

INSTITUTO  
SUPERIOR  
DE CONTABILIDADE  
E ADMINISTRAÇÃO  
DO PORTO  
POLITÉCNICO  
DO PORTO

M

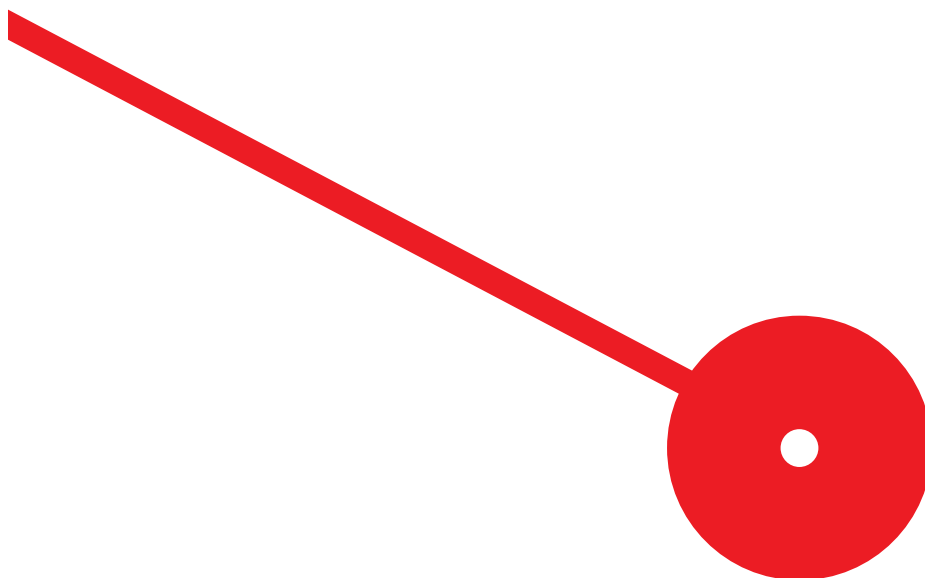
MESTRADO  
Em Finanças Empresariais

# Relatório de Equity Research - InMode Ltd.

*Versão final (Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri)*

Marco António Carvalho Moreira

07/2023

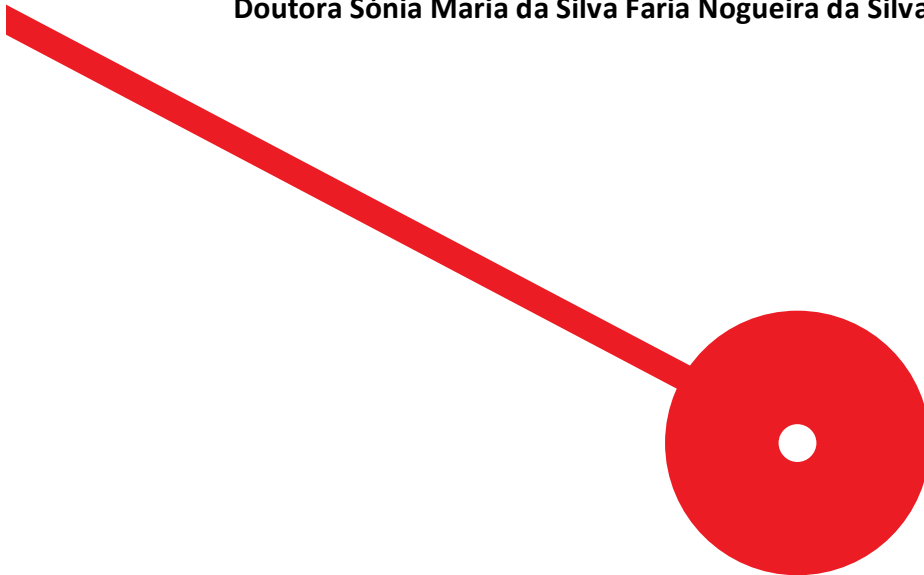




# Relatório de Equity Research - InMode Ltd.

Marco António Carvalho Moreira

**Dissertação de Mestrado apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Finanças Empresariais, sob orientação da Professora Doutora Sónia Maria da Silva Faria Nogueira da Silva.**



## **Agradecimentos**

Em primeiro lugar, quero agradecer à Professora Doutora Sónia Silva pela disponibilidade e pela partilha de conhecimentos, assim como, pelos materiais e sugestões fornecidas.

À minha família, Pai, Mãe e Irmã, por me conduzirem sempre para o melhor caminho, apostando em mim, tornando a minha caminhada possível e potenciando o meu sucesso.

À Cátia Valente, por ser um pilar desta caminhada, acreditando em mim, estando sempre disponível para me ajudar e por viver comigo todos os momentos bons e menos bons.

A todos os meus amigos do grupo de Romariz, da Banda Marcial do Vale e aos restantes com quem convivo regularmente (Rayan Moreira, Nuno Ferreira e Carlos Rocha), obrigado pelo apoio e por contribuírem para o meu crescimento.

A todos os colegas de mestrado e demais que se cruzaram comigo nesta jornada e de algum modo contribuíram para o meu sucesso.

E ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, bem como a todos os docentes do Mestrado em Finanças Empresariais pela qualidade de ensino que me proporcionaram.

## ***Disclaimer***

O presente relatório é publicado para fins educacionais e não constitui uma recomendação de investimento conforme definido no artigo 12º A do Código do Mercado de Valores Mobiliários. Este relatório foi elaborado por um aluno do Mestrado em Finanças Empresariais do Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto exclusivamente como trabalho final de mestrado. As informações apresentadas ao longo do relatório foram obtidas ou baseadas em fontes, na sua maioria, disponíveis ao público e consideradas fiáveis, mas o autor não dá nenhuma garantia da sua precisão e o presente relatório não se destina a ser usado como base para quaisquer decisões de investimento por qualquer pessoa ou entidade.

## Resumo

A InMode Ltd. é um dos líderes globais de soluções de tratamento médico cirúrgico minimamente invasivas, baseadas em energia de radiofrequência. Esta insere-se na indústria global de estética, pelo que, os seus produtos e soluções são projetados principalmente para atender a três categorias de tratamento, compostas por contorno facial e corporal, estética médica e saúde da mulher.

O setor de produção de soluções para cuidados de saúde estéticos é caracterizado por um elevado investimento em investigação e desenvolvimento, tecnologia avançada e regulamentação rigorosa. Deste modo, a certificação dos produtos por parte de entidades reguladoras, assim como a patenteação dos produtos, têm um papel muito importante no desenvolvimento futuro destas empresas. Os consumidores procuram constantemente soluções menos invasivas, menos dolorosas e com efeitos mais rápidos.

A InMode apresenta um modelo de negócio que lhe proporciona resultados acima da média do seu setor, tendo um histórico que comprova que consegue cumprir com as expectativas de todos os *stakeholders*, criando ainda valor para os acionistas. Através da análise às suas demonstrações financeiras é possível ter perceção do potencial da empresa devido não só às suas margens de rentabilidade, mas também à constituição do seu balanço.

Com o presente relatório é pretendido analisar e avaliar a empresa, chegando a um preço-alvo para as suas ações no dia 31/12/2023 e fornecendo posteriormente uma recomendação de investimento.

O principal método de avaliação usado foi o Método dos Fluxos de Caixa Descontados entre 2023 e 2028, através do qual foi obtido um valor intrínseco de 45,18\$ que corresponde a uma potencial valorização de 26,6% em relação à cotação de fecho de dia 31/12/2022 (35,70\$).

Ponderado pelos pressupostos considerados mais prováveis e precisos, emite-se assim recomendação de “*buy*”.

**Palavras chave:** Indústria de tratamento estético, Avaliação Empresarial, Fluxos de Caixa Atualizados, Investigação Patrimonial

## **Abstract**

InMode Ltd. is one of the global leaders in minimally invasive medical surgical treatment solutions based on radiofrequency energy. It is part of the global aesthetics industry, and its products and solutions are primarily designed to address three treatment categories, consisting of facial and body contouring, medical aesthetics, and women's health.

The production sector for aesthetic healthcare solutions is characterized by high investment in research and development, advanced technology, and strict regulations. Therefore, product certification by regulatory authorities, as well as product patenting, plays a very important role in the future development of these companies. Consumers are constantly looking for less invasive, less painful solutions with faster effects.

InMode has a business model that provides results above the sector average, with a track record that proves it can meet the expectations of all stakeholders, while creating value for shareholders. Through its financial statements analysis, it is possible to realize the company's potential due not only to its profitability margins, but also to its balance sheet.

The purpose of this report is to analyze and evaluate the company, achieving a target price for its shares on 12/31/2023 and subsequently providing an investment recommendation.

The main valuation method used was the Discounted Cash Flow Method between 2023 and 2028, which revealed an intrinsic value of 45.18\$, corresponding to a potential increase in value of 26.6% in relation to the closing price on 12/31/2022 (35.70\$).

Based on the most probable and accurate assumptions, one issues a "buy" recommendation.

**Key words:** Aesthetics treatment industry, Business Valuation, Discounted Cash Flows, Equity Research

## Índice Geral

<b>Introdução .....</b>	<b>1</b>
<b>Relatório .....</b>	<b>3</b>
Enquadramento do Relatório.....	4
Ambiente Macroeconómico.....	5
Mercado de dispositivos médicos para cuidados de saúde .....	6
Descrição do Negócio .....	6
Modelo de Negócio.....	7
Inovação e Desenvolvimento.....	7
Plataformas e Produtos .....	8
Manufatura de Fornecimento.....	10
Venda e Suporte Pós-Venda .....	11
Gestão, Administração e Estrutura Acionista.....	12
Gestão e Administração .....	12
Estrutura Acionista .....	12
Gestão Ambiental, Social e Corporativa.....	13
Ambiental .....	14
Social .....	14
Cultura Corporativa .....	14
Visão do Setor e Posicionamento Competitivo.....	15
Caraterização do Setor.....	15
Principais <i>Drivers</i> do Setor.....	15
Posicionamento Competitivo.....	16
Patentes.....	17
Análise SWOT.....	18
Concorrência.....	19
Análise Económica e Financeira.....	21
Rentabilidade .....	21
Solvência e Liquidez.....	23
Fluxos de Caixa .....	24
Avaliação .....	26

Método dos Fluxos de Caixa Descontados .....	26
Principal <i>driver</i> de rentabilidade.....	26
Despesas de capital (CAPEX).....	27
Necessidades de fundo de maneo (NFM).....	27
Taxa de custo médio ponderado de capital (WACC) .....	27
Taxa de crescimento perpétuo (g).....	29
Método dos Múltiplos de Mercado .....	29
Comparação com os pares ( <i>peers</i> ).....	30
Comparação da INMD com o seu desempenho histórico .....	30
Riscos de Investimento .....	31
Risco Operacional.....	31
Risco Político e Regulatório .....	31
Risco Económico .....	31
Risco de Mercado .....	32
Análise de Sensibilidade .....	32
<b>Recomendação .....</b>	<b>34</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>36</b>
<b>Apêndices.....</b>	<b>40</b>
Apêndice I – <i>Report Recommendations</i> publicado pela CFA .....	41
Apêndice II – Balanço histórico e previsional .....	41
Apêndice III – Demonstração de Resultados histórica e previsional .....	42
Apêndice IV – Rácios económico financeiros .....	42
Apêndice V – Pressupostos do Balanço previsional .....	43
Apêndice VI – Pressupostos da Demonstração de Resultados previsional .....	44
Apêndice VII – CAPEX, NFM e D&A.....	44
Apêndice VIII – Cálculo do WACC .....	45
Apêndice IX – Taxa de crescimento perpétuo .....	46
Apêndice X – Avaliação pela atualização dos Fluxos de Caixa.....	46

## Índice de Figuras

Figura 1 - Evolução histórica da taxa de juro ( <i>yield</i> ) das Obrigações do Tesouro dos EUA com maturidade de 10 anos .....	5
Figura 2 - Portfólio de produtos oferecidos pela INMD.....	9
Figura 3 - Resultado de um tratamento de BodyTite .....	9
Figura 4 - Expansão geográfica da INMD.....	17
Figura 5 - Matriz de riscos de investimento .....	32

## Índice de Tabelas

Tabela 1 - Perfil de Mercado .....	4
Tabela 2 - Estrutura acionista da empresa .....	13
Tabela 3 - Taxa média do custo de capital .....	28
Tabela 4 - Comparação de múltiplos entre a INMD e as suas <i>peers</i> .....	30
Tabela 5 – Análise histórica e previsional dos <i>key indicators</i> da INMD .....	30
Tabela 6 - Sensibilidade do preço target a alterações nas taxas WACC e g .....	33
Tabela 7 - Cálculo do FCF atualizado e da cotação potencial da INMD .....	35

## Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Crescimento potencial da INMD e da indústria onde se insere .....	6
Gráfico 2 - Clientes potenciais nos EUA por indústrias alvo .....	7
Gráfico 3 - Evolução histórica dos gastos em I&D da INMD entre 2018 e 2022 .....	8
Gráfico 4 – Percentagem de vendas relativas a plataformas minimamente invasivas (MI), a peças de “mãos-livres” (HF) e a plataformas não invasivas (NI) .....	10
Gráfico 5 - Distribuição das vendas por região .....	11
Gráfico 6 - Vendas/EBIT das empresas      Gráfico 7 - Ativo, Passivo e CP das empresas .....	20
Gráfico 8 - Liquidez vs passivo da INMD e <i>peers</i> .....	21
Gráfico 9 - Volume de negócios e custo das mercadorias de 2020 a 2028 .....	21
Gráfico 10 - Margem bruta, margem operacional e rentabilidade das vendas.....	22
Gráfico 11 - Rentabilidade das vendas e retorno do capital próprio.....	23
Gráfico 12 - Fluxos de caixa operacionais de 2017 a 2022 .....	24
Gráfico 13 - Fluxo de caixa de atividades de investimento.....	25
Gráfico 14 - Fluxo de caixa de atividades de financiamento .....	25
Gráfico 15 – Crescimento do volume de negócios .....	27
Gráfico 16 - Retornos por ação (históricos e estimados).....	29

## **Lista de abreviaturas**

BCE – Banco Central Europeu

CAPEX – *Capital Expenditures*

CAPM – *Capital asset pricing model*

CE – Comunidade Europeia

CEO – *Chief Executive Officer*

CFO – *Chief Finance Officer*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CP – Capital Próprio

D&A – Depreciações e amortizações

DR – Doutor

EBIT – *Earnings before interest, taxes*

EBITDA – *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*

EPS – *Earnings per share*

ESG – *Environmental, Social and Governance*

EU – *European Union*

EUA – Estados Unidos da América

EV – *Enterprise value*

FCF – *Free cash flow*

FDA – *Food and Drug Administration*

FED – *Federal Reserve System*

FSC – *Forest Stewardship Council*

GYN – *Gynecologists*

HF – *Hands free*

I&D – Investigação e Desenvolvimento

INMD – InMode Ldt.

