

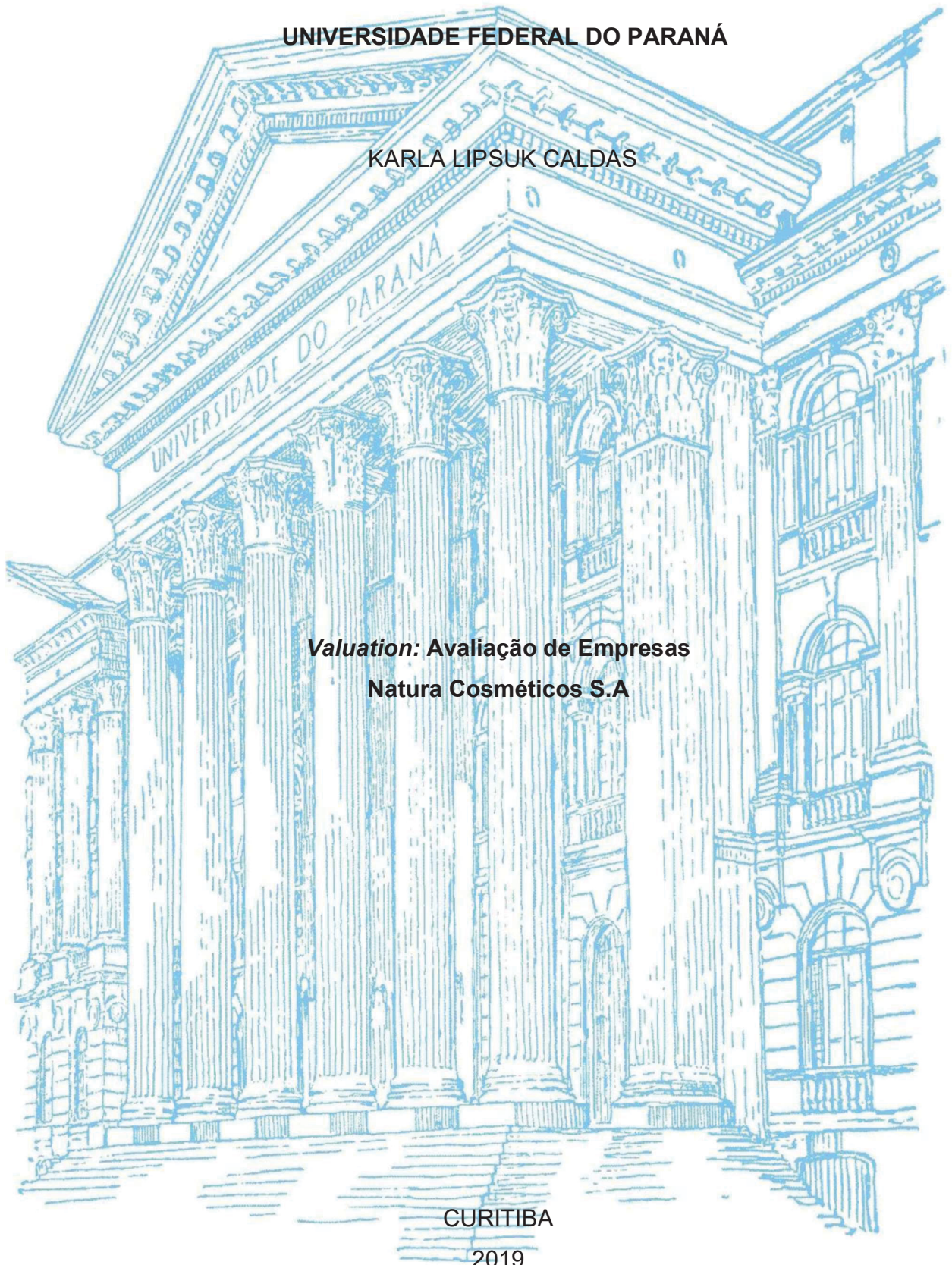
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

KARLA LIPSUK CALDAS

**Valuation: Avaliação de Empresas
Natura Cosméticos S.A**

CURITIBA

2019



KARLA LIPSUK CALDAS

Valuation: Avaliação de Empresas
Natura Cosméticos S.A

Pré-Projeto de Monografia apresentada ao Departamento de Ciências Contábeis, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná, como pré-requisito para obtenção do título de Especialista em MBA – Auditoria Integral

Orientador: Prof. Antonio Cesar Pitela.

CURITIBA
2019

LISTA DE SIGLAS

CAPEX – *capital Expenditure*

CAPM - Capital Asset Pricing Model

CMPC – Custo Médio Ponderado de Capital

DRE – Demonstração de Resultado do Exercício

DVA – Demonstração do Valor Adicionado

EBITDA - *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation And Amortization*

FCD - Fluxo De Caixa Descontado

FCFE - Free Cash Flow To Equity

FCFF - Free Cash Flow To Fir

FCS – Fluxos de Caixa Projetados

IR – Imposto de Renda

LAIR – Lucro Antes do Imposto de Renda

LAJIDA – Lucro Antes Dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização

NGC – Necessidade de Capital de Giro

VR – Valor Residual

WACC – *Weighted Average Capital Cost*

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – BALANÇO PATRIMONIAL ATIVO.....	24
QUADRO 2 – BALANÇO PATRIMONIAL PASSIVO E PATRIMONIIO LIQUIDO.....	25
QUADRO 3 – DEMONSTRATIVO DE RESULTADO.....	26
QUADRO 4 – HISTÓRICO DEPRECIACÃO E AMORTIZACÃO.....	27
QUADRO 5 – DEBENTURES EM 21/09/2018.....	31
QUADRO 6 – PREÇO MÉDIO DAS AÇÕES EM DEZEMBRO DE 2018.....	32
QUADRO 7 – PROJEÇÃO DO IPCA.....	33

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – RECEITA LIQUIDA.....	26
TABELA 2 – CUSTO DO PRODUTO.....	27
TABELA 3 - DESPESAS OPERACIONAIS.....	27
TABELA 4 – DESPESAS FINANCEIRAS.....	27
TABELA 5 – IMPOSTO DE RENDA.....	27
TABELA 6 – DEPRECIAÇÃO.....	28
TABELA 7 – NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO.....	28
TABELA 8 – CAPEX.....	29
TABELA 9 – FLUXO DE CAIXA PROJETADO.....	29
TABELA 10 – ESTIMANDO O BETA.....	30
TABELA 11 – CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO.....	30
TABELA 12 – CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS.....	31
TABELA 13 – CALCULO DO WACC.....	31
TABELA 14 – VALOR PRESENTE DO FLUXO DE CAIXA PROJETADO.....	33
TABELA 15 – PERPETUIDADE.....	33
TABELA 16 – VALOR DA EMPRESA.....	34
TABELA 17 – VALOR DE MERCADO EM 31/12/2018.....	34

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
1.1 OBJETIVOS	9
1.2.1 Objetivo Geral.....	9
1.2.2 Objetivo Específico.....	9
1.2 JUSTIFICATIVAS	9
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	11
2.1 PORQUE AVALIAR UMA EMPRESA?	11
2.2 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS.....	11
2.3 Fluxo de Caixa Descontado (FDC)	11
2.3.1 Fluxo de Caixa Para Os Acionistas (FCFE)	14
2.3.2 Fluxo de Caixa Livre Para A Firma (FCFF)	14
2.3.3 Taxa de Desconto.....	15
2.3.3.1 Custo do Capital Próprio.....	16
2.3.3.2 Custo do Capital de Terceiros.....	17
2.3.4 Tempo de Projeção.....	17
2.3.5 Perpetuidade.....	17
2.3.6 Valor da Empresa.....	18
2.4 MÚLTIPLOS DE MERCADO	18
2.5 VALOR PATRIMONIAL.....	19
3 METODOLOGIA E PESQUISA.....	21
4 NATURA COSMÉTICOS S.A – NATCO3.....	23
4.1 HISTÓRICO.....	23
4.2 RESULTADOS HISTÓRICOS.....	23
4.2.1 Projeções baseadas no histórico.....	26
4.3 RESULTADOS.....	33
5 CONCLUSÃO	35
REFERÊNCIAS.....	36

RESUMO

A volatilidade do mercado financeiro faz do processo de avaliação de empresas uma ferramenta fundamental para que analistas definam o valor justo de uma entidade no mercado atual e suas expectativas de mercado para os anos seguintes. Esta monografia desenvolveu a teoria e prática do fluxo de caixa descontado à empresa Natura Cosméticos S.A, denominada na BM&F Bovespa como NTCO3. Os resultados deram-se com base nas informações financeiras atuais da companhia, com os parâmetros pré-estabelecidos em fundamentação, partindo-se dos dados históricos dos anos de 2015 a 2018 foi possível projetar cenários e resultados da companhia para os próximos 10 anos.

