



Monografia de final de curso

Departamento de Ciências Econômicas

Valuation-Avaliação de Empresas
Natura Cosméticos S.A

Aluno: Leonardo Blasi Rodrigues

Matrícula: 1121926

Orientador: Maria Elena Gava Reddo Alves

Novembro de 2015

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Monografia de final de curso

Departamento de Ciências Econômicas

Valuation-Avaliação de Empresas Natura Cosméticos S.A

Aluno: Leonardo Blasi Rodrigues

Matrícula: 1121926

Orientador: Maria Elena Gava Reddo Alves

Novembro de 2015

Declaro que o presente estudo é de minha autoria, exceto diante de autorização estabelecida pelo orientador, à procura de uma possível informação externa.

Leonardo Blasi Rodrigues

Sumário:

Capítulo 1: Introdução

- 1.1 Arcabouço Teórico
- 1.2 Metodologia
- 1.3 Fontes de referencias
- 1.4 Objetivos
- 1.5 Resultados esperados

Capítulo 2: Metodologias de Avaliação

- 2.1 Método por fluxo de caixa descontado
 - 2.1.1 Fluxo de caixa descontado para a empresa (FCFF)
 - 2.1.1.1 Custo do capital próprio
 - 2.1.1.2 Modelo de risco e retorno
 - 2.1.1.3 Modelo de crescimento dos dividendos
 - 2.1.1.4 Perpetuidade
 - 2.1.1.5 Valor justo
 - 2.1.2 Fluxo de caixa descontado para o acionista (FCFE)
- 2.2 Método de avaliação relativa
 - 2.2.1 Múltiplos de lucro
 - 2.2.2 Múltiplos de EBITDA
 - 2.2.3 Múltiplos de patrimônio
 - 2.2.4 Múltiplos de receita
- 2.3 Métodos de avaliação por direitos contingente

Capítulo 3: A Natura S.A.

- 3.1 Perfil da empresa
- 3.2 Historia
- 3.3 Visão
- 3.4 estrutura administrativa
 - 3.4.1 Estrutura acionária
 - 3.4.2 Conselho administrativo
 - 3.4.3 Diretoria estatutária
 - 3.4.4 Comitê executivo

- 3.4.4.1 Comitê de Auditoria, de Gestão de Riscos e de Finanças
- 3.4.4.2 Comitê de Pessoas e Desenvolvimento Organizacional
- 3.4.4.3 Comitê Estratégico
- 3.4.4.4 Comitê de Governança Corporativa

Capítulo 4: Análise setorial

- 4.1 Panoramas do setor
- 4.2 Oportunidade de crescimento

Capítulo 5: Valuation

- 5.1 Demonstrações contábeis
- 5.2 Balanço Patrimonial
- 5.3 Análise de índices
 - 5.3.1 índice de liquidez
 - 5.3.1.1 índice de liquidez corrente
 - 5.3.1.2 índice de liquidez seca
 - 5.3.1.3 índice de liquidez imediata
 - 5.3.1.4 índice de liquidez geral
 - 5.3.2 índices de endividamento
 - 5.3.2.1 grau do endividamento
 - 5.3.2.2 Composição do endividamento
 - 5.3.3 índices de rentabilidade
 - 5.3.3.1 ROA
 - 5.3.3.2 ROE
 - 5.3.4 índices de lucratividade
 - 5.3.4.1 Margem líquida
 - 5.3.4.2 Margem Operacional
 - 5.3.4.3 Giro do ativo
 - 5.3.5 índices para a Natura

5.4 Projeções

5.4.1 Receita líquida

5.4.2 Custo dos produtos vendidos

5.4.3 Lucro bruto

5.4.4 Resultado financeiro

5.4.5 IR e Contribuição social

5.4.6 Lucro líquido

5.4.7 EBITDA

5.4.8 CAPEX

5.5 Calculando o WACC

5.6 Fluxo de caixa líquido

Capítulo 6: Conclusões

Bibliografia

Quadros:

Quadro 1: Estrutura acionaria

Quadro 2: Conselho de administração

Quadro 3: Diretoria estatutária

Quadro 4: Comitê executivo

Quadro 5: Comitê de Auditoria, de Gestão de Riscos e de Finanças

Quadro 6: Comitê de Pessoas e Desenvolvimento Organizacional

Quadro 7: Comitê Estratégico

Quadro 8: Comitê de Governança Corporativa

Quadro 9: Variação do setor

Figuras:

Figura 1: Modelos de avaliação

Figura 2: Fluxo de caixa líquido

Figura 3: Estimativa do setor por país

Figura 4: Potencial futuro do setor

Gráficos:

Gráfico 1: Evolução do setor

Gráfico 2: Ativo

Gráfico 3: Passivo

Gráfico 4: DRE

Gráfico 5: Receita Líquida

Gráfico 6: Custo dos produtos vendidos

Gráfico 7: Lucro Bruto

Gráfico 8: Resultado Financeiro

Gráfico 9: IR e Contribuição Social

Gráfico 10: Lucro Líquido

Gráfico 11: EBITDA

Gráfico 12: CAPEX

Tabelas:

Tabela 1: Ativo

Tabela 2: Passivo

Tabela 3: DRE

Tabela 4: Índices

Tabela 5: Receita Líquida

Tabela 6: Decomposição dos Custos

Tabela 7: Custo dos Produtos vendidos

Tabela 8: Lucro Bruto

Tabela 9: Resultado Financeiro

Tabela 10: IR e Contribuição Social

Tabela 11: Lucro Líquido

Tabela 12: EBITDA

Tabela 13: CAPEX

Tabela 14: Fluxo de Caixa Líquido

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer aos meus pais, Marcos e Angela, meus irmãos, Thiago e Vittoria e minha namorada Agatha Melo pelo amplo apoio que me foi dado durante a trajetória em ciências econômicas na PUC-RJ, bem como todas as bases educacionais que me propiciaram chegar até aqui. Gostaria também de agradecer pelo companheirismo e ensinamentos dos amigos que tive a oportunidade de fazer nesta universidade, em especial, Léo Cavalcante, Marcos Migueis, Daniel Sá Earp e Matheus D' Amico. Por último, mas não menos importante, gostaria de agradecer à minha orientadora, Maria Elena Gava Reddo Alves, pelos brilhantes conselhos e aprendizado que me proporcionou, sem os quais não seria possível a realização do presente trabalho.

1. Introdução

Com o mundo se tornando cada vez mais globalizado, faz-se necessário, por parte das empresas, realizar investimentos em bons projetos e saber aproveitar oportunidades promitentes, reforçando a noção de que tais medidas são plenamente importantes na obtenção de valor, sendo por meio de fusões e aquisições, calculando o preço justo de uma ação ou realizando um IPO¹ (*initial public offering*).

Corroborando com a afirmação supracitada, Damodaran²(2007 , p. 1), diz "(...) que conhecer o valor de uma empresa e o que o determina são pré-requisitos para uma avaliação inteligente".

No Brasil, olhando para o passado não tão longínquo, muito se tem feito, no que tange a viabilidade e desenvolvimento de um mercado de capitais cada vez mais empenhado com o seu papel. Podem-se listar alguns avanços, dos quais, a revisão da lei das S/A e o fortalecimento da CVM³ ganham destaque no desenvolvimento desse mercado.

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro fez surgir muitos investidores, estrangeiros ou não, consolidando a importância de se avaliar empresas e projetos de forma correta e eficaz, ou seja, o termo *valuation*⁴ se torna cada vez mais presente em diversos meios, acadêmicos, profissionais e dos investidores de forma geral.

¹ IPO (Oferta Pública Inicial), sigla em inglês para OPA (Oferta Pública de Ações), quando uma empresa vende suas ações na bolsa de valores pela primeira vez.

² Aswath Damodaran, professor de finanças na Universidade de New York (NYU), leciona finanças corporativas e avaliação de empresas. É mundialmente reconhecido por seus livros e artigos sobre avaliação de empresas.

³ Comissão de Valores Mobiliários - CVM, é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, com poderes para disciplinar, normalizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado de valores mobiliários

⁴ *Valuation* é o termo em inglês para "Avaliação de Empresas". É o processo de estimar quanto uma empresa vale, determinando seu preço justo e o retorno de um investimento em suas ações.

1.1 Arcabouço teórico:

O trabalho irá fazer referência a diversos métodos de *valuation*, consolidando um aprendizado cada vez mais importante no campo teórico e prático, porém, ainda hoje pouco explorado.

Para Damodaran (2009, p. 11), existem três temáticas de avaliação de empresas, das quais: i) avaliação por fluxo de caixa descontado, que relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados relativo a tal ativo; ii) avaliação relativa, estima o valor de um ativo enfocando a precificação de ativos comparáveis, como por exemplo, lucros, valor contábil ou fluxo de caixa; iii) avaliação de direitos contingentes, que utiliza modelos de precificações de opções para medir o valor de ativos que possuam características de opções.

1.2 Metodologia:

Para realização do presente trabalho será utilizado o método de fluxo de caixa descontado, método utilizado na bibliografia de muitos autores. É importante frisar que o método é muito bem aceito no mercado de consultoria, pois, a capacidade de geração de valor de uma empresa é indicada pelo fluxo de caixa.

Segundo Damodaran (2009, p. 13), a avaliação pelo método de fluxo de caixa descontado pode ser analisado por três óticas: i) avaliar o fluxo de caixa do acionista esperado; ii) avaliar o fluxo de caixa da empresa esperado; iii) avaliar a empresa por partes, começando pelas operações e acrescentando ao valor os efeitos de dívida e outros títulos sem participação acionária.

1.3 Fontes de referências:

O trabalho buscará informações pertinentes ao *valuation* em bibliografias⁵ que são tidas como as mais completas no âmbito de tal assunto.

Os dados referentes a estrutura dos dados contábeis da Natura serão retirados do próprio site da empresa e possíveis sites de consultoras .

1.4 Objetivos:

O objetivo do trabalho proposto é avaliar uma empresa de capital aberto do ramo de cosméticos listada na bolsa de valores brasileira. O trabalho irá abordar o método de *valuation* pela ótica de Aswath Damodaran.

1.5 Resultados esperados:

O resultado esperado ao término do trabalho é verificar se o valor final (valor justo) esta acima ou abaixo do seu valor encontrado no mercado, corroborando com orientações no que tange a compra ou venda do ativo para possíveis investidores e/ou outras ações de investidores privados ou corporativos.

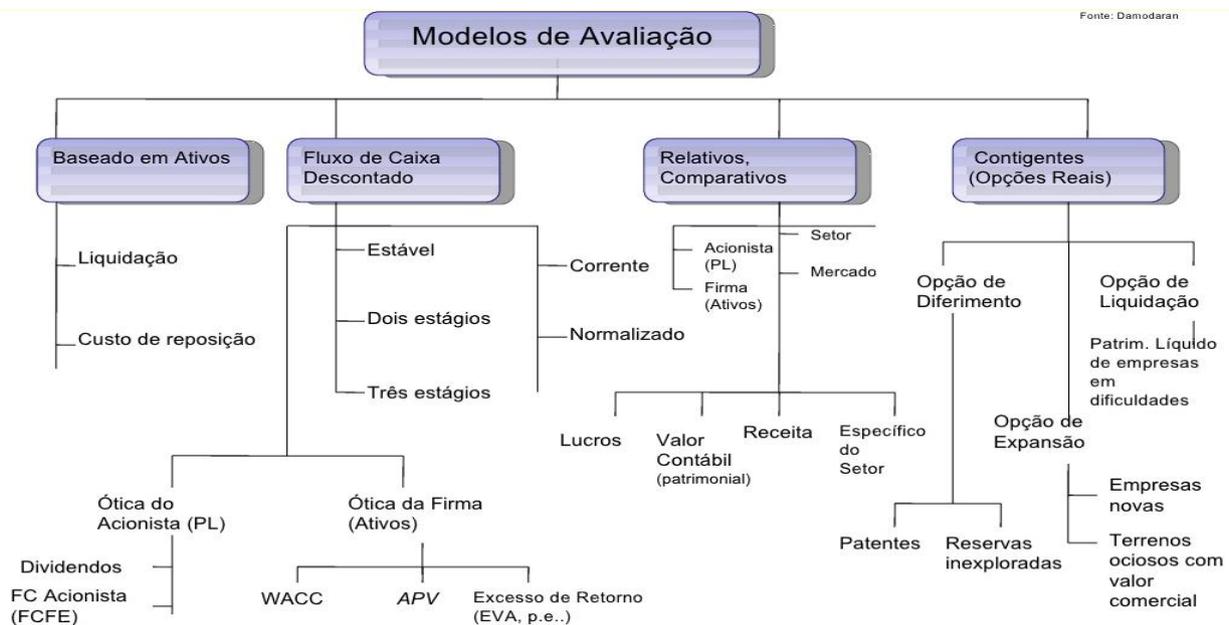
⁵ Aswath Damodaran, Alexandre Póvoa, Sérgio de Ludicibus, Alex Kane, Zvi Bodie e Alan J. Marcus.