M&As – *Mergers and Acquisitions*

MI – *Minimal invasive*

NASDAQ – *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*

NFM – Necessidades de fundo de maneiio

NI – *Non invasive*

P/B – *Price to book ratio*

P/E – *Price to earnings ratio*

P/S – *Price to sales ratio*

R&C – Relatório de Contas

RF – Radiofrequência

RLE – Resultado Líquido do Exercício

ROA – Return on assets

ROC – ROA

ROE – *Return on equity*

s.d. – Sem data

TME – Tempo médio de existências

TMP – Tempo médio de pagamento

TMR – Tempo médio de recebimento

VN – Volume de negócios

WACC – *Weighted average cost of capital*



Desde o final de 2019 foram desencadeados vários eventos que alteraram de forma significativa a tendência dos mercados financeiros e o ambiente macroeconómico.

Todos esses acontecimentos ao longo de 2020-2022 contribuíram para uma conjuntura adversa, a qual poderá representar uma oportunidade interessante para investir em empresas de qualidade (*value investment*). Segundo a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM, 2019) os investimentos devem ser conscientes e fundamentados, sendo necessário ter em conta todos os riscos associados, desde o risco de desvalorização do ativo aos riscos de mercado, crédito e liquidez.

Com o objetivo de fazer uma escolha de investimento fundamentada é necessária uma avaliação através de métodos lógicos e com pressupostos razoáveis. O CFA Institute (2022) defende que o valor intrínseco de um ativo financeiro é baseado na análise fundamental das características desse ativo e os fundamentos a serem considerados dependem da abordagem de avaliação do analista financeiro.

Para definir o valor intrínseco da InMode Ltd. (INMD) foi usado o método de atualização dos fluxos de caixa, suportado por pressupostos definidos pelo autor desta avaliação, os quais têm por base não só as demonstrações financeiras históricas, mas também o seu modelo de negócio e potencial de crescimento. Deste modo, inicialmente, é feita uma descrição do negócio, seguida de uma apresentação da estrutura acionista e da gestão, dos esforços de *compliance* com os critérios ESG (Environmental, Social and Governance), do setor e da concorrência da empresa; posteriormente é realizada a avaliação empresarial.

Após a definição do valor intrínseco da empresa, apesar da recomendação emitida, é importante perceber se as expectativas individuais do investidor se encontram alinhadas com as do analista, entendendo as bases dos pressupostos assumidos e comparando o potencial do investimento com os riscos apresentados.

O presente relatório segue, o tanto quanto possível, as normas de elaboração de um relatório de *Equity Research* publicadas pelo CFA Institute, e a principal fonte de informação financeira da empresa foi recolhida na plataforma Refinitiv Eikon da Thomson Reuters.



## Enquadramento do Relatório

---

InMode Ltd.: Crescimento, Inovação e Potencial

**Data:** 31/12/2022

**Recomendação:** *BUY* (26,6% *Upside*)

**Ticker:** INMD - NASDAQ Stock Exchange

**Preço atual:** \$35,70

**Indústria:** Dispositivos Médicos

**Risco:** Médio

A InMode Ldt. (INMD) é uma empresa israelita, cotada na bolsa de valores norte-americana NASDAQ, que se dedica ao design, desenvolvimento, produção e comércio de soluções de tratamento médico e estético cirúrgico, minimamente invasivas baseadas em energia de radiofrequência.

A minha recomendação para a INMD, com base no modelo dos Fluxos de Caixa Descontados, é **BUY** com um preço alvo de 45,18\$ por ação, o que representa um potencial ganho de 26,6% comparado com o preço de 35,70\$ no dia 31/12/2022. Esta recomendação é baseada nas “*Report Recommendations*” divulgadas pela CFA (2022), conforme descrito no Apêndice I. A Tabela 1 resume o perfil de mercado atual desta empresa.

Tabela 1 - Perfil de Mercado

Perfil de Mercado	
Preço (31/12/2022)	\$ 35,70
Ações em Circulação	82,5M
Capitalização Bolsista	\$ 2946,9M
52 <i>Week Low</i>	\$ 21,2
52 <i>Week High</i>	\$ 41,84
Volume Médio	\$ 1,44M
<i>Free Float</i>	71,8M

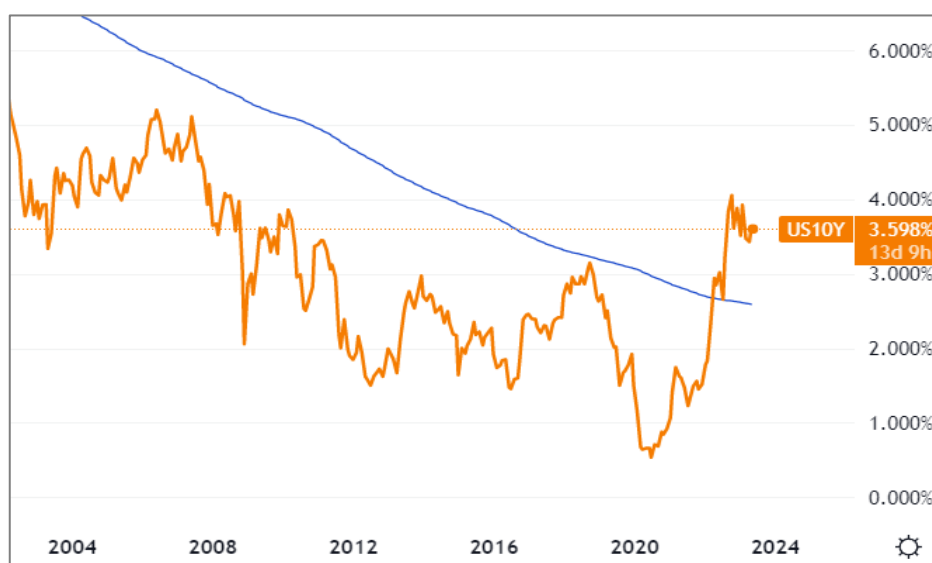
Fonte: Yahoo Finance

## Ambiente Macroeconómico

Desde o final de 2019 foram desencadeados vários eventos que alteraram de forma significativa a tendência dos mercados e o ambiente macroeconómico.

Em 2020, a pandemia obrigou a uma paragem generalizada das economias o que afetou negativamente vários setores e positivamente outros. Desde esta paragem, as cadeias de abastecimento ficaram afetadas, os mercados de valores mobiliários ficaram mais vulneráveis à volatilidade, a Federal Reserve System (FED) e o Banco Central Europeu (BCE) reduziram a sua política de *quantitative easing* e foi distribuído, por parte dos Governos, dinheiro diretamente às populações. Além destes acontecimentos económicos, a Rússia invadiu a Ucrânia o que desencadeou outra série de eventos com impactos económicos e sociais. Todos estes acontecimentos, ao longo de 2020-2022 contribuíram para a atual conjuntura, a qual tem como principais repercussões um aumento considerável da inflação, uma decisão de subida das taxas de juro por parte dos bancos centrais com uma velocidade recorde, e uma volatilidade elevada nos mercados financeiros devido ao aumento da probabilidade de recessão na Europa e nos Estados Unidos da América (EUA), o que se refletiu de imediato nas *yields* das Obrigações do Tesouro (Figura 1). Estes acontecimentos conduziram a uma descida das expectativas dos investidores, o que representa uma boa oportunidade para investir em empresas de qualidade (*value investment*).

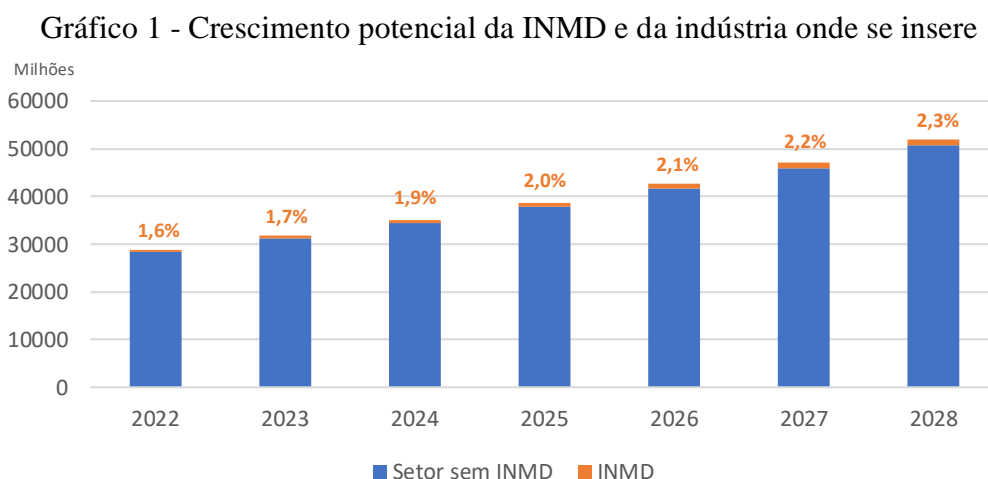
Figura 1 - Evolução histórica da taxa de juro (*yield*) das Obrigações do Tesouro dos EUA com maturidade de 10 anos



Fonte: Tradingview

## Mercado de dispositivos médicos para cuidados de saúde

A INMD insere-se no setor dos dispositivos médicos para cuidados de saúde, estética e beleza, mais especificamente na indústria de produtos cirúrgicos minimamente invasivos. Segundo a consultora “Grand View Research” (2023) este mercado tem uma dimensão de cerca de 28,8\$ mil milhões, e é esperado um crescimento anual de cerca de 10,3% até 2030. Pode-se então assumir que a INMD tem uma quota de mercado em 2022 de cerca de 1,6%. Devido ao atual enquadramento económico, é importante ter em conta que, apesar das perspetivas positivas, a procura por produtos cirúrgicos minimamente invasivos pode abrandar no curto prazo, mas as expectativas de médio prazo são de expansão. O Gráfico 1 representa a evolução potencial até 2030 da INMD e do seu setor de atividade.



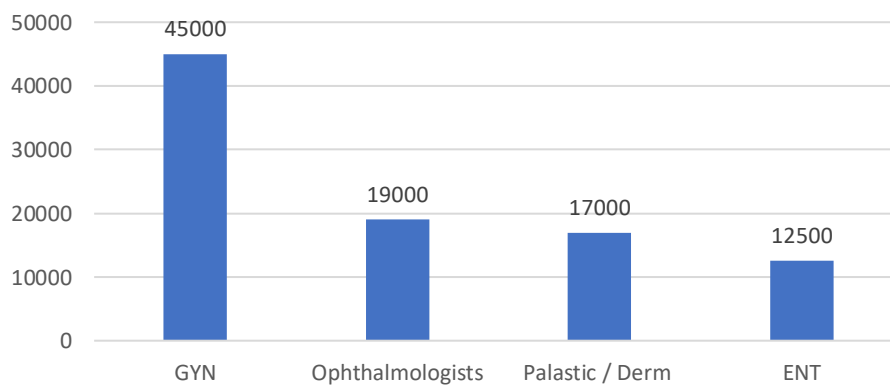
Fonte: Grand View Research

## Descrição do Negócio

A InMode identifica-se como um fornecedor global líder de soluções de tratamento medicocirúrgico minimamente invasivo, baseadas em energia de radiofrequência (RF) e técnicas inovadoras. Dentro do mercado global de estética, os produtos e soluções da empresa são projetados, principalmente, para atender a três categorias de tratamento baseadas em energia compostas por contorno facial e corporal, estética médica e saúde da mulher. Esta empresa desenvolve e comercializa produtos utilizando tecnologia de energia de radiofrequência medicamente validada, que pode penetrar profundamente na

gordura subdérmica permitindo a remodelação do tecido adiposo. Essas tecnologias são usadas por médicos para remodelar o tecido adiposo subdérmico ou adiposo numa vasta variedade de procedimentos, incluindo lipoaspiração com endurecimento simultâneo da pele, contorno facial e corporal, e tratamentos ablativos de rejuvenescimento da pele. Além das soluções apresentadas, a empresa pretende penetrar outros mercados, oferecendo soluções que têm como clientes potenciais ginecologistas (GYN), oftalmologistas, cirurgiões plásticos e dermatologistas (Plastic/Derm) e médicos especialistas em apneia do sono e ressonar. O Gráfico 2 representa os clientes potenciais para estes produtos nos EUA.