Palavras-chave: Fluxo de caixa. Avaliação de empresas. Empresas de capital aberto. Cosméticos e perfumaria. Fluxo de caixa descontado. Resultado financeiro.

ABSTRACT

The volatility of the financial market makes the company valuation process a fundamental tool for analysts to define the fair value of an entity in the current market and its market expectations for the following years. This monograph developed the theory and practice of discounted cash flow to the company Natura Cosméticos S.A, known on the BM&F Bovespa as NTCO3. The results were based on the current financial information of the company, with the parameters pre-established in justification, starting from the historical data of the years 2015 to 2018 it was possible to project scenarios and results of the company for the next 10 years.

Keywords: Cash flow. Company valuation. Public companies. Cosmetics and perfumery. Discounted cash flow. Financial result.

1 INTRODUÇÃO

A evolução da contabilidade em detrimento do crescimento econômico e da busca por informação exigiu dos profissionais que atuam na área de finanças o desenvolvimento de práticas que auxiliem na mensuração do valor de uma entidade, desta forma, a avaliação de empresas ou *valuation* (termo original em inglês que significa “valor justo”), surgiu com o intuito de suprir esta necessidade por informação.

No decorrer dos anos, diversos métodos foram desenvolvidos por profissionais e estudiosos da área, os quais se utilizados de forma correta, avaliam uma organização de forma justa, fornecendo o as informações imprescindíveis para o alcance de seus objetivos no mercado.

A metodologia de avaliação de empresa deve ser aplicada respeitando duas premissas básicas: a escolha do método que mais se encaixe as particularidades da empresa e qual é a finalidade para qual foi requerida a mensuração. Ultimamente os métodos de avaliação de empresas mais populares são: avaliação pelo valor das ações, método de múltiplos, avaliação pelo valor contábil, avaliação para liquidação, avaliação pelo valor patrimonial e o método de fluxo de caixa descontado.

A empresa que domina o conhecimento do seu valor econômico seguramente atingirá com propensão seus objetivos e conseqüentemente os benefícios por ele gerados para seus acionistas, investidores ou financiadores permanentes.

Em Damodaran (2007) destacam-se três modelos para avaliação de uma empresa: avaliação por fluxos de caixa descontados, por múltiplos e por opções reais. Cornell (1993) complementa, considerando como principais os seguintes métodos: valor contábil ajustado, método de valor de mercado das dívidas e das ações, o método de comparação direta e o método de fluxo de caixa descontado. De acordo com Costa, Costa e Alvim (2010), existem diferentes metodologias para mensurar o valor de uma empresa, porém, nenhuma representa o seu valor exato, pois, apesar de técnicas avançadas, os estudos são realizados com base em premissas e hipóteses comportamentais resultando em um valor aproximado.

Desta forma, surge o problema: Quanto vale uma empresa?

Neste trabalho, será utilizada a metodologia do *Valuation* que mais se destaca no cenário contábil atual: O Fluxo de Caixa Descontado. Segundo Assaf Neto (2003),

“O método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é o que representa o maior rigor técnico e conceitual para expressar o valor econômico.”.

Foram levantadas diversas empresas de capital aberto afim de escolher qual empresa seria utilizada para este estudo até chegar a empresa Natura, empresa brasileira em ascensão no mercado nacional e internacional.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Após considerar industrias brasileiras atuantes na bolsa de valores, selecionar uma para o método mais recomendado de avaliação de empresas para encontrar o valor da empresa e compara-lo com os valores de mercado apresentados pela Bovespa.

1.2.2 Objetivos Específicos

- (a) Levantar quais são as principais metodologias utilizadas no processo de avaliação de empresas para aplicação em uma companhia de capital aberto;
- (b) Selecionar uma companhia atuante na Ibovespa;
- (c) Mapear as informações necessárias da estrutura da Demonstração Contábil para aplicar a metodologia de avaliação de empresa;
- (d) Consolidar as informações levantadas para avaliar a empresa escolhida.

1.3 JUSTIFICATIVAS

Por se tratar de um procedimento recente, o *valuation* é pouco difundido entre os profissionais de contabilidade e estudantes da área, todavia, esta técnica financeira vem se destacando nos meios empresariais pela grande funcionalidade que proporciona.

A grande expansão do comércio internacional e brasileiro, demanda por profissionais que tenham o conhecimento das técnicas de avaliação de empresa e que

consigam utilizar as informações decorrentes da prática de *valuation* da melhor forma dentro das organizações, principalmente em companhias de capital aberto cujas informações são indispensáveis principalmente para acionistas e investidores. Segundo Falcini (1995) o valor da empresa serve como balizador para a negociação entre compradores e vendedores.

Diante das particularidades e diretrizes para cada técnica, o avaliador deve analisar qual técnica deverá ser aplicada de acordo com o porte da organização e quais são as expectativas em torno do laudo avaliativo.

Desta forma, esta monografia vem explicar os principais métodos e sua utilização na prática, para empregar a técnica de *valuation* mais viável em uma organização de capital aberto que opera na bolsa de valores. Este projeto viabilizará uma nova visão da contabilidade considerando o conteúdo aprendido na especialização. A aplicação do *valuation* na prática, em formato de estudo, permitirá o conhecimento a fundo de organizações e quais são os principais problemas enfrentados por uma empresa que tem por objetivo a continuidade dentro de um mercado em constante mudança.

Este projeto visa contribuir no entendimento dos métodos de avaliação, com o intuito de embasar o investidor com as informações necessárias para que possa aplicar seu capital com a maior margem de segurança possível.

Este trabalho foi estruturado com esta introdução, revisão de literatura, metodologia de pesquisa, análise e discussão dos resultados e conclusão.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste tópico serão apresentados os principais métodos de avaliação de empresas para a realização de uma avaliação justa, serão destacadas as três principais metodologias de avaliação de empresas: fluxo de caixa descontado, método por múltiplos de mercado e valor patrimonial.

2.1 PORQUE AVALIAR UMA EMPRESA?

A importância da avaliação vai além de constituir um valor monetário para aquela entidade em andamento, somente a avaliação de empresas traz as informações fundamentais que auxiliam nas seguintes rotinas de uma organização:

- (a) Interesse de outras companhias nos processos de fusão, incorporação ou cisão;
- (b) Serve como matéria de estudo e atrativo para investidores;
- (c) Atrativo na captação de recursos de terceiros
- (d) Necessidade de avaliação para reembolsos de capital;
- (e) Avaliação para fins judiciais (dissolução de sociedades, por exemplo);
- (f) Medição do desempenho econômico-financeiro da empresa
- (g) Viabilidade de novos negócios.

Ao avaliar uma empresa, objetivamos alcançar o valor justo de mercado, ou seja, aquele que representa de modo equilibrado, a potencialidade econômica de determinada companhia. Entretanto, o preço do negócio somente será definido com base na interação entre as expectativas dos compradores e vendedores. Não existe um valor correto para um negócio. Pelo contrário, ele é determinado para um propósito específico, considerando as perspectivas dos interessados. (MARTINS, 2001, p.263).

A avaliação de empresas tem como objetivo a apuração do seu valor justo, que em resumo, pode ser classificado o valor presente de todos os benefícios econômicos futuros em formato de caixa (dinheiro) descontados de uma taxa de juros que remunera o custo de oportunidade dos investidores, na teoria como explica Assaf Neto (2002) equivale ao valor de negociação da empresa em transação livre, sem qualquer influência

e interesses, e as partes tem amplo conhecimento do negócio, agindo de forma independente e interessada na transação.

2.2 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

A avaliação de empresas trata-se de uma tarefa complexa que exige coerência em sua formulação e pode ser efetuada através de diversos modelos para diversas situações, Assaf Neto (2003).

A avaliação de empresas não se limita apenas a valor, mas deve ser considerada uma poderosa ferramenta de gestão a ser implantada numa organização para norteá-la para atingir com maior êxito seus objetivos.

Uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é uma fixação concreta de um preço ou valor específico de um bem, mas é uma estimativa de base, uma tentativa de estabelecer, dentro de uma faixa, um valor referencial de tendência, em torno do qual atuarão as forças de mercado. (FALCINI, 1995, p. 15).

2.3 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

De acordo com Hendriksen e Breda, “Caixa que entre e caixa que saia da entidade são os eventos mais importantes que podem ocorrer e sobre os quais as mensurações contábeis estão baseados” numa relação direta entre capital e lucro.

Este método consiste na valoração da empresa por meio do fluxo de caixa trazido a valor presente por uma taxa de desconto que deverá refletir o custo de oportunidade e os riscos associados aos investimentos. Trata-se do método mais utilizado nos dias atuais, pois considera a empresa como um organismo vivo em constante evolução, portanto, aplica-se em empresa com expectativa de “vida” longa, e seu valor é em resumo, a capacidade que a mesma possui na geração de lucros futuros, em forma de caixa (dinheiro).