2. Metodologia de avaliação:

É sabido que existem muitos métodos de avaliação de empresas usados pelos investidores, instituições ou qualquer agente econômico para atestar suas decisões, cada qual com seus respectivos problemas e benefícios. Dentre todos os métodos existentes, o trabalho tentará explicar de forma significativa e satisfatória os três principais, que são: Avaliação por múltiplos, avaliação por direitos contingentes e o que será usado para avaliar a Natura S.A. neste trabalho, método por fluxo de caixa descontado.

Corroborando com o supracitado, Damodaran exibe um quadro completo dos métodos e que certamente ajudara a ter uma melhor dimensão do tamanho dos métodos existentes.

Figura 1:



Fonte: Damodaran

2.1 Métodos por fluxo de caixa descontado:

Este método é indicado na maioria das situações de análise. Bastante usado quando se sabe que a empresa terá continuidade em suas operações, além de fornecer uma análise mais detalhada da empresa. Não obstante, não se torna muito indicado quando a empresa se encontra em situação financeira ruim ou em casos de extrema incerteza (economia mudando de cenário rapidamente), pois a análise será tão boa quanto às projeções futuras, em ambientes de incerteza, uma empresa pode sofrer uma análise muito pior, ou melhor, do que realmente seria corroborando com possíveis prejuízos.

Damodaran destaca situações em que o modelo deve ser explanado de forma correta para que sofra certas mudanças. Listam-se sete situações em que são necessárias alterações, que são: Companhias com problemas financeiros, companhias cíclicas, companhias com ativos sem uso, companhias com patentes, companhias em reestruturação, companhias em processo de aquisição e companhias privadas.

O método de fluxo de caixa descontado pode ter duas abordagens. A primeira descontando o fluxo de caixa livre para a empresa (*free cash flow for the firm-FCFF*) e a segunda é focalizar no fluxo de caixa livre para o acionista (*free cash flow to equityholders-FCFE*). Ambas descontam fluxo de caixa esperado, porém o que as diferencia são as definições de fluxo de caixa e das taxas de desconto.

2.1.1 Fluxo de caixa descontado para a empresa (FCFF).

Nessa abordagem obtém-se o valor presente da empresa como um todo, através do fluxo de caixa esperado descontado por uma taxa, que neste caso será o WACC⁶ (*Weighted-Average cost of capital*). O FCFF é o fluxo de caixa após os impostos das operações da empresa líquidos de investimentos em capital e de

⁶ Sigla em inglês de Custo Médio Ponderado de Capital de uma empresa. É a média ponderada dos custos de capital próprio e de terceiros por seus respectivos pesos no investimento total da empresa.

capital de giro líquido. Segundo Bodie, Kane e Marcus (2015, p. 544), ele inclui os fluxos de caixa disponíveis tanto para os obrigacionistas quanto para os acionistas. Assim sendo, o cálculo do valor da empresa é:

$$\text{VPL} : \sum_{t=1}^T \frac{FCFF}{(1+WACC)^t}$$

$$\text{FCFF} = Ebit(1 - t) + \text{Depreciação} - \text{Dispêndio de capital} - \text{Aumento no NWC}^7$$

EBIT = Lucro antes de juros e impostos

t = Alíquota de imposto corporativo

NWC = Capital de giro líquido

Figura 2:

<p>Receitas</p> <p>(-) Despesas Operacionais</p> <p>= Lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização</p> <p>(-) Depreciação e Amortização</p> <p>= Lucro antes do pagamento de juros e impostos</p> <p>(-) Impostos</p> <p>= Lucro Líquido</p> <p>(+) Depreciação de Amortização</p> <p>= Fluxo de Caixa Provenientes de Operações</p> <p>(-) Desembolsos de Capital</p> <p>(-) Variação do Capital de Giro</p> <p>= Fluxo de Caixa Líquido</p>

Fonte: Damodaran

⁷ Net Working Capital, sigla em inglês para Capital de Giro Líquido.

O WACC é o custo do dinheiro no tempo. Dito de outra forma, é o retorno exigido sobre o capital investido para que a empresa atinja o equilíbrio na aplicação executada. Segundo Damodaran (2006) essa taxa apropriada deve ser a taxa mínima de retorno esperada que uma empresa ou investimento deve oferecer para ser atraente. Para Copeland, o WACC é calculado da seguinte maneira:

$$\text{WACC} = Ke * \frac{E}{E+D} + Kd * (1 - T) * \frac{D}{D+E}$$

Onde:

Ke = Custo do capital próprio

E = Participação do capital próprio

D = Participação do capital de terceiros (Dívidas)

Kd = Custo do capital de terceiros

T = Alíquota de imposto de renda + Contribuição social

$$Kd = \frac{\text{Despesa com juros}}{\text{Dívida Total}}$$

2.1.1.1 Custo do capital próprio

Quando foi falado parágrafos acima sobre possíveis erros e avaliações subjetivas das empresas, não tinha sido explanado de maneira clara o principal motivo dessa subjetividade. Todavia, nesse momento, ao entrarmos nos devidos esclarecimentos de cálculos e formas de resolução do método, chegamos a um dos pontos mais difíceis da avaliação, que é a estimativa da taxa de desconto do custo de capital próprio (Ke). Essa determinação pode subavaliar ou superavaliar o valor da empresa, retornando informações não verossímeis e acarretando em sérios problemas.

Segundo Ross (2000, p. 321) e Damodaran (1997, p. 59), há duas abordagens para a estimativa do custo de capital próprio: aplicação de um modelo de crescimento de dividendos e utilização de um modelo de risco e retorno.

2.1.1.2 Modelo de risco e retorno:

O modelo mais utilizado no mercado na obtenção do custo do capital próprio é o CAPM⁸ (*capital asset pricing model*). De acordo com Damodaran (1997), o CAPM mede o risco em termos de variância não-diversificável, relacionando os retornos esperados a essa medida de risco. Pelo CAPM, o rendimento requerido pelo investidor é igual ao retorno de um investimento sem risco (que rende a taxa livre de risco da economia), acrescidas de um prêmio de risco, medida pelo beta (risco não diversificável, variação de uma ação em relação a uma carteira de mercado).

$$\text{CAPM} = \frac{\{ [Rf + \beta * (Rm - Rf) + Rc + Re] + 1 \}}{1 + CPI} * (1 + IPCA) - 1$$

Onde:

Rf: Taxa livre de risco

Rm: O retorno de mercado (índice Bovespa no Brasil).

Rm - Rf: Prêmio de risco do mercado

β : Mede o risco sistemático (não diversificável). É o comportamento de um determinado título em relação ao mercado. Damodaran (1997) cita três elementos como determinantes do valor do beta:

- Natureza cíclica das receitas (tipo de negócio)
- Alavancagem operacional

⁸ Modelo de precificação de ativos. Usado largamente para determinar a taxa de retorno teórica apropriada de um determinado ativo em relação a uma carteira de mercado.

- Alavancagem financeira

Rc: Prêmio pelo risco do país, que é representado pelo indicador EMBI (*Emerging Market Bond Index*⁹)

CPI: *Consumer Price Index* (medida de inflação dos Estados Unidos)

IPCA: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (medida de inflação do Brasil)

2.1.1.3 Modelo de crescimento de dividendos:

Esse modelo é relativamente mais fácil de ser implementado, contudo há uma restrição que acaba o deixando de lado, pois, para utiliza-lo é preciso que as empresas passem por momentos de estabilidade, o que não é realidade na grande maioria das empresas, pois, ou estão em crescimento, decrescendo ou estão em constante mudança dada as condições macroeconômicas. Sendo assim, dificilmente estarão em condições plenamente estáveis. Segundo Ross (2000, p. 323), “é difícil dizer se o retorno estimado é compatível ou não com o nível de risco existente”.

O calculo do custo do capital próprio nas linhas desse modelo é:

$$K_e = \frac{D_{t+1}}{P_0 + g}$$

Onde:

D_{t+1} = Dividendos por ação esperados em t+1

g = Taxa de crescimento dos dividendos

P_0 = Preço da ação na data da avaliação

⁹ Índice de referência para medir o desempenho de retorno total de títulos públicos internacionais emitidos por países de mercados emergentes,

2.1.1.4 Perpetuidade:

Ao achar o valor da empresa, poderemos calcular uma perpetuidade (pode ser constante ou não, depende da taxa de crescimento), que segundo Martins, pode ser calculada:

$$\text{Perpetuidade} = \frac{\frac{\text{Fluxo de caixa livre}}{WACC-g}}{(1+WACC)^n}$$

Onde:

Fluxo de Caixa Livre: último período projetado

g: Taxa de crescimento perpétuo

2.1.1.5 Valor Justo:

Com as variáveis já calculadas, poderemos obter o valor denominado justo da empresa, trazendo o valor presente dos fluxos de caixa futuro e também o valor final, utilizando como taxa de desconto o WACC. A fórmula utilizada por Damodaran é:

$$\text{Valor da firma} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{Fluxo de caixa descontado} + \text{Valor final} + \text{Dívida líquida}}{\text{Número de ações}}$$

2.1.2 Fluxos de caixa para o acionista:

Segundo Damodaran, o fluxo de caixa para o acionista é o fluxo de caixa existente após o pagamento de despesas operacionais, das obrigações tributárias, das necessidades de investimento, do principal, de juros e de quaisquer outros desembolsos de capital necessários à manutenção da taxa de crescimento dos fluxos de caixa projetados, descontado pelo custo do capital próprio (Ke).

O cálculo para a avaliação é:

$$VPL = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+Ke)^t}$$

Onde:

$$FCFE = FCFE - Despesas\ de\ juros(1 - t) + Aumento\ na\ dívida\ líquida$$

VPL = Valor Presente Líquido

Ke = custo do capital próprio

2.2 Método de avaliação relativa:

A avaliação relativa, também conhecida como avaliação por múltiplos é baseada em como o mercado avalia empresas semelhantes, ou seja, comparam-se esses múltiplos com uma média do setor em que a firma atua, se o valor do múltiplo analisado da empresa for inferior à média do setor, pode-se dizer que a firma está subavaliada.

A avaliação por múltiplos é comparativamente mais simples, pois, necessita de poucas informações e são facilmente relacionadas, gerando velocidade na análise. Entretanto, como destaca Damodaran (2005, p.18-19), são facilmente manipulados e usados incorretamente, além de permitirem a inserção de erros que o mercado pode estar incorrendo na avaliação das empresas que são ditas comparáveis.

Corroborando com o parágrafo acima, Martelanc, Pasin e Cavalcanti (2005, p.198) destacam como desvantagem da avaliação relativa à “[...] diferença nos fundamentos das empresas comparáveis, qualidade das informações, especificidades de cada transação e efeito manada”.

Diante do explanado a respeito desse tipo de avaliação, o método só se mostra eficaz e/ou utilizado de forma correta, quando se espera que a empresa seja madura e esteja em consonância com o comportamento esperado próximo a média do setor a que se insere.

Existem muitos tipos de múltiplos, os mais conhecidos seriam: Múltiplo de Lucro, múltiplo de EBIT, múltiplo de EBTDA, múltiplo de receita, múltiplo de valor contábil, múltiplo de patrimônio líquido e múltiplos setoriais. Na análise de Damodaran, ganham destaque os seguintes múltiplos:

2.2.1 Múltiplos de lucro:

P/L:

$$\frac{P}{L} = \frac{\text{Preço por ação}}{\text{Lucro por ação}}$$

O múltiplo de lucro é extremamente simples, podendo ter como parâmetros dados presentes e históricos.