Gráfico 2 - Clientes potenciais nos EUA por indústrias alvo



Fonte: R&C da InMode

## Modelo de Negócio

O modelo de negócio da empresa baseia-se em:

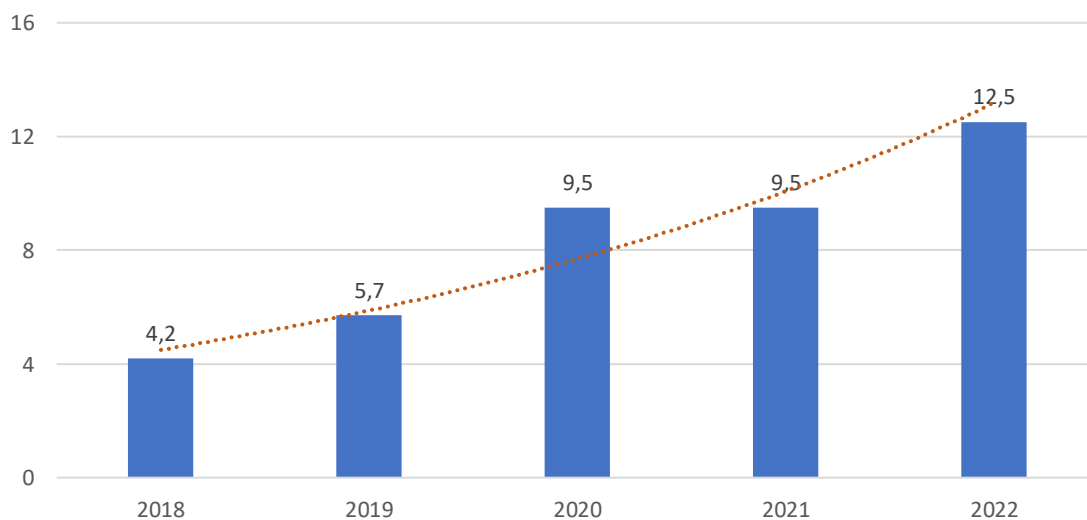
- Identificar as necessidades dos clientes e dos consumidores;
- Projetar e desenhar as plataformas e produtos;
- Subcontratar a construção dos produtos;
- Vendê-los a profissionais de saúde;
- Prestar auxílio pós-venda e assegurar formação adequada aos profissionais para que o consumidor tenha o melhor dos cuidados.

## Inovação e Desenvolvimento

O foco em inovação resultou num forte histórico de desenvolvimento sustentado de produtos novos e de próxima geração. A INMD acredita que a sua capacidade de trazer

novos produtos ao mercado e inovar continuamente é uma vantagem competitiva distinta, tendo alocados 35 colaboradores a esta tarefa. Deste modo, a empresa vem lançando produtos novos com alguma frequência. Em resposta aos desejos dos clientes, a empresa está a desenvolver plataformas adicionais baseadas em energia RF, peças de mão e aplicadores direcionados a especialidades médicas como oftalmologia, otorrinolaringologia e urologia. A empresa tem como objetivo concentrar os esforços de investigação e desenvolvimento dos próximos anos no desenvolvimento de procedimentos e plataformas com base em tecnologias proprietárias como RFAL, Deep Subdermal Fractional RF, Destruição Simultânea de Gordura e Endurecimento da Pele, e Deep Heating Colágeno Remodelação. Os gastos com investigação e desenvolvimento (I&D) nos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2020 e 2021 foram de aproximadamente US\$ 9,5 milhões e em 2022 US\$12,5 milhões, conforme apresentado no Gráfico 3.

Gráfico 3 - Evolução histórica dos gastos em I&D da INMD entre 2018 e 2022



Fonte: Refinitiv Eikon

### Plataformas e Produtos

Desde 2010, a INMD lançou dez plataformas de produtos: BodyTite, Optimas, Votiva, Contoura, Triton, EmbraceRF, EvolveX, Evoke, Morpheus8 e EmpowerRF. A Figura 2 representa o portfólio oferecido pela INMD e a Figura 3 um exemplo de um tratamento realizado com a solução BodyTite.

Figura 2 - Portfólio de produtos oferecidos pela INMD

	Surgical/RFAL, SARD					Hands-Free		Traditional/Laser		
Platform										
	EmbraceRF	Optimas	BodyTite	Morpheus8	EmpowerRF	Evoke	EvolveX	Contoura	Triton	
Application	Face	Face	Body	Face & Body	Women's Wellness	Face	Body	Body	Hair Removal	
Handpieces										
										
										
	FaceTite	Lumecca	DiolazeXL	BodyTite	Morpheus8	Morpheus8V	Cheek	Tite	BodyFX	Triton Duo Light
	Morpheus8	Morpheus8	Morpheus8 Body	FaceTite/NeckTite	Morpheus8 Body	vTone	Chin	Tone	MiniFX	Triton Duo Dark
	AccuTite	Forma	Vasculaze	AccuTite	FormaV		Transform	Plus		

Fonte: Relatório de apresentação de resultados de 2022 da INMD

Figura 3 - Resultado de um tratamento de BodyTite



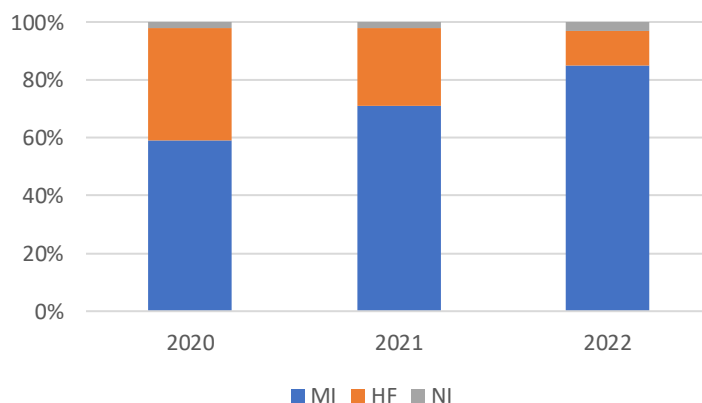
Fonte: Relatório de apresentação de resultados de 2022 da INMD

A INMD explica que cada um dos produtos mencionados consiste no seguinte conjunto de componentes: uma plataforma que incorpora múltiplas fontes de energia, uma ou mais peças de mão ou aplicadores “mãos-livres”, *software* proprietário da empresa e uma interface de usuário simples com tela sensível ao toque. As plataformas ocupam pouco espaço e são leves em comparação com os sistemas dos concorrentes, que geralmente são maiores e mais pesados. Os produtos podem ser atualizados facilmente pelos usuários para realizar tratamentos adicionais, adicionando peças de mão, aplicadores “mãos-livres” e/ou instalando *software* na plataforma existente. A facilidade de atualizações permite que os clientes atendam à procura por soluções estéticas por meio de ofertas de serviços adicionais.

## Manufatura de Fornecimento

A empresa utiliza meios de fabrico subcontratados para produzir os seus dispositivos, mantendo o controlo sobre o processo de produção. A subcontratação permite manter baixos níveis de *stock* e manter custos unitários estáveis sem implicar incorrer em gastos de capital (CAPEX) significativos. A produção é quase na sua totalidade subcontratada a três fabricantes localizados em Israel, dois dos quais são substancialmente dependentes dos negócios que mantêm com a INMD. Dentro das instalações da Flex e Medimor (os fabricantes mais relevantes), todos os equipamentos para fabricação, teste e montagem foram construídos e são propriedade da INMD. Também usam um outro fabricante, além da Flex e da Medimor, para produzir peças de mão e alguns descartáveis. O Gráfico 4 representa a diferença de peso que as tecnologias usadas pela empresa têm no volume de negócios.

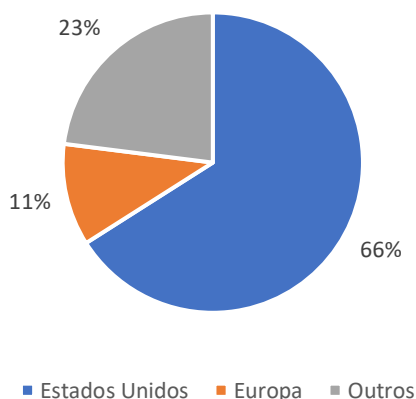
Gráfico 4 – Percentagem de vendas relativas a plataformas minimamente invasivas (MI), a peças de “mãos-livres” (HF) e a plataformas não invasivas (NI)



*Fonte: R&C da InMode*

A INMD acredita que os processos usados pelos fabricantes cumprem todos os padrões de qualidade e segurança aplicáveis nos EUA e internacionais, como a ISO 13485:2016, as diretivas da Comunidade Europeia (CE) e os regulamentos do sistema de qualidade da Food and Drug Administration (FDA).

Gráfico 5 - Distribuição das vendas por região



Fonte: R&C da InMode

### Venda e Suporte Pós-Venda

A força de trabalhadores da empresa é composta por 480 trabalhadores, dos quais 236 estão dedicados às vendas da empresa.

Para complementar as soluções estéticas inovadoras, a empresa oferece uma formação pós-venda e um serviço de suporte. A formação consiste na exposição das formas mais benéficas de utilizar os produtos com especial ênfase no modo de utilização seguro para o consumidor. O suporte clínico consiste em três componentes principais:

- A possibilidade de o médico que pretende adquirir o produto dirigir-se a uma clínica de cirurgia plástica altamente qualificada para instrução e demonstração ao vivo do uso do produto.
- A visita de uma enfermeira ao consultório do cliente para assistir e auxiliar no primeiro dia dos tratamentos cirúrgicos.
- *Workshops* abertos organizados pela INMD, nos quais o novo médico convida a sua base de pacientes e a INMD ajuda a dar o pontapé inicial nos esforços de *marketing*.

Além destes, a formação avançada também está disponível para médicos que optam por expandir a sua educação em procedimentos especializados. Por fim, a empresa continua também a construir uma biblioteca de vídeos instrutivos *online* como uma ferramenta de referência para expandir as ofertas de procedimentos médicos.

## **Gestão, Administração e Estrutura Acionista**

### **Gestão e Administração**

A gestão da empresa é representada por 5 executivos, o *Chief Executive Officer* (CEO), o *Chief Finance Officer* (CFO), o *Chief Technology Officer*, o Presidente da divisão norte americana e o *Chief Medical Officer*.

Relativamente à administração, esta é constituída por um painel de 5 diretores. Todos eles apresentam um currículo que demonstra uma vasta experiência tanto na direção de empresas como na indústria da estética médica.

O CEO, Moshe Mizrahy cofundou a empresa em 2008. Anteriormente, já havia adquirido uma ampla experiência tanto em cargos de gestão como no setor dos dispositivos estéticos, tendo cofundado a Syneron Medical Ltd. e sido o diretor executivo desta e da Home Skinovations. Atualmente, faz parte do conselho de administração de diversas empresas. Desde a fundação da INMD é, além de CEO, também presidente do conselho de administração. Porém, deve ser salientado que a acumulação de cargos executivos pode ser um risco para os investidores visto que há um menor escrutínio das decisões tomadas, havendo concentração de poder.

O CFO, Yair Malca, exerce as suas funções desde 2017 na INMD. Anteriormente, foi diretor financeiro no setor dos semicondutores (2013-2017) e ainda antes disso já tinha exercido funções na indústria estética como controlador na Syneron (2008-2013). O Dr. Michael Kreindel foi um dos cofundadores da empresa e atualmente é *Chief Tecnology Officer*, estando também presente na administração como diretor. Em 2001 foi também um dos cofundadores da Syneron.

### **Estrutura Acionista**

Relativamente à estrutura acionista, o 5º maior acionista é o CEO da empresa, detendo o valor de 2,41%. A Tabela 2 representa a estrutura acionista da empresa.

O Dr. Michael Kreindel é, como referido anteriormente, o *Chief Tecnology Officer* e é também um dos membros da *Board*, tendo uma quota de 4,17%.

O maior acionista da empresa, com 9,78% da companhia, é o Dr. Mulholland, um médico especializado em cirurgia plástica. Após 22 anos como um pioneiro premiado em cirurgia estética e plástica, Dr. Mulholland mudou-se para os EUA para se concentrar no trabalho internacional, incluindo a conquista de novos patamares em inovação de tecnologia

cirúrgica e não cirúrgica com a INMD, e a realização de *workshops* de liderança de pensamento em todo o mundo.

Os restantes 7 maiores acionistas são fundos de investimento.

Tabela 2 - Estrutura acionista da empresa

#	<i>Investor Name</i>	<i>% Outstanding</i>
<b>1</b>	<b>Mulholland (Stephen)</b>	<b>9,78%</b>
<b>2</b>	<b>Kreindel (Michael)</b>	<b>4,17%</b>
3	Acadian Asset Management	3,41%
4	Renaissance Technologies	2,77%
<b>5</b>	<b>Mizrahy (Moshe)</b>	<b>2,41%</b>
6	Meitav Dash Investments	1,96%
7	Noked Capital Ltd.	1,96%
8	Noked Israel Ltd	1,96%
9	William Blair Investment	1,76%
10	Two Sigma Investments, LP	1,62%

*Fonte: Refinitiv Eikon*

É importante evidenciar que no ano de 2021 as posições dos *insiders* na empresa diminuíram. Esta venda pode ter vários motivos distintos, entre eles, no pior cenário, a percepção de baixo potencial da empresa no futuro por parte da própria gestão. Porém, na minha opinião, a razão da venda passa pela percepção de sobreavaliação da empresa, no segundo semestre de 2021, por parte da gestão, pelo que é inegável que foi uma boa altura para gerar mais-valias (observar comparação histórica de múltiplos – Tabela 5). Atualmente a empresa está a cotar a múltiplos bastante mais moderados, tendo havido uma desvalorização da sua cotação em mais de 50% face a 2021 (essencialmente motivada pelo enquadramento macroeconómico).

## Gestão Ambiental, Social e Corporativa

A gestão da empresa está consciente da atual importância das políticas ambientais e de sustentabilidade para o sucesso no longo prazo. Deste modo, segue os rigorosos requisitos de qualidade e segurança de órgão reguladores como a FDA, CE, Health Canada, ISO,

entre outros. Através da MSCI (uma das principais organizações a classificar conformidades *ESG*) a INMD foi classificada como “*BB-Average*”, estando esta classificação acima do setor.