Damodaran (1997) salienta que, esta metodologia é mais fácil de ser aplicada em empresas que apresentam fluxos de caixa positivos, para serem estimados de maneira confiável para períodos futuros. Parente (2002) defende o fluxo de caixa descontado como o método tecnicamente mais correto, mas que pode apresentar falhas em

decorrência das taxas de juros que podem distorcer a rentabilidade pretendida.

De acordo com Assaf Neto (2005), os indicadores contemplados no fluxo de caixa descontado (FCD) são:

- a) Capital Asset Pricing Model (CAPM): modelo de finanças que determina o preço de um Ativo utilizando a relação risco x retorno. Trata-se de um modelo de apreçamento de ativos de capital. Determina o custo do capital próprio.
- b) Taxa Selic (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia): índice balizador das taxas de juros cobradas pelo mercado brasileiro.
- c) Taxa de desconto: Rentabilidade do Patrimônio Líquido do segmento.
- d) Valor Presente: corresponde ao valor futuro descontado a determinada taxa de juros.
- e) Free Cash Flow: Fluxo de Caixa Livre
- f) Prêmio de Risco de Mercado: Valor pago por um investimento acima de uma taxa livre de risco. Diferença entre a taxa de juros com riscos e outra livre de riscos. (ASSAF, NETO, 2005).

Para Parente (2002) é o método tecnicamente mais correto, porém, também apresenta problemas uma vez que as taxas de juros utilizadas podem distorcer a rentabilidade esperada. O FCD determina o efetivo potencial de geração de riqueza ou criação de valor da empresa, evidenciando sua eficiência, o que não pode ser feito via lucro contábil Martinez (1999), por se tratar de uma técnica econômica, seus resultados tendem a ser mais concisos quando comparados com avaliações que se utilizam de técnicas e resultados contábeis, as quais se baseiam no lucro, deixando de considerar o investimento necessário para geração de lucros.

Damodaran (2007) classifica os fluxos de caixas em três maneiras, a primeira delas diferencia os fluxos de caixa do patrimônio líquido e da empresa:

Fluxo de caixa livre para patrimônio líquido (FCFE) = Lucro líquido - (Gastos de capital - Depreciação) - Alteração em capital de giro não monetário + (Nova dívida levantada - Repagamento de dívida)

Fluxo de caixa livre para a empresa (FCFF) = Lucro operacional (1 - Alíquota imposto) - (Gastos de capital - Depreciação) - Alteração em capital de giro não monetário

A determinação do valor de mercado envolve: a projeção do fluxo de caixa, determinação da taxa de desconto (taxa mínima de atratividade), estimativa do valor residual, cálculo do valor da empresa, os valores relevantes nesta avaliação são

provenientes da atividade operacional da empresa, disponíveis aos provedores de capital, ou seja, próprio ou terceiros.

O valor da empresa, é calculado considerando o valor dos Ativos Não-Operacionais do ano 0, os Fluxos de Caixa Projetados (FCS) e o Valor Residual (VR) no último ano projetado, ambos atualizados para o ano 0 à taxa de desconto (i).

$$VE = \left[\frac{FC_{ANO\ 1}}{(1+i)^1} + \frac{FC_{ANO\ 2}}{(1+i)^2} + \dots + \frac{FC_{ANO\ n} + VR_{ANO\ n}}{(1+i)^n} \right] + A_{N-O_ANO\ 0}$$

Um fluxo de caixa positivo indica que há recursos para a organização ou para seus acionistas, fluxos de caixa negativos indicam a necessidade do angariamento de novos capitais.

2.3.1 Fluxo de Caixa para os Acionistas

Segundo Póvoa (2007), o fluxo de caixa do acionista (*Free Cash Flow to the Equity*), também é chamado de fluxo de caixa do patrimônio líquido, visto que se caracteriza pelo saldo do fluxo de caixa da empresa a ser distribuído entre seus acionistas após o pagamento das necessidades de gastos com capital e de juros aos credores.

O fluxo de caixa livre para o patrimônio líquido é igual ao valor de mercado da companhia.

2.3.2 Fluxo de Caixa Livre Para a Firma

O Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE – tradução da sigla FCFF *Free Cash Flow To Fir*) trata-se do montante dos recursos que podem ser extraídos da entidade sem que seu valor seja reduzido, em outras palavras, é o rendimento por período que a empresa disponibiliza de forma contínua aos seus provedores de capital. Vale lembrar que esta metodologia é realizada pelo regime de caixa. Costa, Costa e Alvim (2010), conceituam como o fluxo gerado pelas operações da empresa, partindo do lucro da atividade projetado líquido de impostos, retornados com a depreciação do

imobilizado e amortização do intangível, deduzidos os investimentos adicionais no giro e gastos de capital.

O diferencial desta prática é a desconsideração da depreciação e a inclusão dos investimentos efetuados na compra ou reparo de imobilizados que estão obsoletos, além dos investimentos no capital de giro da empresa.

Nesta modalidade, deverão ser descontados os fluxos de caixa acumulados a todos os detentores de direitos sobre a organização pela média ponderada do custo de capital (próprio e terceiros), o valor da organização corresponde ao valor de mercado somado a sua dívida líquida: Valor da organização = valor de mercado (acionista) + valor da dívida líquida (credores) Damodaran (2007).

2.3.3 Taxa de desconto

Após a projeção dos fluxos de caixa livres, assim como valor da perpetuidade, os valores encontrados deverão ser atualizados através de uma taxa de juros, taxa que revelará o custo de oportunidade através do capital próprio e do capital de terceiros (MARTINEZ, 1999).

As companhias recorrem tanto para o capital próprio quanto para o capital de terceiros para financiar suas atividades, a estimativa do custo médio ponderado de capital (*WACC: Weighted Average Cost of Capital*) reflete o custo médio entre estes dois capitais, gerando a taxa a ser descontada do fluxo de caixa.

$$WACC = \frac{D}{D + E} K_d + \frac{E}{D + E} K_e$$

Onde: K_d = custo da dívida

K_e = custo do capital próprio

D = total da dívida

E = patrimônio líquido

Desta forma, o WACC só é obtido após descobrir-se o custo do capital próprio e de terceiros.

2.3.3.1 Custo do capital próprio

Segundo Damodaran, o modelo *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*) é o mais indicado, visto que parte do princípio de que o investidor está disposto a investir em ativos de risco para receber um retorno acima do oferecido a um ativo livre e risco por exemplo. O CAPM mede o risco em termos de variância e relaciona os retornos esperados aos riscos.

$$E(R_i) = R_f + \beta_{im}(E(R_m) - R_f)$$

Onde: R_f = Retorno do ativo livre de risco

B = Beta

$(R_m - R_f)$ = prêmio de risco.

Através destas variáveis é possível calcular o custo do capital próprio, o ativo livre de risco, refere-se ao retorno de um investimento sem perigo, ou seja, seu retorno se dá através de investimentos de renda fixa: títulos do governo em geral. Damodaran (2007) fundamenta um ativo livre de risco como aquele em que o investidor tem certeza do retorno esperado, em sua maioria como título de emissão governamental.

O “beta” é o coeficiente encontrado através da variação de um ativo no mercado, no Brasil o principal índice para a comparação da variância de um ativo é o Ibovespa, neste presente trabalho o beta corresponderá portanto na variação das ações da Natura em relação ao Ibovespa.

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

Onde: $Cov(R_i, R_m)$ = Covariância do retorno da empresa com o retorno de mercado.

$Var(R_m)$ = Variância do retorno de mercado.

Como a covariância da carteira de mercado consigo mesma é a sua variância, o beta da carteira de mercado é naturalmente 1. Os ativos com o risco superior à média terão betas maiores que 1 e os mais seguros terão betas menores que

1. O ativo livre de risco terá um beta de 0. (DAMODARAN, 2007, p.22)

Por fim, o prêmio de risco corresponde a exigência do investidor com relação ao ativo, para que seja mais vantajoso para ele o investimento do seus recursos. Para Póvoa (2007) o prêmio de risco de risco “revela o quanto o investidor exige de diferencial sobre o ativo livre de risco” estando diretamente ligado ao impacto econômico social do país.

2.3.3.2 Custo do capital de terceiros

Para Damodaran (2007) o custo do capital de terceiros mede quanto a empresa precisará custear no financiamento dos seus ativos, considerando entre todas as premissas o risco de inadimplência dos credores no financiamento dos projetos.

Este custo pode ser determinado através dos valores de mercado, através das notas explicativas das publicações, onde aparece qual é o custo médio do financiamento e seus juros, através da última emissão das debentures ou entrando em contato com o RI da empresa questionando o custo de financiamento atual.