Damodaran cita observações importantes que envolvem a análise por este múltiplo:

- *O P/L de empresas atuantes em economias com alta taxa de juros reais é menor do que em países com baixa taxa de juros reais.*
- *O P/L de empresas atuantes em economias com alta taxa de crescimento real é maior do que em países com baixo crescimento econômico real.*
- *O P/L de empresas atuantes em países denominados “arriscados” é menor que em países “não arriscados”*

Segundo Cerbasi (2003, p.11), [...] *“num mercado eficiente, proporcionaria uma medida normalizada para comparar os preços das ações. Uma relação P/L alta indica a existência da expectativa de crescimento dos benefícios gerados pela empresa. Ela também é interpretada como o tempo em que se recupera o investimento inicial, considerando que os níveis de benefícios permanecerão constantes”*.

Martins afirma que o múltiplo tem como limitações considerar o lucro contábil, ignorar o valor do dinheiro no tempo e os riscos e considerar implícita a ideia de que existem mercados eficientes.

2.2.2 Múltiplos de EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortization*):

Segundo Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 207) [...] *“o valor da empresa é obtido a partir de seu fluxo de caixa e que este é fortemente relacionado com o EBITDA. A principal vantagem do EBITDA sobre o fluxo de caixa é a simplicidade de sua obtenção a partir dos demonstrativos financeiros. Uma segunda vantagem é o fato de não necessitar de estimativas médias ou projetadas de contas como a de investimentos, que podem oscilar muito em razão dos planos de expansão da empresa. Isso explica a alta popularidade do múltiplo de EBITDA e a baixa utilização do múltiplo do fluxo de caixa. Uma ressalva ao múltiplo de EBITDA é que ele pode supervalorizar empresas que precisam de elevados investimentos para crescer”*. Um dos múltiplos é:

EV/EBITDA

$$\frac{EV}{EBITDA}$$

Onde:

EV: Enterprise Value é igual ao valor de mercado da empresa somado a sua dívida líquida

O múltiplo indica os anos necessários para obter retorno do investimento no EV da empresa, caso todo o fluxo de caixa operacional estivesse disponível para financiar o investimento.

Os investidores devem podem adotar esse múltiplo, pois, o mesmo propicia comparação dos níveis de valorização da empresa tanto no mesmo setor quanto em outros setores.

Para mesmos setores, quanto menor o múltiplo mais atraente é a ação, pois para setores diferentes, por exemplo, mais intensivos em capital, maior o EBTIDA¹⁰, pois ele serve para pagar os investimentos.

2.2.3 Múltiplos de patrimônio:**P/PL**

$$\frac{P}{PL} = \frac{\text{Preço}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Segundo Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 207), [...] “o múltiplo P/PL é um dos mais usados no mercado acionário. É uma forma de medir quanto os investimentos

¹⁰ Também conhecido como LAJIDA (lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações) representa a geração operacional de caixa de uma companhia.

feitos pelos acionistas ao longo do tempo, a preço de custo de aquisição, estão valorizados, o que auxilia nas comparações de super ou subavaliações de ações de empresas de setores iguais ou diferentes.”

O múltiplo informa quanto o mercado estará disposto a pagar sobre o patrimônio líquido (PL) desta empresa.

2.2.4 Múltiplos de receita:

P/Receitas

$$\frac{P}{\text{Receitas}} = \frac{\text{Preço por ação}}{\text{Receitas totais}}$$

EV/Receitas

$$\frac{EV}{\text{Receitas}} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Receitas totais}}$$

Estes múltiplos são atraentes para compararem empresas em setores diferentes onde podem existir regras contábeis diferentes, pois, por exemplo, lucros e valor patrimonial são bastante influenciados por regras contábeis. Já as receitas são menos influenciadas por tais regras. O cerne do múltiplo encontra-se na margem de lucro. Damodaran salienta o seguinte quadro:

Vendas	Supervalorizado - Alto múltiplo de receita - Margens Baixas	Pode estar supervalorizado - Alto múltiplo de receita - Margens altas
	Pode estar subvalorizado - Baixo múltiplo de receita - Margens Baixas	Subvalorizado - Baixo múltiplo de receita - Margens altas
Margens		

Fonte: Damodaran

2.3 Métodos de avaliação por direitos contingente:

O modelo pode expressar que o valor dos ativos pode ser maior do que a soma dos fluxos de caixa esperados para o futuro. Este método utiliza premissas das avaliações de opções. Destacam-se três como principais:

- Opções de adiantamento, utilizadas em patentes.
- Opções de liquidação, utilizadas para análise de empresas em processos de falências.
- Opções de expansão, utilizada no caso de start-ups.

Para Damodaran, um direito contingente ou também chamada de “opção”, é um direito sobre um ativo que se paga apenas sob determinadas condições. Por exemplo, se o valor de um ativo (opção de compra) exceder um valor previamente estabelecido, esse direito será exercido, pois propiciara ganhos ao investidor. Caso contrário não exercerá o direito e perderá apenas o custo de compra do papel. A opção de venda de um ativo ocorre inversamente a opção de compra. Esses ativos

são avaliados através de um modelo de precificações de opções, denominado “*Black Scholes*”.

Segundo Damodaran, uma opção pode ser avaliada em função do valor corrente, da variância em valor do ativo subjacente, o preço de exercício do ativo, o prazo até o vencimento e da taxa livre de risco.

Damodaran aponta algumas limitações do método: *“As pressuposições feitas em relação à variância constante e os rendimentos de dividendos, que não são seriamente contestados nos casos de opções de curto prazo, são muito mais difíceis de serem defendidas quando as opções tem vida longa. Quando o ativo subjacente não é negociado, os dados de entrada para o valor daquele ativo e a variância daquele valor não podem ser extraídos do mercado financeiro e tem que ser estimados. Assim, os valores finais obtidos destas aplicações de modelo de precificação de opções encerram muito mais erros de estimativa do que os valores obtidos em suas aplicações mais comuns (a avaliação de opções negociadas a curto prazo.)”*

Um ponto positivo é que o preço das opções reflete eventos produzidos pelo mercado.

3. A Natura Cosméticos S.A.:

3.1 Perfil da empresa:

A Natura Cosméticos S.A. é uma empresa de origem brasileira e está presente em sete países da América Latina, com operações em Argentina, Chile, México, Peru, Colômbia e na França. Vale ressaltar que através de uma gama de distribuidores, seus produtos também chegam à Bolívia.

No Brasil, é a maior empresa dos setores de higiene pessoal, perfumaria, cosméticos e também no segmento da venda direta.

As medidas de cunho sustentável adotadas ao decorrer de sua atividade produtiva, como por exemplo, a redução dos gases estufa provenientes da produção, mostra o quão comprometida é a empresa em relação ao desenvolvimento sustentável. É importante citar também, as ações de caráter social e cultural, podendo ser mencionado o Instituto Ethos¹¹ e o programa Ver para Crer¹².

A Natura é uma companhia de capital aberto, desde 2004, com ações listadas no Novo Mercado¹³, para fazer parte do Novo Mercado é preciso aderir a práticas adicionais, das quais:

“O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto; No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço; Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico; O Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos; A companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação; Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente; A empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito; Necessidade de divulgar

¹¹ Um instituto cujo objetivo é ajudar empresas a gerir seus negócios de forma socialmente responsável, corroborando com uma sociedade mais justa e sustentável.

¹² Criado para melhorar o ensino educacional público brasileiro. Ao comprar produtos desta linha, os recursos vão diretamente a projetos para melhorar o sistema público de educação brasileiro.

¹³. É o mais alto nível de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores”¹⁴.

3.2 História:

Em 1969 surge a Natura com uma pequena loja e um laboratório na Rua Oscar Freire em São Paulo, criada por Luiz Seabra¹⁵. Em 1974, com a crença das relações humanas, é adotado o modelo de venda direta, sendo de fundamental importância para que os produtos da Natura cheguem à casa dos diversos consumidores.

Em 1979, lança os produtos para homens, uma enorme novidade da época, mostrando o caráter inovador da empresa e a importância de atualizar seu portfólio de clientes. Preocupada com possíveis impactos ambientais, na década de 1980, oferece aos consumidores produtos com refil, evitando desperdícios, fornecendo economia de custos ao consumidor.

Em 1994, começa a expansão pela América Latina. Ainda na década de 1990, começou a participar ativamente do movimento de ampliação da responsabilidade social corporativa no Brasil. Em 1995, foi lançado, em parceria com a Fundação Abrinq¹⁶, o Programa Crer para Ver, objetivando a melhoria da qualidade de ensino nas escolas públicas de todo o país. Em 1998, ano em que a Natura foi reconhecida como a Empresa do Ano pela Revista Exame, ajudou a fundar o Instituto Ethos – Empresas e Responsabilidade Social.

Em 1999, foi adotado o uso sustentável da biodiversidade brasileira como plataforma tecnologia de P&D (pesquisa e desenvolvimento), corroborando, em 2000, com o lançamento de umas das principais linhas da natura, a linha Ekos.

Em março de 2004, foi feita uma reorganização societária na qual a Natura Cosméticos incorporou a Natura Empreendimentos e a Natura Participações. Essa ação teve como objetivo simplificar a estrutura societária para a realização do IPO (*initial public offering*). Nesse mesmo ano a Natura abre seu capital, com ações negociadas no Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo. Contudo, é de

¹⁴ <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?idioma=pt-br>

¹⁵ Fundado da Natura Cosméticos S.A.

¹⁶ Fundação sem fins lucrativos primam por promover a defesa e o exercício da cidadania de crianças e adolescentes.

suma importância citar que antes mesmo da abertura, a Natura já se comprometia com as normas da ABRASCA (associação brasileira das companhias abertas)¹⁷.

Em linha com todas as preocupações da Natura com o social e ambiental, em 2010, ela abre o Instituto Natura, que em como objetivo melhorar o ensino público. Em 2011 inicia-se o Programa Amazônia, almejando tornar a região um polo de tecnologia, inovação e sustentabilidade.

Continuando com as ações de 2011, inaugura-se o Ecoparque em Benevides (PA), um complexo industrial que pretende gerar negócios sustentáveis a partir da sociobiodiversidade amazônica.

Em 2012, ampliando suas operações em todo o mundo, a empresa adquire a marca Austrália Aesop, com isso, unindo a Natura à uma marca de atuação global, presente nos Estados Unidos, e em países da Europa e Ásia.

3.3 Visão:

Como função das políticas de conscientização ambiental e social, bem como seu comportamento empresarial, a Natura será uma marca de expressão mundial, identificada com as interrelações sociais, empresariais e ambientais. “A empresa, organismo vivo, é um dinâmico conjunto de relações. Seu valor e sua longevidade estão ligados à sua capacidade de contribuir para a evolução da sociedade e seu desenvolvimento sustentável”¹⁸.

¹⁷ Tem como principal objetivo o aprimoramentos de políticas e administração empresarial, buscando uma modernização da economia brasileira.