## Ambiental

Relativamente às políticas ambientais, a INMD tem três principais pilares:

- Baixas emissões de carbono: Não é diretamente necessário nenhum tipo de combustível fóssil para a fabricação. Optaram por eliminar quase todos os embarques aéreos para os EUA (maior mercado).
- Eliminação de resíduos industriais e eletrônicos: Foi acionado um contrato com uma empresa de remoção de resíduos industriais aprovada pelo governo para ser possível fazer uma gestão apropriada dos resíduos.
- Impressão: Devido a anualmente venderem milhares de produtos em caixas com mangas coloridas impressas, em janeiro de 2022, após uma auditoria física nas instalações, a gráfica da INMD - a Gestelit - recebeu a certificação da *Forest Stewardship Council* (FSC – organização que promove a gestão responsável das florestas em todo o mundo).

## Social

A empresa apresenta um conjunto de métricas para as suas atividades, incluindo atividades de envolvimento social e comunitário.

Atualmente contam com um total de 480 funcionários, dos quais 313 são homens e 167 mulheres. A estes colaboradores são oferecidos dois tipos de formação: formação interna de técnico e de vendas, assim como cursos de desenvolvimento profissional lecionado por terceiros. Além destes, os novos funcionários recebem uma formação relativa a todas as plataformas e peças de mão da INMD.

## Cultura Corporativa

A INMD incentiva uma cultura corporativa informal e a organização da empresa incentiva a comunicação direta com os gerentes, criando uma atmosfera em que cada funcionário se sinta parte integrante do sucesso da empresa. O mencionado ambiente informal manifestou-se principalmente em comemorações de *Halloween*, festas de fim de

ano, piqueniques de verão, festas de aniversário espontâneas, entre outras iniciativas. Em suma, a INMD esta comprometida com as melhores práticas ambientais e sociais. Ao nível do *governance*, tal como descrito na secção anterior os diretores são também acionistas, o que contribui para o alinhamento de interesses entre insiders e acionistas.

## **Visão do Setor e Posicionamento Competitivo**

### **Caraterização do Setor**

O setor dos dispositivos médicos minimamente invasivos é atualmente caraterizado por diversos fatores, nomeadamente:

- Investimento em I&D – As empresas do setor estão na sua maioria constantemente a investir em investigação e desenvolvimento lançando novos produtos para o mercado. Deste modo, a patenteação de produtos é muito relevante e frequente.
- Tecnologia avançada – Estes dispositivos são altamente tecnológicos e as empresas concentram-se em desenvolver dispositivos cada vez mais precisos, seguros e eficientes.
- Regulamentação rigorosa – Este setor de atividade está sujeito a regulamentações rigorosas por parte de agências como a FDA nos EUA, para garantir a segurança e eficácia dos dispositivos.
- Crescimento contínuo – Nos últimos anos é evidente o elevado crescimento da indústria devido ao aumento da procura por soluções à cirurgia tradicional.
- Competitividade – O setor é altamente competitivo, com várias empresas a competir pelo seu domínio.

### **Principais *Drivers* do Setor**

Os principais *drivers* do setor de dispositivos médicos minimamente invasivos são:

- Pirâmide demográfica invertida – Com o aumento da população envelhecida há também um aumento de possíveis consumidores destes serviços.
- Aumento da preferência por tratamentos menos invasivos – Tem havido um crescimento da preferência por tratamentos minimamente invasivos devido a todas as vantagens que estes apresentam.
- Avanço tecnológico – Com o elevado avanço tecnológico há dispositivos cada

vez mais eficientes e minimamente invasivos.

- Aumento do consumo de conteúdos *online* – O aumento da digitalização e do uso recorrente das redes sociais faz com que muitos indivíduos sintam a necessidade de transformar os seus corpos para atingir a “perfeição” encontrada nestes conteúdos.
- Crescimento da economia global e as decisões de política monetária – A evidenciar os ciclos de *easing* e de *tight* monetário, com ênfase nas variações da taxa de juro, visto que conferem um impacto significativo no consumo discricionário.

### Posicionamento Competitivo

A INMD apresenta-se como a líder global no fornecimento de produtos inovadores estéticos, minimamente invasivos e de bem-estar. Além dos esforços de reconhecimento da marca, esta também progrediu na aquisição de patentes e na prova de bons conceitos perante entidades reguladoras.

Devido ao modelo de negócio praticado a INMD apresenta uma estrutura de custos leve, apoiada na subcontratação, trabalhando com fábricas totalmente automatizadas, onde o seu foco principal é a inovação e o desenvolvimento de novos produtos.

O pagamento de impostos em Israel foi benéfico para a INMD, tendo a empresa estado isenta de impostos sobre lucros entre 2012-2021 (devido a um incentivo do Estado Israelita) e prevendo que no futuro suporte uma taxa de imposto entre 7,5% a 10%.

As elevadas margens operacionais com que a empresa trabalha são o reflexo da sua gestão eficiente, do desenvolvimento de bons produtos, entre outros fatores, conferindo uma segurança adicional a toda a base de *stakeholders*.

Ao contrário de uma grande parte dos concorrentes, a INMD detém um balanço saudável, estando muito pouco endividada e apresentado uma elevada posição de reservas de caixa (*cash*). Além disso, a recente desvalorização das bolsas acionistas e o acréscimo de dificuldades das empresas em cumprir com os saldos em dívida, poderá gerar uma oportunidade de aquisição de concorrentes ou de aumento de quota de mercado, visto que a INMD aparenta estar bastante bem preparada para as dinâmicas de mercado atuais.

É importante referir que a empresa já se encontra geograficamente bastante diversificada, tendo vendido produtos para 92 países e contando com várias frentes de negócio, tendo escritórios regionais na Oceânia, América do Sul, América do Norte, no Leste da Ásia e

por toda a Europa, como identificado na Figura 4.

Figura 4 - Expansão geográfica da INMD



*Fonte: Relatório de apresentação de resultados de 2022 da INMD*

## Patentes

A carteira de patentes da INMD consiste em seis patentes americanas emitidas (a expirarem a partir de 2027), uma patente coreana emitida e catorze pedidos de patentes pendentes nos EUA relacionados com tecnologia e produtos. Desses pedidos, um foi registado também ao abrigo do Tratado de Cooperação de Patentes e outro na Europa. É importante ter em conta que quaisquer patentes emitidas podem ser contestadas, invalidadas ou legalmente contornadas por terceiros. Não é possível ter certeza absoluta de que as patentes serão mantidas como válidas, comprovadamente aplicáveis ou que impedirão o desenvolvimento de produtos concorrentes. Além disso, terceiros podem ter patentes de bloqueio que podem impedir a empresa de comercializar os seus produtos ou de praticar a sua própria tecnologia patenteada. Os concorrentes podem também adquirir um dos produtos e tentar replicar algumas ou todas as vantagens competitivas adquiridas pelos esforços de desenvolvimento. Caso a propriedade intelectual da empresa não esteja adequadamente protegida contra os produtos e métodos dos concorrentes, a sua posição competitiva poderá ser afetada negativamente, tal como o seu negócio e os seus resultados financeiros.

## Análise SWOT

Será crucial que a empresa continue a capitalizar as suas forças e a trabalhar nas suas oportunidades para fazer face às suas fraquezas e a possíveis ameaças.

### *Forças:*

- Tecnologia inovadora: A INMD é reconhecida pelo desenvolvimento de soluções estéticas que têm como base tecnologia inovadora, soluções as quais a diferenciam dos seus concorrentes.
- Diversidade de produtos: A empresa oferece uma gama ampla de soluções estéticas, desde procedimentos faciais e corporais até tratamentos relacionados com a visão e cuidados da pele.
- Crescimento constante: O crescimento de faturação apresentado tem tido sentido positivo, sendo que as margens de lucro da empresa são também muito elevadas.

### *Fraquezas:*

- Concentração num mercado específico: Embora ofereça uma ampla gama de produtos, 66% das suas vendas são realizadas para os EUA;
- Forte concorrência: A indústria dos procedimentos estéticos é altamente competitiva, havendo muitos concorrentes a oferecer soluções semelhantes.

### *Oportunidades:*

- Crescimento global: Devido ao aumento da consciencialização relativa a cuidados de saúde e beleza no mundo, a empresa tem um elevado mercado potencial;
- Parcerias estratégicas: A INMD tem um leque alargado de possibilidades de estabelecer parcerias com salões de beleza, clínicas médicas, SPAs, entre outros.
- Mercado de fusões e aquisições (M&As): Derivada da sua posição em *cash* a empresa tem a possibilidade de expandir o seu negócio, entrando no mercado das M&As.

### *Ameaças:*

- Regulamentações governamentais: A regulação pode ser alterada afetando o negócio da empresa, sendo que após um elevado investimento em investigação e desenvolvimento, o produto desenvolvido pela empresa pode não ser aceite pelas entidades reguladoras.
- Tecnologias emergentes: Caso sejam criadas tecnologias que funcionem como um substituto aos produtos da empresa, o negócio pode sofrer um impacto negativo.

- Concorrência e patentes: A falta de definição adequada dos limites das patentes ou a existência de produtos semelhantes patenteados pode resultar em conflitos que podem levar à perda de quota de mercado ou ao acréscimo de elevados custos de resolução de conflitos em tribunal.
- Alterações macroeconómicas: As alterações macroeconómicas e de política monetária podem afetar o negócio da empresa, uma vez que, os consumidores podem preferir alocar recursos em produtos essenciais e os clientes podem não conseguir obter financiamento para comprar o produto da INMD.

## Concorrência

Com base no mais recente relatório de contas da empresa, os seus principais concorrentes são a Cutera Inc., a Apyx Medical Corporation, a Venus Concept Inc., a Sisram Medical Ltd e a Viveve Medical Inc. Além destas, referem também algumas empresas privadas, como a Cynosure LLC, a Lumenis Ltd., a BTL Aesthetics Inc, a Candela Medical Inc e a Allergan plc.

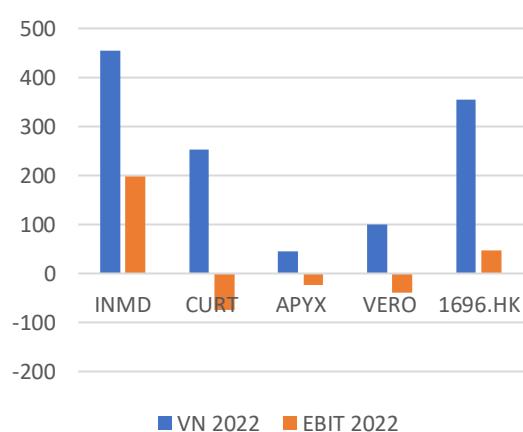
Após análise das empresas supra mencionadas, considerou-se que o grupo adequado de concorrentes - *peers* - será:

- Cutera Inc. (CURT): Concorre com produtos muito idênticos à INMD à base de energia de RF. Tem já uma base alargada de produtos, por exemplo para o tratamento da celulite, estrias, flacidez e rejuvenescimento da pele, entre outros. Apesar disso, ainda não está estabelecida no mercado ao ponto de ser lucrativa. Tem uma boa posição de reservas de caixa no seu balanço, mas apresentou em 2022 um rácio de autonomia financeira negativo. O seu valor de mercado é bastante mais pequeno, situando-se na ordem dos 450M\$.
- Apyx Medical Corporation (APYX): Empresa com produtos idênticos à INMD, à base de energia RF, mas com uma diversidade de produtos ainda pequena. Atualmente, ainda não é viável sob o ponto de vista económico, apresentando EBITDA negativo e prejuízos acumulados no balanço, no entanto, dispõe de uma sólida posição em caixa e equivalentes. Apresenta um valor de mercado de cerca de 100M\$.

- Venus Concept Inc. (VERO): Apresenta uma gama de produtos diversos e bastante idênticos à INMD. Está principalmente presente na Europa, tendo sede em Espanha e uma quota de mercado relevante em Portugal. Apesar do potencial, de momento ainda não é uma empresa lucrativa, apresenta uma baixa autonomia financeira devido à acumulação de resultados negativos e em linha com as anteriores tem uma boa posição em reservas de caixa. O seu valor de mercado é bastante mais pequeno, de cerca de 16M\$.
- Sisram Medical Ltd (1696.HK): Gama de produtos vasta e idêntica à base de energia RF. Marca presença por quase todo o mundo com principal foco no Continente Asiático e sede em Israel. Empresa com histórico de lucratividade, mas com margens bastante inferiores comparativamente com a INMD, assim como o seu volume de faturação e posição de caixa e equivalentes. O seu valor de mercado ronda os 564M\$, sendo considerada uma forte concorrente.

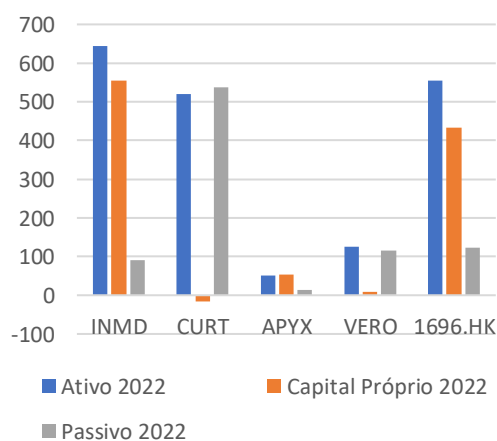
Os gráficos 6, 7 e 8 resumem os principais indicadores financeiros da INMD e do grupo de *peers*.

