

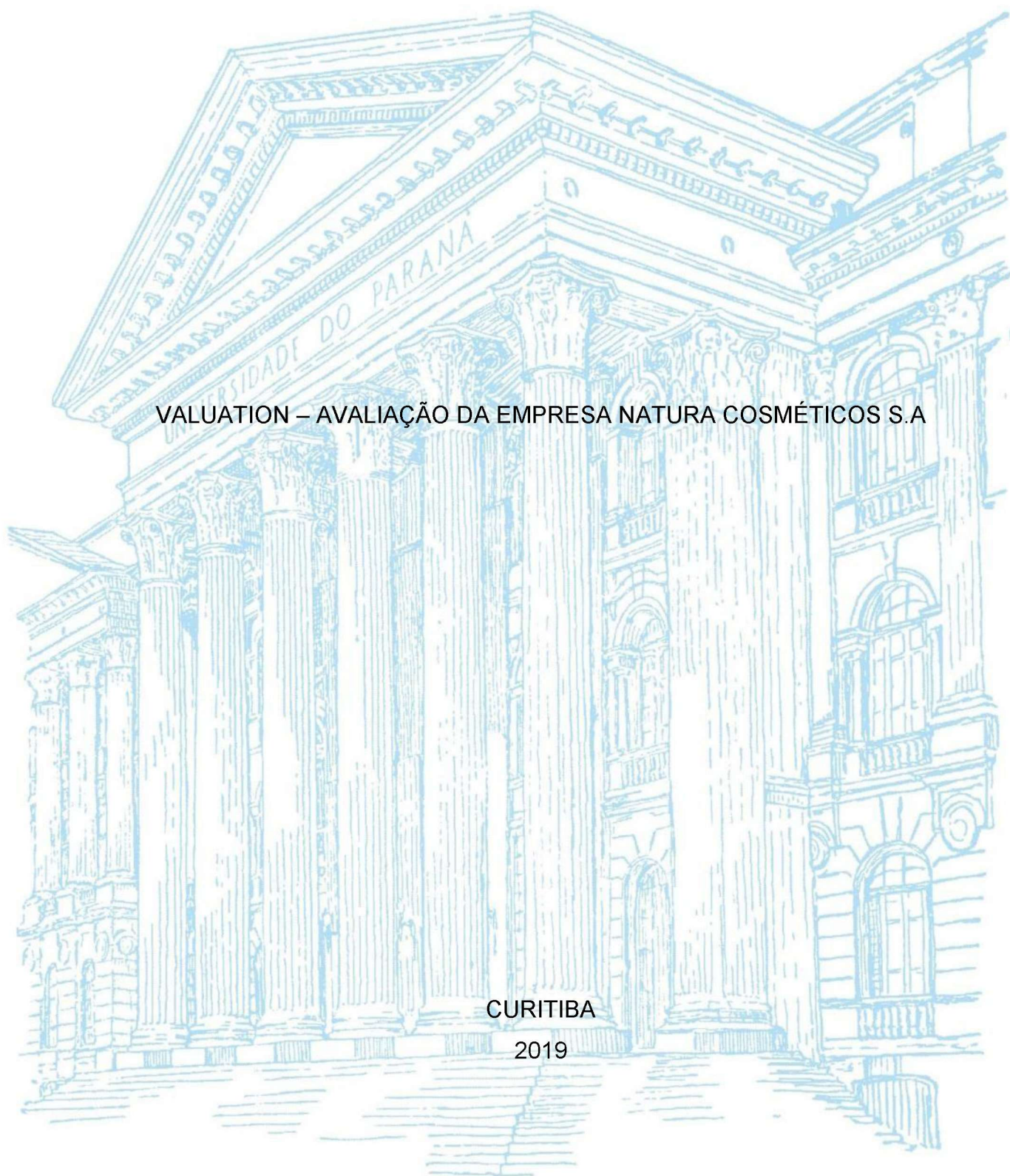
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

HINDY RIBEIRO DA LUZ

VALUATION – AVALIAÇÃO DA EMPRESA NATURA COSMÉTICOS S.A

CURITIBA

2019



HINDY RIBEIRO DA LUZ

VALUATION – AVALIAÇÃO DA EMPRESA NATURA S.A

Monografia apresentada como requisito para a graduação no Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Adalto Acir Althus Junior

CURITIBA

2019

RESUMO

O presente trabalho refere-se a avaliação da empresa Natura & Co com o objetivo de encontrar o seu valor justo através da metodologia do fluxo de caixa descontado. A empresa é a quarta maior do mundo no setor de produtos de higiene, perfumaria e cosméticos. A recente aquisição da Avon foi uma estratégia de expansão da participação mundial no mercado. Com cinquenta anos de existência a empresa se desenvolveu em tecnologia, infraestrutura, atualizou seu modelo de negócios e manteve seu foco em ser presente mundialmente. Na última década realizou três operações de aquisição, fortaleceu seus canais digitais, sem perder a essência de seu negócio, que começou com a venda porta a porta. A imagem da empresa no mundo é relacionada com a busca de um modelo sustentável, conectado com as necessidades atuais da sociedade, como preservação do meio ambiente e redução dos impactos negativos, bem como o investimento em linhas de produtos mais naturais e orgânicos, alinhado com a busca pela qualidade de vida e longevidade. É uma empresa tem seu capital aberto e suas ações negociadas no novo mercado, possui uma rigorosa governança corporativa e, com todos os seus dados disponibilizados ao público, foi possível definir parâmetros mais próximos à realidade para encontrar o seu valor justo através do *valuation*.

Palavras-chave: Valuation, Natura, Fluxo de Caixa Descontado.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	1
1.1 OBJETIVOS	5
1.1.1 Objetivo Geral	5
1.1.2 Objetivos Específicos	5
2 REVISÃO TEÓRICA	5
2.1 VALUATION	5
2.2 NATURA.....	6
2.3 OBJETIVOS DA COMPANHIA.....	7
2.3.1 PORTFÓLIO DE PRODUTOS E SERVIÇOS.....	9
2.3.2 DISTRIBUIÇÃO POR ESSENCIALIDADE ECONÔMICA	10
2.3.3 DISTRIBUIÇÃO POR FATURAMENTO E RENTABILIDADE	13
2.3.4 COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA	16
2.3.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA	17
2.3.6 CARTEIRA DE FORNECEDORES	18
2.3.7 PARTICIPAÇÃO NO MERCADO	19
2.3.8 SITUAÇÃO FINANCEIRA E DECISÕES DE INVESTIMENTO	22
2.4 ATIVOS INTANGÍVEIS.....	25
3. METODOLOGIA	27
3.1 Fluxo de Caixa Descontado	27
3.2 Cálculo do custo médio ponderado do capital.....	28
3.2. Modelo CAPM	29
3.3 Múltiplos	31
3.3.1 Múltiplos de Lucro	31
3.3.2 Múltiplos de EBITDA	32
3.3.3 Múltiplos de Patrimônio	32
3.3.4 Múltiplos de Receita	33
3.3.5 Índices	33
3.3.6 Regras de projeção para Demonstração de Resultados	37
3.3.7 Regras de projeção para Fluxo de Caixa	40
4 RESULTADOS	42
4.1 Análise das demonstrações financeiras	42
4.1.1 Demonstrações de Resultado do Exercício.....	42

4.1.2 Análise vertical e horizontal.....	43
4.1.3 Índices Econômico-Financeiros.....	45
4.2 PROJEÇÕES	48
4.2.1 Estimativa do custo de capital	49
4.2.2 Custo do capital de terceiros	49
4.2.3 Custo do capital próprio.....	50
4.2.4 Cálculo do valor da empresa por fluxo de caixa descontado	52
5 CONCLUSÃO	54
REFERÊNCIAS	55
ANEXOS	57

1. INTRODUÇÃO

Atribuir valor a uma empresa é uma maneira do mercado financeiro e seus investidores avaliarem o potencial de gerar fluxos de caixa operacionais, que possibilitem retornos acima do custo de capital da empresa. A valorização do preço de mercado também é uma meta, uma vez que está diretamente ligada à maximização de riqueza de seus proprietários. O valor de uma empresa pode ser entendido como o valor presente da sua capacidade de produzir benefício econômico futuro de caixa, pelos seus resultados esperados. (NETO; LIMA, 2014)

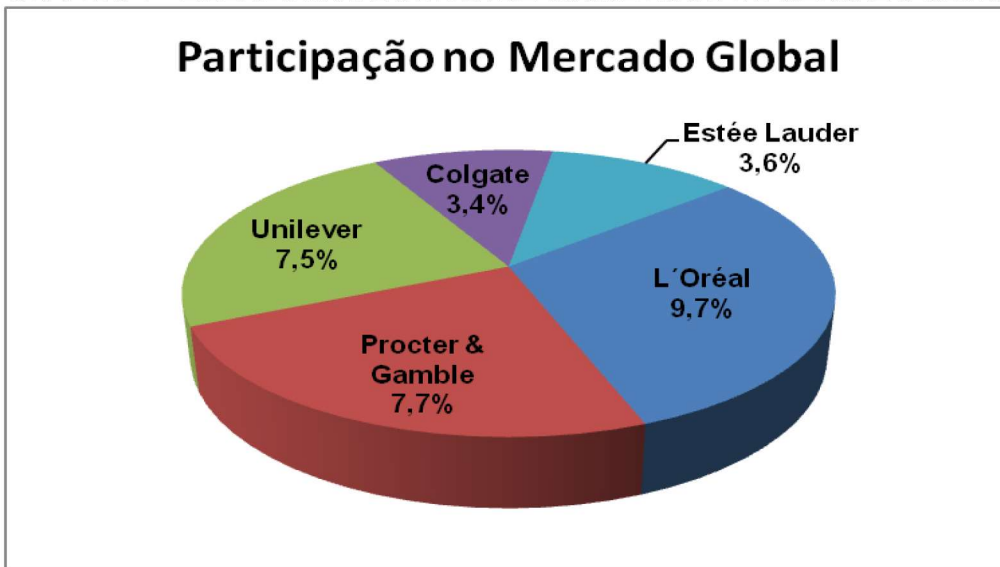
De acordo com DAMODARAN (2012) o valor de uma empresa pode ser correlacionado com suas características financeiras, tais como projeção de crescimento para os próximos períodos, perfil de risco e fluxos de caixa. Qualquer desvio é um sinal de que a ação da empresa estará com valores superestimados ou subestimados. Pode ser diretamente relacionado com as decisões tomadas, quais projetos que ela assume e como os financia, e com a política de dividendos. Uma vez que essa relação é conhecida permite que decisões para aumento do valor da empresa sejam tomadas.