¹⁸ <http://www.natura.com.br/www/a-natura/sobre-a-natura/historia/>

3.4 Estrutura administrativa

3.4.1 Estrutura Acionária

Quadro 1 :

Acionistas	Quantidade de Ações	Percentual
Controladores	258.015.088	59.83%
Ações em Tesouraria	954.584	0.22%
Ações dos Administradores	300.665	0.07%
Ações em Circulação	171.968.927	39.88%
Total de Ações	431.239.264	100.00%

Fonte: <http://natu.infoinvest.com.br/static/ptb/estrutura-acionaria.asp?idioma=ptb>

Líderes:

3.4.2 Conselho de Administração

Quadro 2 :

Nome	Cargo
Pedro Luiz Barreiros Passos*	Presidente do conselho de administração
Antônio Luiz da Cunha Seabra**	Membro do conselho de administração
Guilherme Peirão Leal	Membro do conselho de administração
Plínio Villares Musetti	Membro do conselho de administração
Luiz Ernesto Gemignani	Membro do conselho de administração (Membro Independente)
Marcos de Barros Lisboa	Membro do conselho de administração (Membro Independente)
Giovanni Giovanneli	Membro do conselho de administração (Membro Independente)
Silvia Freire Dente da Silva Dias Lagnado	Membro do conselho de administração (Membro Independente)

* Cofundador da Natura

** Fundador e acionista controlador da Natura

Fonte: <http://natu.infoinvest.com.br/static/ptb/estrutura-acionaria.asp?idioma=ptb>

3.4.3 Diretoria Estatutária

Quadro 3 :

Nome	Cargo
Roberto Oliveira de Lima	Diretor-Presidente
Agenor Leão	Vice Presidente de Tecnologia Digital
Gerson Valença	Vice Presidente de Inovação
José Roberto Lettiere	Vice Presidente de Fin. e Relações Inst. Diretor de Relação com Invest.
José Vicente Marino	Vice Presidente de Marcas e Negócios
João Paulo Ferreira	Vice Presidente de Redes
Roberto Chatwin	Vice Presidente de Novos Negócios
Roberta salvador do Santos	Diretora Jurídica

Fonte: <http://natu.infoinvest.com.br/static/ptb/estrutura-acionaria.asp?idioma=ptb>

3.4.4 Comitê Executivo

Quadro 4 :

Nome	Cargo
Roberto Oliveira de Lima	Diretor Presidente
Agenor Leão	Vice Presidente de Tecnologia Digital
Erasmio Toledo	Vice Presidente de Negócios Internacionais
Gerson Valença	Vice Presidente de Inovação
João Paulo Ferreira	Vice Presidente de Redes
José Roberto Lettiere	Vice Presidente de Fin. e Relações Inst. Diretor de Relações com Invest.
José Vicente Marino	Vice Presidente de Marcas e Negócios
Josie Peressinoto Romero	Vice Presidente de operações e Logística
Robert Chatwin	Vice Presidente de Novos Negócios
Viviane de Paula	Diretora de Pessoa e Cultura

Fonte: <http://natu.infoinvest.com.br/static/ptb/estrutura-acionaria.asp?idioma=ptb>

Comitês:

Pelo conselho de administração foram estabelecidos 4 (quatro) conselhos.

- Comitê de Auditoria, de Gestão de Riscos e de Finanças;
- Comitê de Pessoas e Desenvolvimento Organizacional;
- Comitê Estratégico;
- Comitê de Governança Corporativa.

Desde 2013 os membros do comitê são formados por conselheiros. Os membros são indicados e podem ser destituídos a qualquer momento pelo conselho de administração.

3.4.4.1 Comitê de Auditoria, de Gestão de Riscos e de Finanças

Tem como principal objetivo assegurar a operacionalização dos processos de auditoria (interna e externa), tal como, dos mecanismos e controles relacionados a gestão de riscos de acordo com os perfis de risco do negócio.

Quadro 5 :

Membros	Cargo
Marcos de Barros Lisboa(Membro Independente)	Presidente
Luiz Ernesto Gemignani(Membro Independente)	Membro
Gilberto Mifano	Consultor
Lavinia Moraes de Almeida Nogueir Junqueira	Consultor
Lucilene Silva Prado	Consultor
Mercedes Stinco	Secretário

Fonte: <http://natu.infoinvest.com.br/static/ptb/estrutura-acionaria.asp?idioma=ptb>

3.4.4.2 Comitê de Pessoas e Desenvolvimento Organizacional

É responsável pelo apoio ao conselho de administração na tomada de decisões referentes as estratégias, as políticas e as normas de recursos humanos, referindo-se ao desenvolvimento organizacional, planejamento e desenvolvimento de pessoas.

Quadro 6 :

Membros	Cargo
Pedro Luiz Barreiros Passos	Presidente
Antônio Luiz da Cunha Seabra	Membro
Giovanni Giovanneli(Membro Independente)	Membro
Guilherme Peirão Leal	Membro
Plínio Villares Musetti	Membro
Luiz Ernesto Gemignani(Membro Independente)	Membro
Moacir Salzstein	Secretário

Fonte: <http://natu.infoinvest.com.br/static/ptb/estrutura-acionaria.asp?idioma=ptb>

3.4.4.3 Comitê Estratégico

Responsável pelo monitoramento e direcionamento das estratégias corporativas da companhia, respeitando as estratégias aprovadas no conselho de administração.

Quadro 7 :

Membros	Cargo
Pedro Luiz Barreiros Passos	Presidente
Antônio Luiz da Cunha Seabra	Membro
Guilherme Peirão Leal	Membro
Plínio Villares Musetti	Membro
Sílvia Freire Dente da Silva Dias Lagnado(Membro Independente)	Membro
Moacir Salzstein	Secretário

Fonte: <http://natu.infoinvest.com.br/static/ptb/estrutura-acionaria.asp?idioma=ptb>

3.4.4.4 Comitê de Governança Corporativa

Responsável pelo monitoramento de todas as práticas de governança corporativa da Companhia, primando pelas melhores práticas de governança, para assegurar a manutenção no Novo Mercado.

Quadro 8 :

Membros	Cargo
Pedro Luiz Barreiros Passos	Presidente
Antônio Luiz da Cunha Seabra	Membro
Guilherme Peirão Leal	Membro
Plínio Villares Musetti	Membro
Moacir Salzstein	Secretário

Fonte: <http://natu.infoinvest.com.br/static/ptb/estrutura-acionaria.asp?idioma=ptb>

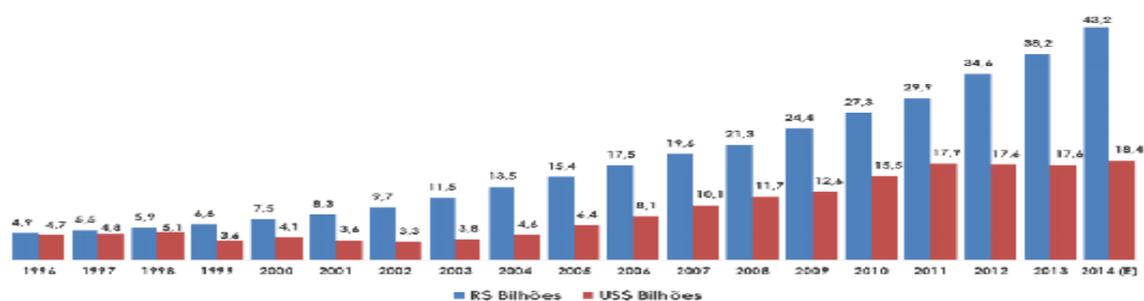
4. Análise do Setor de Cosméticos, perfumaria e Higiene pessoal.

4.1 Panorama do Setor

O setor de cosméticos, perfumaria e higiene pessoal vem se mostrando forte o suficiente mesmo com as desacelerações da economia mundial. No Brasil o setor se tornou o motor do crescimento há algum tempo. Reforçando tal argumento, o setor já é responsável por cerca de 1,8% do PIB brasileiro e em 2014 atingiu a grande marca de faturar aproximadamente a casa de R\$ 101,7 bi. Muitos estudiosos atribuem a esse fato o crescente poder de compra do brasileiro, novas classes consumidora surgindo, principalmente a classe C, responsável por consumir produtos de maior valor agregado que no passado, outro fator importante é o aumento da força de trabalho feminina, haja vista que são elas o principal público alvo, porém o mercado masculino mostra-se crescente em todo o mundo. O Brasil hoje ocupa o terceiro lugar de maior mercado consumidor do mundo, ficando atrás apenas de Estados Unidos e China.

Reforçando a ideia de que o setor é de grande importância no cenário econômico brasileiro, um gráfico da evolução deflacionária mostra como o setor vem crescendo e se tornando cada vez mais importante (gráfico 1). O Brasil ao longo dos últimos anos apresentou baixos índices de crescimento do PIB, se compararmos a evolução do PIB, Indústria em Geral e o Setor, veremos quão fundamental é ele para a economia.

Gráfico 1:



Fonte: <https://www.abihpec.org.br/wp-content/uploads/2015/04/2015-PANORAMA-DO-SETOR-PORTUGU%C3%8AS-31mar2015.pdf>

Quadro 9 :

Variação Anual (%)			
Ano	PIB	Indústria Geral	Setor Deflacionado
1.997	3,3	4,7	13,9
1.998	0,2	-1,5	10,2
1.999	0,8	-2,2	2,8
2.000	4,3	6,6	8,3
2.001	1,3	1,6	10,0
2.002	2,7	2,7	10,3
2.003	1,1	0,1	5,0
2.004	5,7	8,3	15,0
2.005	3,2	3,1	13,5
2.006	4,0	2,8	15,0
2.007	6,1	6,0	9,4
2.008	5,2	3,1	5,5
2.009	-0,3	-7,4	9,6
2.010	7,5	10,5	10,5
2.011	2,7	0,4	6,3
2.012	0,9	-2,5	8,3
2.013	2,3	1,2	5,3
2.014	0,1	-1,2	7,0
Acumulado últimos 18 anos	64,8	41,0	389,4
Médio Composto últimos 18 anos	2,8	1,9	9,2

Fonte: <https://www.abihpec.org.br/wp-content/uploads/2015/04/2015-PANORAMA-DO-SETOR-PORTUGU%C3%8AS-31mar2015.pdf>

4.2 Oportunidades de crescimento

O mercado consumidor brasileiro tem grande potencial de crescer ao longo dos anos mesmo com aumento do dólar ou uma recessão prevista, um dos motivos de tal fato é que quando há problemas dessa natureza, os consumidores e investidores optam por não querer produtos ou investimentos que dependam de uma grande quantidade de dinheiros, sendo assim, os produtos de alto valor agregado e/ou que precisam ser financiados, como por exemplo, carros, deixam de ser consumidos, apenas os produtos ditos de primeira necessidade são consumidos, aumentando suas vendas, ao que tudo indica, o mercado consumidor brasileiro encara os produtos de higiene pessoal, cosméticos e perfumaria como primeira necessidade, a ideia por trás é “Se eu não posso comprar uma casa ou um carro, vou pelo menos cuidar de mim” e assim acaba dedicando mais recursos aos cosméticos¹⁹. Para reforçar tal argumento, os gráficos acima mostram que as vendas (crescimento) registraram altas em períodos em que a economia não foi bem.

Figura 3 :



Fonte: <http://shambellenutriminas.com.br/brasil-um-dos-motores-do-mercado-mundial-de-cosmeticos/>

¹⁹ <http://shambellenutriminas.com.br/brasil-um-dos-motores-do-mercado-mundial-de-cosmeticos/>

Figura 4 :



Fonte: <http://shambellenutriminas.com.br/brasil-um-dos-motores-do-mercado-mundial-de-cosmeticos/>

5. Valuation

5.1 Demonstrações contábeis

A avaliação dos demonstrativos contábeis é feita através de dois tipos de análise que são chamadas de vertical e horizontal.

A análise Vertical se baseia em valores relativos (pesos) das contas dos demonstrativos financeiros em relação a um valor base. É conveniente adotar peso 100% ao ativo e passivo e relacionar todas as contas de cada grupo com esse total. Tal análise revela a importância de cada conta em seu determinado grupo. Na DRE o peso de 100% é atribuído à receita líquida.

A análise horizontal relaciona cada demonstrativo contábil presente em relação a exercícios passados e permite avaliar a evolução das contas no tempo.

É importante frisar, que ambas as análises devem ser utilizadas juntas, ou seja, devem ser entendidas como uma única ferramenta e não isoladamente.