Gráfico 6 - Vendas/EBIT das empresas



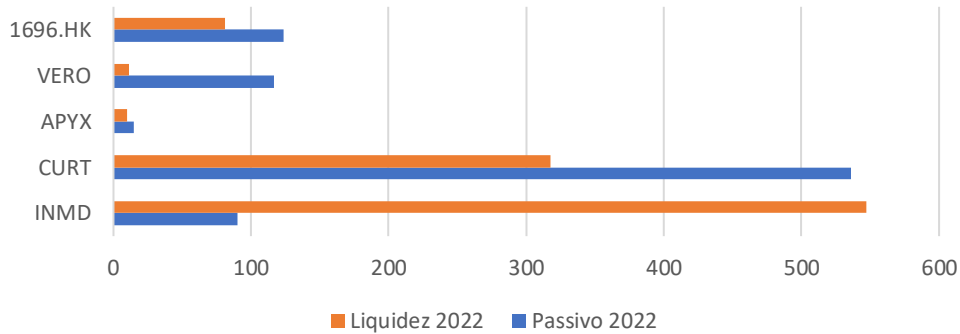
Fonte: Refinitiv Eikon

Gráfico 7 - Ativo, Passivo e CP das empresas



Fonte: Refinitiv Eikon

Gráfico 8 - Liquidez vs passivo da INMD e peers



Fonte: Refinitiv Eiko

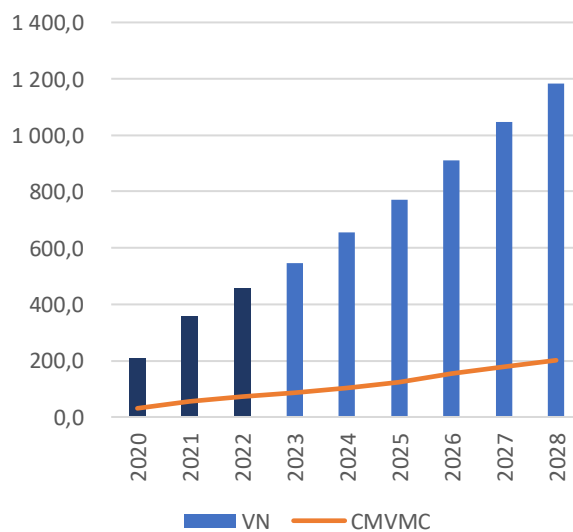
## Análise Económica e Financeira

### Rentabilidade

O volume de negócios da INMD tem evoluído a um ritmo anual médio de 59%. Nos últimos três anos, o crescimento foi de 32% em 2020 para cerca de 206M\$, 74% em 2021 para 358M\$ e 27% em 2022 para 454M\$, tal como demonstrado no Apêndice III.

A margem bruta da empresa manteve-se acima de 82% desde 2017, sendo a sua média 85% entre 2017-2022 e o valor no ano de 2022 de 84%.

Gráfico 9 - Volume de negócios e custo das mercadorias de 2020 a 2028



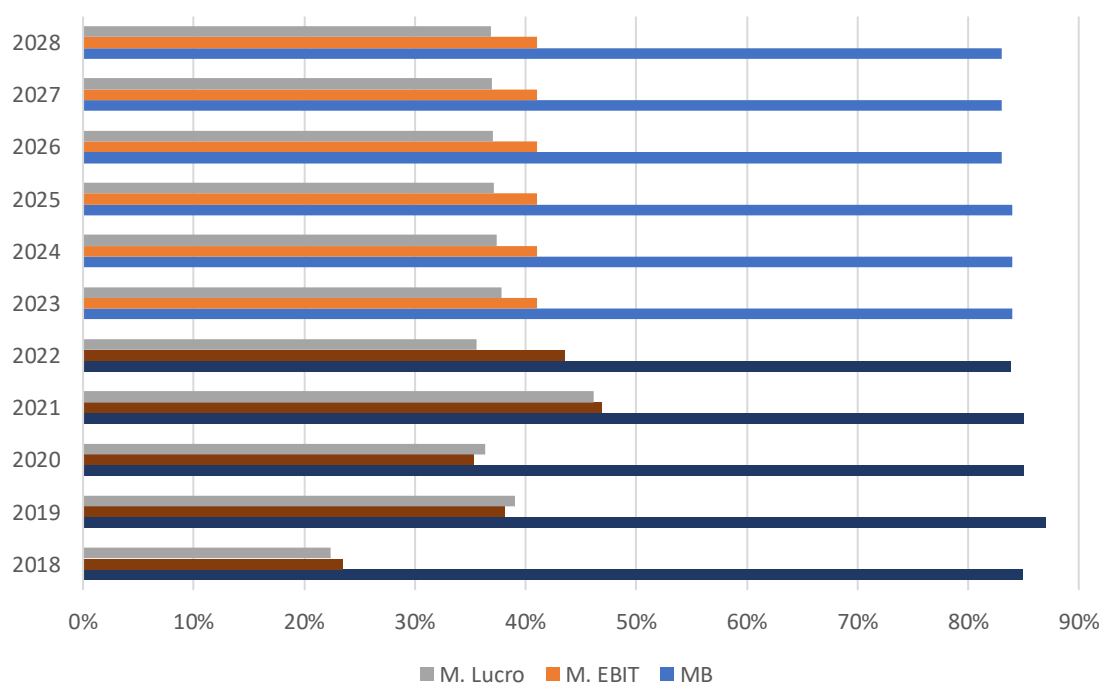
Fonte: Refinitiv Eikon e estimativas do autor

O principal custo da INMD está contabilizado na rúbrica de “despesas de vendas/gerais/administrativas”, representando em 2021 cerca de 36% (128M\$) do volume de negócios e aumentando o seu peso em 2022 para 38% (171M\$). É importante ter em conta que o peso desta rubrica decresceu desde 2017 (61%) até 2020 (45%). A presente rúbrica desdobra-se em 160,6M\$ gastos em vendas e *marketing* e 9,9M€ em gastos administrativos.

Os custos de investigação e desenvolvimento têm representado entre 3% a 5% do volume de negócios desde 2017, correspondendo em 2022 a 12,5M\$ (3%).

Considerando os custos mencionados anteriormente e tendo em conta os restantes custos operacionais, a margem EBITDA em 2022 é de 40%, como pode ser observado no Gráfico 10.

Gráfico 10 - Margem bruta, margem operacional e rentabilidade das vendas



Fonte: Refinitiv Eikon e estimativas do autor

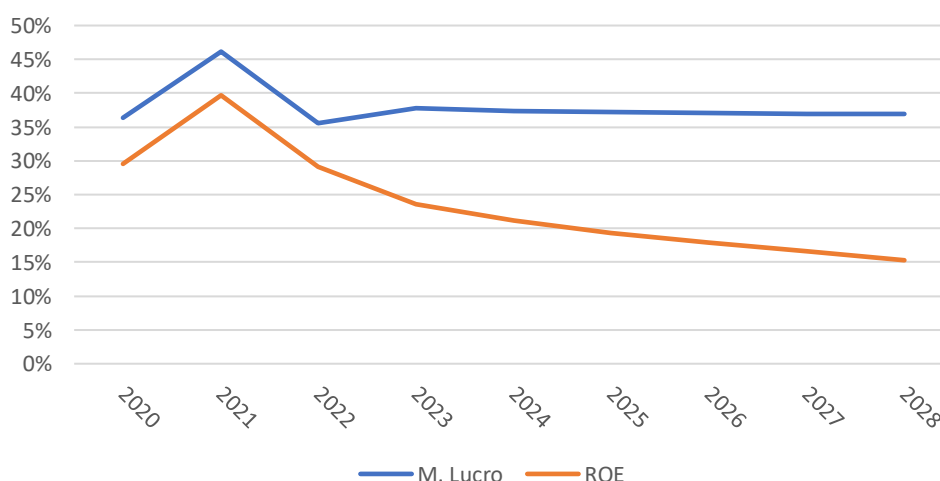
Apesar do saldo em dívida (sobretudo *leasings*), devido ao significativo saldo de disponibilidades da empresa, o lucro financeiro líquido tem sido positivo, pese embora residual ao longo dos anos.

O imposto pago até 2021 foi residual (devido a uma isenção do Estado Israelita), mas no ano de 2022 representou aproximadamente 20% do lucro antes de impostos. Nos anos subsequentes a empresa prevê pagar uma taxa de imposto entre 7,5% a 10%.

Apesar do crescimento do volume de negócios, o resultado líquido do exercício (RLE) diminuiu de 165M\$ em 2021 para 161,5M\$ em 2022, resultando numa rentabilidade das vendas de 36% em 2022. O Gráfico 11 resume o desempenho histórico e esperado da margem de lucro face ao retorno do capital próprio (ROE). Prespetiva-se um ROE decrescente devido ao baixo nível de endividamento não potenciar este rácio, o qual é o principal indicador de rentabilidade para o acionista.

O Apêndice III apresenta as demonstrações de resultados históricas e previsionais (que servem de base ao exercício de avaliação) de onde resultaram as conclusões anteriormente referidas.

Gráfico 11 - Rentabilidade das vendas e retorno do capital próprio



Fonte: Refinitiv Eikon e estimativas do autor

## Solvência e Liquidez

O total do ativo da empresa no fecho do ano de 2022 foi de cerca de 644,4M\$, como apresentado no Apêndice II. Destes, cerca de 547,4M\$ (85%) podem ser assumidos como a posição de *cash* da empresa, visto que, 97,5M\$ são caixa e equivalentes, 374,6M\$ correspondem a títulos de curto prazo transacionáveis e 75,3M\$ a depósitos bancários de curto prazo.

Os inventários da empresa, embora tenham diminuído até 2019, têm vindo a aumentar

gradualmente, representando em 2022 cerca de 6% do ativo.

A rúbrica de recebimentos e de outros recebimentos tem seguido o mesmo padrão, baixando o seu peso no ativo até 2019 (5%) e a partir daí aumentando até 2022 (7%).

O passivo da empresa é bastante diminuto tendo em conta as outras massas do balanço – ativo e capitais próprios – considerando que as rúbricas com maiores saldos são outros passivos correntes (51,9M\$), contas a pagar (16,2M\$) e adiantamentos de clientes (13,8M\$), em 2022.

Os capitais próprios da empresa em 2022 alcançaram os 554,6M\$, refletindo um rácio de autonomia financeira de 86%. Destes, 495,5M\$ são lucros retidos e o restante é, na sua maioria, composto por adicional pago em capital – *surplus* (148,8M\$). Relativamente às ações próprias, existiu um aumento no balanço de 39,8M\$ em 2021 para 82,4M\$ em 2022. Face ao exposto, a empresa reflete em 2022 um rácio de solvabilidade de 6,2x e relativamente à rentabilidade um ROE de 29%.

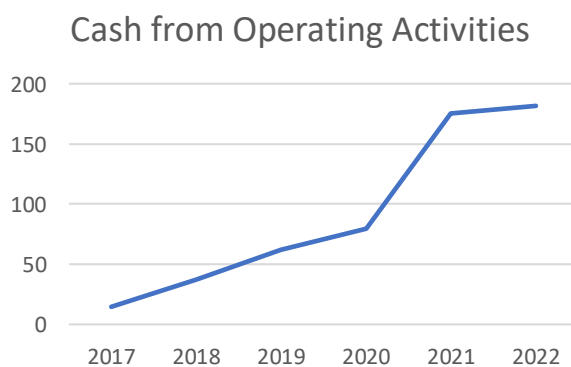
A fonte desta informação são os balanços reportados no Apêndice II.

O Apêndice IV apresenta um resumo dos principais rácios económico-financeiros do desempenho histórico (2020-2022) e previsional (2023-2028).

## Fluxos de Caixa

O fluxo de caixa operacional teve um aumento pouco expressivo, dos 174,9M\$ em 2021 para os 181,6M\$ em 2022, sendo que em 2020 era apenas cerca de 79,2M\$.

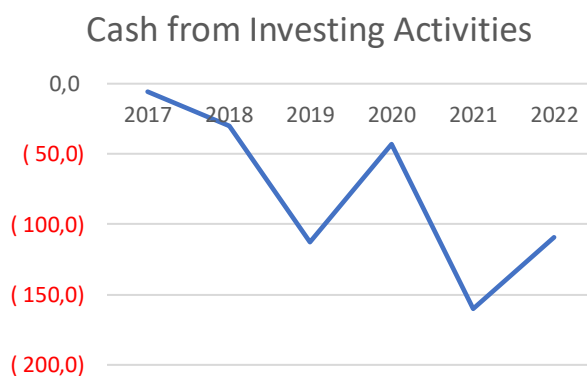
Gráfico 12 - Fluxos de caixa operacionais de 2017 a 2022



Fonte: Refinitiv Eikon

O fluxo de caixa das atividades de investimento em 2022 foi cerca de -109,5M\$ sendo que em 2021 foi de -160,1M\$; estes valores derivam dos valores investidos (em depósitos de curto prazo e outros títulos transacionáveis) face aos valores recebidos por esses investimentos, tendo em conta que o valor investido é constantemente muito superior.

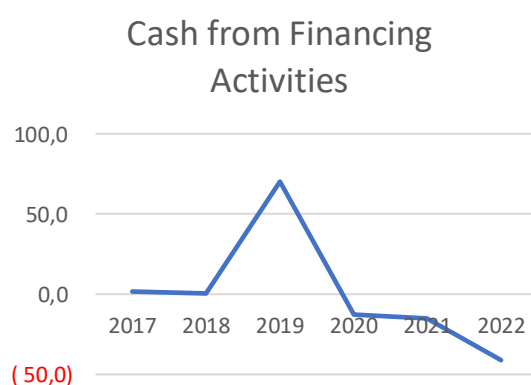
Gráfico 13 - Fluxo de caixa de atividades de investimento



Fonte: Refinitiv Eikon

O fluxo de caixa de atividades de financiamento é negativo em 41,1M\$ em 2022 face aos -15M\$ em 2021, fruto do montante aplicado na recompra de ações próprias (42,6M\$ em 2022) e em contrapartida do valor executado no exercício de opções.

