IQVia Argentina, o mercado Argentino apresenta as seguintes características:

- Produção: 741 milhões de unidades/ano;
- Exportação: US\$ 744 milhões;
- Participação no mercado total da América Latina: 8,9%;
- Participação no valor agregado industrial do país: 5%.

Dados disponíveis para o exercício findo em 2017

Vendas da Indústria Farmacêutica Argentina a preço de saída de laboratório [US\$ mi]

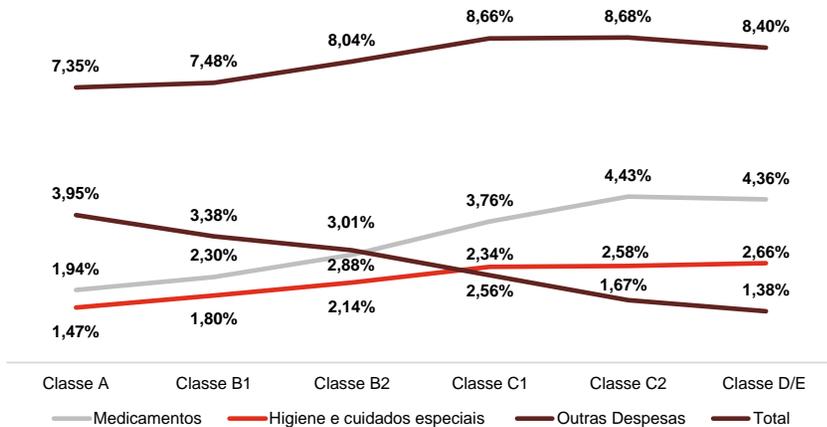


Fonte: IQVia Argentina

Brasil

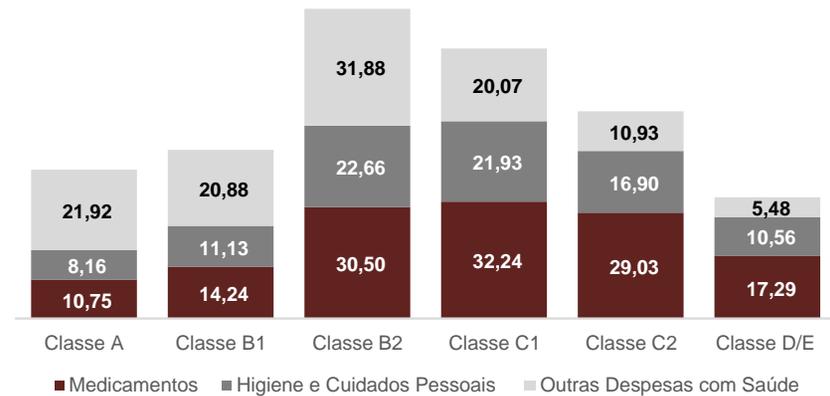
Considerado o maior mercado farmacêutico da América Latina, o Brasil conta com importantes empresas do setor em seu território. O desempenho do varejo e do poder de compra familiar influenciam diretamente a receita do setor farmacêutico. As compras de medicamento estão ligadas ao quanto uma pessoa está disposta a pagar para um melhor nível de saúde. Os gráficos a seguir demonstram os níveis anuais de vendas dos produtos farmacêuticos e o perfil das despesas das famílias brasileiras com medicamentos e saúde por nível socioeconômico, deixando claro o peso que esse tipo de despesa tem no orçamento familiar médio. Nesse contexto, destaca-se, dentre a produção nacional, os investimentos na fabricação de genéricos.

Participação na renda familiar [%]



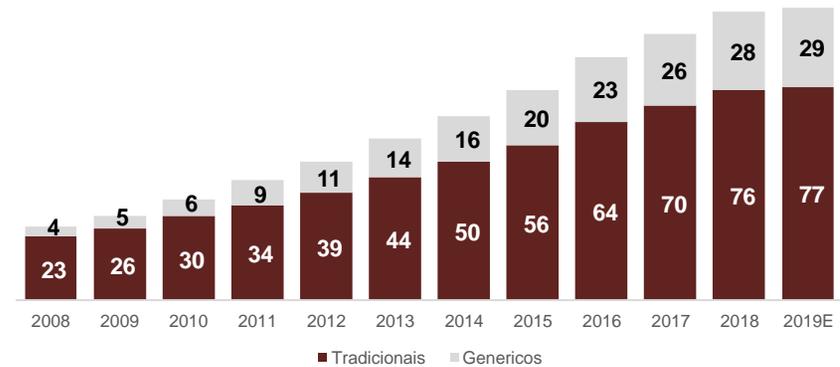
Fonte: Falke Information - Panorama do setor farmacêutico e de saúde no Brasil (junho 2019)

Potencial de consumo em saúde [BRL bi]



Fonte: Falke Information - Panorama do setor farmacêutico e de saúde no Brasil (junho 2019)

Venda de farmacêuticos (BRL bilhão)



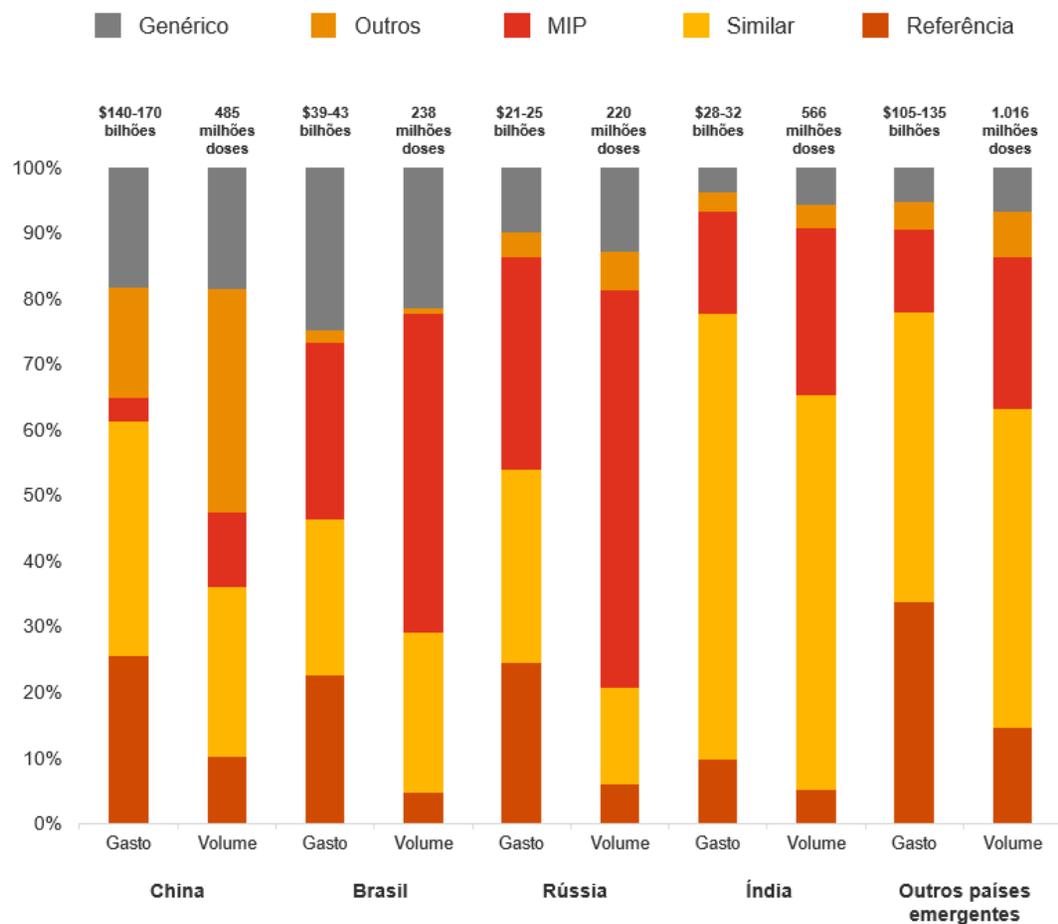
Fonte: Falke Information - Panorama do setor farmacêutico e de saúde no Brasil (junho 2019)

Segundo o Interfarma (IQVia), o Brasil deve crescer sua representatividade no mercado farmacêutico global até 2023 alcançando a 5ª posição.