5.2 Balanço Patrimonial e respectivas análises

ATIVO

Tabela 1:

ATIVO (Em milhares de Reais)	2012		2013		2014		2015	
CIRCULANTES		A.V		A.V		A.V		A.V
Caixa e equivalentes de caixa	1.144.390	0,21	1.002.955	0,16	1.164.174	0,16	1.623.264	0,17
Títulos e valores Mobiliários	498.672	0,09	306.353	0,05	531.812	0,07	1.284.607	0,13
Contas a receber de clientes	651.416	0,12	807.001	0,13	847.487	0,12	905.635	0,09
Estoques	700.665	0,13	799.521	0,13	889.977	0,12	1.080.685	0,11
Impostos a recuperar	144.459	0,03	181.104	0,03	240.329	0,03	436.999	0,04
Partes relacionadas	-	-	-	-	-	-	-	-
Derivativos	80.928	0,02	153.634	0,02	317.023	0,04	798.623	0,08
Outros	157.787	0,03	262.365	0,04	248.482	0,03	329.735	0,03
Total do Ativo Circulante	3.378.317	0,63	3.512.933	0,56	4.239.284	0,59	6.459.548	0,66
NÃO CIRCULANTES								
Impostos a recuperar	151.350	0,03	175.062	0,03	182.706	0,03	200.627	0,02
IR e contribuição social diferidos	214.246	0,04	193.767	0,03	147.763	0,02	247.725	0,03
Depósitos Judiciais	349.537	0,07	412.404	0,07	263.324	0,04	282.008	0,03
Outros	41.295	0,01	37.165	0,01	85.655	0,01	14.604	0,00
Investimentos	-	-	-	-	-	-	-	-
Imobilizado	1.012.089	0,19	1.439.704	0,23	1.672.147	0,23	1.761.819	0,18
Intangível	228.545	0,04	477.286	0,08	609.204	0,08	771.807	0,08
Total do Ativo não Circulante	1.997.062	0,37	2.735.388	0,44	2.960.799	0,41	3.278.590	0,34
TOTAL DOS ATIVOS	5.375.379	1,00	6.248.321	1,00	7.200.083	1,00	9.738.138	1,00

Fonte: O autor

Nota-se o aumento consistente das contas do ativo da Natura ao longo do período de análise, destacando-se a evolução do ativo total da companhia, é importante frisar que o exercício de 2015 ainda não terminou.

Gráfico 2:



Fonte: O autor

Passivo

Tabela 2:

PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO

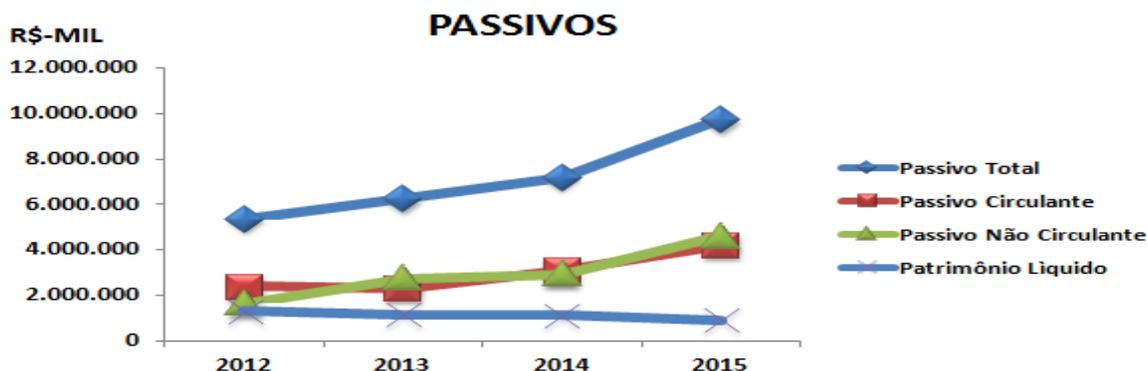
(em milhares de Reais)

	2012		2013		2014		2015	
	A.V		A.V		A.V		A.V	
CIRCULANTES								
Empréstimos e Financiamentos	999.462	0,19	693.117	0,11	1.466.599	0,20	1.885.760	0,19
Fornecedores e outras contas a pagar	649.887	0,12	706.586	0,11	599.621	0,08	999.355	0,10
Fornecedores-Partes relacionadas	-	-	-	-	-	-	-	-
Salários, Participações nos resultados e encargos sociais	211.814	0,04	177.636	0,03	210.515	0,03	254.888	0,03
Obrigações Tributárias	501.509	0,09	659.309	0,11	715.468	0,10	861.084	0,09
Provisão para Aquisição de Participação de não controladores	-	-	-	-	48.221	0,01	-	-
Outras Obrigações	52.040	0,01	90.192	0,01	78.572	0,01	219.708	0,02
Total dos Passivos Circulantes	2.414.712	0,45	2.326.840	0,37	3.118.996	0,43	4.220.795	0,43
NÃO CIRCULANTES								
Empréstimos e Financiamentos	1.325.057	0,25	2.200.789	0,35	2.514.611	0,35	4.045.482	0,42
Obrigações Tributárias	177.259	0,03	215.647	0,03	98.992	0,01	171.448	0,02
Provisões para risco tributários, cíveis e trabalhistas	63.293	0,01	73.829	0,01	75.763	0,01	75.093	0,01
Provisão para Aquisição de Participação de não controladores	-	-	141.640	0,02	97.244	0,01	148.703	0,02
Outras Provisões	88.961	0,02	121.326	0,02	145.798	0,02	164.870	0,02
Total dos Passivos Não Circulantes	1.654.570	0,31	2.753.231	0,44	2.932.408	0,41	4.605.596	0,47
PATRIMÔNIO LÍQUIDO								
Capital Social	427.073	0,33	427.073	0,37	427.073	0,37	427.073	0,47
Ações em Tesouraria	-66.105	-0,05	-83.984	-0,07	-37.851	-0,03	-	-
Reservas de Capital	155.905	0,12	150.442	0,13	137.278	0,12	93.567	0,10
Reservas de Lucros	308.079	0,24	162.612	0,14	189.277	0,16	321.065	0,35
Dividendo Adicional Proposto	491.343	0,38	496.393	0,42	449.273	0,39	-	-
Outros Resultados Abrangentes	-10.199	-0,01	-6.899	-0,01	-41.350	-0,04	14.308	0,02
Total do Patrimônio Líquido dos acionistas controladores	1.306.096	1,00	1.145.637	0,98	1.123.700	0,98	856.013	0,94
Participação dos acionistas não controladores no PL das controladas	1	0,00	22.613	0,02	24.979	0,02	55.734	0,06
Total do Patrimônio Líquido	1.306.097	1,00	1.168.250	1,00	1.148.679	1,00	911.747	1,00
TOTAL DOS PASSIVOS E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	5.375.379	1,00	6.248.321	1,00	7.200.083	1,00	9.738.138	1,00

Fonte: O autor

Nota-se a evolução nominal do passivo circulante e não circulante ao longo dos anos, porém, os respectivos pesos não mudaram de forma significativa ao passar dos anos, a empresa não distribuiu dividendo ainda no exercício de 2015, porém poderá realiza-lo ao longo dos próximos meses.

Gráfico 3:



Fonte: O autor

DRE

Tabela 3:

DEMONSTRAÇÕES DO RESULTADO

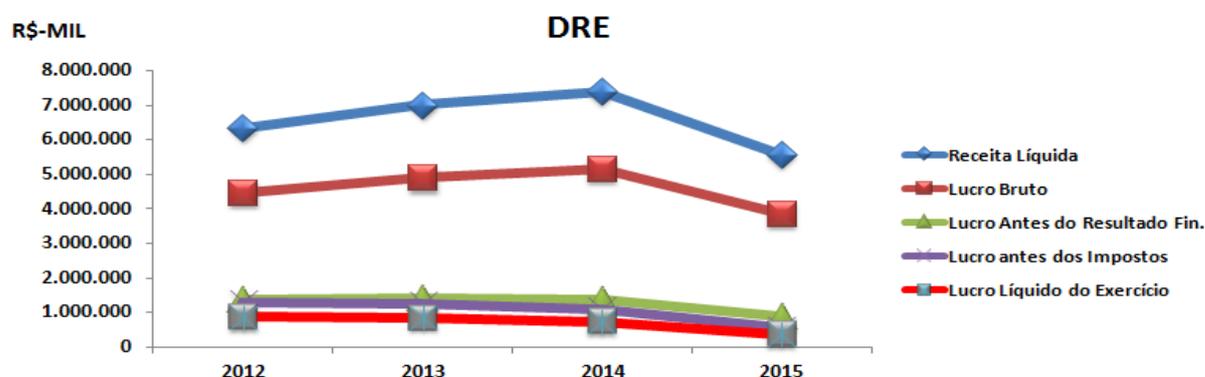
(em milhãre de reais)

	2012		2013		2014		2015	
		A.V		A.V		A.V		A.V
RECEITA LÍQUIDA	6.345.669	1,000	7.010.311	1,000	7.408.422	1,000	5.566.577	1,000
Custo dos produtos vendidos	-1.868.045	-0,294	-2.111.120	-0,301	-2.250.120	-0,304	-1.703.096	-0,306
LUCRO BRUTO	4.477.624	0,706	4.899.191	0,699	5.158.302	0,696	3.863.481	0,694
(Despesas) Receitas Operacionais								
Despesa com venda, Marketing e Logística	-2.212.205	-0,349	-2.449.437	-0,349	-2.680.091	-0,362	-2.156.766	-0,387
Despesas Administrativas, P&D, T.I e Projetos	-883.076	-0,139	-1.042.617	-0,149	-1.133.346	-0,153	-891.413	-0,160
Resultado de equivalência Patrimonial	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras Receitas (despesas) operacionais líquidas	-11.643	-0,002	8.859	0,001	19.807	0,003	54.940	0,010
LUCRO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	1.370.700	0,216	1.415.996	0,202	1.364.672	0,184	870.242	0,156
Receitas Financeiras	161.808	0,025	364.222	0,052	483.837	0,065	1.711.329	0,307
Despesas Financeiras	-234.157	-0,037	-522.472	-0,075	-752.116	-0,102	-2.026.567	-0,364
Lucro antes do IR e contribuição Social	1.298.351	0,205	1.257.746	0,179	1.096.393	0,148	555.004	0,100
Imposto de renda e contribuição social	-423.975	-0,067	-409.940	-0,058	-355.172	-0,048	-187.036	-0,034
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	874.376	0,138	847.806	0,121	741.221	0,100	367.968	0,066

Fonte: O autor

É observado o aumento da receita líquida no decorrer dos anos, bem como o lucro bruto. Como o exercício de 2015 ainda não expirou, a comparação em relação ao último ano foi feita mediante o consolidado do último trimestre de 2015 contra o mesmo trimestre de 2014, as contas mostram evolução em relação ao mesmo trimestre do ano anterior.

Gráfico 4:



Fonte: O autor

5.3 Análise de Índices

Os índices são ferramentas muito úteis na análise das empresas, pois são uma forma rápida de extração de informações relevantes. Os indicadores financeiros estão compostos em três grandes grupos, dos quais, os índices de liquidez, índices de endividamento, índices de rentabilidade e de lucratividade.

5.3.1 Índices de liquidez:

Esses indicadores refletem a capacidade que a empresa tem de honrar seus compromissos de curto prazo. Existem quatro indicadores, que são: liquidez corrente, liquidez seca, liquidez imediata e liquidez geral.

5.3.1.1 Índice de liquidez corrente:

$$\frac{ATIVO\ CIRCULANTE}{PASSIVO\ CIRCULANTE}$$

O indicador representa de quanto se dispõe de curto prazo para honrar obrigações de curto prazo. Quando o coeficiente é maior que um, indica capacidade de saldar dívidas existentes a curto prazo.

5.3.1.2 Índice de liquidez seca:

$$\frac{ATIVO\ CIRCULANTE - ESTOQUES}{PASSIVO\ CIRCULANTE}$$

O tipo de análise é bem similar ao de liquidez corrente, porém elimina o risco, no que tange as incertezas associadas a vendas de estoque. O intervalo é o mesmo em relação à liquidez corrente.

5.3.1.3 Índice de liquidez imediata:

$$\frac{DISPONIBILIDADES}{PASSIVO\ CIRCULANTE}$$

Onde:

Disponibilidades = caixa e banco + aplicações financeiras

O quanto a empresa teria de imediato para liquidar cada 1 real de sua dívida de curto prazo. A tendência desejável do indicador é a ascendente, similar aos índices anteriores.

5.3.1.4 Índice de liquidez geral:

$$\frac{ATIVO\ CIRCULANTE + REALIZÁVEL\ A\ LONGO\ PRAZO}{PASSIVO\ CIRCULANTE + EXIGÍVEL\ A\ LONGO\ PRAZO}$$

Este indicador mostra a condição financeira da empresa de longo prazo. O índice oferece o mesmo tipo de análise da liquidez corrente, porém engloba os ativos e passivos de longo prazo.

5.3.2 Índice de endividamento:

$$\frac{\text{TOTAL DOS PASSIVOS}}{\text{TOTAL DOS ATIVOS}}$$

O resultado da relação entre o total dos passivos e totais dos ativos indica em porcentagem- quanto de capital de terceiros a empresa possui. É desejável uma porcentagem pequena deste índice.