Gráfico 14 - Fluxo de caixa de atividades de financiamento



Fonte: Refinitiv Eikon

## Avaliação

---

De acordo com a teoria financeira (Damodaran, 2006), existem diferentes métodos para aferir o valor de um ativo, mas o principal método de avaliação empresarial passa pelo desconto dos fluxos de caixa futuros esperados para a empresa, ou seja, os fluxos de caixa libertos após cumprir com o pagamento de todas as despesas e impostos.

Outro método de avaliação muito usado pelos analistas financeiros é o chamado método dos múltiplos de mercado, onde um ativo é avaliado com base em como outros ativos similares são precificados no mercado. Fazendo uso dessa abordagem, estima-se o valor de uma ação observando o preço de mercado de ações “semelhantes” (Damodaran, 2006). Face à informação anterior, para proceder à avaliação da empresa foram usados dois métodos, o método dos fluxos de caixa descontados e o método de avaliação relativo. Ambos os métodos estão assentes em pressupostos abaixo discriminados.

### Método dos Fluxos de Caixa Descontados

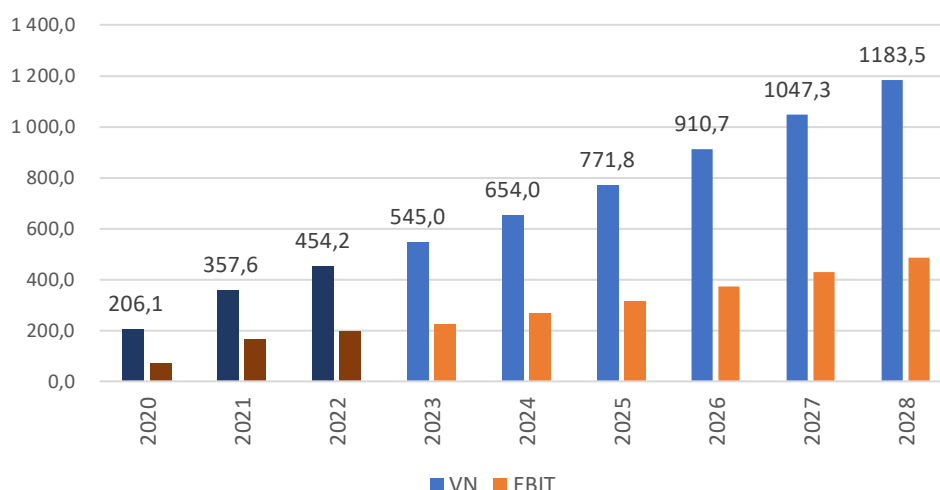
Este método passa pela projeção dos fluxos de caixa da empresa entre 2023-2028 (6 anos), descontando os fluxos de caixa dos primeiros 5 anos à taxa de desconto WACC e do último ano à mesma taxa, mas com a adição de um crescimento perpétuo para estimar o custo remanescente do negócio após os 6 anos.

### Principal *driver* de rentabilidade

Após análise do modelo de negócio e das demonstrações financeiras da empresa foi concluído que a evolução dos resultados da empresa deriva essencialmente do crescimento do volume de negócios, tal como observado no Gráfico 15. Assim, foi assumido que em 2023 e 2024 a empresa terá um crescimento das vendas de 20%, em 2025 e 2026 de 18%, em 2027 de 15% e em 2028 de 13%. Estes valores são considerados num cenário mais provável ou cenário-base devido à maturidade das patentes, à previsão de lançamento de novos produtos e ao histórico de crescimento médio das vendas desde 2018 de cerca de 50%.

Os Apêndices V e VI resumem os pressupostos assumidos na estimação das principais variáveis deste processo de avaliação.

Gráfico 15 – Crescimento do volume de negócios



Fonte: Refinitiv Eikon e estimativas do autor

### Despesas de capital (CAPEX)

A necessidade de investimento em despesas de capital da empresa é reduzida devido ao modelo de negócio da INMD. Na estimativa do CAPEX foi assumido que este iria crescer em conformidade com a média dos anos anteriores: taxa de crescimento anual de cerca de 51%. Assim, foi previsto um gasto de 2,4M\$ em 2023 a crescer até aos 19M\$ em 2028, tal como demonstrado no Apêndice VII.

### Necessidades de fundo de maneo (NFM)

Para estimar as NFM foi calculada uma média dos prazos de recebimento de clientes (TMR), de rotação de inventários (TME) e de pagamentos a fornecedores (TMP) nos últimos 7 anos. Assim, foi considerado que entre 2023-2028, o TMR será cerca de 2 meses, o TME será de 5,8 meses e o TMP de 2,9 meses. Estes valores correspondem a um constante aumento da necessidade de financiamento das NFM (ver Apêndice VII).

### Taxa de custo médio ponderado de capital (WACC)

No âmbito do cálculo do WACC, o modelo usado para calcular o custo do capital próprio foi o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). A tabela seguinte apresenta os pressupostos usados na estimação do WACC, explicado em pormenor no Apêndice VIII.

Tabela 3 - Taxa média do custo de capital

Cálculo do WACC	
Taxa de juro isenta de risco	4,10%
Prémio de risco	5,71%
Beta	1,21
<b>CAPM</b>	<b>10,92%</b>
Custo da dívida	5,88%
Taxa de imposto	10%
Rácio de capital próprio	100%
Rácio de endividamento	0%
<b>WACC</b>	<b>10,92%</b>

*Fonte: Pressupostos do autor para o cálculo da WACC*

A taxa de juro sem risco resultou de uma média (ponderada pela região das vendas) das taxas de juro sem risco dos principais países para os quais a empresa vende os seus produtos.

O prémio de risco foi obtido através da consulta da informação mais atual disponibilizada no *website* pelo professor Aswath Damodaran e foi igualmente ponderado pelo local geográfico das vendas da empresa.

O beta desalavancado foi também obtido através de informação disponibilizada pelo professor Damodaran, assumindo-se assim o beta estimado para o setor de “*Healthcare Products*” e alavancando-o tendo em conta a estrutura de capitais da empresa e a taxa de imposto prospetivada.

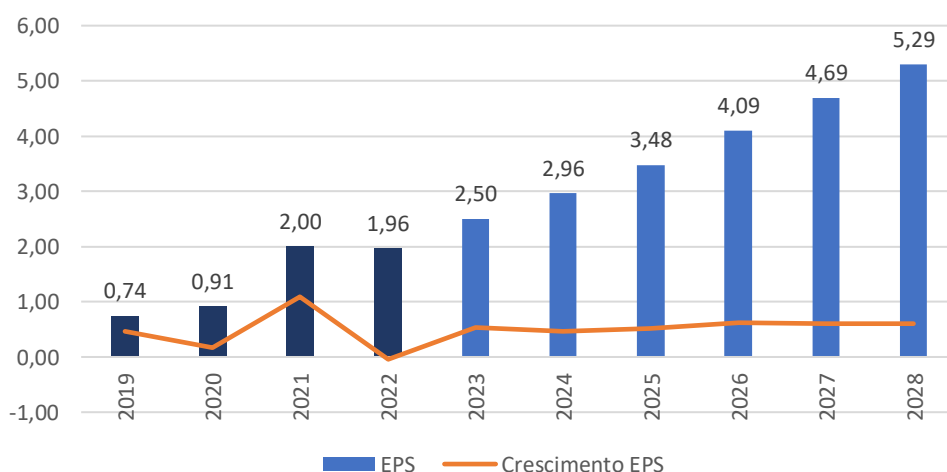
Foi assumido o CAPM como o modelo apropriado para estimar a taxa de atualização dos capitais da empresa porque, apesar do valor em *leasing* em 2022 de cerca de 3,5M\$, este não só não é representativo perante as massas do balanço da INMD, como também afeta negativamente a rentabilidade dos capitais próprios (ROE), visto que a empresa tem obtido um resultado financeiro constantemente positivo e um grau de alavancagem financeira nulo. Deste modo, assume-se, numa ótica mais conservadora, a estrutura de capitais como totalmente financiada por capitais próprios.

## Taxa de crescimento perpétuo (g)

Para finalizar o cálculo do valor intrínseco foi definida a taxa de crescimento perpétuo dos fluxos de caixa. Inicialmente, foi multiplicada a taxa de reinvestimento pela taxa de retorno de capital ao longo de 2017-2022, sendo calculada a média dos resultados obtidos. Através deste método, a taxa “g” obtida foi de 1,3%. Apesar do valor obtido, foi assumido o pressuposto de ajustar a taxa de crescimento perpétuo ao objetivo da taxa de inflação preconizada pela política monetária da FED (2%), não só pelo potencial da empresa e de crescimento do setor, mas também porque deste modo estaria aliado aos objetivos de política monetária do país ao qual tem mais exposição.

O Apêndice X apresenta a fórmula de cálculo usada na estimação dos FCF entre 2023-2028. Dessa avaliação, resultam os retornos por ação (EPS) apresentados no gráfico 16.

Gráfico 16 - Retornos por ação (históricos e estimados)



Fonte: Refinitiv Eikon e estimativas do autor

## Método dos Múltiplos de Mercado

Este método passa pela comparação dos múltiplos de mercado projetados para o ano de 2023 da empresa que se pretende avaliar face ao seu grupo de pares. Para complementar a avaliação foi também efetuada uma comparação relativa ao histórico de múltiplos de mercado da INMD.

### Comparação com os pares (*peers*)

A Tabela 4 reporta a comparação da empresa com as suas *peers* e é possível verificar que a capitalização de mercado da INMD é significativamente superior ao das empresas concorrentes assim como os restantes múltiplos. Três das concorrentes não têm capacidade de apresentar lucros.

Tabela 4 - Comparação de múltiplos entre a INMD e as suas *peers*

2023E	Ticker	Market C. (M\$)	EV (M\$)	P/E	P/S	P/B	EV/S	EV/EBITDA
InMode Ltd.	INMD	2783	2208	12,76	5,24	3,46	4,16	8,85
Cutera, Inc.	CUTR	340	491	-	1,29	-	1,86	-
Apyx Medical Corporation	APYX	233	226	-	3,88	2,15	3,76	-
Venus Concept Inc.	VERO	11	83	-	0,12	3,05	0,91	-
Sisram Medical Ltd.	1696.HK	564	515	11,16	1,26	1,17	1,17	7,90

Fonte: Refinitiv Eikon

### Comparação da INMD com o seu desempenho histórico

Na generalidade, os múltiplos da INMD cresceram entre 2019 e 2021 (onde atingiram o seu máximo), reduzindo o seu valor em 2022, sendo esperado em 2023 uma continuação da redução para mínimos, como se observa na Tabela 5.

Tabela 5 – Análise histórica e previsional dos *key indicators* da INMD

INMD	2019	2020	2021	2022	2023FY
Market Cap (M\$)	1285,7	1794,0	5856,6	2946,9	2783,0
EV (M\$)	1096,9	1536,2	5445,2	2404,4	2208,0
P/E	24,5	26,7	36,8	18,9	12,8
Price/Sales	9,5	9,7	17,0	6,7	5,2
P/B	7,3	7,1	14,1	5,3	3,5
EV/Sales	7,0	7,5	15,2	5,3	4,2
EV/EBITDA	18,3	21,0	32,4	12,1	8,9

Fonte: Refinitiv Eikon

## **Riscos de Investimento**

---

### **Risco Operacional (RO)**

Uma das vantagens competitivas mais relevantes da empresa é a sua capacidade de produzir com margens muito elevadas. No caso da deterioração das margens devido ao aumento dos custos das mercadorias ou aquando da prescrição das patentes, a perceção da empresa perante os investidores pode alterar-se negativamente afetando a sua capitalização bolsista.

A gestão da empresa está delegada a executivos com vasta experiência no setor que têm feito aparentemente um excelente trabalho. Alguns deles, incluindo o CEO, já têm idades acima dos 60 anos, pelo que a sua substituição é inevitável criando assim um ambiente de incerteza quanto à qualidade dos substitutos.

### **Risco Político e Regulatório (RPR)**

A INMD é tributada segundo o quadro fiscal israelita e tem unidades fabris, operações e a sua sede em Israel. Tendo em conta que Israel é um país com alguma instabilidade política, deve tomar-se em consideração que poderão existir alterações tanto nas taxas de impostos como noutros tipo de leis associadas aos trabalhadores, às empresas e à política económica.

O setor da saúde e bem-estar é bastante escrutinado relativamente à segurança e capacidade de entrega nos prazos acordados dos produtos vendidos. As entidades reguladoras podem tornar-se um entrave ao sucesso de novos produtos da empresa, não os aceitando como certificados para venda e/ou não concedendo patentes.

### **Risco Económico (RE)**

Tal como referido no relatório de contas da INMD, as políticas macroeconómicas e monetárias podem afetar o negócio da empresa. O CFO já referiu que a subida das taxas de juro e o arrefecimento da economia podem impactar negativamente o crescimento da empresa. Como alguns dos produtos da empresa têm um valor unitário relativamente alto (cerca de 100m\$) muitos dos seus clientes recorrem a financiamento para os adquirir; com a subida das taxas de juro pode haver uma dificuldade adicional no acesso ao crédito. A maioria dos produtos da empresa tem como objetivo a beleza e o bem-estar, e num período de arrefecimento económico os consumidores podem abrandar a sua procura pelos

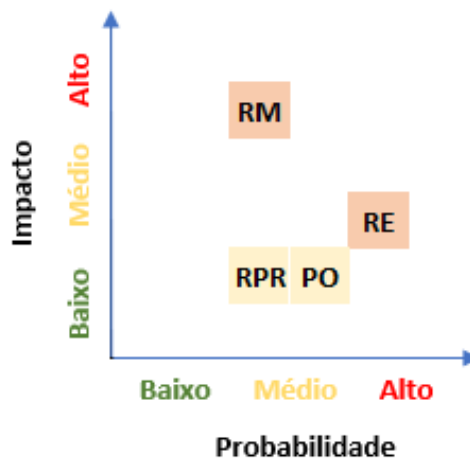
produtos da empresa, visto que, em princípio não são serviços essenciais.