A estimativa do valor justo de uma empresa, realizada através de uma avaliação, conhecida como *valuation*, tem como objetivo orientar os investidores em estratégias de compra e venda de ativos, bem como avaliar o risco da atividade operacional. O *valuation* possui um papel de extrema importância para diversas áreas financeiras, tais como finanças corporativas, fusões e aquisições e gerenciamento de portfólio. Para cada uma delas existem ferramentas adequadas para uma boa análise. Entretanto a avaliação não é de toda objetiva, pois sofre influência de pré-concepções de quem a avalia, e vieses do mercado financeiro. É uma estimativa de valor com probabilidade de erro. (DAMODARAN, 2012).

A Natura é uma empresa de destaque no Brasil. De acordo com os dados da consultoria Euromonitor (2018), é a maior em participação de seu segmento de mercado no Brasil, com 11,9% das vendas do setor de beleza e

cuidados pessoais. Globalmente a empresa possui 1,4% do mercado. No cenário mundial o setor é liderado pela francesa L'Oréal, com 9,7% de participação, seguida pela Procter & Gamble (7,7%) e Unilever (7,5%). Os números são ilustrados no gráfico abaixo:

GRÁFICO 1 – LÍDERES NA INDÚSTRIA DE COSMÉTICOS NO MERCADO GLOBAL



FONTE: EUROMONITOR (2019)

Segundo dados da Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (ABIHPEC), em 2018 o Brasil ocupava a quarta posição entre as dez maiores posições do tamanho de mercado mundial consumidor com US\$ 30 bilhões, correspondendo a 6,2%. A representatividade da América Latina no mundo dos produtos do setor de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (HPPC) é de 12,7% e dentro dessa porcentagem, 48,6% são produtos do Brasil. Dentro desse mercado a Natura se destaca como uma das maiores empresas do ramo. A Natura lidera o ranking dos das principais indústrias no mercado brasileiro. Em 2016 a Unilever perdeu a liderança e em 2018 caiu para o terceiro lugar, com o Grupo Boticário assumindo a vice-liderança. A figura abaixo ilustra os cinco principais líderes no mercado brasileiro, de acordo com dados da Euromonitor (2019).

FIGURA 1 – PRINCIPAIS MARCAS NO MERCADO BRASILEIRO DE COSMÉTICOS

Top 5 players

Posição	Nome	Logo
1º	Natura	
2º	Grupo Boticário	
3º	Unilever	
4º	L'Oréal	
5º	Colgate Palmolive	

Fonte: Euromonitor

FONTE: EUROMONITOR (2019). Disponível em <https://www.cosmeticinnovation.com.br/>

Com o foco em internacionalização a empresa destinou R\$ 2 bilhões para a realização de um ciclo de investimentos em expansão que durou quatro anos, finalizando em 2014, para a mudança de patamar da infra-estrutura tecnológica, de produção e logística. Foram inaugurados o complexo industrial do Ecoparque, no Pará, a nova fábrica em Cajamar e o novo Centro de Distribuição em São Paulo. A finalização da aquisição da marca australiana Aesop, contribuiu para o crescimento de 5,7% da receita líquida da Natura. (NATURA, 2014).

Em 2015 o setor de cosméticos no Brasil sofreu a primeira retração em 23 anos. Apesar do recuo de 2,5% no tamanho do mercado brasileiro e as vendas reduzirem 15%, as operações internacionais representaram 29,2% das vendas totais, o que permitiu a Natura manter o ritmo acelerado de crescimento e expansão de lucratividade, encerrando o ano com aumento de 8,6% na receita bruta em relação a 2014, 1,9 milhões de vendedoras porta a porta, com 8% a mais do que 2014, EBITDA de R\$ 1,5 bilhão (-3,8% vs. 2014), lucro líquido de R\$ 513 milhões (-29,9% vs. 2014). Em 2016 a empresa ocupou a segunda posição no ranking de players no setor de HPPC com 10,8% do mercado. (EUROMONITOR, 2016).

Após a compra da marca britânica The Body Shop por € 1 bilhão em 2017, a Natura ultrapassou a multinacional Unilever, fabricante de marcas como Dove, e se tornou a líder de mercado no segmento de produtos de beleza e cuidados pessoais. A empresa brasileira terminou o ano de 2017 com

participação de mercado de 11,7%, seguida pela Unilever com 11,1%, e o Grupo Boticário, com 10,8%. Os resultados foram divulgados pela empresa de pesquisas Euromonitor (2017). Os dados englobam as principais fabricantes de produtos de beleza e cuidados pessoais no Brasil e o resultado final é feito levando em consideração o valor de vendas para o consumidor final. Todos os produtos de beleza e cuidados pessoais são computados no levantamento. (Gazeta do Povo, 2018).

Com a aquisição da empresa americana Avon confirmada em maio de 2019 surge uma nova holding brasileira, a Natura & Co, com 76% da companhia para a Natura e 24% para os acionistas da Avon. Juntas as empresas formam o quarto maior grupo exclusivo de beleza no mundo em valor de faturamento líquido. Superior a U\$\$ 10 bilhões, mais de 40 mil colaboradores e presença em cem países. A companhia brasileira espera que a associação dos negócios resulte em sinergias estimadas entre R\$ 603 milhões e R\$ 1 bilhão por ano. Parte dos recursos será reinvestida na empresa para aumentar sua participação nos canais digitais e mídias sociais, pesquisa e desenvolvimento e iniciativas de marca e expansão na presença geográfica do grupo, visto que 68,3% das vendas estarão fora do mercado brasileiro. (OLIVEIRA E MOURA, 2019).

A Natura se fortalece na categoria de maquiagens, com uma marca mais popular em seu portfólio, visto que a Avon é bem consumida pelo público jovem e é acessível do ponto de vista econômico. Existem planos de modernização da marca e novas estratégias no sistema comercial por parte da Natura, porém as marcas se manterão diferentes, preservando a identidade. As sinergias das operações são estimadas entre US\$ 150 milhões e US\$ 250 milhões em três anos, após a aprovação da transação, que deve ocorrer no primeiro trimestre de 2020. (ZAMBONI, 2019).

Com a combinação de negócios, a Natura vai deter 16,6% do mercado de produtos de higiene pessoal e beleza no país, e no canal de vendas diretas, a participação passará de 31% para 46,5%. Entre os principais concorrentes da empresa estão o Grupo Boticário, Unilever, Procter & Gamble, L’Oreal, Coty e Jequití. Considerando dados de 2018 da Euromonitor a maior concentração gerada pelo negócio é em cuidados com a pele com 29,9%, fragrâncias com

27,6% e por fim maquiagens com 25,3%. Com a Aquisição da Avon a porcentagem da empresa no setor de maquiagem deve atingir 35%. (ZAMBONI, 2019).

1.1. OBJETIVOS

1.1.1. Objetivo Geral

Desenvolver um estudo de caso da empresa Natura&Co para estimar o seu valor justo.

1.1.2. Objetivos específicos

- Realizar uma análise fundamentalista da empresa;
- Analisar o contexto do mercado em que a empresa atua e determinar seu valor justo;
- Desenvolver modelo de *valuation* utilizando a técnica de Fluxo de Caixa Descontado;
- Desenvolver modelo de *valuation* utilizando a técnica de Análise de Múltiplos;

2. REVISÃO TEÓRICA

2.1. VALUATION

Valuation é o processo de conversão de uma projeção em uma estimativa do valor de uma empresa. Entre as técnicas mais utilizadas tem-se o fluxo de caixa descontado, avaliação por múltiplos de mercado e os modelos de lucros residuais. Dentre eles o fluxo de caixa descontado é o método mais disseminado, preconiza que o valor de uma empresa é o somatório dos valores projetados do fluxo de caixa livre calculados a valor presente. No Brasil é uma metodologia muito utilizada também na determinação do valor de emissão de ações de uma companhia. (Palepu, Healy e Bernard, 2004). A técnica é amplamente utilizada em avaliações de empresas, com objetivos acadêmicos e de mercado, para precificar empresas para vendas, fusões e aquisições.

Shiavo, F.T. (2008) dissertou sobre a avaliação de empresas por fluxo de caixa descontado e o impacto dos ativos intangíveis em seu valor, e concluiu ser um bom método para avaliar as expectativas de resultados futuros, e que alguns itens da avaliação por fluxo de caixa podem ser impactados pela presença ou

ausência de investimentos em alguns ativos intangíveis. Galdi, F.C; Teixeira, A.J.C; e Lopes,A.B. em 2008 realizaram uma análise empírica de modelos de *valluation* no ambiente brasileiro, comparando com o modelo de Ohlson e concluíram que existem diferenças estatísticas entre os dois modelos e que a avaliação por fluxo de caixa descontado apresentou estimativas com maior poder explicativo dos índices P/B (Preço por valor patrimonial por ação) futuros da empresa. Muller, A.N e Teló, A.R. (2003) escreveram um artigo de modelos de avaliação de empresas e concluíram que não é possível estabelecer uma única metodologia para sua execução.

2.2. NATURA

A Natura & Co é uma empresa de origem brasileira que está presente em todo o Brasil, países da América Latina, principalmente Argentina, Chile, Colômbia, México e Peru. As lojas da Natura também estão presentes na França e Estados Unidos. A empresa foi fundada em 1969 por Luiz Seabra. A primeira loja foi aberta um ano depois, porém em 1974 a venda direta porta a porta foi adotada como principal modelo de negócios. Nos anos seguintes a empresa inaugurou o segmento de produtos masculinos e inovou ao ser a primeira marca a oferecer embalagens refil, em 1983.