5.3.2.1 Grau de endividamento:

$$\frac{\text{EXIGÍVEL TOTAL}}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}}$$

O quociente informa quanto à empresa tem de patrimônio líquido para cada um real da dívida. Quanto menor o quociente melhor.

5.3.2.2 Composição do endividamento:

$$\frac{\text{PASSIVO CIRCULANTES}}{\text{PASSIVO TOTAL}}$$

A relação da equação informa a composição da dívida. Mostra a relação do passivo de curto prazo em relação ao passivo total. Ou seja, qual seria a percentual do passivo circulante que é usado no financiamento de terceiros. Quanto maior for

índice, maiores pressões no caixa para liquidação de obrigações de curto prazo, que se mostra ruim.

5.3.3 Índices de rentabilidade:

Esses indicadores refletem a eficácia nas operações da empresa. O índice também remonta a capacidade de autofinanciamento da empresa e a capacidade de geração de receitas.

O índice indica o retorno obtido pela empresa sobre aquilo que foi investido. Em outras palavras, a remuneração do patrimônio líquido. Vale lembrar que uma empresa que é muito lucrativa nem sempre significa que é rentável. Os principais índices são: ROA e ROE.

5.3.3.1 ROA:

$$\frac{LUCRO \acute{L}QUIDO}{ATIVO \text{ TOTAL}}$$

O “Retorno on asset”, conhecido como retorno sobre o investimento, mede o retorno sobre o ativo total depois das despesas com juros e impostos. O indicador é muito importante, pois mede a rentabilidade da empresa em relação aos investimentos. Se a empresa apresentar um ROA pequeno, ou seja, indicando uma maior capitalização da empresa corroborando com geração de receita operacional insuficiente. O ROA é importante para a gestão do administrador

5.3.3.2 ROE:

$$\frac{LUCRO \acute{L}QUIDO}{PATRIM\text{ÔNIO} \acute{L}QUIDO}$$

O “Retorno on Equity” informa quanto os acionistas e investidores em geral estão recebendo em relação aos seus investimentos na empresa, ou seja, o prêmio

obtido. O ROE também é um índice fundamental na análise empresarial, pois ele mede a capacidade que a firma tem de agregar valor usando recursos próprios, sendo assim, podendo crescer com recursos já “instalados”. O quociente é importante na análise dos acionistas.

5.3.4 Índices de Lucratividade:

5.3.4.1 Margem Líquida:

$$\frac{LUCRO LÍQUIDO}{VENDAS LÍQUIDAS}$$

Demonstra o percentual de ganho da empresa em relação as suas vendas líquidas (depois da dedução de todas as despesas). Quanto maior o índice melhor.

5.3.4.2 Margem Operacional:

$$\frac{LUCRO OPERACIONAL}{VENDAS LÍQUIDAS}$$

Mede o ganho da empresa nas suas operações, antes das despesas com juros e financeiras. Mostra quanto da receita líquida veio das operações, sendo assim, mostrando a eficiência operacional da empresa.

5.3.4.3 Giro do ativo:

$$\frac{VENDAS LÍQUIDAS}{ATIVO OPERACIONAL MÉDIO}$$

É correspondente a eficiência do ativo, quantas vezes o ativo girou, ou seja, relaciona o total das vendas produzidas com o ativo da empresa. O valor do índice considerado de boa qualidade para a empresa é o maior possível.

5.3.5 Índices para a Natura S.A.:

Tabela 4:

ÍNDICES				
	2012	2013	2014	2015
Índices de Liquidez				
Índice de liquidez corrente	1,40	1,51	1,36	1,53
Índice de liquidez seca	1,11	1,17	1,07	1,27
Índice de liquidez Imediata	0,68	0,56	0,54	0,69
Índice de liquidez Geral	1,32	1,23	1,19	1,10
Índices de Gestão da dívida				
Índice de Endividamento	76%	81%	84%	91%
Grau de endividamento	3,12	4,35	5,27	9,68
Composição do endividamento	0,59	0,46	0,52	0,48
Índices de rentabilidade				
Margem Líquida	14%	12%	10%	7%
Margem Operacional	0,22	0,20	0,18	0,16
Giro do Ativo	1,38	1,21	1,10	0,66
ROA	0,16	0,14	0,10	0,04
ROE	0,67	0,73	0,65	0,40

Fonte: O autor

Analises em destaque:

A Natura mostra capacidade de saldar suas dívidas de curto prazo, como é mostrado pela evolução dos índices de liquidez corrente e seca.

Em relação às dívidas da empresa, os indicadores mostram uma situação não muito confortável, por exemplo, o índice de grau do endividamento cresce bastante de 2014 para 2015 (o exercício ainda não terminou), esse aumento expressivo se dá por conta do aumento do câmbio, que impacta diretamente os custos em dólar.

A empresa vem sofrendo com quedas dos indicadores de rentabilidade desde 2012, como foram mostrados na tabela, todos os índices sofreram quedas, em alguns casos quedas acentuadas.

5.4 Projeções

5.4.1 Receita Líquida:

A receita da Natura S.A segue aumentando em relação aos anos anteriores, isso porque a empresa segue um processo de continuidade de suas vendas e atuação em outros mercados consumidores, tendo como principal aquisição a empresa Australiana AESOP²⁰ em dezembro de 2012. No atual ano, mesmo com a carga tributária elevada e a grande desvalorização do real frente ao dólar, a firma continuou esse processo de aumento lançando novas linhas de produtos e aumentando seus números de consultores, como são mostrados pela equipe de relação com os investidores.

As operações internacionais, com a AESOP e na França tiveram um aumento significativo na receita líquida, em torno de 75%, contribuindo de forma substancial para a receita líquida consolidada.

Tabela 5:

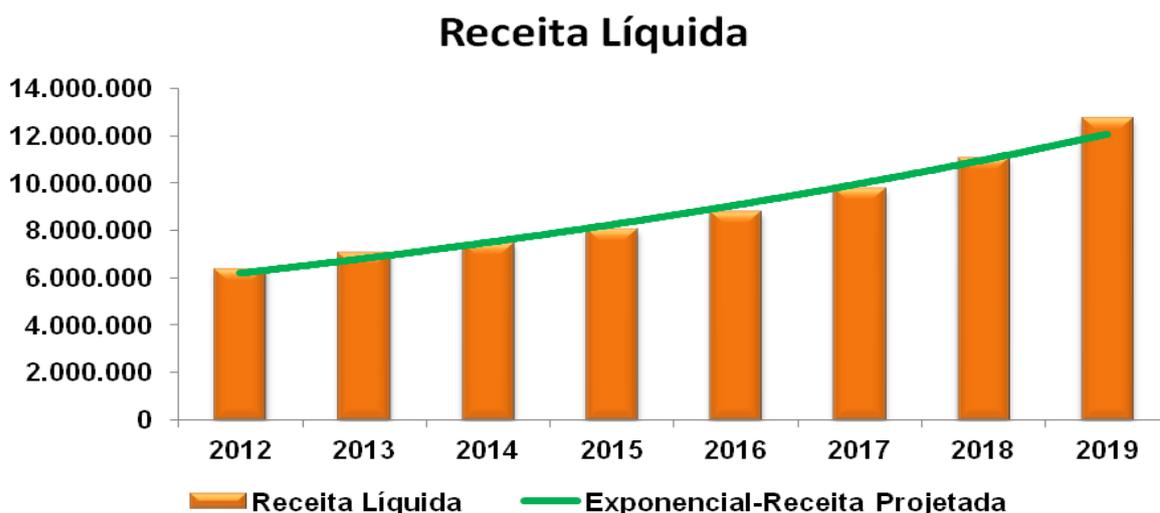
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
RECEITA LÍQUIDA								
Brasil	5.614.178 (10,3%)	5.880.224 (4,7%)	5.999.479 (2,0%)	5.807.593 (-3,2%)	5.923.745 (2,0%)	6.101.457 (3,0%)	6.284.501 (3,0%)	6.473.036 (3,0%)
LATAM	713.884 (47,4%)	971.228 (36,0%)	1.153.278 (18,7%)	1.675.128 (45,2%)	2.268.123 (35,0%)	3.061.966 (35,0%)	4.133.655 (35,0%)	5.580.434 (35,0%)
Outros	17.607 (-0,1%)	158.859 (802,2%)*	255.665 (60,9%)	512.195 (100,3%)	535.756 (5,0%)	564.151 (5,0%)	594.051 (5,0%)	625.536 (5,0%)
TOTAL	6.345.669 (13,5%)	7.010.311 (10,5%)	7.408.422 (5,7%)	7.994.916 (7,9%)	8.727.624 (9,1%)	9.727.575 (11,4%)	11.012.207 (13,2%)	12.679.006 (15,1%)

Fonte: O autor

²⁰ Rede australiana de cosméticos. Concentrada especialmente em tratamentos para a pele.

Em relação às projeções, haja vista a instabilidade nacional, a incerteza do juro Norte Americano e as expectativas futuras da própria empresa, foram adotadas taxas de crescimento um tanto quanto conservadores em relação à média de crescimento em cada setor. No Brasil foi adotada uma taxa de crescimento de 2% para 2016 e 3% para os outros anos, em relação à LATAM²¹ foi adotada uma taxa de 35%. No que tange aos outros (AESOP, França e outros) foi adotado 5%, mesmo com o crescimento exponencial da AESOP os outros mercados não obtiveram resultados satisfatórios levando a rever para baixo as expectativas de crescimento. As projeções foram realizadas de acordo com a media de crescimento das vendas em cada setor. Considerando que as premissas se manterão constantes ao longo dos anos foram adotadas as respectivas taxas acima.

Gráfico 5:



Fonte: O autor

5.4.2 Custo dos Produtos Vendidos:

Os custos dos produtos vendidos aumentaram durante o período de avaliação muito por conta do aumento dos preços internacionais das matérias primas

²¹Um dos setores de atuação internacional da Natura (America Latina).

utilizadas na produção dos produtos, que elevaram a composição do custo total dos produtos vendidos.

Tabela 6:

	2012	2013	2014	2015 (3T)
Matéria prima/ Material de	1.548.593 (82,9%)	1.718.757 (82,2%)	1.822.473 (81,0%)	1.346.369 (81,1%)
Mão de Obra	150.355 (8,0%)	162.121 (7,8%)	211.861 (9,4%)	154.411 (9,3%)
Depreciação	48.849 (2,6%)	65.689 (3,1%)	61.151 (2,7%)	44.633 (2,7%)
Outros	120.248 (6,4%)	143.218 (6,9%)	154.635 (6,9%)	114.237 (6,9%)
Total	1.868.045	2.089.785	2.250.120	1.659.650

Fonte: O autor

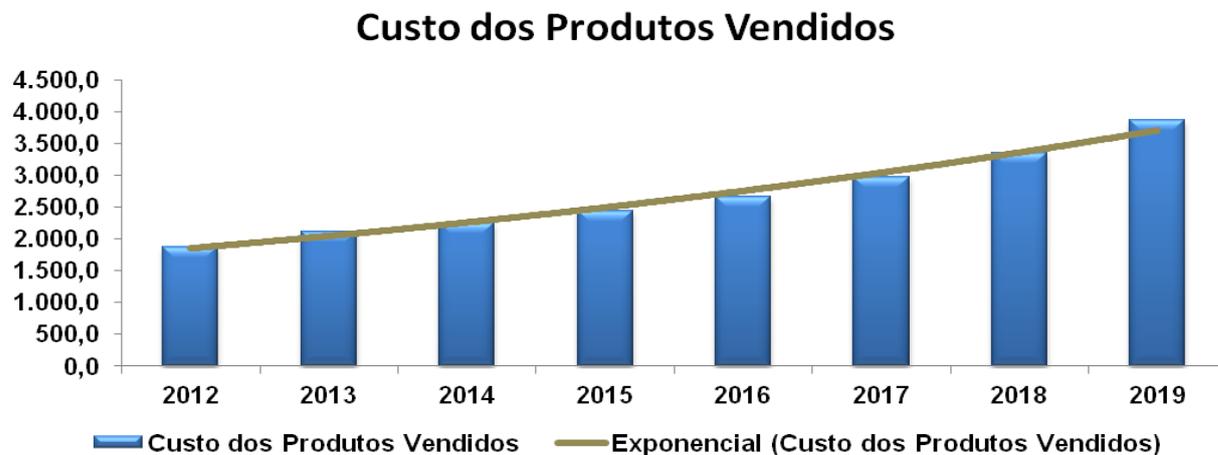
Tabela 7:

R\$-Milhões	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS								
Brasil	-1.639,5	-1.776,9	-1.798,3	-1.852,2	-1.796,2	-1.850,1	-1.905,6	-1.962,8
LATAM	-220,3	-284,5	-345,9	-519,9	-687,1	-927,6	-1.252,3	-1.690,6
Outros	-8,8	-49,7	-105,9	-68,1	-182,1	-191,8	-202,0	-212,7
TOTAL	1.868,6	2.111,1	2.250,1	2.440,2	2.665,5	2.969,5	3.359,8	3.866,0

Fonte: O autor

Os custos dos produtos vendidos evoluem em torno de 30% da receita líquida da Natura para as operações no Brasil, 30% para a LATAM e 33% para outros. Mantendo tudo o mais constante, as projeções foram feitas respeitando essa evolução.