2.3.4 Tempo de Projeção

O tempo de projeção do fluxo de caixa livre é fundamental para que o *valuation* seja executado da melhor forma, para Martins (2001) o tempo de projeção refere-se a quantidade de intervalos de tempo sobre os quais os fluxos podem ser projetados, com a mínima esperança de concretização. O autor esclarece que as previsões são subjetivas visto que não é possível prever todos os cenários que impactam o mercado.

2.3.5 Perpetuidade

Ao encontrar o valor de uma companhia é possível apurar a sua perpetuidade, para Martins (2001) a perpetuidade pode ser calculada da seguinte forma:

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

Onde: Fluxo de Caixa Livre: último período projetado

g: Taxa de crescimento perpétuo.

“(…) a fase da perpetuidade é aquela em que a empresa alcança o seu estágio máximo de produtividade operacional, tendo muito pouco a crescer dali em diante. É o que chamamos de fase de maturidade: a melhor forma de crescer será investindo mais, o que tem como consequência um declínio de geração de fluxo de caixa.” (PÓVOA, p.109)

2.3.6 Valor da empresa

Através de todas as variáveis é possível obter o valor justo da empresa, quando todos os fluxos de caixa futuros são trazidos a valor presente.

2.4 MÚLTIPLOS DE MERCADO

Através de informações de entidades do mesmo segmento, avalia-se uma organização, com base em seus relatórios contábeis que de certo modo possam ser “comparadas” com a principal, considera principalmente o lucro contábil, faturamento, valor patrimonial, fluxo de caixa, EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation And Amortization*) e LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização). Esta é uma técnica de avaliação aplicada a pequenos negócios, visto que os valores contábeis poucas vezes demonstram a realidade econômica da empresa, por isso, considera-se um método orientativo.

Múltiplos de mercado são utilizados especialmente na venda e compra de empresas, onde na maioria das vezes o comprador solicita que um profissional avalie a empresa, sua continuidade dentro do ramo a qual está inserida e quais são suas expectativas de rentabilidade futura. Os múltiplos mais utilizados são: Múltiplos de EBITDA, Múltiplos de receita, Múltiplos de lucro líquido, Múltiplos de fluxo de caixa e Múltiplos de valor patrimonial.

O método de múltiplos pode ser parametrizado da seguinte forma:

1. Identificam-se empresas comparáveis cujas operações são semelhantes às da empresa visada, cujo valor está em questão.
2. Identificam-se medidas para as empresas comparáveis em suas demonstrações financeiras – lucros, valor contábil, vendas, fluxo de caixa – e calculam-se múltiplos dessas medidas que tais empresas empregam em suas negociações.
3. Aplica-se uma média ou mediana desses múltiplos às medidas correspondentes para empresa visada a fim de obter o valor da empresa. (PENMAN, 2013).

A finalidade é avaliar os ativos com base na forma como ativos similares são atualmente precificados no mercado. Para comparar os preços do ativo com “similares” no mercado, é necessário padronizar os valores de alguma maneira, quando, para isso, encontram-se os chamados múltiplos de mercado para variáveis comuns entre os ativos, tais como lucros, fluxos de caixa, valor patrimonial ou receitas. Além do mais, essa metodologia pressupõe que o preço de uma empresa, ou ação de uma empresa sendo avaliada, será similar ao preço das outras empresas ditas comparáveis e que “o mercado, em média, precifica essas empresas comparáveis de modo correto”. (DAMODARAN, 1997, p.18).

$$VE = [(Lucro Operacional_{ANO 1} \times F_{P/LO})] + A_{N-O ANO 1}$$

Os pontos positivos dos múltiplos é que se trata de uma avaliação rápida e mais barata quando comparada a outros métodos, pois utilizam menos dados e, conseqüentemente tempo. Em contra partida, em decorrência do espaço deixado pela carência de informações, o avaliador tem liberdade para obter o resultado que seu cliente espera, ou seja, há maiores riscos de manipulação de resultado, porém para empresas privadas, acaba sendo o método mais utilizado, pois é o que mais se enquadra a suas necessidades.

2.5 VALOR PATRIMONIAL

Método de avaliação pelo valor contábil, considerando os valores reajustados,

seus resultados são obtidos através da seguinte equação: $\text{ATIVO AJUSTADO} - \text{PASSIVO AJUSTADO} = \text{PATRIMONIO LÍQUIDO AJUSTADO}$. O patrimônio líquido refere-se ao valor da empresa, sua utilização é bem comum em avaliações judiciais de empresas (quando não há outro método estabelecido em contrato social).

Este método por utilizar-se apenas do balanço, não capta perspectivas futuras para a empresa, pois considera apenas dados históricos.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

3.4 TIPOLOGIA DA PESQUISA QUANTO AOS OBJETIVOS

A pesquisa descritiva tem como objeto principal descrever as características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre as variáveis. (Gil, 1999). Utilização de técnicas padronizadas de coletas de dados: identificar, relatar, comparar.

Segundo Beuren (2009), a pesquisa exploratória ocorre quando há pouco conhecimento da temática abordada. Por meio do estudo exploratório vem a necessidade de conhecer o assunto para torna-lo claro, contribuindo para o esclarecimento de questões superficialmente abordadas sobre um assunto.

3.5 TIPOLOGIA DA PESQUISA QUANTO À ABORDAGEM DOS PROCEDIMENTOS

De acordo com Beuren (2009), a pesquisa documental pode integral o rol de pesquisas utilizadas em um mesmo estudo ou caracterizar-se como o único delineamento utilizado para tal. Sua notabilidade é justificada no momento em que se podem organizar informações que se encontram dispersas, conferindo-lhe nova importância como fonte de consulta.

3.6 TIPOLOGIA DA PESQUISA QUANTO AO PROBLEMA DE PESQUISA

A pesquisa qualitativa corresponde a estudos que podem descrever a complexidade de determinado problema, analisar a interação de certas variáveis, compreender e classificar processos dinâmicos por grupos sociais (Richardson 1999).

3.7 COLETA DOS DADOS E INFORMAÇÕES

Os objetivos específicos serão abordados pela técnica da pesquisa bibliográfica, segundo os indicadores da área econômico-empresarial:

3.4.1 Conceituação da Avaliação de empresas:

- Histórico e atualidade;
- Principais desenvolvedores;
- Métodos aplicados;
- Tipos de avaliação.

3.4.2 O Estudo de caso:

- Análise das principais empresas que atuam na bolsa de valores;
- Selecionar uma empresa como fonte de informação para aplicação da metodologia de avaliação de empresas;
- Identificar a melhor metodologia para a empresa escolhida;
- Levantamento das principais informações dentro das demonstrações contábeis para aplicação da metodologia;
- Consolidar os resultados obtidos através da avaliação de empresas.

4 NATURA COSMETICOS S.A. – NATCO3

4.1 HISTÓRICO

Natura é uma multinacional brasileira que atua em toda linha de perfumaria e cosmética. Sua fundação foi em 1969 em Vila Mariana, São Paulo, quando Antônio Luiz Sebra abriu a fábrica. A partir de 1974 a Natura deixou de oferecer seus produtos para as lojas passando a atuar em venda direta, onde atuou por muitos anos.

Hoje a Natura é uma indústria de cosméticos, fragrâncias e higiene pessoal, em 2004 tornou-se uma companhia de capital aberto, com suas ações listadas no mercado brasileiro, desde a sua abertura de capital vem num crescimento constante, se mostrando líder do mercado nacional com participação de 23,2%.

4.2 RESULTADOS HISTÓRICOS E SUAS PROJEÇÕES

Nesta etapa, serão apresentados os balanços patrimoniais e os demonstrativos e resultado dos últimos 4 anos da empresa (2015-2018) e, através dos dados históricos serão elaboradas as premissas utilizadas para a projeção dos resultados futuros. Através do cálculo da taxa de desconto será possível definir o valor de mercado para a organização.

QUADRO 1 – BALANÇO PATRIMONIAL: ATIVO

Balanço Patrimonial - Histórico em R\$ mil	2015	2016	2017	2018
Ativo Circulante	6.018,7	4.802,9	7.056,3	6.455,8
Caixa e Equivalentes de Caixa	1.591,8	1.091,5	1.693,1	1.215,0
Títulos e Valores Mobiliários	1.191,8	1.207,5	1.977,3	1.215,4
Contas a Receber de Clientes	909,0	1.051,9	1.507,9	1.691,6
Estoques	963,7	835,9	1.243,9	1.364,7
Impostos a Recuperar	320,4	329,4	-	-
Imposto de renda e contribuição social	-	-	197,5	326,8
Instrumentos Financeiros Derivativos	734,5	-	14,8	-
Outros Ativos Circulantes	307,5	286,7	211,2	263,0
	-	-	-	-
Não Circulante	3.376,3	3.618,7	7.901,2	8.923,8
Realizável a Longo Prazo	807,4	1.099,7	1.148,9	1.736,5
Impostos a Recuperar	289,4	280,6	439,1	368,6
Imposto de renda e contribuição social diferidos	212,6	493,0	344,2	398,4
Depósitos Judiciais	287,8	303,1	319,4	333,6
Instrumentos Financeiros Derivativos	-	-	-	584,3
Outros Ativos não circulantes	17,6	23,0	46,1	51,6
Investimentos	-	-	-	-
Imobilizado	1.752,4	1.734,7	2.276,7	2.236,7
Intangível	816,5	784,3	4.475,6	4.950,5
	-	-	-	-
TOTAL DO ATIVO	9.395	8.422	14.957	15.380

FONTE: Adaptado pela Autora com base nas demonstrações financeiras da companhia.