2013			2018			2023		
Rk	País	% of US	Rk	País	% of US	Rk	País	% of US
1	Estados Unidos	100	1	Estados Unidos	100	1	Estados Unidos	100
2	▲1 China	28	2	China	28	2	China	27
3	▼1 Japão	24	3	Japão	18	3	Japão	12
4	▲1 Alemanha	12	4	Alemanha	11	4	Alemanha	10
5	▼1 França	10	5	França	7	5	▲2 BRASIL	7
6	Itália	7	6	Itália	7	6	Itália	6
7	▲1 Reino Unido	6	7	▲1 BRASIL	6	7	▼2 França	6
8	▲3 BRASIL	5	8	▼1 Reino Unido	6	8	Reino Unido	5
9	▼2 Espanha	5	9	Espanha	5	9	▲2 Índia	5
10	▼1 Canadá	5	10	Canadá	5	10	▼1 Espanha	4
11	▲3 Índia	3	11	Índia	4	11	▼1 Canadá	4
12	▼2 Coreia do Sul	3	12	Coreia do Sul	3	12	▲1 Rússia	4
13	▼1 Austrália	3	13	▲1 Rússia	3	13	▼1 Coreia do Sul	3
14	▲5 Rússia	3	14	▼1 Austrália	3	14	▲3 Turquia	3
15	▼2 México	2	15	México	2	15	▲4 Argentina	2
16	▲7 Arábia Saudita	2	16	▲1 Polônia	2	16	▼2 Austrália	2
17	▲1 Polônia	2	17	▲9 Turquia	2	17	▼2 México	2
18	▼1 Bélgica	2	18	▼2 Arábia Saudita	2	18	▼2 Polônia	2
19	▼3 Holanda	2	19	▲7 Argentina	1	19	▼1 Arábia Saudita	2
20	Suíça	1	20	▼2 Bélgica	1	20	▲6 Vietnã	1

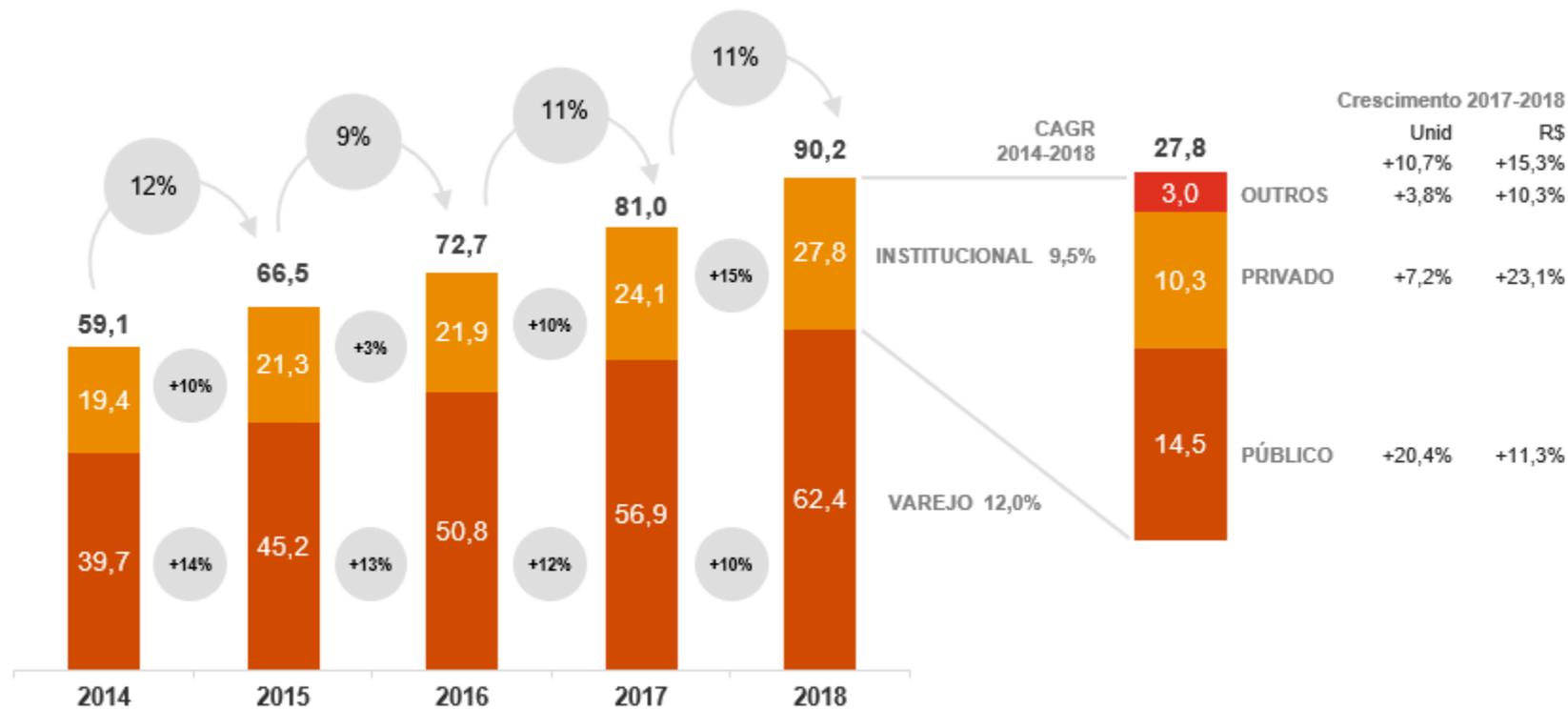
Fonte: Interfarma - IQVia

Além disso, a própria Interfarma projeta que o mercado farmacêutico nacional deve movimentar de 39 a 43 bilhões de dólares em 2023 com uma receita equilibrada entre genéricos e MIP.



Fonte: Interfarma - IQVia

O canal varejista, de maior importância no mercado nacional, apresenta um crescimento consistente acima de 10% a.a. desde 2014. Já o institucional teve expansão mais expressiva de 15% no último ano, fundamentado por compras do setor privado. O gráfico a seguir, com dados em R\$ bilhão, ilustra a dinâmica supradescrita.



Fonte: Interfarma - IQVia

4. Avaliação da Companhia

Critérios de Avaliação

Na avaliação da Companhia utilizamos as seguintes metodologias:

- **Valor do patrimônio líquido por ação na Data Base:** Calculado com base no valor do patrimônio líquido da Biotoscana na Data Base da avaliação conforme dados publicados.