Gráfico 6:



Fonte: O autor

5.4.3 Lucro Bruto:

O lucro bruto é o resultado da subtração dos custos relativos aos produtos vendidos em relação à receita líquida, como pode ficar claro nos dois subtópicos acima, a receita líquida cresce mais que os custos dos produtos vendidos, isso porque a Natura S.A investe consistentemente em aumento da produtividade, portanto, dado o valor resultante da equação do lucro bruto, observa-se o crescimento desta conta desde 2012.

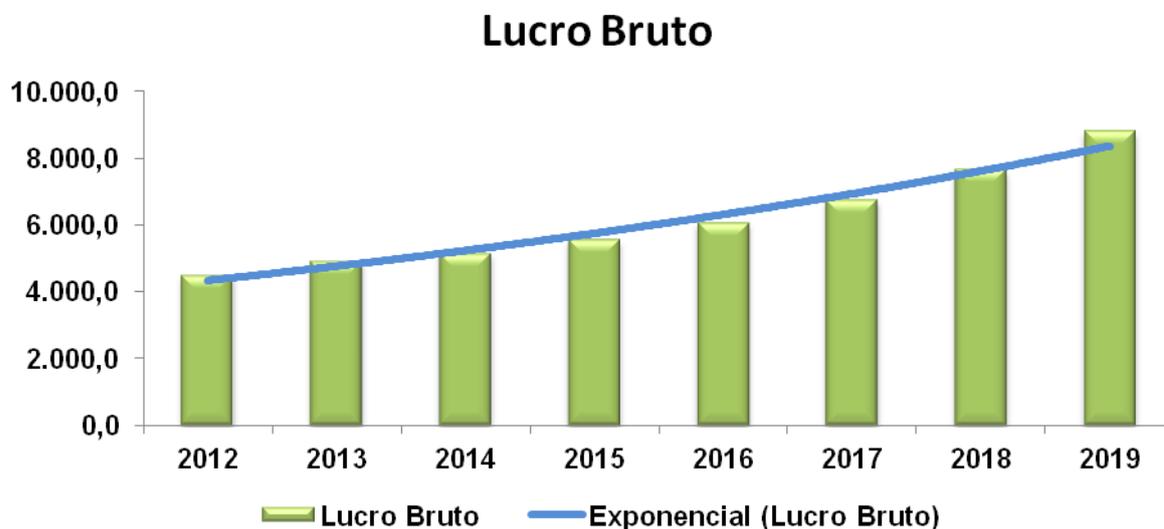
Tabela 8:

R\$-Milhões	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
LUCRO BRUTO								
Brasil	3.974,7	4.103,3	4.201,2	3.955,4	4.127,5	4.251,4	4.378,9	4.510,3
LATAM	493,6	686,7	807,4	1.155,2	1.581,0	2.134,3	2.881,3	3.889,8
Outros	8,8	109,2	149,8	444,1	353,6	372,4	392,1	412,9
TOTAL	4.477,1	4.899,2	5.158,3	5.554,7	6.062,2	6.758,1	7.652,4	8.813,0

Fonte: O autor

.Dado as projeções da receita líquida e do custo dos produtos vendidos, obtemos as projeções do lucro bruto.

Gráfico 7:



Fonte: O autor

5.4.4 Resultado Financeiro:

A conta que mais vem sofrendo variações negativas nos resultados devido a grande variação cambial e aumento da tributação interna certamente é o resultado financeiro. As despesas financeiras tem seu valor aumentado desde 2012, por sucessivas perdas com variações cambiais, operações com swap²² e foward²³.

Tabela 9:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
RESULTADO FINANCEIRO								
Brasil	-90.920	-148.372	-267.057	-343.846	-354.161	-364.786	-375.730	-387.002
LATAM	-2.530	-12.779	-1.316	29.828	32.811	36.092	39.701	43.671
Outros	-	2.901	94	-2.520	-2.772	-3.049	-3.354	-3.690
TOTAL	-93.450	-158.250	-268.279	-316.538	-324.123	-331.744	-339.383	-347.020

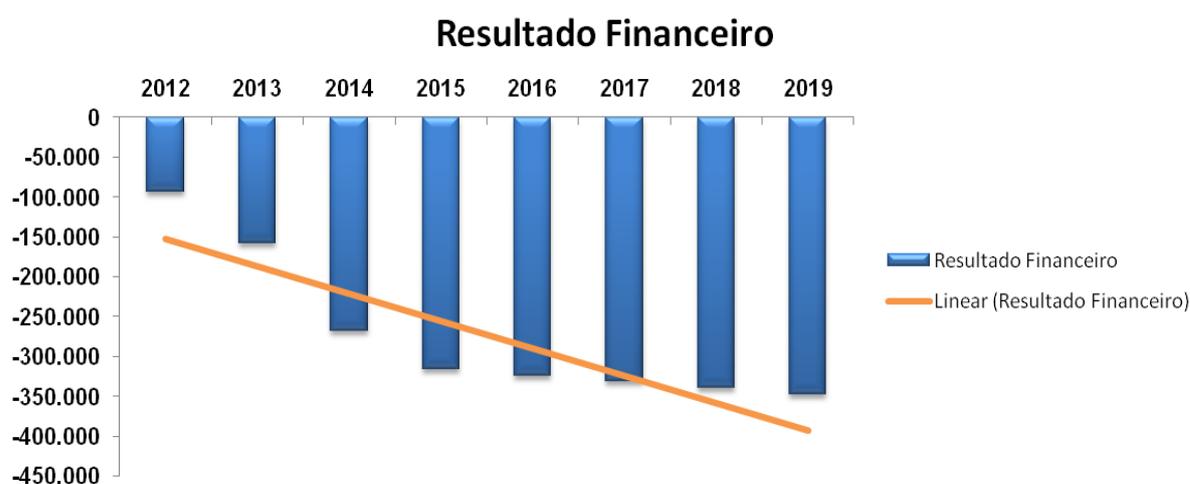
Fonte: O autor

²² Contrato financeiro de trocas de posição em relação ao risco

²³ Acordo de compra ou venda de um bem a um determinado preço futuro

Espera-se um agravamento da situação interna para o próximo ano, levando a possíveis perdas em operações financeiras como aquelas ocorridas no passado. Por isso a adoção de uma taxa de 3% de piora para os próximos anos. A LATAM se mostra firme em seus resultados financeiros, e mantido tudo o mais constante foi adotado uma taxa de crescimento de 10% nos seus resultados.

Gráfico 8:



Fonte: O autor

5.4.5 Imposto de Renda:

O valor do imposto de renda da Natura caiu de 2012 para 2015 devido aos projetos sociais que ela adotou até então, com isso, dada a lei de incentivos a cultura, esporte entre outros, a empresa sofreu abatimentos na sua tributação.

Tabela 10:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
IR e CONTRIBUIÇÃO SOCIAL								
TOTAL	423.975	409.940	355.172	190.093	202.222	282.929	335.514	379.661

Fonte: O autor

A alíquota de imposto adota para base nas projeções foi de 40%, seguindo a mesma usada nos anos anteriores.

Gráfico 9:



Fonte: O autor

5.4.6 Lucro Líquido:

O lucro líquido nas operações do Brasil sofreu grande diminuição no resultado, pois houve grande aumento das despesas em moeda estrangeira. A queda nas operações Brasil foi contrabalançada pelas operações LATAM que de certa forma amenizaram os problemas na conta consolidada.

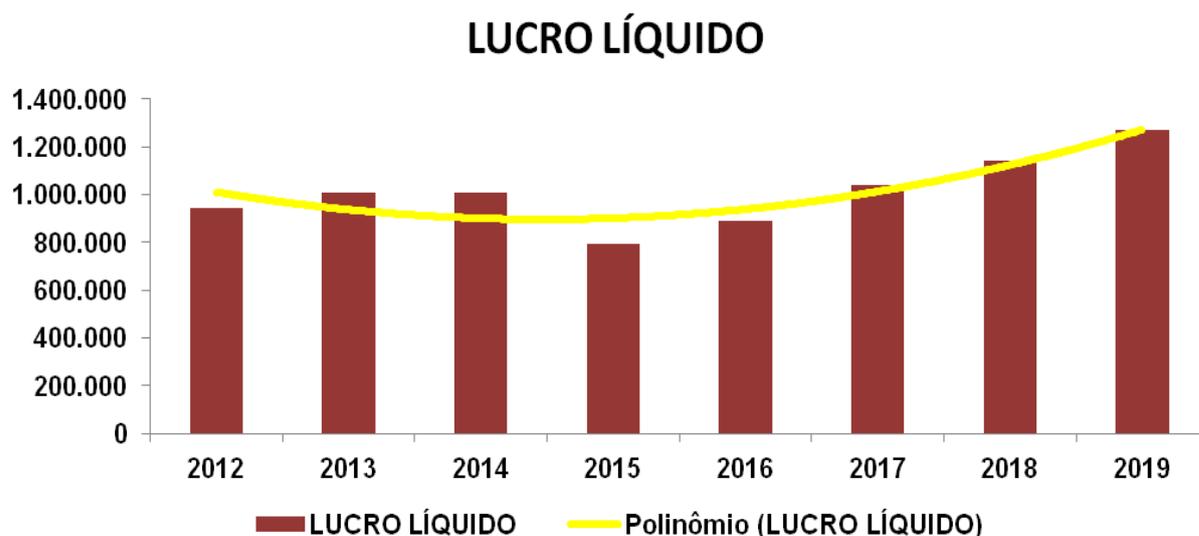
Tabela 11:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
LUCRO LÍQUIDO								
TOTAL	946.725	1.006.056	1.009.500	794.033	890.590	1.040.585	1.143.023	1.271.040

Fonte: O autor

Apesar de sofrer queda em 2015, o lucro líquido apresentou taxas de crescimento consistentes nos anos anteriores. De acordo com as projeções feitas anteriormente, essa conta ira iniciar a retomada de crescimento vista nos anos anteriores.

Gráfico 10:



Fonte: O autor

5.4.7 EBITDA:

O EBITDA teve um leve aumento de 2012 para 2013 devido aos ganhos de eficiência do processo de cobrança e um patamar de “PLR”²⁴ inferior a 2012. Em 2014 os altos investimentos em marketing e inovação fizeram com que a margem ebitda se retraísse mesmo com os ganhos de produtividade em logística. A queda da receita líquida, o aumento da carga tributaria e a desvalorização do real fez com que o ebitda sofresse queda no trimestre corrente de 2015.