QUADRO 2 – BALANÇO PATRIMONIAL – PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Passivo Circulante	4.572,9	4.177,9	6.912,0	4.566,9
Emprestimos e Financiamentos e debentures	2.161,4	1.764,5	4.076,7	1.181,9
Fornecedores	802,9	814,9	1.553,8	1.736,8
Salários, participações nos resultados e encargos sociais	201,2	208,1	366,0	574,4
Imposto de renda e contribuição social	-	-	147,9	183,0
Obrigações tributárias	1.048,0	1.075,4	269,9	310,1
Dividendos e juros sobre o capital próprio a pagar	-	79,7	201,7	153,0
Provisão para riscos tributários, cíveis e trabalhistas	-	-	17,4	20,4
Provisão pára aquisição de participação de não controladores	190,7	-	-	-
Instrumentos Financeiros Derivativos	-	73,5	-	69,2
Outras obrigações	168,8	161,7	278,7	338,2
	-	-	-	-
Exigível a Longo Prazo	3.744,3	3.247,3	6.410,7	8.238,6
Emprestimos e Financiamentos	3.374,5	2.625,7	5.255,2	7.258,5
Obrigações tributárias	87,7	237,5	195,1	165,3
Imposto de renda e contribuição social diferidos	34,1	23,8	422,4	431,5
Provisão para perda com investimentos em controladas	-	-	-	-
Provisão para riscos tributários, cíveis e trabalhistas	77,9	93,6	264,7	241,4
Provisão para aquisição de participação de não controladores	-	-	-	-
Outros Passivos não circulantes	170,1	266,7	273,3	141,8
	-	-	-	-
Patrimônio Líquido	1.077,8	996,4	1.634,7	2.574,1
Capital Social	427,1	427,1	427,1	427,1
Ações em tesouraria	- 37,9	- 37,1	- 32,5	- 19,4
Reservas de Capital	134,7	142,8	155,7	329,3
Reservas de Lucros	409,5	666,8	1.123,2	1.437,0
Dividendo adicional proposto	123,1	29,7	-	-
Agio/Deságio em transações de capital	-	- 92,1	- 92,1	- 92,1
Ajustes de avaliação patrimonial	- 28,3	- 140,7	53,3	492,2
	-	-	-	-
Patrimonio Líquido Atribuido aos acionistas controladores da sociedade	1.028,2	996,4	1.634,7	2.574,1
	-	-	-	-
Patrimonio Líquido Atribuido aos acionistas NÃO controladores da sociedade	49,6	-	-	-
	-	-	-	-
TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	9.395	8.422	14.957	15.380

FONTE: Adaptado pela Autora com base nas demonstrações financeiras da companhia.

QUADRO 3 – DEMONSTRATIVO DE RESULTADO

Demonstrações dos Resultados (R\$ MM)				
	2015	2016	2017	2018
Receita Líquida	7.899,0	7.912,7	9.852,7	13.397,4
Custos dos Produtos Vendidos	(2.416,0)	(2.447,0)	(2.911,1)	(3.782,8)
Lucro Bruto	5.483,0	5.465,7	6.941,6	9.614,6
Despesas Operacionais	(4.226,2)	(4.382,8)	(5.583,0)	(8.357,9)
Despesas com Vendas, Marketing e Logística	(2.998,8)	(3.110,2)	(4.198,7)	(5.828,7)
Despesas Administrativas, P&D, TI e Projetos	(1.293,2)	(1.327,1)	(1.535,9)	(2.251,3)
Perda por Redução ao valor recuperável de contas a receber de clientes	-	-	-	(237,9)
Resultado de Equivalência Patrimonial	-	-	-	-
Outras despesas (receitas) operacionais, liquidas	65,8	54,4	151,7	(39,9)
Lucro Operacional - Antes do Resultado Financeiro	1.256,8	1.082,9	1.358,6	1.256,7
Receitas Financeiras	1.927,2	1.073,3	604,4	2.056,4
Despesas Financeiras	(2.308,6)	(1.729,3)	(991,8)	(2.639,7)
Lucro Antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social	875,4	426,9	971,2	673,4
Impostos de Renda e Contribuição Social	(352,6)	(118,6)	(300,9)	(125,0)
Lucro Líquido do Exercício	522,7	308,2	670,3	548,4

FONTE: Adaptado pela Autora com base nas demonstrações financeiras da companhia.

4.2.1 Projeções baseadas no histórico

Para a projeção, partiremos da data 31/12/2018 já denominada a data base da avaliação.

A projeção se deu com base nas demonstrações de resultado de exercício, estimando resultados para os anos de 2019 a 2028.

Na projeção da Receita líquida, Custo do Produto Vendido, Despesas Operacionais e Despesas Financeiras aplicou-se a média dos últimos 4 anos com base na proporção de cada uma sobre a Receita líquida.

TABELA 1 – RECEITA LÍQUIDA

Receita Líquida				
Histórico	2015	2016	2017	2018
Receita Líquida	7.899,0	7.912,66	9.852,7	13.397,4
% Crescimento da Receita Líquida	-	0,2%	24,5%	36,0%
Média	15,2%			

FONTE: A autora.

TABELA 2 – CUSTO DO PRODUTO

Custo do Produto				
Histórico	2015	2016	2017	2018
Receita Líquida	7.899,0	7.912,7	9.852,7	13.397,4
Custo do Produto	(2.416,0)	(2.447,0)	(2.911,1)	(3.782,8)
Custo do Produto/Receita Líquida	-30,6%	-30,9%	-29,5%	-28,2%
Média	-29,8%			

FONTE: A autora.

TABELA 3 – DESPESAS OPERACIONAIS

Despesas Operacionais				
Histórico	2015	2016	2017	2018
Receita Líquida	7.899,0	7.912,7	9.852,7	13.397,4
Despesas Operacionais	(4.226,2)	(4.382,8)	(5.583,0)	(8.357,9)
Despesas Operacionais/Receita Líquida	-53,5%	-55,4%	-56,7%	-62,4%
Média	-57,0%			

FONTE: A autora.

TABELA 4 – DESPESAS FINANCEIRAS

Despesas Financeiras				
Histórico	2015	2016	2017	2018
Receita Líquida	7.899,0	7.912,7	9.852,7	13.397,4
Resultado Financeiro	(381,4)	(656,0)	(387,4)	(583,3)
Resultado Financeiro/Receita Líquida	-4,8%	-8,3%	-3,9%	-4,4%
Média	-5,4%			

FONTE: A autora.

No cálculo das médias do imposto de renda, utilizou-se a média histórica entre o LAIR (Lucro Antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social) e o Imposto de Renda + Contribuição social.

TABELA 5 – IMPOSTO DE RENDA

Imposto de Renda				
Histórico	2015	2016	2017	2018
Lucro Antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social	875,4	426,9	971,2	673,4
Impostos de Renda e Contribuição Social	(352,6)	(118,6)	(300,9)	(125,0)
Imposto de Renda e Contribuição Social/Lucro Antes do IR e CS	-40,3%	-27,8%	-31,0%	-18,6%
Média	-29,4%			

FONTE: A autora.

Já para as projeções da Depreciação, foram utilizadas as informações constantes

na Demonstração do Valor Adicionado – DVA (ANEXO A).

QUADRO 4 – HISTÓRICO DEPRECIÇÃO E AMORTIZAÇÃO

Depreciação e Amortização			
2015	2016	2017	2018
-	260,8	383,4	589,9

FONTE: Adaptado pela Autora com base na DVA da companhia.

TABELA 6 – DEPRECIÇÃO

Depreciação				
Histórico	2015	2016	2017	2018
Receita Líquida	7.899,0	7.912,7	9.852,7	13.397,4
Depreciação	-	260,8	383,4	589,9
Depreciação/Receita Líquida	-	3,3%	3,9%	4,4%
Média	3,9%			

FONTE: A autora.

A Necessidade de Capital de Giro (NCG) deu-se da seguinte forma: os valores do Ativo Circulante (exceto equivalentes de caixa) foram subtraídos dos valores do Passivo Circulante (exceto empréstimos) chegando-se ao capital de giro. A variação (capital de giro ano 2 – capital de giro ano 1) foi confrontada com a Receita Líquida, chegando-se na variação de capital de giro com relação a receita.