Considerando que a Companhia é operacional e tem perspectivas de continuar operando, a metodologia do valor do patrimônio líquido por ação não é a mais adequada para definição do valor das ações.

- **Preço médio ponderado de cotação das ações:** preço médio ponderado das ações calculado no período de 12 meses anteriores ao Fato Relevante e no período compreendido entre a data do Fato Relevante e a data deste Laudo.

Considerando que as cotações das ações da Companhia refletem variações de mercado no curto prazo e em muitos casos com grande volatilidade, podendo ser decorrentes de movimentos especulativos, entendemos que a metodologia do preço médio ponderado de cotação das ações não é a mais adequada para definição do valor das ações.

- **Valor econômico:** Calculado com base no método do FCD:
 - Método consiste em estabelecer um conjunto de premissas operacionais que são utilizadas para calcular os resultados futuros da operação;
 - O valor do negócio é igual à soma dos valores presentes dos fluxos de caixa previstos (após Imposto de Renda); e
 - O valor presente é calculado a partir de uma taxa de desconto que remunere adequadamente o capital de um investidor, tendo em conta os riscos específicos do negócio e dos países em que o negócio se insere.



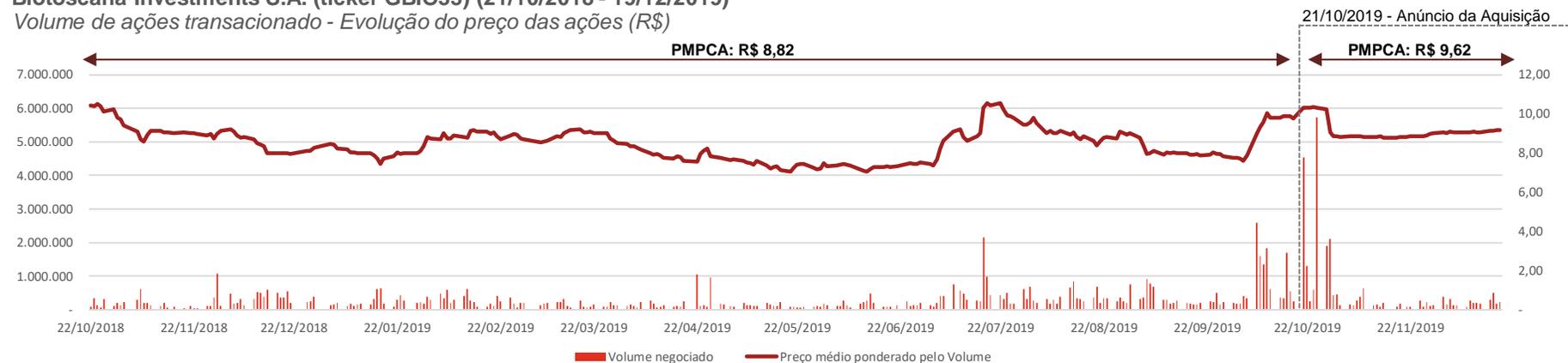
A ICVM 361 Anexo III, item XII alínea (c), faculta a utilização de 3 (três) possíveis metodologias para o cálculo do valor econômico da companhia, das quais ao menos uma deve ser utilizada. Utilizamos a metodologia do FCD, em função deste método contemplar a evolução dos resultados e indicadores da Companhia, considerar a expectativa de evolução do mercado e premissas macroeconômicas e capturar as expectativas futuras da operação a partir do plano de negócios e projeções operacionais preparadas pela Administração.

Avaliação pelo preço médio ponderado de cotação das ações

O gráfico a seguir apresenta o preço médio ponderado de cotação das ações nos últimos 12 meses anteriores ao Fato Relevante e o período entre o Fato Relevante e a publicação deste Laudo, conforme item XII, "a", do Anexo III estabelecido pela ICVM 361:

Biotoscana Investments S.A. (ticker GBIO33) (21/10/2018 - 19/12/2019)

Volume de ações transacionado - Evolução do preço das ações (R\$)



GBIO33		Média
LTM 21/10/2019	R\$	8,82
21/11/2018 - 19/12/2019	R\$	9,62

Fonte: Bloomberg

Avaliação pelo valor do patrimônio líquido contábil por ação⁵

A tabela a seguir apresenta o valor do patrimônio líquido por ação na Data Base:

Ativo em R\$ mil	set/19	Passivo em R\$ mil	set/19
Caixa e equivalentes de caixa	77.624	Obrigações sociais e trabalhistas	21.177
Contas a receber	322.532	Fornecedores	227.382
Estoques	233.466	Obrigações fiscais	14.480
Outros ativos circulantes	14.226	Empréstimos e financiamentos	68.094
Ativo circulante	647.848	Outras obrigações	23.731
		Provisões	7.694
Ativo realizável a longo prazo	30.782	Passivo circulante	362.558
Contas a receber	3.316	Empréstimos e financiamentos	155.600
Tributos diferidos	18.057	Outras obrigações	696
Outros ativos não circulantes	9.409	Tributos diferidos	42.361
Investimentos	4.993	Provisões	171
Imobilizado	73.506	Passivo Não Circulante	198.828
Intangíveis	565.098	Capital social	217
Ativo não circulante	674.379	Reservas de capital	757.404
		Reservas de lucro	(333.180)
		Lucros/prejuízos acumulados	291.196
		Outros resultados abrangentes	45.204
		Patrimônio Líquido	760.841
Total do ativo	1.322.227	Total do passivo	1.322.227
Cálculo do valor do Patrimônio Líquido por ação	set/19		
Patrimônio líquido total (em milhares)	760.841		
# total de ações excluindo ações em tesouraria (em milhares)	106.132		
Patrimônio Líquido / Ação (R\$)	7,17		

⁵ Fonte: ITR 3T2019

Avaliação por fluxo de caixa descontado

Premissas Gerais

As projeções de fluxo de caixa da Companhia foram elaboradas considerando os seguintes principais parâmetros:

- Data base da avaliação: 30 de setembro de 2019, bem como demais eventos subsequentes, que tivemos conhecimento até a presente data, que poderiam influenciar o conteúdo e resultado deste Laudo.
- As projeções foram elaboradas em termos nominais, ou seja, considerando-se os efeitos da inflação, e os valores estão apresentados em R\$ mil, exceto se indicado de forma distinta;
- As projeções foram baseadas em informações históricas de desempenho da Biotoscana e nas melhores estimativas da Administração disponíveis até a presente data;
- Utilizou-se a abordagem de geração dos fluxos de caixa para a firma ("FCFF"). Nessa abordagem, os fluxos de caixa projetados não consideram os efeitos do resultado financeiro e/ou amortizações de itens de natureza de endividamento. O valor presente destes fluxos de caixa é posteriormente ajustado por ativos e passivos de natureza financeira (dívida líquida) e outros ativos e passivos não operacionais, considerados pelos seus valores contábeis reportados na Data Base, de modo a se chegar ao valor da totalidade das ações ("Equity Value");
- O horizonte de projeção compreende o prazo de 10 anos e 3 meses, iniciado na Data Base e concluído em dezembro de 2029 ("Período Explícito"). Para o cálculo do valor residual da projeção, adotou-se a premissa de crescimento perpétuo equivalente à inflação de longo prazo (3,55% a.a.), não tendo sido, portanto, considerado crescimento real para o período perpétuo, o que indica a premissa de estabilização das operações da Companhia ao fim do Período Explícito. O cálculo da perpetuidade representa a perspectiva de continuidade das operações por período indefinido.