Posteriormente apostou na linha de produtos Mamãe e Bebê®, com a proposta de fortalecer o vínculo entre mães e filhos. Ao longo dos anos a Natura demonstra seu engajamento em programas sociais e preocupação com a natureza. Em 1995 foi lançada a linha de produtos não cosméticos, a Crer para Ver, com o intuito de utilizar os recursos em projetos com a educação pública. Nos anos 2000 a linha Ekos® é lançada, incorporando elementos da biodiversidade brasileira à formulação dos produtos. (NATURA, 2019)

Em 2006 os testes de ingredientes e produtos em animais foram banidos pela empresa e no ano seguinte o Programa Carbono Neutro, com objetivo de reduzir as emissões de gases de efeito estufa por toda a cadeia produtiva, foi implantado. Os resultados do Programa puderam ser mensurados em 2013 quando um terço das emissões de gases de efeito estufa foi reduzido. Também neste ano a empresa lança a linha SOU® que utiliza 70% menos plástico em suas embalagens. Em 2014 ocorre a inauguração do Ecoparque em Benevides (PA), um centro empresarial baseado nos conceitos de simbiose industrial e com

isso a Natura se torna a primeira companhia de capital aberto a ganhar o certificado internacional B Corp, que identifica com parâmetros claros as empresas comprometidas com a construção de um mundo melhor, ao aliar desenvolvimento econômico com promoção do bem estar social e ambiental. (NATURA, 2019)

Em 2015 o e-commerce alcança todo o território brasileiro e países da América Latina. Agora, além das vendedoras porta a porta e das lojas online, a empresa inicia a inauguração de lojas físicas por todo o país, e também nos Estados Unidos. Em 2017 nasce o grupo Natura & CO, junção das empresas Natura, Aesop e The Body Shop. (NATURA, 2019)

2.3. OBJETIVOS DA COMPANHIA

Em 2019 a Natura completa 50 anos de existência. Consolidada no mercado de produtos de higiene e beleza a empresa investiu ao longo dos anos em diversas linhas de produtos, criando um portfólio único, baseado sempre nos conceitos de inovação e sustentabilidade. A busca por novos mercados e novas formas de negócios também fazem parte da história da companhia, que iniciou seu modelo de negócios com a venda porta a porta, posteriormente investiu em lojas no e-commerce, com plataformas digitais e robustas, de rápido crescimento, além da abertura de lojas físicas. A presença global equilibrada, cada vez mais multicanal em mercados em crescimento é um objetivo importante para a empresa. (NATURA, 2019)

Os produtos são a expressão da essência da empresa que, para produzi-los, utiliza uma rede de pessoas que integram conhecimento científico e uso sustentável da biodiversidade botânica brasileira. Possui a visão de sustentabilidade, com o papel ativo da empresa em ajudar a melhorar o meio ambiente e a sociedade. A Natura é parte de uma rede global de organizações que aliam crescimento econômico à promoção do bem-estar social e ambiental. O certificado B Corp, emitido pelo B Lab, identifica as empresas que seguem determinados padrões de transparência, responsabilidade e desempenho, que utilizam o poder de negócio para resolver problemas sociais e ambientais. As empresas que possuem esse certificado são avaliadas quanto ao seu impacto, possibilitando a comparação com outras companhias, o que permite a criação de

planos de melhorias de práticas nos setores que precisam de mais atenção. (NATURA, 2019)

A busca constante de inovação, para promoção do desenvolvimento dos indivíduos, empresa e sociedade é um dos objetivos da Natura. Para tal foi elaborado o documento Visão de Sustentabilidade 2050, com metas a serem alcançadas nos três pilares que a norteiam: Marcas e Produtos, Nossa Rede e Gestão e Organização. Gerar impacto positivo no âmbito social e ambiental é um objetivo, por essa razão existem ações para o cuidado com a origem da matéria prima e com o descarte dos produtos, zelando por toda a cadeia de valor. Priorizar ingredientes vegetais é a maneira de trazer inovação para a atividade, com o uso de recursos renováveis. Já em 2017 84% das matérias primas nas fórmulas dos produtos já tinham essa origem. (NATURA, 2019)

Nesse mesmo ano R\$ 172 milhões (correspondentes a 2,2% da receita líquida) foram investidos em inovação. Também faz parte da missão da Natura o Programa Amazônia, criado em 2011, com o objetivo de impulsionar a geração de negócios sustentáveis na região. A compra da matéria prima é feita de 34 comunidades locais, além do incentivo dado à prática de técnicas produtivas sustentáveis, que já resultaram na conservação de 1,8 milhões de hectares de floresta em pé, e conseqüentemente contribuiu para a redução do desmatamento. (NATURA, 2019)

A cadeia de valor da empresa é carbono neutro graças a essa mobilização que ocorreu a partir de 2007, com o Programa Natura Carbono Neutro. A meta é ser transparente nos processos e estimular o consumo consciente. Por essa razão na plataforma de vendas é possível acompanhar o impacto positivo dos produtos, como, por exemplo, um perfume composto de álcool orgânico, carbono neutro e não testado em animais. Outro objetivo é gerar impacto positivo nos colaboradores, com a meta de, em 2020, 50% de mulheres estejam em postos de chefia, e inclusão de 8% de pessoas com deficiência no quadro efetivo, além de melhorar a renda média das vendedoras porta a porta, que são 1,7 milhões em toda a América Latina. (NATURA, 2019)

2.3.1. PORTFÓLIO DE PRODUTOS E SERVIÇOS

O portfólio de produtos da Natura & CO inclui soluções para necessidades de homens e mulheres de todas as idades, tais como tratamento de pele de rosto e corpo, cuidado e tratamento dos cabelos, maquiagem, perfumaria, cuidados de banho, proteção solar, higiene oral e linhas infantis. As principais linhas de produtos conceituais são:

- Chronos®: Oferece uma gama completa de opções para tratamento de pele do rosto, para mulheres com mais de 30 anos. O objetivo da linha é afirmar a beleza das mulheres em todos os estágios da vida, e para tal, uma tecnologia de beleza com rejeição de estereótipos de beleza. Produtos de limpeza, tonificação, hidratação, anti-sinais compõem a linha.
- Natura Ekos®: Produtos de perfumaria, higiene pessoal e ambientação que utilizam recursos da biodiversidade brasileira, inspirada pelo conhecimento tradicional do uso das plantas. O objetivo é aumentar a consciência da riqueza do patrimônio ambiental brasileiro e obter ingredientes naturais de maneira sustentável. Os produtos são biodegradáveis, utilizam vidros e embalagens que contêm material reciclado na composição e refis, que além de reduzir o impacto ambiental, aumentam a competitividade da empresa, com economia e aproveitamento das embalagens. A linha cobre a maior parte dos segmentos do mercado de atuação, com sabonetes, xampus, condicionadores, hidratantes e perfumes.
- Mamãe e Bebê®: Desenvolvida para afirmar o vínculo que existe entre mãe e filho, a linha utiliza ingredientes, texturas, fragrâncias, cores que evocam o cuidado da mãe com o filho.
- Fragrâncias e Perfumes: Oferece alternativas para homens e mulheres de todas as idades e estilos, com ampla variedade de apresentação, preço e modo de usar.
- Natura Única®: Linha de produtos de maquiagem Premium, com ingredientes que tratam e protegem a pele. Inclui produtos para rosto, olhos e lábios.

- Faces de Natura®: Linha completa de cosméticos e produtos de higiene pessoal, que refletem o ritmo de vida da jovem mulher moderna, práticos e fáceis de usar.
- Tododia®: Grande variedade de produtos para uso diário em diversos segmentos. Faz uso de ingredientes naturais, como leite, açúcar e mel.

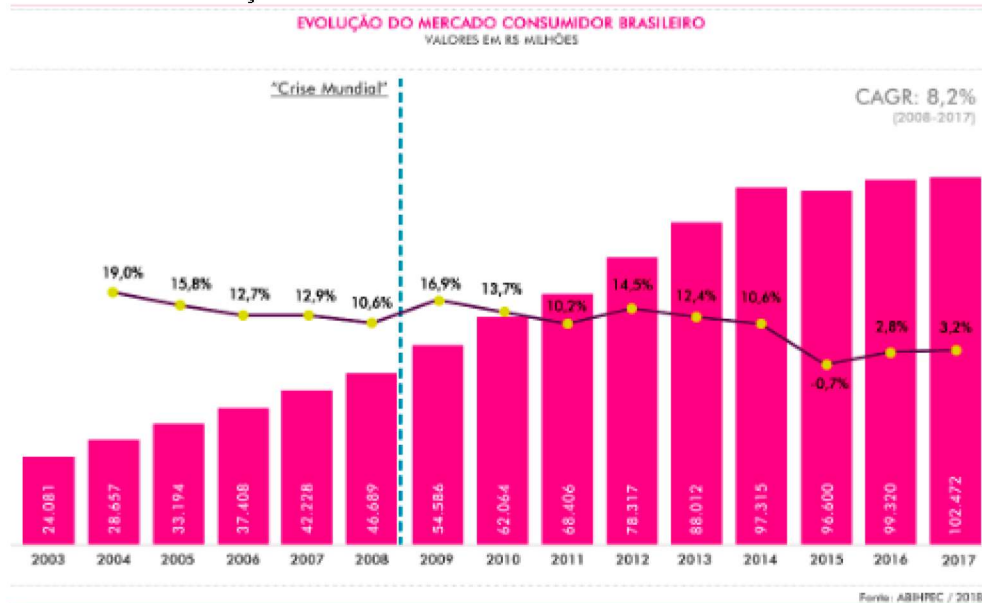
2.3.2. DISTRIBUIÇÃO POR ESSENCIALIDADE ECONÔMICA

De acordo com relatório World Market for Beauty and Personal Care realizada pelo Euromonitor (2018), beleza e cuidados pessoais registraram crescimento dinâmico de 6% em 2018. O resultado reflete o ressurgimento da América Latina após uma crise econômica, bem como o forte crescimento contínuo da Ásia-Pacífico, sendo esta última responsável por um terço do valor global da indústria em 2018.

As previsões são de que essa região gere mais da metade do total de U\$ 68 bilhões em crescimento absoluto no período de 2018 a 2023, sendo que, somente a China deve contabilizar U\$ 21 bilhões do crescimento, mais do que a América do Norte e América Latina Juntas. O cuidado com a pele é a maior categoria de beleza e higiene pessoal, e as vendas nesse setor cresceram 8% no ano, uma vez que é alinhada com a saúde e autocuidado, além de ser o foco das mudanças em formulações mais sustentáveis. O percentual de vendas online correspondeu a 10% de todas as vendas, alcançando um crescimento superior a 20% no ano. Foi a primeira vez que essa categoria de vendas superou as vendas por meio de vendedores porta a porta como a Avon e a Natura. Os varejistas especializados em beleza continuam a dominar o cenário, com vendas de quase U\$ 73 bilhões. (EUROMONITOR, 2018).