TABELA 7 – NECESSIDADE CAPITAL DE GIRO

Necessidade de Capital de Giro				
Histórico	2015	2016	2017	2018
Receita Líquida	7.899,0	7.912,7	9.852,7	13.397,4
Ativo Circulante (-) Caixa	2.500,5	2.504,0	3.160,5	3.646,1
Passivo Circulante (-) Empréstimos	2.411,5	2.260,2	2.633,7	3.162,9
Capital de Giro	89,0	243,8	526,8	483,2
Variação Capital de Giro	-	154,8	283,0	(43,6)
Variação Capital de Giro/Receita Líquida	-	2,0%	2,9%	-0,3%
Média	1,5%			

FONTE: A autora.

Para o cálculo do CAPEX (Capital Expenditure), a variação do decorrer dos anos dos Investimentos, imobilizado e Intangível foi confrontada com a Receita Líquida, chegando-se a variação CAPEX x Receita Líquida.

TABELA 8 – CAPEX

CAPEX				
Histórico	2015	2016	2017	2018
Receita Líquida	7.899,0	7.912,7	9.852,7	13.397,4
Investimentos, Imobilizado e Intangível	2.568,8	2.518,9	6.752,3	7.187,3
Varição CAPEX	-	(49,9)	4.233,3	435,0
Varição CAPEX/Receita Líquida	-	-0,6%	43,0%	3,2%
Média	15,2%			

FONTE: A autora.

A tabela abaixo apresenta os resultados encontrados com base nas premissas expressas acima.

TABELA 9 – FLUXO DE CAIXA PROJETADO

ANO	PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA									
	2019	2020	2021	2022	2021	2023	2024	2025	2026	2027
Receita Líquida	15.429,4	17.769,6	20.464,7	23.568,6	27.143,3	31.260,1	36.001,4	41.461,7	47.750,2	54.992,5
Custo do Produto	-4.601,5	-5.299,4	-6.103,2	-7.028,9	-8.095,0	-9.322,7	-10.736,7	-12.365,1	-14.240,6	-16.400,4
Lucro Bruto	10.827,9	12.470,2	14.361,5	16.539,7	19.048,3	21.937,4	25.264,7	29.096,6	33.509,6	38.592,1
Despesas Operac.	8.792,5	10.126,1	11.661,9	13.430,7	15.467,8	17.813,8	20.515,6	23.627,2	27.210,8	31.337,8
Resultado Operac.	19.620,4	22.596,3	26.023,5	29.970,5	34.516,1	39.751,2	45.780,2	52.723,8	60.720,4	69.929,9
Resultado Fin.	-579,4	-667,3	-768,5	-885,1	-1.019,3	-1.173,9	-1.352,0	-1.557,0	-1.793,2	-2.065,2
EBIT	19.041,0	21.929,0	25.254,9	29.085,4	33.496,8	38.577,2	44.428,3	51.166,7	58.927,2	67.864,7
IR	5.599,3	6.448,6	7.426,6	8.553,0	9.850,3	11.344,3	13.064,9	15.046,4	17.328,5	19.956,8
Lucro Líquido	24.640,3	28.377,5	32.681,6	37.638,4	43.347,0	49.921,5	57.493,1	66.213,1	76.255,7	87.821,5
Depreciação	596,1	686,5	790,6	910,5	1.048,6	1.207,6	1.390,8	1.601,8	1.844,7	2.124,5
Varição NCG	231,6	266,8	307,2	353,8	407,5	469,3	540,5	622,4	716,8	825,6
CAPEX	2.344,4	2.699,9	3.109,4	3.581,1	4.124,2	4.749,7	5.470,1	6.299,8	7.255,2	8.355,7
Fluxo Caixa	22.660,4	26.097,3	30.055,5	34.614,0	39.864,0	45.910,2	52.873,4	60.892,7	70.128,3	80.764,7

FONTE: A autora.

No cálculo da taxa de desconto (WACC) serão utilizadas as fórmulas citadas no tópico 2.3.3 desta monografia.

O Beta foi estimado de acordo com a covariância entre os índices NTCO3 com o índice referencial da Ibovespa, os índices utilizados, encontram-se no ANEXO B.

TABELA 10 – ESTIMANDO O BETA

	2015-2018
Variancia Ibovespa	0,003957819
Covariancia NATCO3	0,002652646
Beta NATCO3	0,670229284

FONTE: A autora.

Na apuração do capital próprio, para a taxa livre de risco utilizou o % do CDI na data base 31/12/2018, em 6,40% (ANEXO C).

O prêmio risco pode ser obtido através da média da diferença histórica entre os retornos da bolsa frente à renda fixa, porém, por se tratar de um país emergente, o Brasil não contém estabilidade histórica, em virtude das inflações e principalmente pelo fato de em diversas vezes a renda fixa superou o retorno do mercado, portanto, utilizou-se a metodologia de Póvoa (2012) que recomenda que na ausência de uma base teórica utilize-se o prêmio de risco em 6,5%.

TABELA 11 – CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Custo de capital próprio (ke)	
Beta	0,67
Rf	6,40%
Premio	6,50%
ke	10,76%

FONTE: A autora.

O cálculo do custo do capital de terceiros foi feito com base nas informações financeiras disponibilizadas no site da Natura, com base na 9ª emissão de debêntures, emitida em 21/09/2018 (ANEXO D).

QUADRO 5 – DEBENTURES EM 21/09/2018

<i>Relatório em 21/09/2018 - 9ª emissão de debentures</i>			
Ativo	Principal em R\$ em MM	Remuneração da Dívida	Indexador
NATU19	6,10	109,5%	CDI
NATU29	308,30	110,5%	CDI
NATU39	302,70	112,0%	CDI
Montante	617,10	-	CDI
Média	-	110,67%	
Taxa CDI em 12/2018			6,40%
Custo Capital de Terceiros			7,08%

FONTE: Adaptado pela Autora com base nas demonstrações financeiras da companhia.

Após descobrir o custo do capital de terceiros em 7,08% descontou-se a taxa efetiva do imposto de renda e contribuição social em 34%, chegando no kd líquido de 4,67%.

TABELA 12 – CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

Custo de capital de terceiros (kd)	
<i>No relatório: 109,5%, 110,5% e 112% do DI</i>	
Média	110,67%
CDI em 12/2018	6,40%
kd em dezembro de 2018	7,08%
Imposto de Renda	34%
kd líquido	4,67%

FONTE: A autora.

Depois de efetuados os cálculos do ke, e kd obteve-se um WACC de 10,74%, conforme tabela abaixo.

O preço das ações foi obtido através da média para as ações em dezembro de 2018, conforme quadro abaixo.

QUADRO 6 – PREÇO MÉDIO DAS AÇÕES EM DEZEMBRO DE 2018

PREÇO MÉDIO DAS AÇÕES - DEZEMBRO 2018	
DATA	FECHAMENTO
28/12/2018	22,27
27/12/2018	21,85
26/12/2018	21,73
21/12/2018	21,39
20/12/2018	21,27
19/12/2018	21,53
18/12/2018	21,75
17/12/2018	21,82
14/12/2018	21,82
13/12/2018	21,77
12/12/2018	21,69
11/12/2018	21,16
10/12/2018	20,73
07/12/2018	21,11
06/12/2018	21,03
05/12/2018	20,73
04/12/2018	20,29
03/12/2018	20,57
Média	21,36

FONTE: Adaptado pela Autora com base nas demonstrações financeiras da companhia.

A quantidade das ações está informada no site da B3 – Bolsa, Brasil, Balcão, disponível no ANEXO E.

TABELA 13 – CÁLCULO DO WACC

WACC		
<i>Número de ações em 31/12/2018</i>		865.818.140
<i>Preço em 31/12/2018</i>		R\$ 21,36
	Montante	Peso
Equity	184.938,8	100%
Dívida	617,1	0%
	185.555,9	
WACC	10,74%	

FONTE: A autora.

4.3 RESULTADOS

Primeiramente, as projeções encontradas para os anos de 2019 a 2018 foram trazidas a valor presente, conforme tabela abaixo.

TABELA 14 – VALOR PRESENTE DO FLUXO DE CAIXA PROJETADO

VALOR PRESENTE DO FLUXO DE CAIXA PROJETADO (EM MILHÕES DE R\$)										
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FLUXO DE CAIXA DA EMPRESA	22.660,4	26.097,3	30.055,5	34.614,0	39.864,0	45.910,2	52.873,4	60.892,7	70.128,3	80.764,7
WACC	10,74%									
FLUXO DE CAIXA DA EMPRESA DESCONTADO	20.463,4	21.282,2	22.133,7	23.019,3	23.940,4	24.898,3	25.894,5	26.930,6	28.008,2	29.128,8
VALOR PRESENTE DO FLUXO	245.699,5									

FONTE: A autora.