- Foi considerada a abordagem do meio período para o desconto a valor presente dos fluxos de caixa projetados. Como as entradas e saídas de caixa da Companhia ocorrem ao longo do ano, o cálculo a valor presente desses fluxos deve refletir os respectivos momentos nos quais ocorrem. Ou seja, os fluxos de caixa gerados no início de cada período deveriam ser trazidos a valor presente considerando um desconto menor do que aqueles gerados no final de cada período. Dessa forma, por motivos práticos, essa convenção considera que os fluxos de caixa são gerados no meio de cada período da projeção; e
- A taxa de desconto utilizada foi o custo médio ponderado de capital (WACC) calculada pelo modelo de precificação de ativos financeiros (CAPM) para definição do custo de capital próprio ("Ke") e do custo médio ponderado de capital de terceiros da Companhia na Data Base ("Kd"). Os pesos de aplicação do Ke e do Kd na composição da WACC foram calculados com base na estrutura de capital média das empresas comparáveis de mercado consideradas para a avaliação (vide Anexo I). Nesse contexto, a taxa de desconto calculada foi de 13,50% a.a. em termos nominais.

Premissas Macroeconômicas

As projeções dos indicadores de IPCA e CDI foram obtidas no Sistema Expectativas de Mercado (BACEN), para a Data Base. A projeção de inflação na Argentina utilizada foi levantada no sistema da *Bloomberg* para a Data Base:

Premissas	4º Tri 2019	2020	2021	2022	2023
IPCA	3,44%	3,77%	3,77%	3,59%	3,55%
CDI	5,92%	4,83%	6,18%	6,62%	6,65%

A partir de 2024, assumiu-se a estabilização das premissas macroeconômicas empregadas (i.e. manutenção dos dados projetados para 2023).

Receita Operacional

As categorias de receita operacional são descritas a seguir:

- **Medicamentos licenciados** – Consiste em produtos tipicamente inovadores que, na maioria das vezes, estão em período de vigência da patente. Desta forma, a empresa farmacêutica detentora da patente consegue explorar a comercialização daquele medicamento sem a concorrência das demais produtoras.
- **Medicamentos genéricos de marca** – Esses medicamentos não se encontram mais no período de vigência da patente. Contudo, eles se beneficiam de uma forte marca, já consolidada no mercado, que serve de barreira de entrada para outros concorrentes genéricos simples (sem marca). Essa característica permite que o medicamento seja visto pelos consumidores varejistas com um diferencial de qualidade que supera a diferença de preço que existe em relação aos genéricos comuns.

A Biotoscana, se beneficia de uma carteira essencialmente composta de medicamentos licenciados e genéricos de marca para obter maior rentabilidade sobre seus produtos.

A Companhia, atua na maior parte dos países latino americanos, entre eles: Brasil, Argentina, Colômbia, México, Chile, Peru, Equador, Uruguai, Bolívia e Paraguai. Contudo, a participação dos três primeiros países é mais relevante dentro da receita operacional total.

As receitas projetadas são apresentadas de acordo com as aberturas por país e por categoria de produto, como exposto nas próximas páginas, agrupando os países de menor relevância como “outros”.

Para fins de projeção de vendas, consideraram-se as estimativas disponibilizadas pela Administração, elaboradas à luz da expectativa de vendas segregada por produto do portfólio atual e eventuais novos medicamentos a serem incorporados.

É esperado que a Companhia apresente ritmo de crescimento moderado na linha de medicamentos licenciados no Brasil, país mais representativo em termos de vendas para a Biotoscana. Por outro lado, projetam-se

crescimentos mais arrojados para a linha de genéricos de marca, pouco relevante em termos de receita em território nacional.

Em relação à Argentina, onde a representatividade dos genéricos de marca é maior que a dos licenciados, estimam-se crescimentos reais nos primeiros anos do Período Explícito, baseados, sobretudo, na expectativa de expansão das vendas na linha de medicamentos licenciados naquele país.

Na Colômbia, há maior equilíbrio entre as representatividades das duas categorias de produtos, sendo a linha de medicamentos licenciados responsável por cerca de dois terços das vendas da indústria no país. É esperado que as receitas da Empresa cresçam consistentemente nas duas categorias, com ênfase para a linha de genéricos de marca.

Nos demais países, esperam-se crescimentos similares entre categorias de produtos, não havendo uma estratégia de enfoque específico.

Custos e Despesas Operacionais

• Custos Operacionais

Os custos operacionais da Companhia foram projetados com base em discussões com a Administração acerca da recuperação do nível de margem apresentado no período histórico, após a normalização dos efeitos da hiperinflação na Argentina sobre seus resultados. Desta forma, a margem bruta estimada para os 2 primeiros períodos da projeção (4T2019 e 2020) apresenta-se constante quando comparada ao reportado nas demonstrações financeiras do terceiro trimestre de 2019. Posteriormente, projeta-se um ganho de margem, motivado pela expectativa de normalização do cenário econômico na Argentina.

Em 2022, estima-se que a Companhia recupere o patamar médio histórico dos últimos 4 períodos reportados (2016, 2017, 2018 e 9m2019) de margem bruta de 50,7%.

- **Despesas Operacionais**

As despesas operacionais foram projetadas de forma a capturar os efeitos de ganho de margem decorrentes da diluição de custos fixos. Desta forma, a exemplo do que se observa para as projeções de margem bruta, estima-se a recuperação da margem EBITDA da Companhia, até o patamar de aproximadamente 22%, em 2024, ligeiramente acima do histórico recente.

Impostos sobre a Renda⁶

Por estar presente em diversos países da América Latina, a Biotoscana considera diferentes alíquotas de impostos sobre a renda, em diferentes regimes de tributação conforme aplicável em cada geografia de atuação. Para fins de modelagem, foi considerada a alíquota efetiva de 25,8% apresentada no relatório divulgado pela Companhia em seu site de relação com investidores para o período de 9 meses de 2019.

Cabe destacar que, devido ao fato de os fluxos de caixa projetados serem expressos em bases desalavancadas (excluindo-se os efeitos do resultado financeiro) a alíquota efetiva reportada foi aplicada sobre o lucro antes de juros.

Capital de Giro

Projetado de acordo com a média histórica do percentual do capital de giro da Companhia em relação à sua receita líquida para os exercícios findos em dezembro de 2018 e setembro de 2019 (35,7%).

Investimentos

- **Imobilizado**

Refere-se aos dispêndios de manutenção e expansão relacionados aos equipamentos, máquinas, veículos e construções da Companhia de acordo com o plano de negócios elaborado pela Administração para manter o nível de atividade capaz de suportar os resultados futuros projetados.

- **Intangível**

Compreende os investimentos em ativos como softwares, pesquisa e desenvolvimento, marcas e licenças relacionadas aos medicamentos comercializados. Assim como o ativo imobilizado, as projeções foram baseadas no plano de negócio da Companhia.