No cenário brasileiro o setor de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (HPPC) vem se recuperando, apesar do crescimento mais lento, ainda é um bom setor de investimento no Brasil. O gráfico abaixo demonstra a evolução do mercado consumidor ao longo dos últimos anos. A média anual de crescimento após 2008 foi de 8,2%.











FIGURA 2 – EVOLUÇÃO DO MERCADO CONSUMIDOR BRASILEIRO



FONTE: ABIHPEC (2018). Disponível em: <https://www.cosmeticinnovation.com.br/mercado-brasileiro-de-hppc-volta-a-crescer/>

A Associação Brasileira da Indústria e Produtos de Higiene Pessoal (ABIHPEC) divulgou um estudo do panorama do setor para 2019, em que mostra o crescimento ex-factory (líquido de imposto sobre vendas) de 1,7% em relação ao apurado em 2017. Enquanto o total das cestas pesquisadas cresceu 1,5% em valor e retrocedeu em 2,1% em volume, a cesta de higiene e beleza obteve elevação de 5% em valor e 1,3% em volume em 2018. Com o desempenho em 2017 o Brasil se manteve na quarta posição no ranking mundial de consumo de HPPC, com 32,1 bilhões de dólares e 6,9% de participação no mercado. Os maiores consumidores são os Estados Unidos com U\$ 86,1 bi e 18,5% de participação no mercado, seguido pela China em segundo lugar com 11,5% e o Japão com 7,8%, conforme mostrado na figura a seguir:

FIGURA 3 – TOP 10 DE CONSUMIDORES MUNDIAIS DE HPPC 2017

Posição	Pais	US\$ bilhões	% participação
1º	 Estados Unidos	86,1	18,5
2º	 China	53,5	11,5
3º	 Japão	36,1	7,8
4º	 Brasil	32,1	6,9
5º	 Alemanha	18,6	4
6º	 Reino Unido	16,4	3,5
7º	 França	14,5	3,1
8º	 Índia	13,6	2,9
9º	 Coreia do Sul	12,6	2,7
10º	 Itália	11,2	2,4

Fonte: ABIHPEC - Euromonitor / 2017

FONTE: ABIHPEC (2017). Disponível em: <https://www.cosmeticinnovation.com.br/mercado-brasileiro-de-hppc-volta-a-crescer/>

Na América Latina o Brasil é o país líder de vendas com U\$ 32,1 bilhões e 49,1% de participação no mercado em 2017. As categorias que mais venderam foram as fragrâncias com U\$ 25,16 bilhões, seguida de produtos masculinos com U\$ 21,79 bilhões, cuidados com os cabelos, U\$ 21,62 bilhões, cuidados com a pele U\$12,10 bilhões, e desodorantes com U\$ 11,6 bilhões. (KANTAR, 2018). A figura a seguir ilustra a participação dos países da América Latina no mercado:

FIGURA 4 – TOP 10 DE CONSUMIDORES NA AMÉRICA LATINA DE HPPC 2017

Posição	Pais	US\$ bilhões	% participação
1º	 Brasil	32,1	49,1
2º	 México	9,4	14,4
3º	 Argentina	5,4	8,3
4º	 Chile	3,3	5
5º	 Colômbia	3,3	5
6º	 Peru	2,2	3,4
7º	 Venezuela	1,9	2,9
8º	 Equador	1,3	1,9
9º	 Guatemala	0,9	1,4
10º	 Porto Rico	0,7	1,1
	Outros	4,7	7,2

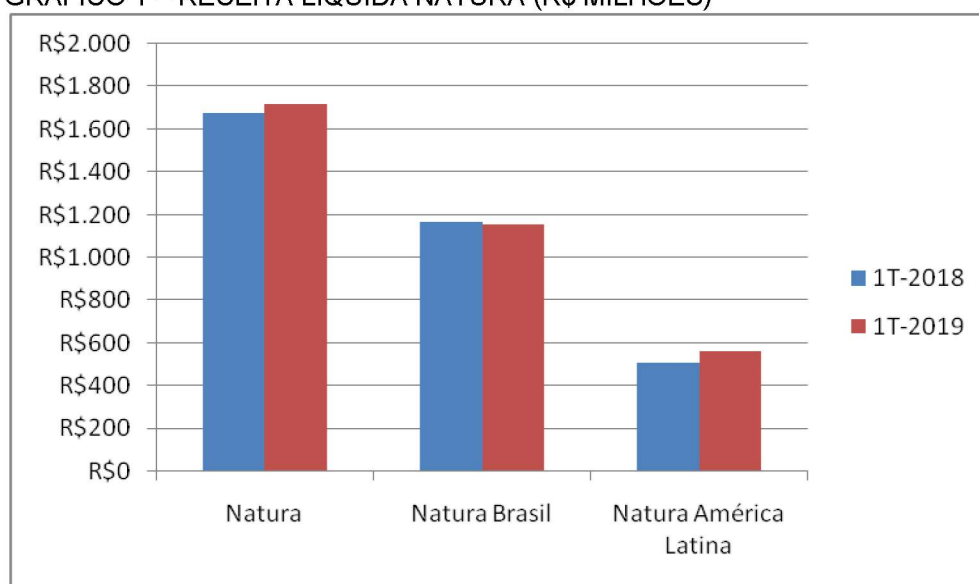
Fonte: ABIHPEC - Euromonitor / 2017

FONTE: ABIHPEC (2017). Disponível em: <https://www.cosmeticinnovation.com.br/mercado-brasileiro-de-hppc-volta-a-crescer/>

2.3.3. DISTRIBUIÇÃO POR FATURAMENTO E RENTABILIDADE

Conforme o relatório divulgado pela Natura com os resultados do primeiro trimestre de 2019, a receita líquida consolidada teve um aumento de 8,5% e em bases ajustadas (excluindo os efeitos considerados não usuais, não recorrentes ou não comparáveis entre os períodos analisados) foi de 7,1% (4,1% em moeda constante). O detalhamento é dividido entre as três marcas do grupo. A Natura obteve crescimento de 4,6%, a receita líquida ajustada em reais aumentou 2,3% impulsionada pela América Latina (10% em bases ajustadas e 19,4% em moeda constante). A Argentina se destacou no aumento de receita e de vendas, apesar do cenário macroeconômico desafiador. Já no Brasil houve diminuição de 1,0% devido ao fraco desempenho do mercado de cosméticos, fragrâncias e cuidados pessoais, e à nova política de alinhamento de preços, que impactou o canal de vendas online. O gráfico abaixo ilustra o aumento da receita da Natura impulsionado pelos resultados na América Latina. (NATURA, 2019)

GRÁFICO 1 – RECEITA LÍQUIDA NATURA (R\$ MILHÕES)

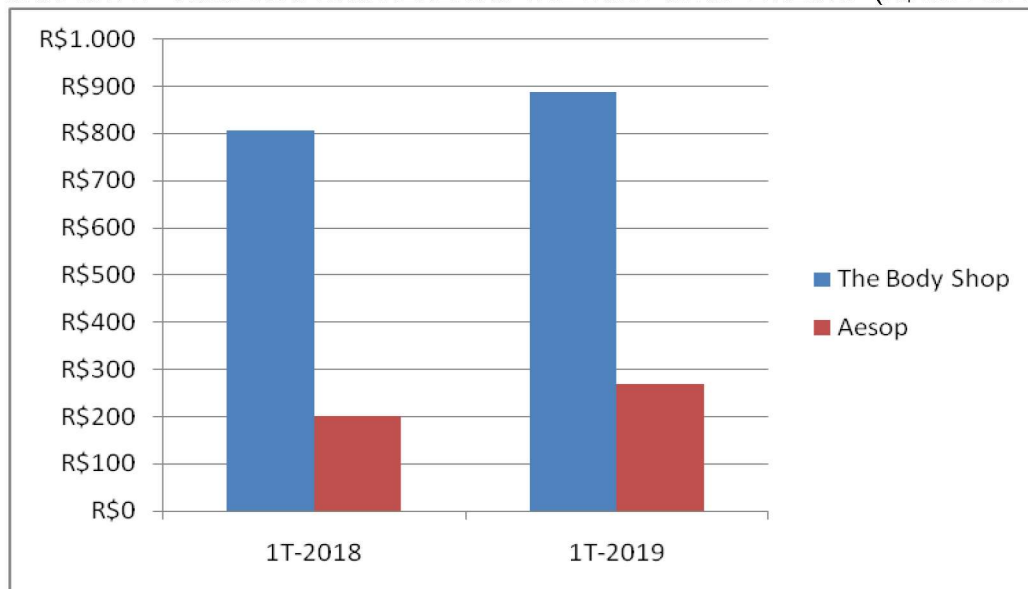


FONTE: A AUTORA (2019)

A marca continua na liderança de participação no mercado ressaltando a solidez do negócio. A The Body Shop obteve um crescimento de receita líquida de 10,2% no período. Em moeda constante a receita permaneceu estável ano contra ano (-0,2%), impactada pela base de comparação e pelo fechamento de 44 lojas próprias com desempenho abaixo do mercado. A Aesop obteve crescimento de 34,2% (16,3% em moeda constante). A receita das lojas

exclusivas cresceu 10,6%. O gráfico abaixo ilustra o aumento das receitas. (NATURA, 2019)

GRÁFICO 2 – AUMENTO DAS RECEITAS THE BODY SHOP E AESOP (R\$ MILHÕES)

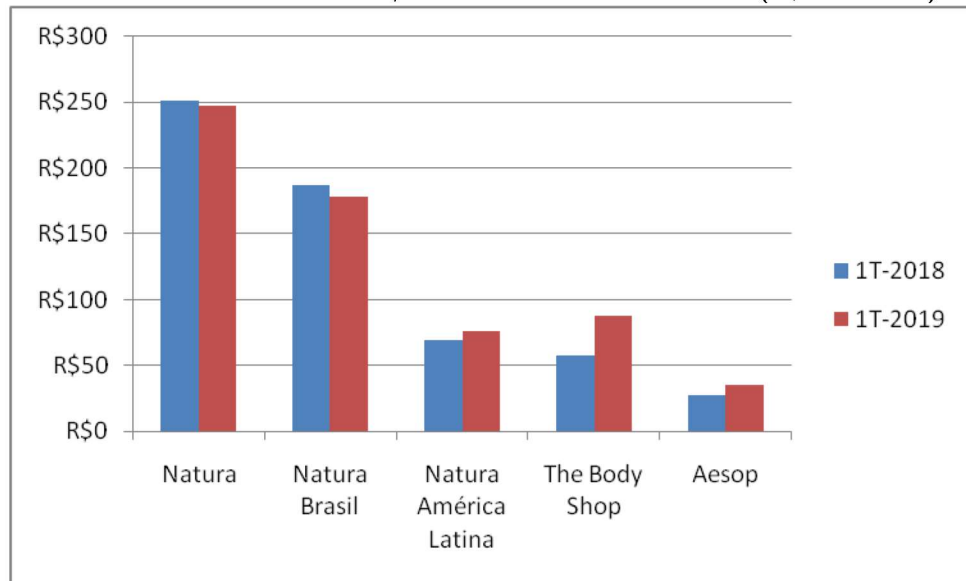


FONTE: A AUTORA (2019)