Tabela 12:

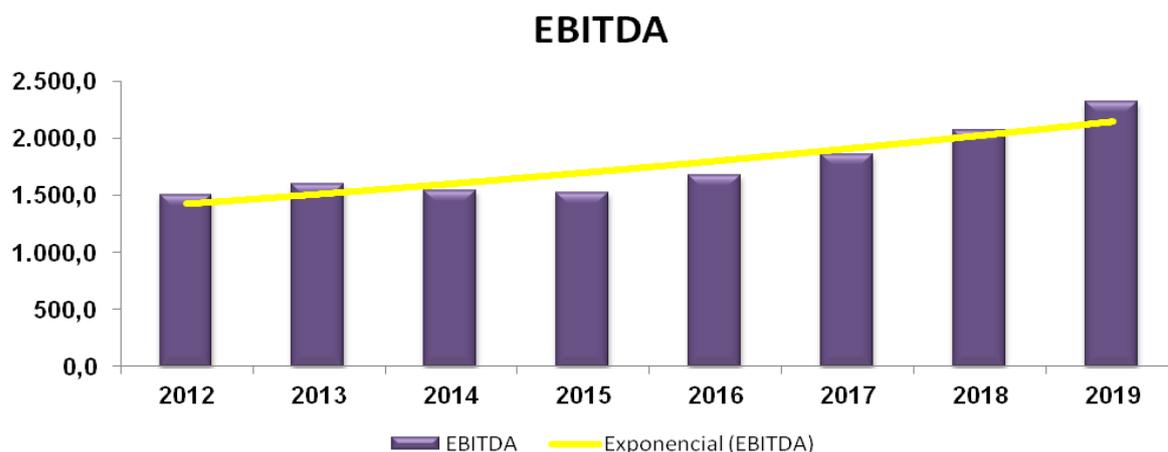
²⁴ Participação nos lucros

R\$-Milhões	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBITDA								
Brasil	1.523,7	1.557,1	1.439,6	1.279,6	1.362,8	1.451,4	1.545,7	1.646,2
LATAM	70,2	147,4	168,2	132,3	158,8	190,5	228,6	274,3
Outros	-82,0	-95,5	-53,5	121,7	164,3	221,8	299,4	404,2
TOTAL	1.511,9	1.609,0	1.554,3	1.533,6	1.685,8	1.863,7	2.073,7	2.324,7

Fonte: O autor

O resultado do EBITDA terá aumento nos próximos anos como corrobora as projeções e a evolução das contas que foram feitas ao longo desse capítulo.

Gráfico 11:



Fonte: O autor

5.4.8 CAPEX

Por efeitos de queda em investimentos na manutenção de sua própria estrutura, a Natura perdeu força no que diz respeito ao CAPEX, tendo que vertiginosa em 2015, porém acredita-se na retomada desses investimentos assim que o mercado nacional se estabilizar, acredita-se que isso ira ocorrer em 2016.

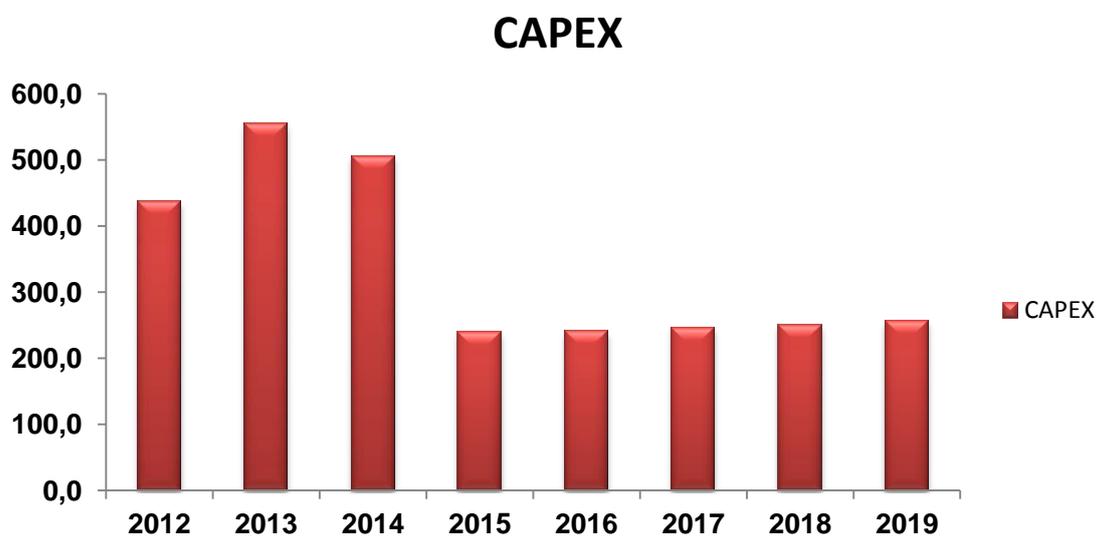
Tabela 13:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CAPEX	437,5	553,9	505,7	238,7	241,1	245,9	250,8	255,8

Fonte: O autor

Adotou-se uma taxa de crescimento de 1% para 2015 e 2% para o restante dos anos. Para a projeção foram considerados os investimentos médios em manutenção (equipamentos e instalações).

Gráfico 12:



Fonte: O autor

5.5 Custo Médio do Capital Ponderado

É uma média ponderada dos capitais próprios e de terceiros dada suas respectivas participações nos investimentos totais. As variáveis para o cálculo dos custos são:

Beta	0,99
Taxa livre de risco	14,25%
Risco de mercado	5,70%
Prêmio pelo risco país	2,14%
Inflação Americana	-0,04%
Pretax	16,35%
Taxas	35,00%

Fonte: O autor

O valor de beta foi encontrado no site do autor Damodaran, sendo avaliado como o beta de mercado a qual a empresa se insere. Pretax é a soma das variáveis prêmio pelo risco país, inflação americana e taxa livre de risco (selic). As demais variáveis foram retiradas do bloomberg. Com as variáveis acima foi possível encontrar o valor de K_e (custo do capital próprio) e K_d (custo do capital de terceiros).

K_e	21,99%
K_d	10,63%

Os devidos cálculos foram mostrados nos capítulos anteriores referentes a esse tipo de avaliação. Com os devidos custos encontrados, é possível achar o valor do custo médio do capital ponderado (WACC).

WACC	16,65%
------	--------

É importante frisar, que ao invés de retirar o valor de beta do site do damodaran, foi feito uma análise das empresas do mesmo setor que a Natura que são listadas em bolsa, e tirado a média dos seus betas para que se encontre o beta médio do setor, que também poderia ser usado na avaliação.

Empresas	Beta
Tupperware Brands Corporation	1,25
Nu Skin Enterprises, Inc.	1,20
L'Oreal SA (ADR)	0,94
Beiersdorf AG	0,53
Estee Lauder Companies Inc	1,04
Elizabeth Arden, Inc.	0,98
Revlon Inc	1,38
Média	1,05

Fonte: O autor

Em relação aos cálculos com esse beta encontrado, como é pouco diferente, os cálculos também resultaria em diferenças pequenas. O beta encontrado foi apenas para explicar uma maneira de se encontra-lo.

5.6 Fluxo de Caixa Líquido:

Feito todas as projeções e calculado o valor do WACC, torna-se possível a realização do fluxo de caixa líquido, foi feita a projeção com um numero maior de anos para propiciar um resultado satisfatório.

Tabela 14:

FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO														
Em Milhões	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	1.370,7	1.461,0	1.364,7	1.295,6	1.425,2	1.567,7	1.724,4	1.896,9	2.086,6	2.295,2	2.524,8	2.777,2	3.055,0	3.360,5
Taxas(T)	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
Noplat	904,7	964,3	900,7	855,1	940,6	1.034,7	1.138,1	1.251,9	1.377,1	1.514,9	1.666,3	1.833,0	2.016,3	2.217,9
(+) Depreciação e Amortização	141,2	193,0	189,8	216,3	242,3	271,3	303,9	340,4	381,2	426,9	478,2	535,6	599,8	671,8
Fluxo de caixa bruto	1.045,9	1.157,3	1.090,5	1.071,4	1.182,9	1.306,0	1.442,0	1.592,3	1.758,3	1.941,8	2.144,5	2.368,5	2.616,1	2.889,7
(-) Capex	-437,5	-553,9	-505,7	-238,7	-241,1	-245,9	-250,8	-255,8	-261,0	-266,2	-271,5	-276,9	-282,5	-288,1
(-) Δ Capital de Giro	281,0	-175,0	-206,9	247,3	249,8	252,3	254,8	257,3	259,9	262,5	265,1	267,8	270,5	273,2
FCFF	889,4	428,4	377,9	1.080,0	1.191,5	1.312,4	1.446,0	1.593,8	1.757,3	1.938,1	2.138,1	2.359,4	2.604,1	2.874,7
Despesa de Juros	-47,8	-104,4	-177,1	-209,9	-230,9	-254,0	-279,4	-307,3	-338,0	-371,9	-409,0	-449,9	-494,9	-544,4
Aumento na dívida líquida	-33,4	644,5	441,6	284,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FCFE	808,2	968,4	642,4	1.155,0	960,7	1.058,4	1.166,6	1.286,5	1.419,2	1.566,3	1.729,1	1.909,4	2.109,2	2.330,3
PV-FCFF	---	---	---	999,9	945,8	893,0	843,4	797,0	753,3	712,2	673,5	637,1	602,8	570,5
PV-FCFE	---	---	---	1.098,1	825,6	822,2	819,2	816,6	814,3	812,4	810,7	809,2	808,0	807,0

0,5 1,5 2,5 3,5 4,5 5,5 6,5 7,5 8,5 9,5 10,5

Fonte: O autor

Na presente tabela foram apresentadas todas as contas relevantes para fazer o fluxo de caixa descontado para a empresa e para o acionista. Com o FCFF calculado para as projeções, pode-se encontrar o preço denominado justo, dada todas as premissas que foram adotadas até aqui.

FCFF	
Soma do valor presente	8.428,6
Numero de ações	431,3
Target	20,00
Preço corrente	24,92
Upside	-19,7%
Dividendo esperado	1,57
Crescimento dividendo	6,30%
Retorno Total	-13,44%

Fonte: O autor

O resultado do cálculo do preço justo se mostrou menor do que o preço corrente. O potencial de desvalorização do preço corrente é de 19,74% (UPSIDE). Segundo este trabalho a Natura está superavaliada. Fazendo a multiplicação do preço encontrado pelo número de ações no mercado, encontra-se o valor de mercado de R\$ 8,6 bilhões.

6. Conclusões:

A empresa mostrou crescimento compatível com o mercado através dos anos. O mercado de higiene pessoal e cosmético vem se mostrando forte em relação aos acontecimentos que atingiram a economia recentemente, espera-se crescimento do setor como proporção do PIB de 2% para 2016 segundo a ABIHPEC²⁵.

O trabalho abordou a avaliação da Natura S.A. pelo método de fluxo de caixa descontado. O método utilizado é viável quando a empresa apresenta fluxos operacionais positivos e históricos satisfatórios para as avaliações passadas. Na presente avaliação o preço justo encontrado foi de R\$ 20,00 contra R\$ 24,92 negociado no dia 17/11/2015.

²⁵ Associação brasileira da indústria de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos.

Referências Bibliográficas:

Livros

Alexandre Póvoa. **Valuation-como precificar ações**, Elsevier, 2012.

Cavalcante, F. **Mercado de Capitais**, Elsevier Brasil, 1993.

Copeland, T. et al. **Avaliação de Empresas – Valuation**, Makron Books, 2002

Damodaran, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, Wiley Finance, 2012.

Francisco Cavalcante, Roy Martelanc e Rodrigo Pasin. **Avaliação de empresas**, Financial Times, 2010.

Iudicibus S. **Análise de Balanços**, Atlas, 2009.

Iudícibus, S. et al. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações**, Atlas, 2007.

Martins, E. **Avaliação de Empresas – da Mensuração Contábil à Econômica**, Atlas, 2001.

Sheridan Titman & John D. Martin. **Avaliação de projetos e investimentos-Valuation**, Bookman, 2010.

Sites

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

<http://www.invistia.com.br/2012/10/09/valuation-o-metodo-de-fluxo-de-caixa-descontado/>

<https://endeavor.org.br/valuation-como-calculiar-o-valor-da-sua-empresa/>

<http://natu.infoinvest.com.br/static/ptb/estrutura-acionaria.asp?idioma=ptb>

<http://shambellenutriminas.com.br/brasil-um-dos-motores-do-mercado-mundial-de-cosmeticos/>

<https://www.abihpec.org.br/wp-content/uploads/2015/04/2015-PANORAMA-DO-SETOR-PORTUGU%C3%8AS-31mar2015.pdf>

Artigos

<http://www.administradores.com.br/artigos/economia-e-financas/quanto-vale-uma-empresa/45160/>