- **Depreciação e Amortização**

As despesas com depreciação e amortização foram projetadas com base nas respectivas taxas reportadas nas demonstrações financeiras da Companhia (11,5% para ativo fixo e 10,2% para ativos intangíveis).

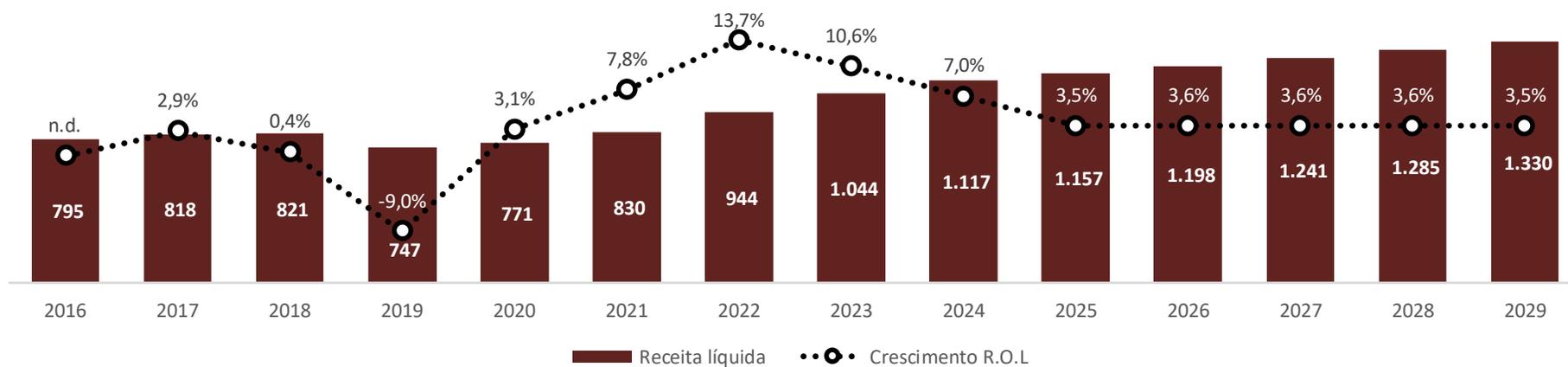
A seguir serão apresentadas as projeções de receita, demonstrativo de resultados e fluxo de caixa.

⁶ Disponível em Apresentação de resultado 3T2019

Projeção da Receita Bruta

A tabela a seguir apresenta a projeção da receita líquida total e a composição por país e categoria de produto:

Receita por país (R\$ mil)	4º Tri 2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Brasil	89.935	375.590	403.019	425.548	427.199	415.434	430.182	445.454	461.267	477.642	494.599
Licenciados	86.382	371.954	398.269	420.082	421.076	408.636	423.142	438.164	453.719	469.826	486.504
Genéricos de marca	3.554	3.635	4.749	5.466	6.123	6.799	7.040	7.290	7.549	7.817	8.094
Argentina	32.596	133.966	141.946	158.751	177.136	178.638	184.980	191.547	198.347	205.388	212.679
Licenciados	5.065	19.842	28.439	37.486	42.289	45.086	46.687	48.344	50.061	51.838	53.678
Genéricos de marca	27.530	114.124	113.507	121.265	134.847	133.552	138.293	143.203	148.286	153.550	159.001
Colômbia	26.085	119.178	126.775	157.212	186.403	215.282	222.925	230.839	239.033	247.519	256.306
Licenciados	2.221	79.403	75.471	98.607	115.938	122.294	126.635	131.131	135.786	140.606	145.598
Genéricos de marca	23.863	39.775	51.304	58.605	70.465	92.989	96.290	99.708	103.248	106.913	110.708
Outros	58.434	152.845	170.487	216.069	267.964	323.913	335.412	347.319	359.649	372.417	385.637
Licenciados	30.144	88.095	95.282	127.392	160.056	189.734	196.469	203.444	210.666	218.145	225.889
Genéricos de marca	28.290	64.750	75.205	88.677	107.908	134.180	138.943	143.875	148.983	154.272	159.748
Devoluções	(2.899)	(10.942)	(11.791)	(13.406)	(14.822)	(15.866)	(16.429)	(17.012)	(17.616)	(18.242)	(18.889)
Total	204.151	770.636	830.436	944.174	1.043.882	1.117.402	1.157.070	1.198.146	1.240.680	1.284.725	1.330.332



Demonstração do Resultado de Exercício Projetado

A seguir, são apresentadas as projeções de receita, custos e despesas e impostos da Biotoscana:

R\$ mil	4º Tri 2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Receita líquida	204.151	770.636	830.436	944.174	1.043.882	1.117.402	1.157.070	1.198.146	1.240.680	1.284.725	1.330.332
<i>Crescimento R.O.L</i>	<i>n.d.</i>	<i>3,1%</i>	<i>7,8%</i>	<i>13,7%</i>	<i>10,6%</i>	<i>7,0%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,5%</i>
Custos operacionais	(107.392)	(405.387)	(423.290)	(465.856)	(515.051)	(551.326)	(570.898)	(591.165)	(612.152)	(633.883)	(656.386)
Lucro Bruto	96.759	365.249	407.145	478.319	528.830	566.076	586.172	606.981	628.529	650.841	673.946
<i>Margem Bruta</i>	<i>47,4%</i>	<i>47,4%</i>	<i>49,0%</i>	<i>50,7%</i>							
Despesas operacionais	(62.491)	(235.895)	(254.200)	(281.309)	(305.478)	(324.135)	(335.642)	(347.557)	(359.895)	(372.672)	(385.902)
EBITDA	34.268	129.354	152.945	197.010	223.353	241.941	250.530	259.424	268.633	278.170	288.045
<i>Margem EBITDA</i>	<i>16,8%</i>	<i>16,8%</i>	<i>18,4%</i>	<i>20,9%</i>	<i>21,4%</i>	<i>21,7%</i>	<i>21,7%</i>	<i>21,7%</i>	<i>21,7%</i>	<i>21,7%</i>	<i>21,7%</i>
Depreciação e Amortização	(4.925)	(24.079)	(29.265)	(31.827)	(33.444)	(34.669)	(36.164)	(37.711)	(39.313)	(37.818)	(26.811)
EBIT	29.343	105.275	123.680	165.184	189.909	207.272	214.366	221.713	229.320	240.352	261.233
<i>Margem EBIT</i>	<i>14,4%</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,9%</i>	<i>17,5%</i>	<i>18,2%</i>	<i>18,5%</i>	<i>18,5%</i>	<i>18,5%</i>	<i>18,5%</i>	<i>18,7%</i>	<i>19,6%</i>
Impostos sobre a renda	(7.570)	(27.161)	(31.910)	(42.617)	(48.997)	(53.476)	(55.307)	(57.202)	(59.165)	(62.011)	(67.398)
NOPAT	21.772	78.114	91.771	122.566	140.913	153.796	159.060	164.511	170.156	178.341	193.835
<i>Margem NOPAT</i>	<i>10,7%</i>	<i>10,1%</i>	<i>11,1%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,5%</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,7%</i>	<i>13,7%</i>	<i>13,7%</i>	<i>13,9%</i>	<i>14,6%</i>

Fluxo de Caixa Projetado

A seguir, são apresentadas as projeções de fluxo de caixa da Biotoscana, iniciando-se no quarto trimestre de 2019:

R\$ mil	4º Tri 2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA	34.268	129.354	152.945	197.010	223.353	241.941	250.530	259.424	268.633	278.170	288.045
Impostos	(7.570)	(27.161)	(31.910)	(42.617)	(48.997)	(53.476)	(55.307)	(57.202)	(59.165)	(62.011)	(67.398)
Varição do capital de giro	(96)	16.415	(21.354)	(40.615)	(35.604)	(26.254)	(14.165)	(14.668)	(15.189)	(15.728)	(16.286)
CAPEX	(11.923)	(68.749)	(26.782)	(21.495)	(6.973)	(14.011)	(14.508)	(15.023)	(15.556)	(16.109)	(16.680)
Fluxo de caixa para a Firma	14.678	49.859	72.900	92.283	131.779	148.201	166.550	172.531	178.724	184.323	187.680
Período de desconto	0,13	0,75	1,75	2,75	3,75	4,75	5,75	6,75	7,75	8,75	9,75
Fator de desconto	0,98	0,91	0,80	0,71	0,62	0,55	0,48	0,43	0,37	0,33	0,29
Fluxo de caixa descontado	14.448	45.341	58.408	65.142	81.956	81.205	80.404	73.383	66.974	60.855	54.593

Nota: O fator de desconto é calculado segundo a fórmula abaixo:

$$Fator = \left[\frac{1}{(1 + WACC)^n} \right]$$

Onde:

- WACC = Taxa de desconto (13,50% a.a., conforme descrito na seção seguinte);
- n = Período de desconto, expresso em anos, de acordo com a abordagem do meio período elucidada na seção premissas gerais.

Taxa de Desconto

A taxa de desconto utilizada foi calculada com base no custo médio ponderado de capital (WACC). Essa taxa leva em consideração o custo de capital de terceiros (Kd) que foi calculado com base no custo da dívida reportado pela Companhia na Data Base e o custo do capital próprio (Ke) obtido por meio do método CAPM.

O CAPM estima o custo de capital próprio a partir do retorno de um ativo sem risco, adicionando-se determinados prêmios que representam o retorno adicional requerido pelo acionista, conforme apresentado a seguir:

$$Ke = \left[\frac{(1 + Rf) * (1 + r_{BRL})}{(1 + r_{USD})} - 1 \right] + \beta(a) * MRP + CR$$

Onde:

- Ke = Custo do Capital Próprio;
- Rf = Taxa Livre de Risco: T-Bond 10Y - média do retorno de 1 ano (fonte: *Bloomberg*);
- r_{BRL} = Taxa de Inflação do Brasil: média projetada de 10 anos (fonte: Sistema Expectativas de Mercado - BACEN);
- r_{USD} = Taxa de Inflação dos EUA: média projetada de 10 anos (fonte: *Personal Consumption Expenditures (PCE) Price Index – Congressional Budget Office*);
- β(a) = O Beta alavancado foi calculado conforme a fórmula abaixo:

$$\beta(a) = B(d) * \{1 + [(1 - T) * D/E]\}$$

Onde:

- β(d) = O Beta desalavancado (0,76) foi estimado com base em informações de empresas comparáveis listadas em bolsa de valores, extraídas da *Bloomberg* (vide Anexo I);

- T = Impostos sobre a renda = 25,8% (alíquota efetiva utilizada nas projeções de fluxo de caixa apresentadas anteriormente);
- D/E = Relação da estrutura de capital estimada para a Companhia com base na proporção de capital de terceiros (D) calculada pela média dos dados disponíveis para empresas comparáveis utilizadas no cálculo do beta (vide anexo I) e na proporção de capital próprio (E), calculado por diferença (1-D). (fonte: *Bloomberg*);
- MRP = Prêmio de Mercado (fonte: *Damodaran 2019*);
- CR = Prêmio Risco País: JP Morgan index EMBI+ (*Emerging Market Bond Index*) média histórica dos dados disponíveis para os países com maior representatividade na receita da Companhia durante o Período Explícito (Brasil, Argentina e Colômbia) ponderado pela contribuição de cada um destes países para o total da receita líquida projetada ao longo do Período Explícito (fonte: *Bloomberg*).

Para Brasil e Colômbia, foi utilizada a média histórica de 1 ano do referido parâmetro. Entretanto, com o intuito de capturar os efeitos da recente intensificação da deterioração do cenário econômico na Argentina, empregou-se a média histórica de 6 meses para aquele país, o que reflete de forma mais adequada o retorno exigido por um participante de mercado para a realização de investimentos no cenário de risco mais elevado.

O custo de capital de terceiros foi calculado com base nas taxas de juros dos contratos de empréstimos e financiamentos reportadas nas demonstrações financeiras do terceiro trimestre de 2019, ponderadas pelo saldo de cada contrato, conforme tabela abaixo:

Bancos	Descrição	Moeda	Taxa em BRL (% a.a.)	Montante em BRL mil (set/2019)	Taxa média
Citibank	Taxa fixa 18,40% a.a.	ARS	-8,71% *	900	-0,04%
Itaú	CDI + 1,65% a.a.	BRL	8,02%	151.265	6,33%
Santander	CDI + 2,00% a.a.	BRL	8,37%	39.689	1,73%
Kd médio				191.854	8,02%

*Dado que a taxa de captação do empréstimo junto ao Citibank na Argentina é prefixada em 18,40% a.a. e que a expectativa de inflação para aquele país supera a taxa acordada, o resultado da taxa efetiva do referido empréstimo é negativa quando expressa em termos reais. Entretanto, destaca-se que o efeito desse empréstimo no cálculo do custo médio ponderado do capital de terceiros empregado na Biotoscana é imaterial dada a sua proporção em relação ao saldo total do endividamento da Companhia (0,5%).

Posteriormente, para capturar o efeito de impostos sobre a dívida, considerou-se o efeito da dedutibilidade dos juros de empréstimos e financiamentos, encontrando-se um Kd após desconto da alíquota efetiva de impostos de 25,8% equivalente a 5,95% a.a., conforme explicitado a seguir.

$$Kd \text{ após impostos} = Kd \text{ antes de impostos} * (1 - T)$$

Abaixo apresentamos a composição da taxa de desconto:

Parâmetros		Fontes
Taxa livre de risco	2,14%	T-Bond 10Y (média histórica de 1 ano em R\$ correntes)
Risco País	5,74%	EMBI+ (média histórica)
Prêmio de mercado	6,26%	Damodaran - média aritmética (1928 a 2019)
Beta desalavancado	0,76	Bloomberg - Média histórica das empresas comparáveis de mercado
% Dívida (Kd) - [D/(D+E)]	14,9%	Bloomberg - Média das empresas comparáveis de mercado
% Capital Próprio (Ke) - [E/(D+E)]	85,1%	Output - Cálculo PwC
Alíquota de impostos - IR/CSLL	25,8%	Alíquota efetiva de impostos sobre a renda
Beta realavancado	0,86	Output - Cálculo PwC
Inflação americana	1,99%	PCE - US Congressional Budget Office (média projetada de 10 anos)
Inflação brasileira	3,55%	IPCA - Boletim Focus (média projetada de 10 anos)
Custo de Capital Próprio (CAPM) R\$ correntes	14,83%	Output - Cálculo PwC
Custo da dívida (antes de impostos) em R\$ correntes	8,02%	Custo médio ponderado da dívida - dem. fin. 3 tri 2019
Custo da dívida (após de impostos) em R\$ correntes	5,95%	Output - Cálculo PwC
Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) R\$ correntes	13,50%	Output - Cálculo PwC