O EBITDA consolidado aumentou em 5,6% comparado com o trimestre anterior. Nesse montante a participação da Natura é 3,6% de crescimento, com margem de 14,8%. O EBITDA ajustado diminuiu 1,6% (queda de 5,2% no Brasil e alta de 10,1% na América Latina). Os resultados da Natura foram positivos devido ao desempenho da América Latina, especialmente pelo desempenho da Argentina e da Colômbia. No Brasil houve o impacto do câmbio A The Body Shop obteve aumento do EBITDA de 41,7% e margem de 9,1%. O EBITDA ajustado teve crescimento de 53,7%, com margem de 9,9%. A Aesop obteve crescimento do EBITDA de 29,5% atingindo a margem EBITDA de 13%.o efeito PE associado principalmente às lojas exclusivas. (NATURA, 2019)

O gráfico a seguir ilustra o comportamento do EBITDA da Natura, Aesop e The Body Shop em relação ao primeiro trimestre de 2018.

GRÁFICO 3 – EBITDA NATURA, THE BODY SHOP E AESOP (R\$ MILHÕES)

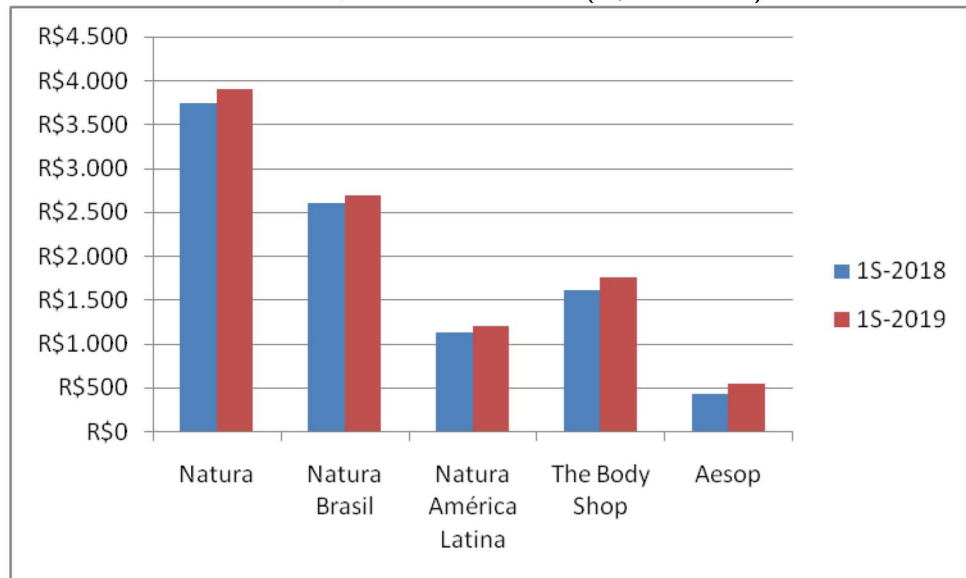


FONTE: A AUTORA (2019)

No segundo semestre de 2019 a receita líquida consolidada aumentou 9,8% no segundo trimestre, sobre o mesmo período do ano anterior. A receita líquida ajustada, considerando reclassificação das cobranças da IFRS 15 e aplicação de normas contábeis para tratamento da hiperinflação e conversão cambial dos resultados da Argentina, foi de 7,7% considerando os três negócios. No Brasil a Natura cresceu 6,7% devido aos bons resultados de vendas das campanhas do dia das mães e dia dos namorados. Na América Latina a receita cresceu 5,3% em reais também devido ao aumento das vendas e aumento da produtividade por consultora. A receita líquida da The Body Shop aumentou 7,5% em reais mesmo com o fechamento de 37 lojas próprias. A Aesop cresceu 20,7%. Considerando o primeiro semestre de 2019 a receita aumentou em 9,2%. A receita líquida ajustada aumentou 7,4% devido ao crescimento dos três negócios. A aquisição da Avon fará da Natura & Co o quarto maior grupo de beleza líder em vendas diretas ao consumidor. O grupo espera concluir a aquisição no início de 2020, conforme planejado. (NATURA, 2019)

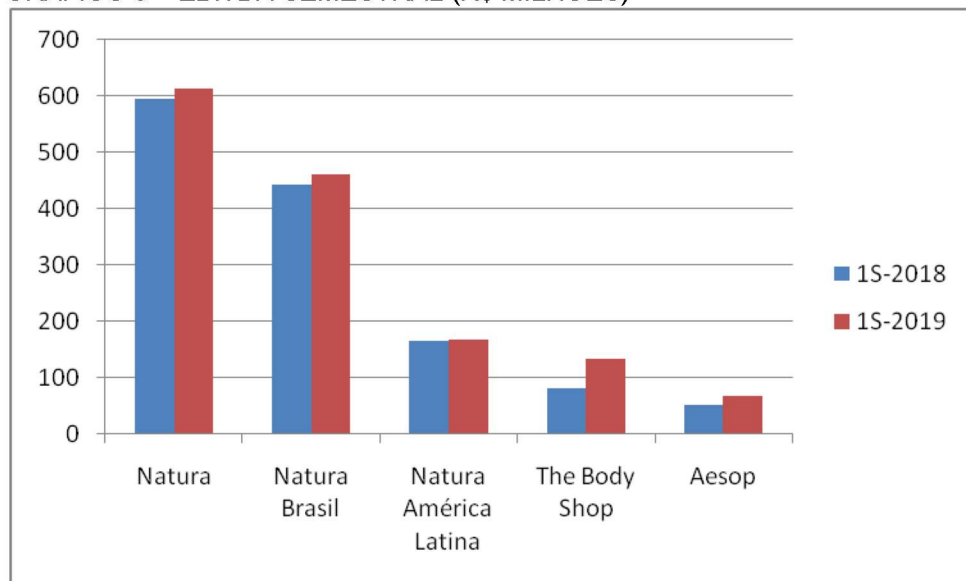
Os gráficos a seguir mostram o desempenho da receita líquida e do EBITDA do primeiro semestre de 2019 em comparação ao mesmo período de 2018. Além do aumento da receita e do EBITDA a empresa possui uma meta de reduzir a relação dívida líquida/EBITDA para o patamar que possuía antes da aquisição da The Body Shop em 2021. A relação já diminuiu de 3,3 no segundo trimestre de 2018 para 2,83 no segundo trimestre de 2019.

GRÁFICO 4 – RECEITA LÍQUIDA SEMESTRAL (R\$ MILHÕES)



FONTE: A AUTORA (2019)

GRÁFICO 5 – EBITDA SEMESTRAL (R\$ MILHÕES)



FONTE: A AUTORA (2019)

2.3.4. COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA

As ações da Natura são negociadas na bolsa como NATU3, faz parte do novo mercado, ou seja, suas ações são 100% ordinárias e também no mercado fracionado como NATU3F. o preço da ação hoje 29 de novembro de 2019 é de R\$ 33,20. Em setembro deste ano a empresa anunciou que pretende aumentar o capital social da companhia para R\$ 1,7 bilhão, via bonificação de ações. Serão emitidos 432.571.228 papéis ordinários atribuídos aos acionistas na proporção de uma nova ação para cada papel detido A diretora de relação com os investidores

Viviane Behar em entrevista ao Trade Map (2019) fala que a bonificação pode ampliar a base de acionistas da empresa e permitir a entrada de pessoas físicas. Anteriormente a esta data a ação da empresa era negociada a uma média de R\$ 64 reais e o total de ações eram 431.239.264. a composição atual é a que segue na tabela abaixo:

TABELA 1 – COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA DA NATURA & CO

Acionistas	Quantidade de Ações	Percentual
Controladores	516.034.838	59,60%
Ações em tesouraria	158.198	0,1183%
Ações dos administradores	685.452	0,0792%
Ações em circulação	348.939.652	40,30%
Total de ações	865.818.140	100%

FONTE: Natura & Co (2019)

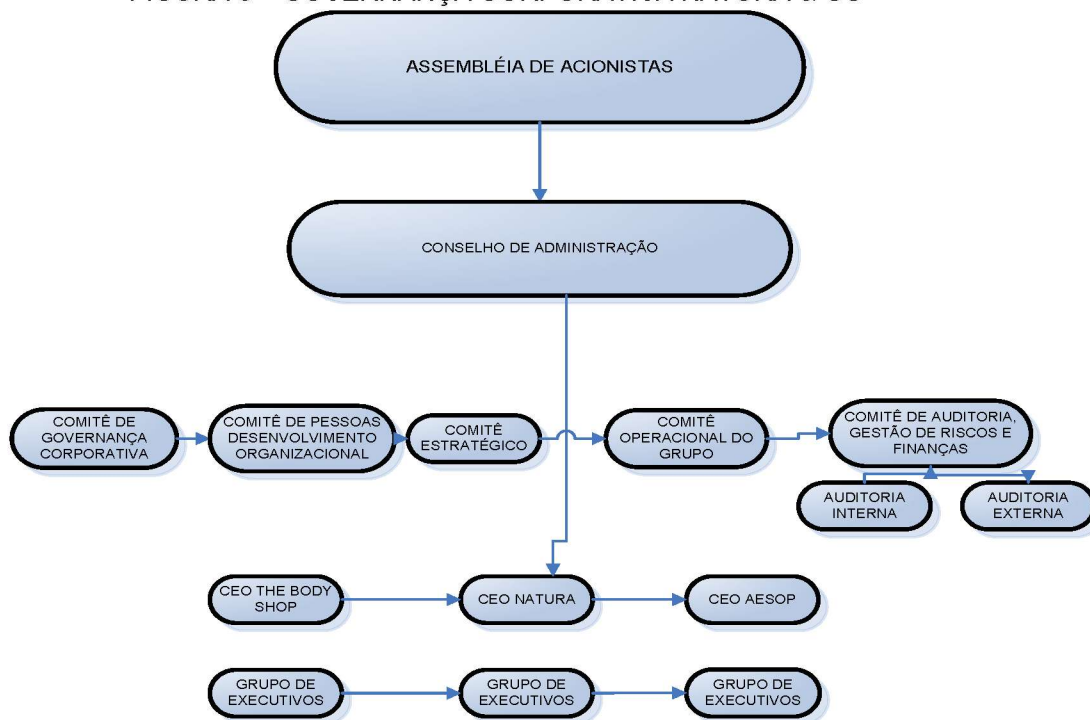
2.3.5. GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa é o conjunto de práticas que tem a finalidade de alinhar os objetivos da administração da companhia aos interesses dos acionistas. Os princípios básicos que norteiam esta prática são: (i) transparência; (ii) equidade; (iii) prestação de contas (accountability); e (iv) responsabilidade corporativa. A Natura segue a legislação do Novo Mercado, submetendo-se voluntariamente a determinadas práticas de governança corporativa e divulgação de informações adicionais além das exigidas por lei, como por exemplo, emitir apenas ações ordinárias, manter um mínimo de 25% de ações do capital da companhia em circulação, ao menos 20% dos membros do conselho de administração são independentes. (NATURA, 2019)