Em seguida, é calculada a perpetuidade, neste caso aplicada no percentual de 3,58%, correspondente a média das projeções do IPCA feitas pelo mercado financeiro (em novembro de 2019) para os anos de 2019 a 2022 (ANEXO F).

QUADRO 7 – PROJEÇÃO DO IPCA

Projeção IPCA	
2019	3,46%
2020	3,60%
2021	3,75%
2022	3,50%
Média	3,58%

FONTE: Adaptado pela Autora com base nas informações do mercado financeiro.

TABELA 15 – PERPETUIDADE

PERPETUIDADE (Em milhões de R\$)	
Último ano do fluxo de caixa da empresa (2028)	80.764,7
WACC	10,74%
Crescimento na perpetuidade	3,58%
Valor da Perpetuidade	1.168.555,0
Valor presente da Perpetuidade	421.454,3

FONTE: A autora.

Para descobrir o valor da empresa soma-se o valor do fluxo de caixa do último

ano ao valor presente da perpetuidade, do resultado subtrai-se o endividamento líquido: dívida – caixa não operacional da empresa (do ano de 2018), chegando ao valor justo da companhia.

TABELA 16 – VALOR DA EMPRESA

VALOR DA EMPRESA	
Fluxo de caixa descontado	245.699
Valor da Perpetuidade	421.454
Valor Operacional da Empresa	667.154
Caixa	1.215
Empréstimo de Curto e Longo Prazo	8.440
Valor justo de mercado (em R\$ milhões)	659.928

FONTE: A autora.

Por fim, para a verificação do valor de mercado, a quantidade de ações ordinárias para o ano de 2018 é multiplicada pelo preço médio das ações em dezembro de 2018. Até a elaboração deste trabalho a Natura havia um total de 865.818.140 ações ordinárias a um preço médio de R\$ 21,36 cada.

TABELA 17 – VALOR DE MERCADO EM 31/12/2018

VALOR DE MERCADO EM 31/12/2018	
Quantidade de Ações	865.818.140
Preço médio por ação (em R\$)	21,36
Valor de mercado (em R\$ milhões)	184.939

FONTE: A autora.

Analisando a tabela acima, constata-se que o valor calculado para a empresa através do fluxo de caixa descontado está em 356,84% acima do valor atual de mercado, significando potencial elevação do preço da ação.

CONCLUSÃO

Este trabalho abordou a avaliação da Natura Cosméticos S.A pelo fluxo de caixa descontado, para dar base a esta abordagem, fez-se necessária analisar as informações financeiras da empresa de forma sucinta. Através de informações históricas foi possível estimar o crescimento da empresa para os próximos 10 anos. A Empresa demonstrou um potencial de crescimento de em aproximadamente 360%

Para o Futuro, é previsto que a empresa continue crescendo de forma escalável, principalmente por estar num país emergente, em resumo as expectativas para a empresa estão favoráveis para o futuro.

A metodologia do Fluxo de Caixa Descontado se mostrou adequada para a realização deste trabalho, por fim, é necessário ressaltar que as premissas utilizadas neste trabalho tratam-se de expectativas de mercado e não de fatos em si, não sendo possível afirmar que o resultado obtido nesta avaliação seja certo para o futuro da entidade e do mercado.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 7ª São Paulo: Atlas, 2014.
- BEUREN, I. M., **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática**. 3ª São Paulo: Atlas, 2009.
- CORNELL, B. **Corporate Valuation: Tools for Effective Appraisal and Decision Making**. Homewood: Business One Irwin, 1993.
- COSTA, L. G. T. A; COSTA L. R. T. A; ALVIM, M. A, **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas**. São Paulo: Atlas, 2010.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de Empresas. Valuation : Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas**. 3ª, São Paulo: Makron Books 2002.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: Ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas: teoria e prática**. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- FALCINI, P. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática**. São Paulo: Atlas, 1995.
- FREZATTI, F. **Gestão de Valor na Empresa: Uma abordagem abrangente do valuation a partir da contabilidade gerencial**. São Paulo: Atlas, 2003.
- HENDRIKSEN, E S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.
- MARTINS, E. (Org). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. FIECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras**. São Paulo: Atlas, 2001.
- PENMAN, S. **Análise de Demonstrações Financeiras e Security Valuation**. Rio de

Janeiro: Elsevier, 2013.

RAPPAPORT, A. **Gerando Valor Para o Acionista: Um Guia para Administradores e Investidores**. São Paulo: Atlas, 2001.

SANTOS, J. O. D. **Avaliação de Empresas: Cálculo e Interpretação do Valor das Empresas: um guia prático**. São Paulo: Saraiva, 2005.

Revistas e Artigos online:

Slides do curso de avaliação pelo fluxo de caixa descontado (Valuation), Disponível em : <http://www.contabilidademq.com.br/2017/07/slides-do-curso-de-avaliacao-pelo-fluxo-de-caixa-valuation.html>. Acesso em 05/11/2019.

EXAME, **3 maneiras de calcular o valor de uma empresa | EXAME.com**. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/pme/na-ponta-do-lapis/>. Acesso em 11/07/2018.

GESTÃO DE VALOR, Disponível em: https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos09/534_Gestao_do_Valor.pdf. Acesso em 06/07/2018.

INSTITUTO ASSAF NETO, Disponível em: http://www.institutoassaf.com.br/downloads/SUPERIORIDADE_M%C3%89TODO_FLUXO_CAIXA_DESCONTADO_PROCESSO_AVALIA%C3%87%C3%83O_EMPRESAS.pdf. Acesso em 11/07/2018.

ESTATÍSTICAS CETIP, Disponível em: http://estatisticas.cetip.com.br/astec/series_v05/paginas/lum_web_v04_10_03_consulta.asp. Acesso em 01/12/2019.

NATURA & CO, Disponível em: <https://natu.infoinvest.com.br/informacoes-financeiras/divida>. Acesso em 05/12/2019.

BOLSA DE VALORES, BOVESPA, NATURA, Disponível em <https://br.advfn.com/bolsa-de-valores/bovespa/natura-on-NATU3/empresa>. Acesso em 05/12/2019.

RELATÓRIO BOVESPA, NATURA COSMÉTICOS S.A, Disponível em:

<http://bvmf.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoEventosCorporativos.aspx?codigoCvm=19550&tab=3&idioma=pt-br>.

Acesso em 15/12/2019.

PROJEÇÃO INFLAÇÃO, AGENCIA BRASIL, Disponível em:

<http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2019-03/mercado-financeiro-aumenta-projecao-de-inflacao-e-reduz-alta-do-pib>. Acesso em 15/12/2019

ANEXO A – DEMONSTRAÇÃO DO VALOR ADICIONADO

NATURA COSMÉTICOS S.A.

DEMONSTRAÇÕES DOS FLUXOS DE CAIXA
PARA OS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2017 E DE 2016
(Em milhares de reais - R\$)

	Nota explicativa	Controladora		Consolidado	
		2017	2016	2017	2016
			(Reclassificado)		(Reclassificado)
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS					
Lucro líquido do exercício		670.251	296.699	670.251	308.238
Ajustes para reconciliar o lucro líquido do período com o caixa líquido gerado pelas atividades operacionais:					
Depreciações e amortizações	15	148.741	100.896	383.352	260.771
Provisão decorrente dos contratos de operações com derivativos "swap" e "forward"		160.079	753.190	156.130	794.708
Provisão para riscos tributários, cíveis e trabalhistas	19	44.836	15.687	124.790	16.964
Atualização monetária de depósitos judiciais e contingências		(8.581)	(14.344)	(6.652)	(16.799)
Imposto de renda e contribuição social	11.b)	(22.783)	15.597	300.941	118.621
Resultado na venda e baixa de ativo imobilizado e intangível		21.642	851	32.386	(3.418)
Resultado de equivalência patrimonial	14	(592.935)	(216.182)	-	-
Juros e variação cambial sobre empréstimos e financiamentos		276.095	(170.831)	380.138	(172.312)
Variação cambial sobre outros ativos e passivos		17.128	661	20.881	(59.892)
Provisão para perdas com imobilizado e intangível		-	316	7.712	316
Provisão com planos de outorga de opções de compra de ações		25.068	8.203	12.935	8.782
Provisão (reversão) para perdas com clientes, líquida de reversões	8	(41.469)	18.972	(25.392)	19.259
Provisão (reversão) para perdas nos estoques líquidas	9	8.700	(4.925)	28.396	31.378
Provisão com plano de assistência médica e crédito de carbono	20.b)	14.765	4.558	16.606	4.558
Resultado líquido do período atribuível a não controladores		-	-	-	(11.539)
Provisão para aquisição de participação de não controladores	20.a)	-	58.071	-	58.071
		721.537	867.419	2.102.474	1.357.706

NATURA COSMÉTICOS S.A.