Nesse contexto, calcula-se a taxa WACC por meio da ponderação do resultado alcançado para o Kd e o Ke, conforme fórmula a seguir:

$$WACC = Ke * \frac{E}{D + E} + Kd \text{ após impostos} * \frac{D}{D + E}$$

Resultado – Valor Econômico

Com base nas premissas descritas anteriormente, apresentamos abaixo o resultado do valor econômico da Companhia para o acionista, na Data Base, assim como o valor por ação:

Valor econômico - FCD	R\$ mil
Valor presente dos fluxos de caixa	1.250.428
Outros ativos	86.595
Caixa e equivalentes de caixa	77.624
Outros ativos mantidos para venda	3.978
Investimentos	4.993
Outros passivos	(255.863)
Empréstimos e financiamentos	(223.694)
Provisões	(7.865)
Tributos diferidos - ativos e passivos	(24.304)
Valor das ações	1.081.160
# total de ações excluindo tesouraria (em milhares)	106.132
Preço por ação	10,19

Conforme prática usual de mercado para avaliações de empresas, de modo a sensibilizar os possíveis impactos da variação das principais premissas utilizadas, foi considerada uma variação de 5% para cima e para baixo do ponto médio do resultado da mensuração do valor econômico, resultando nos valores por ação de R\$ 10,70 e R\$ 9,68. Em conformidade com o item XIII, "d", do Anexo III da Instrução CVM 361, a referida faixa de valores não ultrapassa o limite de 10% do maior valor.

R\$ milhão	Equity Value	Nº ações (mil)	R\$/ação
- 5%	1.027	106.132	9,68
Resultado da Avaliação	1.081	106.132	10,19
+ 5%	1.135	106.132	10,70

Os resultados apresentados anteriormente estão baseados na utilização das premissas apresentadas nesse Laudo e especialmente influenciadas pelo contexto descrito a seguir:

- Projeção da receita com base nas melhores estimativas elaboradas pela Administração para a Data Base;
- As contas de ativo e passivo na tabela ao lado foram consideradas na Data Base de acordo com seus valores contábeis reportados, e estão compostas por:
 - Caixa e equivalentes de caixa;
 - Outros ativos mantidos para venda;
 - Investimentos (propriedades para investimento – “PPI”);
 - Tributos diferidos de longo prazo (ativos e passivos);
 - Empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo;
 - Provisões de curto e longo prazo relacionadas a processos judiciais que, por estarem registradas em balanço, refletem a perspectiva de perda provável.

Conforme tabela ao lado, os ajustes ativos e outros passivos não capturados de forma material pelo fluxo de caixa operacional projetado foram considerados na avaliação desse Laudo.

Anexos

Anexo I

As tabelas a seguir contêm as companhias utilizadas como base de parâmetro do Beta e alavancagem no cálculo da taxa de desconto:

Ticker	Companhia	Beta desalavancado	D/(D+E)
ROG SW Equity	ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	0,96	3,41%
GSK LN Equity	GLAXOSMITHKLINE PLC	0,76	23,62%
BAYN GY Equity	BAYER AG-REG	0,70	38,67%
APN SJ Equity	ASPEN PHARMACARE HOLDINGS LT	0,69	45,95%
HYPE3 BZ Equity	HYPERA SA	0,66	0,00%
4502 JP Equity	TAKEDA PHARMACEUTICAL CO LTD	0,75	19,04%
SAN FP Equity	SANOFI	0,72	17,17%
PFE US Equity	PFIZER INC	0,66	18,28%
MRK US Equity	MERCK & CO. INC.	0,65	8,16%
NOVN SW Equity	NOVARTIS AG-REG	0,91	9,82%
AZN LN Equity	ASTRAZENECA PLC	0,81	9,25%
BMY US Equity	BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	0,79	0,00%
GUD CN Equity	KNIGHT THERAPEUTICS INC	0,84	0,00%
Média		0,76	14,9%

Fonte: Bloomberg

Anexo II: Premissas e Limitações

Nossa avaliação é apenas um dos diversos fatores a serem considerados para se chegar ao valor de uma empresa, determinável basicamente por meio de negociação de livre iniciativa entre as partes interessadas, em um Mercado Livre e aberto, onde nenhuma das partes tenha motivos especiais para comprar ou para vender e ambas tenham bom conhecimento dos fatos relevantes. Nossa avaliação não levou em consideração eventuais sinergias, motivos estratégicos, economias de escala, ou outros benefícios que eventuais investidores poderiam ter ou perder no caso de troca de controle acionário da Companhia.

Ao elaborarmos a avaliação, utilizamos informações e dados históricos e projetados, auditados e não auditados, fornecidos por escrito ou verbalmente pela Administração, ou obtidos das fontes públicas mencionadas. Adicionalmente, como toda previsão é subjetiva e depende de julgamentos individuais, estando sujeita a incertezas, não apresentamos as previsões como resultados específicos a serem atingidos.

A PwC, seus administradores, empregados, consultores ou representantes não fazem, nem farão, expressa ou implicitamente, qualquer declaração ou garantia em relação à precisão ou completude de quaisquer das informações disponibilizadas pela Companhia ou por terceiros por ela contratados (incluindo estudos, projeções ou previsões, ou, ainda, premissas ou estimativas nas quais tais projeções e previsões se basearam) utilizadas para a elaboração deste Laudo de Avaliação, sendo certo, todavia, que a PwC utilizou para fins de elaboração de Laudo apenas as informações gerenciais que entendeu serem consistentes. Portanto, não estamos em condições de emitir e não emitimos parecer sobre os dados históricos, projeções e demais informações contidas neste Laudo. Nada contido neste Laudo de Avaliação será interpretado ou entendido como sendo uma declaração da PwC quanto ao passado ou ao futuro da Companhia.

A Companhia prestou determinadas declarações à PwC com relação às informações disponibilizadas, nos termos da Carta de Representação

datada de 20/12/2019, incluindo que não tem conhecimento e nem foi informada de eventos que não tenham sido divulgados à PwC ou ao público em geral com relação à avaliação da Companhia até a data de emissão deste Laudo que, de acordo com o entendimento da Companhia, poderia afetar as conclusões contidas neste Laudo.

O trabalho não inclui atividades de diligência, portanto, não consideram qualquer tipo de contingência, superveniência ou outras questões que eventualmente não estejam registradas nas demonstrações financeiras ou balancetes fornecidos a nós. Dessa forma, os resultados de nosso trabalho não consideram o efeito destes itens, se houver.

A preparação das demonstrações financeiras e a divulgação de informações a terceiros é responsabilidade da Administração. Nossos serviços não incluíram a preparação das demonstrações financeiras, notas explicativas ou nenhum tipo de divulgação de informações a terceiros. Igualmente nosso trabalho não inclui opinião sobre os registros contábeis da Companhia. Para definição dos seus registros contábeis, a Administração deve consultar os seus auditores independentes.

Na eventualidade de a qualquer hora, tomarmos conhecimento de fatos ou informações que não nos tenham sido fornecidos antes da emissão do nosso Laudo em forma final, reservamo-nos o direito de rever os cálculos e os valores resultantes.