Atualmente o Conselho de Administração da Natura é composto por quatro membros independentes, correspondendo a 50% do total de oito membros. O Conselho de Administração da Natura foi criado em 1998, ainda como empresa de capital fechado, pois a Natura abre o seu capital na Bolsa de

São Paulo apenas em 2004. Desde então, a governança corporativa tem evoluído, com a criação de Comitês do Conselho de Administração e da Diretoria de Governança Corporativa em 2005. Atualmente nossa estrutura de governança está organizada da seguinte forma:

FIGURA 5 – GOVERNANÇA CORPORATIVA NATURA & CO



FONTE: A AUTORA (2019)

2.3.6. CARTEIRA DE FORNECEDORES

A Natura & CO conta com 34 comunidades que são desenvolvidas pela empresa para que trabalhem com sustentabilidade os ativos da biodiversidade. Além das comunidades existem 190 fornecedores de matérias primas e embalagens, como fragrâncias, álcool orgânico e vidro. As relações com os fornecedores são pautadas pelas crenças e valores da empresa, e desde 2008 eles fazem parte do programa de Qualidade das Relações, que desenvolve diálogos colaborativos a fim de identificar problemas e oportunidades e garantir a melhoria contínua no relacionamento entre Natura e a comunidade fornecedora. A empresa possui 13 centros de distribuição no Brasil que, com alta capacidade tecnológica consegue separar mais de 2,4 milhões de itens para atender 61 mil pedidos por dia. (NATURA, 2019)

A maioria dos produtos da marca é produzida no centro integrado de pesquisa, produção e logística em Cajamar. As instalações foram elaboradas

para que a expansão da produção pudesse ser realizada, permitindo maior economia de escala na planta. Algumas produções são terceirizadas, como sabonetes em barra e líquidos, produtos para cabelo, produtos em embalagem aerossol. Os principais fornecedores são: Total Pack Indústria e Comércio Ltda., K&G Indústria e Comércio Ltda., Razzo Ltda., Lipson Cosméticos Ltda., HigidentBr Indústria e Comércio Ltda. e A.W. Faber Castell S.A. Os principais prestadores de serviços de transporte são as transportadoras Araçatuba, Cometa, Mercúrio, Dias, Rodofly, Utilíssimo e Patrus, além dos Correios. De maneira geral a empresa possui vários fornecedores de matéria prima e possui regras próprias para cada fornecedor seguir, explicadas no Código de Conduta do Fornecedor, com uma série de pré-requisitos a serem seguidos. Os prazos de pagamento também são padronizados, de 60 dias contados após a emissão da nota fiscal. Dependendo da categoria a ser negociada, o prazo de pagamento pode chegar a 150 dias. (NATURA, 2019)

2.3.7. PARTICIPAÇÃO NO MERCADO

Nas últimas duas décadas, o desenvolvimento da indústria brasileira de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (HPPC) foi significativo. Seu crescimento médio deflacionado chegou a mais de 10% ao ano, segundo a Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (ABIHPEC). Em 2017 o Brasil ocupava a quarta posição no ranking mundial do setor, respondendo por aproximadamente 6,9% do mercado mundial, atrás apenas de Estados Unidos, China e Japão.

Até 2015, vínhamos de um ciclo de 23 anos de crescimento ininterrupto. O setor sofreu os efeitos da recessão, além de aumentos nos impostos, o que fez as vendas caírem 15,6% em dois anos, em termos reais. Em 2017, uma pequena parte do mercado foi recuperada, com o aumento de 2,8% na receita, quase o triplo do crescimento do PIB (1%). O desempenho do setor de HPPC pode ser medido pelo total das vendas ao consumidor e pelo faturamento da indústria nacional. Embora os números sejam diferentes, ambos mostram a mesma história: após vários anos de crescimento, o setor passou por uma forte crise principalmente em 2015 e 2016, voltando a crescer em 2017 (2,8% pelo

faturamento da indústria e 3,2% em preços ao consumidor). Os primeiros meses de 2018 reforçaram a tendência de crescimento.

A tabela abaixo mostra o desempenho do setor industrial e da indústria de HPPC nos últimos cinco anos. Observa a variação anual do faturamento (ex-factory) em relação ao PIB e ao setor industrial como um todo, descontada a inflação. Até 2014, o setor apresentava crescimento superior ao PIB e à indústria em geral. Já em 2015 e 2016, o aumento da carga tributária (tanto o IPI como o ICMS em vários estados), a crise econômica, o desemprego e a queda na renda do consumidor derrubaram as vendas do segmento. Justamente porque ainda há incertezas que se faz tão necessário ficar atento aos sinais que o mercado e os consumidores estão mandando.

TABELA 2 – DESEMPENHO DA INDÚSTRIA DE HPPC NOS ÚLTIMOS CINCO ANOS

Ano	PIB	Indústria Geral	Setor HPPC
2013	2,3	1,2	5,3
2014	0,1	-1,2	7,0
2015	-3,8	-8,3	-9,3
2016	-3,6	-6,6	-6,3
2017	1,0	0,2	2,8

FONTE: ABIHPEC (2017)

Em 2017 a Natura obtém 11,7% de participação de mercado, alcançando a liderança do setor, seguida pela Unilever (11,1%) e Boticário (11,7%). O levantamento foi realizado pela empresa Euromonitor, computou o valor das vendas para o consumidor final dos principais fabricantes de beleza e cuidados pessoais no Brasil, de todas as linhas. Antes da compra da The Body Shop, o cenário não era o mesmo. A Unilever se destacava como líder de mercado com 12,6% de participação no mercado, enquanto a Natura ocupava a segunda posição, com 10,8% de participação. (EUROMONITOR, 2017)

Ao se avaliar os sites com mais audiência na categoria de cosméticos no Brasil, a empresa líder em audiência digital foi a Natura com 37,2% de TrafficShare, seguida do Grupo Boticário, com 27,5%, depois a Avon, com 15,4%, a Beleza na Web, com 11,4%, e, por último, a Sephora, com 8,5%.

(JACOBSEN, 2019). Os principais concorrentes por categorias específicas de produtos são:

- Fragrâncias: Avon e Grupo Boticário;
- Cuidados com o corpo e a pele: Avon, Beiersdorf AG (fabricante da Nivea), L'Oréal S.A., Unilever e Monange;
- Cuidado com os cabelos: Unilever, L'Oréal S.A., Colgate-Palmolive Company e Johnson & Johnson;
- Maquiagem: Avon, Grupo Boticário e Contém 1g.

O Grupo Boticário representa uma das maiores concorrências para a Natura & CO em um mercado cada vez mais pulverizado. A companhia paranaense lançou três novas marcas, adquiriu a fabricante de maquiagens Vult, ampliou seus canais de venda e passou a atingir um público mais heterogêneo. Já a Natura ficou focada em administrar suas fortalezas – sua marca principal e a venda direta, e, somente agora, principalmente após a aquisição da The Body Shop no ano passado, volta suas atenções ao varejo em busca de um crescimento mais agressivo. O Grupo Boticário saiu de um *market share* (participação de mercado) de 8,1% em 2011 para 10,8% em 2017, uma alta de 2,7 pontos percentuais no período, segundo dados da Euromonitor. A Natura, por outro lado, perdeu espaço, caindo de 14,4% para 11,7%, uma redução de 2,7 pontos percentuais, apesar de ainda estar na liderança. Em 2016, quando a Natura ainda não havia adquirido a The Body Shop, o Grupo Boticário chegou a ficar muito próximo da concorrente, tendo uma participação de 10,6% contra 10,8% da Natura. (GAZETA DO POVO, 2018)

Quando se observa os dados apenas do setor de maquiagem, o ganho de espaço do Grupo Boticário é ainda mais evidente. O grupo já tinha uma diferença menor do que um ponto percentual para a Natura e, a partir de março, com a compra da Vult, passou a ter *market share* 15,3%, assumindo pela primeira vez a segunda colocação. A Natura caiu para o terceiro lugar, com 11,9%. O primeiro lugar é da americana Avon, com 24,4% de *market share*. Os dados são da Euromonitor. (GAZETA DO POVO, 2018)

Em entrevista ao jornal Gazeta do Povo (2018), Alberto Serrentino, fundador da consultoria especializada em varejo Varese Retail, comenta que um

dos motivos pelos quais a Natura perdeu espaço no mercado foi a dependência da venda direta, por meio das consultoras, o que, na escala atual, faz com que haja dificuldade de ser mais agressiva no mercado. Também entrevistada a CEO da AGR Consultores, Ana Paula Tozzi, também afirma que a Natura perdeu espaço ficando muito presa à venda direta. “A Natura foi muita tímida, porque ficou com muito medo de entrar com a marca Natura na loja física e de alguma forma agredir o seu DNA natural de origem que seria a venda direta. A aquisição da The Body Shop, uma marca que não tem nenhuma concorrência com a marca Natura ou com a venda direta foi a forma que ela encontrou no ano passado para a diversificação”, diz Ana Paula.