### Risco de Mercado (RM)

Tal como uma grande parte dos setores a INMD está sujeita ao surgimento de tecnologias disruptivas que poderão tornar-se bens substitutos aos produtos produzidos pela empresa. Este risco é identificado devido ao setor onde a empresa atua, o qual é caracterizado por grandes esforços de desenvolvimento e inovação, visto que uma pequena melhoria pode traduzir-se numa grande redução de incómodo ou dor para o paciente, ou por outro lado, numa poupança significativa de capital para os clientes. Assim, como referido anteriormente, é importante para a empresa manter-se na vanguarda da tecnologia.

A Figura 5 resume e identifica a intensidade (ou impacto) e a probabilidade de exposição aos riscos acima numerados.

Figura 5 - Matriz de riscos de investimento



Fonte: Estimativas do autor

## Análise de Sensibilidade

---

A análise de sensibilidade tem como objetivo obter uma perceção rápida da alteração do resultado da avaliação no caso de se alterarem os pressupostos. Nesta análise, é possível perceber qual a variação do *upside* potencial no caso-base, *ceteris paribus*, da alteração do WACC e/ou da alteração da taxa de crescimento perpetuo (g).

Tabela 6 - Sensibilidade do preço target a alterações nas taxas WACC e g

		Variação da taxa WACC							
$\Delta\%$		9,5%	10,0%	10,5%	10,9%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
Variação da taxa g	3,7%	88,7%	73,0%	59,7%	50,0%	38,2%	29,5%	21,8%	14,9%
	3,2%	75,9%	62,3%	50,6%	42,0%	31,5%	23,7%	16,6%	10,4%
	2,5%	61,0%	49,7%	39,8%	32,5%	23,4%	16,5%	10,3%	4,8%
	2,0%	<u>52,1%</u>	42,1%	33,2%	<u>26,6%</u>	18,3%	12,0%	6,3%	1,2%
	1,3%	41,5%	32,8%	25,1%	<u>19,3%</u>	12,0%	6,4%	1,3%	-3,3%
	0,6%	32,6%	25,0%	18,2%	13,1%	6,6%	1,5%	-3,1%	-7,3%
	0,0%	25,9%	19,1%	13,0%	8,3%	2,4%	-2,2%	-6,4%	-10,3%

Fonte: Estimativas do autor

Após a análise da tabela anterior é relevante destacar os seguintes valores:

- 26,6%: Valor obtido na avaliação base, sobre o qual foram aplicadas as expectativas mais sólidas, sendo constituído pelos pressupostos considerados mais prováveis;
- 19,3%: Valor obtido no caso da alteração do pressuposto da taxa g para 1,3%, *ceteris paribus* (calculado através da multiplicação da taxa de reinvestimento pela taxa de retorno do ativo);
- 52,1%: Valor obtido no caso da alteração da estrutura de capitais (*ceteris paribus*) para a estrutura de capitais média do setor estimada pelo professor Damodaran. Esta poderá ser assumida como uma estrutura de capital potencial para a INMD. Deste modo, foi assumido um rácio de capital próprio de 87% e de endividamento de 13% com uma taxa de juro de 5,88%, resultando assim num WACC de 9,5%.



Face à cotação de fecho em 31/12/2022 de 35,70\$ é emitida recomendação de compra – *buy* – com potencial de valorização de 26,6% e com um preço alvo de 45,18\$ para 31/12/2023. É assim esperada uma capitalização bolsista de cerca de 3729,7M\$, estimada com base nos cálculos efetuados na tabela 7, os quais estão baseados em pressupostos entendidos como os mais prováveis, conforme informação disponibilizada nos Apêndices II-X.

Tabela 7 - Cálculo do FCF atualizado e da cotação potencial da INMD

(Milhões \$)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>RLE</b>	<b>206,0</b>	<b>244,3</b>	<b>286,9</b>	<b>337,7</b>	<b>387,4</b>	<b>436,7</b>
Depreciações	1,9	2,6	3,3	4,2	5,2	6,3
<b>CFO</b>	<b>208,0</b>	<b>246,8</b>	<b>290,2</b>	<b>341,9</b>	<b>392,6</b>	<b>443,0</b>
CAPEX	-2,4	-3,6	-5,5	-8,3	-12,6	-19,0
NFM	-19,1	-22,4	-24,2	-30,7	-28,4	-28,3
<b>FCF</b>	<b>186,4</b>	<b>220,8</b>	<b>260,5</b>	<b>302,8</b>	<b>351,6</b>	<b>395,8</b>
<b>FCF Atualizado</b>	<b>168,1</b>	<b>199,1</b>	<b>211,7</b>	<b>221,9</b>	<b>232,3</b>	<b>2696,6</b>

<b>Valor Intrínseco</b>	<b>3729,72</b>
<b>Nº de Ações</b>	<b>82,544991</b>
<b>Cotação</b>	<b>45,18 €</b>

*Fonte: R&C da INMD e estimativas do autor*



- Apyx Medical. (s.d.). *Investor relations*. Recuperado de: [https://apyxmedical.com/investor\\_relations/](https://apyxmedical.com/investor_relations/)
- Apyx Medical. (s.d.). *Product Indications*. Recuperado de: <https://apyxmedical.com/product-indications/>
- Milstein, E., Powell, T. & Wessel, D. (2021, 15 de julho). *What does the Federal Reserve mean when it talks about tapering*. Recuperado de: <https://www.brookings.edu/articles/what-does-the-federal-reserve-mean-when-it-talks-about-tapering/>
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. (2019, 4 de janeiro). *Perguntas e respostas sobre princípios básicos de investimento*. Recuperado de: <https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Faq/Pages/20181220c.aspx>
- Cutera – Aesthetic solutions. (s.d.) *Face and body solutions*. Recuperado de: <https://cutera.com/face-and-body-solutions/#ProductFinder>
- Cutera – Aesthetic solutions. (s.d.). *Corporate Profile*. Recuperado de: <https://ir.cutera.com/>
- Damodaran, A. (2006). *Valuation Approaches and Metrics: a Survey of the Theory and Evidence*. *Stern School of Business*. 1(8). <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf>
- Damodaran, A. (2021). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications - The 2022 Edition*. World Scientific Series in Finance. 5. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/ERP2022Formatted.pdf>
- Damodaran, A. (2023, janeiro). *Betas by Sector (US)*. New York University. Recuperado de: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
- Damodaran, A. (2023, janeiro). *Cost of Equity and Capital (US)*. New York University. Recuperado de: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/wacc.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.html)
- Damodaran, A. (s.d.). *Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran*. Recuperado de: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A. (s.d.). *Discounted Cash Flow Valuation*. Recuperado de: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/dcfallOld.pdf>

Financial Technology, Data, and Expertise - Refinitiv. (s.d.). InMode – Financials. Recuperado de: [https://www.refinitiv.com/en/search-results?q=inmode&x1=w\\_sector\\_id&q1=sector-navigation%3Afinancial](https://www.refinitiv.com/en/search-results?q=inmode&x1=w_sector_id&q1=sector-navigation%3Afinancial)

InMode (s.d.). *Board of Directors*– InMode. Recuperado de: <https://inmodemd.com/investors/board-of-directors/>

InMode (s.d.). *Management – InMode’s Executive Officers*. Recuperado de: <https://inmodemd.com/investors/management/>

Grand View Research (2023, maio). *Minimally Invasive Surgery Devices Market - Growth, Trends, and Forecasts (2023 - 2028)*. Recuperado de: <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/minimally-invasive-surgical-instruments-market>

PRNewswire. (2023, 14 de fevereiro). *Reports Fourth Quarter and Full Year 2022 Financial Results; Record Quarterly Revenue of \$113.6M Represents 21% Year-Over-Year Growth*. Recuperado de: <https://www.prnewswire.com/news-releases/inmode-reports-fourth-quarter-and-full-year-2022-financial-results-record-quarterly-revenue-of-133-6m-represents-21-year-over-year-growth-301745737.html>

PRNewswire. (2023, 5 de maio). *Reports First Quarter 2023 Financial Results; Quarterly Revenue of \$106.1M Represents 23.5% Year-Over-Year Growth*. Recuperado de: <https://www.prnewswire.com/news-releases/inmode-reports-first-quarter-2023-financial-results-quarterly-revenue-of-106-1m-represents-23-5-year-over-year-growth-301812367.html>

Securities and exchange commission (2022, 31 de dezembro). *InMode – Form 20F – Annual Report*. Recuperado de: <https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/0001742692/000117891323000552/zk2329160.htm#ITEM1>.

Sisram Medical (s.d.). *Alma*. Recuperado de: <https://sisram-medical.com/alma/>

Sisram Medical (s.d.). *Investors*. Recuperado de: <https://www.grafiati.com/pt/>

TradingView. (2023). *Acompanhe todos os mercados*. Recuperado a 20 de maio, de: <https://br.tradingview.com/>

Venus Concept Portugal. (s.d.). *Equipamentos para medicina estética não invasiva*.

Recuperado de: <https://www.venusconcept.pt/#equipamentos>

Yahoo Finance. (2023). *Cutera, Inc. (CUTR) – Income Statement*. Recuperado de:

<https://finance.yahoo.com/quote/CUTR/financials?p=CUTR>

Yahoo Finance. (2023). *InMode Ltd. (INMD) – Summary*. Recuperado de:

<https://finance.yahoo.com/quote/INMD?p=INMD&.tsrc=fin-srch>

Yahoo Finance. (2023). *Sisram Medical Ltd (1696.HK)– Summary*. Recuperado de:

<https://finance.yahoo.com/quote/1696.HK?p=1696.HK&.tsrc=fin-srch>

Yahoo Finance. (2023). *Venus Concept Inc. (VERO)– Summary*. Recuperado de:

<https://finance.yahoo.com/quote/VERO?p=VERO&.tsrc=fin-srch>

Yahoo Finance. (2023). *Apyx Medical Corporation (APYX)– Summary*. Recuperado de:

<https://finance.yahoo.com/quote/INMD?p=INMD&.tsrc=fin-srch>



## Apêndice I – Report Recommendations publicado pela CFA

<b>Buy</b>	Rendimento total esperado (incluindo ganhos de capital esperados e rendimento de dividendos esperado) superior a 10% durante um período de 12 meses.
<b>Hold</b>	Rendimento total esperado (incluindo ganhos de capital esperados e rendimento de dividendos esperado) entre 0% e 10% durante um período de 12 meses.
<b>Sell</b>	Retorno total negativo esperado (incluindo ganhos de capital esperados e rendimento de dividendos esperado) durante um período de 12 meses.

## Apêndice II – Balanço histórico e previsual

(Milhões \$)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Caixa e Investimentos de CP	260,5	415,9	547,4	851,6	1143,9	1491,2	1897,3	2376,9	2928,2
Clientes	8,2	17,9	27,0	90,8	109,0	128,6	151,8	174,6	197,2
Inventário	15,0	21,0	39,9	42,1	50,6	59,7	74,8	86,1	97,2
<b>Total do Ativo Corrente</b>	<b>289,6</b>	<b>470,1</b>	<b>629,4</b>	<b>984,6</b>	<b>1303,5</b>	<b>1679,5</b>	<b>2123,9</b>	<b>2637,5</b>	<b>3228,7</b>
Ativos Fixos Tangíveis	3,8	7,9	7,4	17,5	23,1	29,8	37,6	46,7	57,1
Investimentos de LP	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Outras Contas a Receber	3,4	0,8	4,0	10,2	13,4	17,3	21,9	27,2	33,2
Outros Ativos de LP	0,1	1,3	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
<b>Total do Ativo Não Corrente</b>	<b>7,9</b>	<b>10,6</b>	<b>15,1</b>	<b>31,3</b>	<b>40,3</b>	<b>50,8</b>	<b>63,2</b>	<b>77,6</b>	<b>87,9</b>
<b>Total do Ativo</b>	<b>295,8</b>	<b>478,5</b>	<b>644,4</b>	<b>1 016,0</b>	<b>1 343,7</b>	<b>1 730,3</b>	<b>2 187,1</b>	<b>2 715,1</b>	<b>3 316,6</b>
Fornecedores	6,4	8,8	16,2	21,1	25,3	29,8	37,4	43,0	48,6
Acréscimos e Diferimentos	10,9	19,0	0,0	42,0	55,5	71,5	90,3	112,1	137,0
Outras Contas a Pagar	17,7	24,1	65,8	58,6	77,5	99,7	126,1	156,5	191,2
<b>Total do Passivo Corrente</b>	<b>35,0</b>	<b>51,9</b>	<b>82,0</b>	<b>121,6</b>	<b>158,2</b>	<b>201,1</b>	<b>253,8</b>	<b>311,7</b>	<b>376,8</b>
Outros Passivos Não correntes	5,3	10,9	7,8	19,6	25,9	33,3	42,1	52,3	63,8
<b>Total do Passivo Não Corrente</b>	<b>6,8</b>	<b>10,9</b>	<b>7,8</b>	<b>19,6</b>	<b>25,9</b>	<b>33,3</b>	<b>42,1</b>	<b>52,3</b>	<b>63,8</b>
<b>Total do Passivo</b>	<b>41,8</b>	<b>62,7</b>	<b>89,8</b>	<b>141,6</b>	<b>187,3</b>	<b>241,1</b>	<b>304,8</b>	<b>378,4</b>	<b>462,2</b>
Ações Ordinárias	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5
Adicional Pago em Capital	101,7	122,7	148,8	180,0	217,9	263,6	319,0	385,9	467,0
Resultados Transitados	169,0	334,0	495,5	701,5	945,8	1 232,7	1 570,4	1 957,8	2 394,5
Outras Variações de Capital Próprio	0,4	-1,3	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5
<b>Total do Capital Próprio</b>	<b>254,0</b>	<b>415,8</b>	<b>554,6</b>	<b>874,4</b>	<b>1 156,5</b>	<b>1 489,2</b>	<b>1 882,3</b>	<b>2 336,7</b>	<b>2 854,5</b>
<b>Total do Passivo e Capital Próprio</b>	<b>295,8</b>	<b>478,5</b>	<b>644,4</b>	<b>1 016,0</b>	<b>1 343,7</b>	<b>1 730,3</b>	<b>2 187,1</b>	<b>2 715,1</b>	<b>3 316,6</b>