DEMONSTRAÇÕES DO VALOR ADICIONADO
PARA OS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2018 E DE 2017
(Em milhares de reais - R\$)

	Nota explicativa	Controladora		Consolidado	
		2018	2017	2018	2017
			(Reapresentado)		(Reapresentado)
RECEITAS					
Vendas de mercadorias, produtos e serviços		8.430.343	7.895.643	17.005.145	13.112.928
Vendas de mercadorias, produtos e serviços		8.396.674	8.017.455	17.086.189	13.244.908
Constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa, líquida das reversões	8	6.976	(41.467)	(11.689)	(25.392)
Outras despesas operacionais, líquidas		26.693	(80.345)	(69.355)	(106.588)
		(5.357.547)	(5.100.309)	(10.002.306)	(7.794.048)
INSUMOS ADQUIRIDOS DE TERCEIROS					
Custo dos produtos vendidos e dos serviços prestados		(2.985.258)	(2.787.875)	(4.960.201)	(4.382.607)
Material, energia, serviços de terceiros e outros		(2.372.289)	(2.312.434)	(5.042.105)	(3.411.441)
		3.072.796	2.795.334	7.002.839	5.318.880
VALOR ADICIONADO BRUTO					
RETENÇÕES		(190.519)	(148.741)	(589.911)	(383.352)
Depreciações e amortizações	15	(190.519)	(148.741)	(589.911)	(383.352)

ANEXO B – ÍNDICES NTCO3 E IBOV

Data	NTCO3	Retorno NATCO3	IBOV	Retorno IBOV
dez/18	22,320	-	87.887	-
nov/18	20,290	10,00%	89.504	-1,81%
out/18	16,160	25,56%	87.424	2,38%
set/18	14,070	14,85%	79.342	10,19%
ago/18	14,380	-2,16%	76.678	3,48%
jul/18	14,430	-0,35%	79.220	-3,21%
jun/18	15,010	-3,86%	72.763	8,88%
mai/18	16,720	-10,23%	76.754	-5,20%
abr/18	15,970	4,70%	86.116	-10,87%
mar/18	15,870	0,63%	85.366	0,88%
fev/18	16,860	-5,87%	85.354	0,01%
jan/18	17,150	-1,69%	84.913	0,52%
dez/17	16,240	5,60%	76.402	11,14%
nov/17	14,240	14,04%	71.971	6,16%
out/17	15,120	-5,82%	74.309	-3,15%
set/17	15,240	-0,79%	74.294	0,02%
ago/17	14,410	5,76%	70.835	4,88%
jul/17	12,230	17,83%	65.920	7,46%
jun/17	12,550	-2,55%	62.900	4,80%
mai/17	15,910	-21,12%	62.712	0,30%
abr/17	14,770	7,72%	65.403	-4,12%
mar/17	14,170	4,23%	64.984	0,64%
fev/17	12,450	13,82%	66.662	-2,52%
jan/17	12,280	1,38%	64.671	3,08%
dez/16	11,180	9,84%	60.227	7,38%
nov/16	12,650	-11,62%	61.906	-2,71%
out/16	14,800	-14,53%	64.925	-4,65%
set/16	15,080	-1,86%	58.367	11,23%
ago/16	15,040	0,27%	57.901	0,80%
jul/16	16,070	-6,41%	57.308	1,03%
jun/16	12,310	30,54%	51.527	11,22%
mai/16	10,870	13,25%	48.472	6,30%
abr/16	12,310	-11,70%	53.911	-10,09%

mar/16	12,810	-3,90%	50.055	7,70%
fev/16	12,830	-0,16%	42.794	16,97%
jan/16	10,700	19,91%	40.406	5,91%
dez/15	11,220	-4,63%	43.350	-6,79%
nov/15	10,120	10,87%	45.120	-3,92%
out/15	10,940	-7,50%	45.869	-1,63%
set/15	9,310	17,51%	45.059	1,80%
ago/15	11,310	-17,68%	46.626	-3,36%
jul/15	12,160	-6,99%	50.865	-8,33%
jun/15	12,880	-5,59%	53.081	-4,17%
mai/15	13,400	-3,88%	52.761	0,61%
abr/15	13,470	-0,52%	56.229	-6,17%
mar/15	12,580	7,07%	51.150	9,93%
fev/15	13,150	-4,33%	51.583	-0,84%
jan/15	14,120	-6,87%	46.908	9,97%

ANEXO C – CDI

Taxas - DI PRÉ - Over				
Data	Nr. Operações	Volume	Média	Taxas
				Fator Diário
03/12/2018	6	3.675.840	6,40	1,00024620
04/12/2018	7	3.939.816	6,40	1,00024620
05/12/2018	8	4.275.476	6,40	1,00024620
06/12/2018	6	4.203.726	6,40	1,00024620
07/12/2018	6	4.129.583	6,40	1,00024620
10/12/2018	6	4.138.353	6,40	1,00024620
11/12/2018	6	4.128.509	6,40	1,00024620
12/12/2018	7	4.064.613	6,40	1,00024620
13/12/2018	7	4.070.323	6,40	1,00024620
14/12/2018	6	4.054.151	6,40	1,00024620
17/12/2018	8	3.963.262	6,40	1,00024620
18/12/2018	9	4.002.990	6,40	1,00024620
19/12/2018	7	4.020.582	6,40	1,00024620
20/12/2018	6	3.919.525	6,40	1,00024620
21/12/2018	6	3.969.639	6,40	1,00024620
24/12/2018	5	3.995.476	6,40	1,00024620
26/12/2018	5	3.913.530	6,40	1,00024620
27/12/2018	5	3.849.827	6,40	1,00024620
28/12/2018	4	3.819.861	6,40	1,00024620
31/12/2018	4	3.818.297	6,40	1,00024620

ANEXO D – EMISSÃO DE DEBENTURES

natura & co Investidores

Q menu 

Debêntures ⁽¹⁾⁽²⁾

Emissão	Data de Emissão	Ativo	Vencimento	Principal	Remuneração	Pagamento de Juros
6ª emissão 2015	16/03/2015	NATU36	16/03/2020	BRL 57,2 milhões	109,00% da taxa DI	Semestral (Março e Setembro)
7ª emissão 2017	25/09/2017	NATU17	25/09/2020	BRL 108,6 milhões	DI + 1,40% a.a.	Semestral (Março e Setembro)
		NATU27	25/09/2021	BRL 1.827,3 milhões	DI + 1,75% a.a.	
9ª emissão 2018	21/09/2018	NATU19	21/09/2020	BRL 6,1 milhões	109,5% da taxa DI	Semestral (Março e Setembro)
		NATU29	21/09/2021	BRL 308,3 milhões	110,5% da taxa DI	
		NATU39	21/09/2022	BRL 302,7 milhões	112% da taxa DI	

ANEXO E – AÇÕES ORDINÁRIAS

NATURA COSMETICOS S.A.

[Principal](#)
[Relatórios Estruturados](#)
[Informações Relevantes](#)
[Eventos Corporativos](#)
[Histórico de Cotações](#)

[Todos](#)
[Proventos em Dinheiro](#)

Empresa:	NATURA
Segmento :	BOLSA
Código:	NATU
Lote Padrão Negociação:	100
Cotação Unitária desde:	26/05/2004
Capital Social:	1.721.911.070,18
Total Ações:	865.818.140
Qtde Ações Ordinárias:	865.818.140
Forma das Ações Ordinárias:	Escritural - ITAU CORRETORA ACOES
Qtde Ações Preferenciais:	0
Forma das Ações Preferenciais:	-

ANEXO F – PROJEÇÃO DE CRESCIMENTO DA ECONOMIA E DA INFLAÇÃO

Publicado em 25/11/2019 - 08:55 Por Kelly Oliveira - Repórter da Agência Brasil 📍 Brasília

O mercado financeiro aumentou as projeções de crescimento da economia e da inflação este ano.

A previsão de instituições financeiras para a inflação, calculada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), subiu de 3,33% para 3,46%, no terceiro ajuste consecutivo.

Para os anos seguintes não houve alterações: 3,60% em 2020, 3,75% em 2021, e 3,50% em 2022. As estimativas estão reunidas em pesquisa feita com instituições financeiras, elaborada semanalmente pelo Banco Central (BC). Os resultados são divulgados às segundas-feiras.

As projeções para 2019 e 2020 estão abaixo do centro da meta de inflação que deve ser perseguida pelo BC. A meta de inflação, definida pelo Conselho Monetário Nacional, é 4,25% em 2019, 4% em 2020, 3,75% em 2021 e 3,50% em 2022, com intervalo de tolerância de 1,5 ponto percentual para cima ou para baixo.