2.3.8. SITUAÇÃO FINANCEIRA E DECISÕES DE INVESTIMENTO

De acordo com o Presidente Executivo do Conselho de Administração de Natura &CO Roberto Marques, no primeiro trimestre de 2019 a empresa mostrou bons resultados, as três marcas de negócio obtiveram crescimento da receita, embora o mercado brasileiro tenha oferecido condições desafiadoras. O Lucro líquido avançou significativamente e a Natura ganhou participação de mercado no Brasil, superando o desempenho geral do mercado de fragrâncias, cosméticos e cuidados pessoais (CFT). A transformação da The Body Shop segue dentro do planejado, com aumento das vendas em seu maior mercado que é o Reino Unido, além do ganho de eficiência que contribuíram para o aumento de 53,7% do EBITDA ajustado. A Aesop também registrou crescimentos da receita e do EBITDA ajustado. (NATURA & CO, 2019)

Os resultados do segundo trimestre da Natura & Co de 2019 publicados pela empresa foram positivos. A receita líquida consolidada aumentou 9,8% no período e no semestre 9,2%. Em bases ajustadas a receita cresceu 7,7% no trimestre e 7,4% no semestre. A receita líquida ajustada da Natura no Brasil cresceu 6,7% no segundo trimestre deste ano devido ao sucesso de vendas das campanhas de Dia das Mães e Dia dos Namorados. Na América Latina a receita aumentou 5,3% em reais e 17,3% em moeda constante, também explicado pelo aumento de vendas, além do aumento no número de consultoras. O EBITDA ajustado cresceu 10,9% no Brasil (margem de 18,5% com alta de 70 pontos base) e retração de 5,1% na América Latina (margem de 14% com redução de

150 pontos base). No semestre o EBITDA ajustado cresceu 4,1% no Brasil (margem de 17,1%, alta de 10 pontos base), e 1,3% na América Latina (margem de 13,8%, com aumento de 80 pontos base). (NATURA & CO, 2019)

A The Body Shop também obteve bons resultados, com crescimento de 7,5% no trimestre e 2,6% em moeda constante. As vendas aumentaram em mercados como Reino Unido, América Latina, o que foi atribuído ao canal de venda direta e aos master franqueados e ao período da páscoa no Reino Unido, que aumentou em 6,7% as vendas nas lojas físicas. O EBITDA ajustado aumentou 87,1% com margem de 5,3% no trimestre e alta de 230 pontos base. No semestre a margem foi de 7,6%, com aumento de 250 pontos base. A Aesop também obteve resultados positivos, com crescimento de 20,7% em reais (9,2% em moeda constante). O EBITDA avançou 27,4% no segundo semestre, com expansão na margem de 60 pontos base. No semestre o EBITDA aumentou 28,5%, com expansão da margem em 15 pontos base

No segundo trimestre o lucro líquido foi de R\$ 66,6 milhões. No primeiro semestre de 2019 o lucro líquido foi de R\$ 108 milhões, alta de 92,2% em relação ao mesmo período do ano anterior, impulsionado pelo grande aumento no volume de vendas e forte controle de custos. A geração de caixa foi de R\$ 8,5 milhões no trimestre. A relação entre dívida líquida e EBITDA diminuiu para 2,83 vezes no período, 0,47 a menos do que o período anterior. O objetivo da companhia é atingir 1,4 por período até 2021. No quesito sustentabilidade em setembro deste ano a Natura & CO juntou-se a outras 27 empresas em um pacto para limitar o aumento da temperatura global em 1,5°C acima dos níveis pré-industrialização e zerar as emissões líquidas até 2050. A aquisição da Avon Products Inc. com o objetivo de tornar o grupo o quarto maior de beleza *pure play* (multimarcas, multicanais e movidos por propósitos), líderes em vendas diretas ao consumidor, já havia sido anunciada em maio deste ano. A conclusão do processo será em 2020, reinvestindo as sinergias esperadas para acelerar o crescimento e fortalecer ainda mais o grupo, conforme fala de Roberto Marques. (NATURA & CO, 2019)

Na tabela abaixo seguem os resultados consolidados por marca e por unidade de negócios. O resultado consolidado inclui Natura, The Body Shop e Aesop, bem como as subsidiárias da Natura nos Estados Unidos, França e

Holanda. As despesas corporativas são relacionadas à gestão e incorporação do grupo Natura & Co., e as despesas com aquisição são relacionadas à aquisição da Avon, reportadas no resultado consolidado. Os dados da tabela abaixo excluem a norma contábil IFRS 16.

TABELA 3 – RESULTADOS CONSOLIDADOS POR MARCA E POR UNIDADE DE NEGÓCIO

RESULTADO R\$ Milhões	Consolidado			Natura			The Body Shop			Aesop		
	1S-19	1S-18	Var. %	1S-19	1S-18	Var. %	1S-19	1S-18	Var. %	1S-19	1S-18	Var. %
Receita Bruta	8.570,50	8.009,60	7	5.516,90	5.178,10	6,50	2.437,60	2.349,60	3,70	616	481,9	27,80
Receita Líquida	6.318,90	5.787,70	9,2	4.008,00	3.737,10	7,20	1.756,80	1.613,90	8,80	554,1	436,6	26,90
CMV	-1.773,70	1.630,80	8,8	1.307,30	1.202,20	8,70	-415,9	-382,50	8,70	-50,5	-46,1	9,6
Lucro Bruto	4.545,10	4.156,80	9,3	2.700,70	2.534,90	6,50	1.340,80	1.231,40	8,90	503,5	390,5	28,90
Despesas com Vendas, Marketing e Logística	-2.987,40	2.732,60	9,3	1.690,30	1.550,70	9,00	1.000,10	-960,1	4,20	-297	-221,8	33,90
Despesas Adm., P&D, TI e Projetos	-1.048,70	-952,3	10,1	-555	-533,5	4,00	-317,5	-288,7	10,00	-176,1	-130,2	35,30
Despesas corporativas	-55,2	-37,5	47,2	0,00	0,00	-	0,00	0,00	-	0,00	0,00	-
Outras Receitas/(Despesas) Operacionais, Líquidas	112,7	-16,4	-	119,1	0,80	-	-6	-0,3	-	-0,5	-16,9	97,20
Despesas com Aquisição	-72	0	-	0,00	0,00	-	0,00	0,00	-	0,00	0,00	-
Custos de Transformação	-26,4	-37,7	-30	0	0,00	-	-26,4	-37,7	-30	0	0	-
Depreciação	293,3	272,9	7,5	139,3	142,6	-2,3	116,8	99,7	17,1	37,20	30,60	21,7
EBITDA	761,6	653,3	16,6	713,8	594,1	20,1	107,7	44,3	142,8	67,2	52,3	28,5
Depreciação	-293,3	-272,9	7,5									
Receitas/(Despesas) Financeiras, Líquidas	-328,8	-301,2	9,2									
Lucro antes do IR/CSLL	139,5	79,1	76,2									
Imposto de Renda e Contribuição Social	-31,4	-23	37									
Lucro Líquido Consolidado	108	56,2	92,2									
Margem Bruta	71,9%	71,8%	0,1pp	67,4%	67,8%	(0,4)pp	76,3%	76,3%	0,0 pp	90,9%	89,4%	1,4 pp
Despesas com Vendas, Marketing e Logística/ Receita Líquida	47,3%	47,2%	0,1pp	42,2%	41,5%	0,7 pp	56,9%	59,5%	(2,6) pp	53,6%	50,8%	2,8 pp
Despesas Adm., P&D, TI e Projetos/ Receita Líquida	16,6%	16,5%	0,1pp	13,8%	14,3%	(0,4)pp	18,1%	17,9%	0,2 pp	31,8%	29,8%	2,0 pp
Margem EBITDA	12,1%	11,3%	0,8pp	17,8%	15,9%	1,9pp	6,1%	2,7%	3,4 pp	12,1%	12,0%	0,2 pp
Margem Líquida	1,7%	1,0%	0,7pp	-	-	-	-	-	-	-	-	-

FONTE: NATURA & CO (2019)

No início do ano de 2019 uma nova prática contábil relativa a arrendamentos foi adotada, a norma IFRS 16, sem a rerepresentação dos períodos comparáveis. A norma busca determinar se um contrato contém um acordo de arrendamento ou se é contrato de serviços. Se for arrendamento o arrendatário deverá reconhecer os ativos, que devem ser depreciados, bem como os passivos oriundos de um arrendamento. Os impactos nas contas do grupo ocorrem principalmente com relação aos aluguéis das lojas da Natura, The Body Shop e Aesop, e aos centros de distribuição e escritórios da Natura Latam. Os ajustes nas despesas com vendas, marketing e logística referem-se ao efeito

líquido da redução nas despesas com arrendamento e aumento na depreciação. As despesas com arrendamento foram estimadas com base em valores pagos no trimestre de R\$ 244,9 milhões. A tabela abaixo demonstra o impacto da IFRS 16 na demonstração de resultados do período.