Fonte: Refinitiv Eikon e estimativas do autor

## Apêndice III – Demonstração de Resultados histórica e previsual

(Milhões \$)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>Volume de Negócios</b>	<b>206,1</b>	<b>357,6</b>	<b>454,2</b>	<b>545,0</b>	<b>654,0</b>	<b>771,8</b>	<b>910,7</b>	<b>1047,3</b>	<b>1183,5</b>
CMVMC	30,8	53,6	73,5	87,2	104,6	123,5	154,8	178,0	201,2
<b>Margem Bruta</b>	<b>175,3</b>	<b>304,0</b>	<b>380,8</b>	<b>457,8</b>	<b>549,4</b>	<b>648,3</b>	<b>755,9</b>	<b>869,3</b>	<b>982,3</b>
Despesas Gerais e Administrativas	93,0	127,8	170,5	207,1	248,5	293,3	337,0	387,5	437,9
Investigação e Desenvolvimento	9,5	9,5	12,5	27,3	32,7	38,6	45,5	52,4	59,2
<b>Lucro Operacional</b>	<b>72,8</b>	<b>167,5</b>	<b>197,8</b>	<b>223,5</b>	<b>268,2</b>	<b>316,4</b>	<b>373,4</b>	<b>429,4</b>	<b>485,2</b>
Resultado Financeiro Líquido	3,3	0,5	3,7	5,5	3,3	2,3	1,8	1,0	0,0
<b>Resultado Antes de Impostos</b>	<b>76,1</b>	<b>168,0</b>	<b>201,5</b>	<b>228,9</b>	<b>271,4</b>	<b>318,7</b>	<b>375,2</b>	<b>430,4</b>	<b>485,2</b>
Provisões para Impostos	1,1	2,9	39,9	22,9	27,1	31,9	37,5	43,0	48,5
<b>Resultado Líquido</b>	<b>75,0</b>	<b>165,0</b>	<b>161,5</b>	<b>206,0</b>	<b>244,3</b>	<b>286,9</b>	<b>337,7</b>	<b>387,4</b>	<b>436,7</b>

Fonte: Refinitiv Eikon e estimativas do autor

## Apêndice IV – Rácios económico financeiros

	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Rácios de Liquidez</b>									
<i>Current ratio (x)</i>	8,27	9,06	7,68	8,10	8,24	8,35	8,37	8,46	8,57
<i>Quick ratio (x)</i>	7,68	8,36	7,00	7,75	7,92	8,06	8,07	8,19	8,29
<i>Cash ratio (x)</i>	7,44	8,01	6,68	7,00	7,23	7,42	7,47	7,63	7,77
<b>Rácios de Rentabilidade</b>									
<i>Gross Profit Margin (%)</i>	85,06%	85,01%	83,84%	84,00%	84,00%	84,00%	83,00%	83,00%	83,00%
<i>EBIT Margin (%)</i>	35,32%	46,84%	43,55%	41,00%	41,00%	41,00%	41,00%	41,00%	41,00%
<i>Net Profit Margin (%)</i>	36,39%	46,14%	35,56%	37,80%	37,35%	37,17%	37,08%	36,99%	36,90%
<i>ROA (%)</i>	25,35%	34,48%	25,06%	20,28%	18,18%	16,58%	15,44%	14,27%	13,17%
<i>ROCE (%)</i>	27,91%	39,26%	35,17%	24,99%	22,62%	20,69%	19,31%	17,87%	16,50%
<i>ROE (%)</i>	29,53%	39,68%	29,12%	23,56%	21,12%	19,26%	17,94%	16,58%	15,30%
<i>EPS (€)</i>	0,91	2,00	1,96	2,50	2,96	3,48	4,09	4,69	5,29
<b>Rácios de Solvabilidade</b>									
<i>Equity Multiplier</i>	1,16	1,15	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16
<i>Solvabilidade (x)</i>	6,08	6,63	6,18	6,18	6,18	6,18	6,18	6,18	6,18
<b>Rácios de Eficiência</b>									
<i>Asset Turnover (x)</i>	0,70	0,75	0,70	0,54	0,49	0,45	0,42	0,39	0,36
<i>Inventory Turnover (x)</i>	2,05	2,55	1,84	2,07	2,07	2,07	2,07	2,07	2,07
<i>Fixed Asset Turnover (x)</i>	54,24	45,27	61,38	31,17	28,28	25,91	24,19	22,41	20,73
<i>Payables Turnover (x)</i>	4,81	6,09	4,54	4,14	4,14	4,14	4,14	4,14	4,14

Fonte: Refinitiv Eikon e estimativas do autor

## Apêndice V – Pressupostos do Balanço previsual

	Unid.	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Pressupostos
Clientes	% VN	16,5%						Média do peso da rubrica de clientes sobre o VN no período de análise (2016-2022)
Inventário	% CMVMC	48,4%						Média do peso da rubrica de inventários sobre o CMVMC no período de análise (2016-2022)
<b>Total do Ativo Corrente</b>								
Ativos Fixos Tangíveis	% Ativo Total	1,7%						Média do peso da rubrica de AFT sobre o Ativo Total no período de análise (2017-2022)
Investimentos de LP	Milhões \$	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	Valor da rubrica entre 2019 e 2022
Outras Contas a Receber	% Ativo Total	1%						1% do Ativo Total
Outros Ativos de LP	Milhões \$	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	Valor da rubrica em 2022
<b>Total do Ativo Não Corrente</b>								
Fornecedores	% CMVMC	24%						Média do peso da rubrica de fornecedores sobre o CMVMC no período de análise (2016-2022)
Acréscimos e Diferimentos	% Passivo Total	30%						Média do peso da rubrica sobre o Passivo Total no período de análise (2017-2022)
Outras Contas a Pagar	% Passivo Total	41%						Média do peso da rubrica sobre o Passivo Total no período de análise (2017-2022)
<b>Total do Passivo Corrente</b>								
Outros Passivos, total	% Passivo Total	14%						Média do peso da rubrica sobre o Passivo Total no período de análise (2017-2022)
<b>Total do Passivo Não Corrente</b>								
Ações Ordinárias	Milhões \$	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	Crescimento de 0,1M\$ em 2023, 2025 e 2026
Adicional Pago em Capital	Δ%	21%						Em linha com o crescimento da rubrica em 2021 e 2022 (21%)
Resultados Transitados	Milhões \$	701,5	945,8	1 232,7	1 570,4	1 957,8	2 394,5	Pelos valores da Demonstração de Resultados
Outras Variações de Capital Próprio	Milhões \$	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	Valor da rubrica em 2022
<b>Total do Capital Próprio</b>								

Fonte: Estimativas do autor

## Apêndice VI – Pressupostos da Demonstração de Resultados previsual

	Unid.	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Pressupostos
Volume de Negócios	Milhões \$	545,0	654,0	771,8	910,7	1047,3	1183,5	Crescimento de 20% em 2023 e 2024, 18% em 2025 e 2026, 15% em 2027 e 13% em 2028
CMVMC	% VN			16%				Assumido peso da rubrica sobre o VN em 2022
Despesas Gerais e Administrativas	% VN			38%				Assumido peso da rubrica sobre o VN em 2022
Investigação e Desenvolvimento	% VN			5%				Assumido peso histórico mais elevado desde 2017
Resultado Financeiro Líquido	Milhões \$	5,5	3,3	2,3	1,8	1,0	0,0	Máximo histórico em 2023 a decrescer até 2028 (em linha com expectativas das taxas de juro)
Provisões para Impostos	% RAI			10%				De acordo com expectativas da empresa

Fonte: Estimativas do autor

## Apêndice VII – CAPEX, NFM e D&A

### CAPEX:

Entre 2017 e 2022 o CAPEX aumentou em média 51% por ano, pelo que foi assumido que esse crescimento se iria manter até 2028.

(Milhões \$)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
CAPEX total	0,5	0,9	1,6	2,4	3,6	5,5	8,3	12,6	19,0
% de crescimento	-29%	80%	78%	51%	51%	51%	51%	51%	51%

Fonte: Refinitiv Eikon e estimativas do autor

### NFM:

Após o cálculo dos tempos médio de recebimento entre 2017 e 2022, foi assumido que em média o TMR iria ser de 2 meses. O cálculo do tempo médio das existências e do prazo de pagamento de fornecedores foi calculado do mesmo modo, tendo sido obtido um TME médio de 5,8 meses e um TMP médio de 2,9 meses. Através dos tempos médios foram obtidos os saldos de clientes, inventários e fornecedores, os quais foram usados para obter as necessidades de fundo de maneiio.

(Milhões \$)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Clientes	22,3	51,1	69,1	90,8	109	128,6	151,8	174,6	197,2
Inventários	15	21	39,9	42,1	50,6	59,7	74,8	86,1	97,2
Fornecedores	6,4	8,8	16,2	21,1	25,3	29,8	37,4	43	48,6
<b>NFM</b>	<b>-30,9</b>	<b>-63,3</b>	<b>-92,8</b>	<b>-111,8</b>	<b>-134,3</b>	<b>-158,5</b>	<b>-189,2</b>	<b>-217,7</b>	<b>-245,8</b>
<b>Δ NFM</b>	<b>11,8</b>	<b>32,4</b>	<b>29,5</b>	<b>19,1</b>	<b>22,4</b>	<b>24,2</b>	<b>30,7</b>	<b>28,4</b>	<b>28,3</b>

Fonte: Refinitiv Eikon e estimativas do autor

## D&A:

Para o cálculo das depreciações foi assumida a média do peso das depreciações no total do ativo fixo tangível entre 2017 e 2022 (11%)

(Milhões \$)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Depreciações totais	0,4	0,5	0,7	1,9	2,6	3,3	4,2	5,2	6,3
% AFT	11%	6%	9%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Fonte: Refinitiv Eikon e estimativas do autor

## Apêndice VIII – Cálculo do WACC

No âmbito do cálculo do WACC foi usada a fórmula e os pressupostos de seguida apresentados:

$$WACC = \frac{E}{E + D} \times Ke + \frac{D}{E + D} \times Kd \times (1 - Tax Rate (t))$$

Componentes do WACC	Rate	Pressupostos
Taxa de juro sem risco	4,10%	Taxa de juro média (30 anos) das obrigações do tesouro dos USA (3,8%), EU (3,6%) e de "outros países" (4,8%), ponderadas pela região das vendas em 66%, 11% e 23%, respetivamente.
Prémio de risco	5,71%	Prémio de risco assumido para os USA (4,24%), para a EU (5,21%) e uma média do prémio de risco para a Argentina, Israel, Índia, China e Austrália (10,1%). Valores ponderados pela região das vendas em 66%, 11% e 23%, respetivamente.
Beta	1,21%	Beta desalavancado do setor de "Healthcare Products" (1,06), alavancado posteriormente com o D/E (16,19%) e com a taxa de imposto prospetivada (10%).
Custo da dívida	5,88%	Taxa de juro sem risco mais um spread de 1,78%.
Taxa de imposto	10%	Taxa de imposto prospetivada pela empresa.
WACC	10,92%	Atividade financiada a 100% por capitais próprios.

Fonte: Website Professor Damodaran, R&C da INMD e estimativas do autor

## Apêndice IX – Taxa de crescimento perpétuo

Para o cálculo da taxa de crescimento perpétuo foi inicialmente calculada a taxa de reinvestimento do capital e posteriormente, esta foi multiplicada pela taxa de retorno do capital. Pese embora o valor obtido com o cálculo, foi assumido no cenário base uma taxa “g” de 2%.

$$\text{Reinvestment Rate} = \frac{(\text{Net CAPEX} + \Delta \text{Net Working Capital (NWC)})}{\text{EBIT} (1 - t)}$$

$$\text{Expected growth rate (g)} = \text{Reinvestment Rate} \times \text{ROC}$$

(Milhões \$)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
CAPEX	-2,4	-3,6	-5,5	-8,3	-12,6	-19,0
NET CAPEX	1,3	2,2	3,6	5,9	9,6	15,3
NFM	19,1	22,4	24,2	30,7	28,4	28,3
<b>Taxa de Reinvestimento</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,1%</b>
<b>ROC</b>	<b>20,3%</b>	<b>18,2%</b>	<b>16,6%</b>	<b>15,4%</b>	<b>14,3%</b>	<b>13,2%</b>
<b>Taxa g</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,1%</b>

<b>Taxa g média</b>	<b>1,3%</b>
---------------------	-------------

Fonte: Estimativas do autor

## Apêndice X – Avaliação pela atualização dos Fluxos de Caixa

No cálculo e atualização dos fluxos de caixa, demonstrado na tabela 7, foram usadas as seguintes formulas.

$$FCFF = EBIT(1 - t) + D\&A - \Delta NWC - CAPEX$$

$$\text{Terminal Value (TV)} = \frac{[FCFF_{2027} \times (1 + g)]}{WACC - g}$$