A PwC não expressa qualquer opinião sobre os efeitos positivos ou negativos que eventualmente possam ser gerados para a Companhia e/ou seus acionistas como consequência da OPA e não assume qualquer responsabilidade em relação ao seu resultado.

A PwC não fez e não faz qualquer recomendação, explícita ou implícita, a respeito dos termos e condições da OPA.

Este Laudo de Avaliação não constitui um julgamento, opinião ou recomendação à administração ou acionistas da Companhia ou a qualquer terceiro quanto à conveniência e oportunidade, ou quanto à decisão de realização ou de aceitação da OPA. Este Laudo de Avaliação,

incluindo suas análises e conclusões, (i) não constitui uma recomendação para qualquer membro do Conselho de Administração ou acionista da Companhia ou da própria Companhia, tampouco de quaisquer de suas controladoras, controladas ou coligadas sobre como votar ou agir em qualquer assunto relacionado à OPA; e (ii) não poderá ser utilizado para justificar o direito de voto de qualquer pessoa sobre qualquer assunto, inclusive acionistas da Companhia.

Uso do Laudo

Quaisquer Laudos em forma de minuta ou apresentações preliminares de nossos trabalhos foram emitidos unicamente para discussão entre a Contratante e a PwC. Portanto, devem ser utilizados apenas para esta finalidade e não devem ser considerados como documentos finais. As conclusões válidas de nossos trabalhos são apresentadas e expressas unicamente em nosso Laudo final assinado.

Nossos trabalhos serão desenvolvidos visando os objetivos já descritos na seção “Escopo e objetivo”. Portanto, (i) nossos trabalhos (incluindo análises, resultados, Laudos e qualquer outra informação) não deverão ser utilizados para outras finalidades que não as citadas, e (ii) nosso Laudo não deverá ser publicado, circulado, reproduzido ou divulgado a terceiros sem nossa aprovação prévia, por escrito, em cada caso, que poderá ou não ser concedida ou ainda poderá ser concedida observando determinadas condições. No caso de concedermos permissão de acesso ao nosso Laudo a um terceiro, este acesso estará sujeito a que (i) este terceiro assine um documento isentando a PwC de responsabilidade em relação ao trabalho e ao nosso Laudo (Carta de Acesso, sendo seus termos determinados exclusivamente pela PwC), e (ii) o Laudo final seja apresentado na íntegra. A utilização do Laudo no contexto da OPA, conforme definido na seção “Escopo e Objetivo” deste Laudo, está previamente aprovada.

Sem prejuízo do disposto acima, no âmbito da transação, reconhecemos que o Laudo ficará disponível ao público por meio do website da CVM,

B3, da Companhia, da Instituição Intermediária e, ainda, será apresentado à CVM e à B3 sem que as referidas divulgações impliquem no descumprimento das obrigações de confidencialidade da Contratante para com a PwC.

Salvo mediante prévia autorização formal, a PwC não consentirá qualquer uso alheio ao contexto supra descrito.

A efetivação de uma transação envolvendo as ações da Companhia é uma decisão dos seus acionistas. Nós não emitimos qualquer recomendação formal sobre o valor ou demais condições pelas quais as partes deveriam efetivar uma transação. Desta forma, qualquer decisão sobre as condições de uma transação, especialmente sobre preço, é de responsabilidade exclusiva dos acionistas da Companhia.

Não assumiremos qualquer responsabilidade por perdas ocasionadas ao Contratante, a seus acionistas, diretores ou a outras partes, como consequência da nossa utilização dos dados e informações fornecidas pela Administração ou obtidas de outras fontes, assim como da publicação, divulgação, reprodução ou utilização de nosso Laudo de forma contrária ou sem observância das ressalvas dos parágrafos anteriores.

A CVM poderá exigir, dentro do prazo previsto no §2º e no §4º do art. 9º da ICVM361, que o ofertante:

I - informe se o valor da Companhia objeto sofreu alterações significativas após a data da avaliação; e

II - em caso afirmativo, solicite ao Avaliador que atualize o valor da Companhia objeto que consta do Laudo.

Este Laudo de Avaliação foi preparado exclusivamente em português e, caso venha a ser traduzido para outro idioma, a versão em português deverá prevalecer para todos os efeitos.

Glossário

Glossário

Item	Tradução / Explicação / Definição
4T2019	Quarto trimestre de 2019
9m2019	9 meses de 2019 (Janeiro - Setembro)
ANP	Agência Nacional do Petróleo
AUS	Austrália
BACEN	Banco Central do Brasil
BDR	Brazilian Deposit Receipts - valores mobiliários emitidos no Brasil, que possuem como lastro ativos, geralmente ações, emitidos no
Bloomberg	Instituição mundialmente reconhecida de informações para o mercado financeiro
Breakdown	Detalhamento
BRL	Câmbio brasileiro - Reais
BRL	Reais brasileiros
CAPEX	Capital Expenditures - Investimentos
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EBITDA	Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização, que é a tradução da expressão em inglês <i>Earnings before Interest,</i>
Equity Value	Valor Patrimonial
EU	União Européia
Euro MTF	Um dos dois mercados de ações de Luxemburgo
Free Float	Terminologia utilizada no mercado de capitais e se refere às ações que uma empresa destina à livre negociação no mercado. O free
HIV	Vírus da Imunodeficiência Humana
HMO	Organização de Manutenção Hospitalar
Hub	Centro logístico
IAS 29	International Accounting Standards 29 - Reporte financeiro sobre economias hiperinflacionárias.
ICVM 361	Instrução da CVM relacionada ao processo de OPA
IFRS	International Financial Reporting Standards - Normas Internacionais que regem a Contabilidade
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
ISR	Israel
ITR 3T2019	Demonstrações financeiras do terceiro trimestre de 2019 da Companhia

Glossário (cont.)

Item	Tradução / Explicação / Definição
LTM	Last Twelve Months - Últimos doze meses
m ²	Metros quadrados
MBA	Master Business Administration - Mestrado profissional em Administração de Empresas
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
Patent Cooperation Treaty	Tratado de cooperação em matéria de patentes
Pipeline	Expectativa de vendas da Empresa
PUC	Pontifícia Universidade Católica
R\$	Reais brasileiros
ROL	Receita Operacional Líquida
Tag Along	Mecanismo de proteção a acionistas minoritários de uma companhia que garante a eles o direito de deixarem uma sociedade, caso
T-Bond	Treasury bond - Título de dívida do governo americano.
Ticker	Código utilizado para a negociação e consulta de um ativo negociado em bolsa de valores, geralmente representando uma
UFRJ	Universidade Federal do Rio de Janeiro
US	Estados Unidos da América
WACC	Weighted Average Cost of Capital - Custo Médio Ponderado de Capital

© 2019 PricewaterhouseCoopers Serviços Profissionais Ltda. Todos os direitos reservados.

Neste documento, “PwC” refere-se à PricewaterhouseCoopers Serviços Profissionais Ltda., firma membro do network da PricewaterhouseCoopers, ou conforme o contexto sugerir, ao próprio network.

Cada firma membro da rede PwC constitui uma pessoa jurídica separada e independente. Para mais detalhes acerca do network PwC, acesse: www.pwc.com/structure