TABELA 4 – IMPACTO DA NORMA IFRS 16 NOS RESULTADOS

RESULTADO R\$ Milhões	Consolidado			
	1S-18 Consolidado reportado	1S-19 Consolidado sem IFRS16	1S-19 x 1S-18 Var. %	1S-19 Consolidado reportado
Receita Bruta	8.009,60	8.570,50	7	8.570,50
Receita Líquida	5.787,70	6.318,90	9,2	6.318,90
CMV	-1.630,80	-1.773,70	8,8	-1.773,70
Lucro Bruto	4.156,80	4.545,10	9,3	4.545,10
Despesas com Vendas, Marketing e Logística	-2.732,60	-2.987,40	9,3	-2.993,40
Despesas Adm., P&D, TI e Projetos	-952,3	-1.048,70	10,1	-1.045,60
Despesas corporativas ^b	-37,5	-55,2	47,2	-55,2
Outras Receitas/(Despesas) Operacionais, Líquidas	-16,4	112,7	-	117,20
Despesas com Aquisição ^c	0	-72	-	-72
Custos de Transformação	-37,7	-26,4	-30	-26,4
Depreciação	272,9	293,3	7,5	536,7
EBITDA	653,3	761,6	16,6	1.006,50
Depreciação	-272,9	-293,3	7,5	-536,7
Receitas/(Despesas) Financeiras, Líquidas	-301,2	-328,8	9,2	-369,7
Lucro antes do IR/CSLL	79,1	139,5	76,2	100,1
Imposto de Renda e Contribuição Social	-23	-31,4	37	-30,7
Lucro Líquido Consolidado	56,2	108	92,2	69,4

FONTE: NATURA & CO. (2019)

2.4. ATIVOS INTANGÍVEIS

Os ativos intangíveis da empresa são detalhados na tabela a seguir. Faz parte o software, as marcas e patentes, e o relacionamento com clientes franqueados. Os gastos com aquisição e implementação de sistemas de gestão empresarial são capitalizados como ativo intangível quando há evidências de geração de benefícios econômicos futuros, considerando sua viabilidade econômica e tecnológica. Os gastos com desenvolvimento de software são reconhecidos como ativos são amortizados pelo método linear ao longo de sua vida útil estimada. As despesas relacionadas à manutenção de software são reconhecidas no resultado do exercício quando incorridas. Os ativos intangíveis, com vida útil indefinida, mantidos pela Sociedade correspondem, principalmente, a marcas e ágio por expectativa de rentabilidade futura oriundos de operações de

combinações de negócios, além de fundos de comércio negociáveis. Esses ativos não são amortizados, mas são testados anualmente em relação a perdas por redução ao valor recuperável, individualmente ou no nível da unidade geradora de caixa (ou grupos de unidades geradoras de caixa). A avaliação de vida útil indefinida é revisada anualmente para determinar se essa avaliação continua a ser justificável. Caso contrário, a mudança na vida útil de indefinida para definida é feita de forma prospectiva. (NATURA & CO, 2019)

TABELA 5 – ATIVOS INTANGÍVEIS

Valor de Custo	Vida útil/anos	12/18	Adições	Baixas	Impairment	Transferências	Outras movimentações	06/19
Software	2,5 a 10	1.116.735	22.369	-13	6.543	37.435	-13.415	1.169.654
Marcas e patentes (vida útil definida)	25	111.801	-	-	-	-12	-54.056	57.733
Marcas e patentes (vida útil indefinida)	-	2.040.067	-	-	-	-	30.278	2.040.067
Goodwill Emeis Brazil Pty Ltd (A)	-	96.867	-	-	-	-	1.784	95.083
Goodwill The Body Shop International Limited (B)	-	1.348.670	-	-	-	-	-37.037	1.311.633
Goodwill aquisição de lojas The Body Shop	-	1.456	-	-	-	-	-	1.456
Relacionamento com clientes varejistas	10	1.740	-	-	-	-	402	2.142
Fundo de comércio (vida útil indefinida)	-	102.310	-	-	-675	-97.277	158	4.516
Fundo de comércio (vida útil definida)	3 a 18	48.888	-	-	1351	-31.157	-2.347	16.735
Relacionamento com franqueados e sub franqueados	15	563.753	-	-	-	-	-15.279	548.474
Outros intangíveis	2 a 10	121.697	56.685	-81	-	-23.698	-679	153.924
Total custo		5.553.984	79.054	-94	7.219	-114.709	-124.037	5.401.417

FONTE: NATURA & CO. (2019)

(A) e (B) são respectivamente um ágio referente à aquisição da Emeis Holding Pty Ltd., e ágio referente à aquisição da The Body Shop International Limited., classificados como expectativa de rentabilidade futura. Não possuem vida útil definida e estão sujeitos a testes anuais de recuperabilidade. O Fundo de comércio com vida útil indefinida refere-se a pagamentos feitos a ex-locatários, para obter o direito de alugar o imóvel nos termos do contrato de arrendamento e que podem ser negociados posteriormente com futuros locatários, no caso do encerramento do contrato de aluguel. O saldo não é amortizado e está sujeito a um teste anual de recuperabilidade. O fundo de comércio com vida útil definida funciona da mesma maneira, exceto que o saldo é amortizado durante os prazos dos contratos. O saldo na conta Relacionamento com franqueados e sub-franqueados refere-se a ativos intangíveis identificáveis de relacionamento com os franqueados e sub franqueados da The Body Shop International Limited (relacionamento onde o franqueado possui todos os direitos

para operar dentro de um território) e sub franqueados (relacionamento onde um franqueado opera uma única loja dentro de um mercado), com vida útil estimada de 15 anos. A coluna Outras movimentações inclui a atualização inflacionária da Argentina. (NATURA & CO, 2019)

3. METODOLOGIA

3.1. Fluxo de Caixa Descontado

O fluxo de caixa descontado (FCD) é um dos métodos mais utilizados para avaliar as empresas, possui rigor técnico e conceitual para expressar o valor econômico, especialmente quando é sabido que ela terá continuidade nas operações. As expectativas inseridas na avaliação podem ser alteradas ao longo do tempo, especialmente quando ocorrem alterações conjunturais. A avaliação da empresa utiliza variáveis que procuram refletir o comportamento futuro da empresa, da forma mais correta possível. O valor operacional da empresa é calculado a partir da capitalização dos fluxos de caixa da atividade principal (FCs) descontados a uma taxa de retorno (i), que corresponde ao risco do negócio e reflete as incertezas de mercado. Soma-se então o valor dos ativos não operacionais ao valor operacional para chegar ao valor total da empresa (SILVA, 2005).

A Avaliação da empresa é feita em relação ao seu valor intrínseco, que pode ser observada nos benefícios econômicos esperados de caixa, ao risco associado a esses resultados previstos e à taxa de retorno requerida pelos proprietários do capital, que nessa metodologia é calculada utilizando o custo médio ponderado do capital (WACC), custo do capital próprio (K_e) e do capital de terceiros (K_d). Esses são os parâmetros definidos pelas expectativas dos investidores com relação ao desempenho econômico esperado e o grau de aversão ao risco que determinam o valor da empresa. Os fluxos de caixa operacionais refletem os resultados que pertencem aos acionistas e aos credores e esses parâmetros citados serão utilizados para encontrar o custo de oportunidade a ser utilizado no resultado operacional (NETO; LIMA, 2014)

O método FCD incorpora o pressuposto de que o investidor abre mão de um consumo atual somente em troca de um consumo maior no futuro, considerando o valor do dinheiro no tempo. A taxa de retorno definida na

avaliação é a que proporcionará às várias fontes de capital a remuneração esperada, incluindo o risco assumido. É imprescindível que os fluxos de caixa sejam consistentes com a taxa de desconto, bem como observar a sua distribuição ao longo do tempo. (NETO; LIMA, 2014)

Para o cálculo do fluxo de caixa descontado para a empresa (FCDE) obtém-se o valor presente da empresa como um todo, descontado da taxa WACC. O FCDE é o disponível após desconto dos impostos das operações da empresa do lucro antes dos juros e dos impostos (EBIT), dos gastos de capital (Capex), e das variações nas necessidades de capital de giro (NCG). A fórmula é a seguinte:

$$VPL = \sum_{n=1}^N \frac{FCDE}{(1 + WACC)^n}$$

Em que:

$$FCDE = EBIT(1 - T) + \text{depreciação} - \text{Capex} - \Delta NCG$$

T = impostos

n= número de períodos

WACC= custo médio ponderado do capital

3.2. Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital

O WACC de uma empresa reflete o custo médio ponderado das fontes de financiamento da empresa. Representa a taxa de atratividade da empresa, o quanto a mesma deve exigir de retorno de seus investimentos visando à maximização de seu valor de mercado. WACC é do termo inglês Weighted Average Cost of Capital, aqui denominado de custo médio ponderado do capital.

Para sabermos qual o custo total de capital de uma empresa é necessário sabermos o custo de cada fonte de recursos, e a partir de então determinar qual a taxa de retorno desejada para as decisões de investimentos. O custo de capital de terceiros (K_d) é a remuneração exigida pelos credores de dívidas da empresa, descontado o imposto de renda. É definido de acordo com os passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pela empresa. (NETO; LIMA, 2014)

O custo de capital próprio (K_e) revela o retorno desejado pelos acionistas da empresa em suas decisões de aplicação e capital próprio. É o retorno mínimo que os acionistas exigem de seu capital investido na empresa. Equivale ao rendimento mínimo que a empresa deve obter para remunerar os seus acionistas e manter o preço de mercado de suas ações. Para determinarmos esse custo o modelo de precificação de ativos (CAPM) será utilizado. O CAPM considera o risco da empresa na determinação da taxa de retorno mínimo exigido, ou custo de capital. Para o modelo, um ativo deve promover uma promessa de retorno que compense o risco assumido. O risco de um ativo é mensurado no modelo pelo coeficiente beta (β), determinado pela inclinação da reta de regressão linear entre o retorno do ativo e a taxa de retorno da carteira de mercado. (NETO; LIMA, 2014)

Para calcularmos o WACC é preciso saber qual é a parcela de cada capital na empresa. A equação de cálculo pode ser escrita de outra forma:

$$WACC = \frac{CT}{CP + CT} \times Kd(1 + T) + \frac{CP}{CT + CP} \times Ke$$

Em que:

CT: Participação do capital de terceiros (dívidas)

CP: Participação do capital próprio

K_e : Custo do capital próprio

K_d : Custo do capital de terceiros

T: alíquota do imposto de renda

3.2.1. Modelo CAPM

Para o CAPM a taxa de retorno requerida pelo investidor deve incluir a taxa livre de risco, mais um prêmio que remunere o risco sistemático apresentado pelo ativo em avaliação, representado pelo coeficiente beta. Para países emergentes como o Brasil é incluída na fórmula o risco país. A fórmula para calcular o custo de capital próprio segue abaixo:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Em que:

R_f : taxa de retorno de ativos livres de risco

R_m : rentabilidade da carteira de mercado (índice do mercado de ações)

β : coeficiente beta, medida do risco sistemático.

A diferença entre o retorno da carteira de mercado e a taxa livre de juros ($R_m - R_f$) é definida como o prêmio pelo risco de mercado. Indica o quanto o mercado paga em excesso à remuneração dos títulos considerados como livres de risco. (NETO; LIMA, 2014)

O retorno utilizado no trabalho foi o americano (S&P 500). A taxa livre de risco é calculada em função do investimento de menor risco disponível no mercado, que foi considerada neste trabalho a do tesouro americano 10 anos. O risco país foi acrescentado ao modelo por ser uma empresa com sede em um país emergente. É determinado por meio da diferença entre os retornos anuais dos títulos da dívida brasileira (CBonds) e os títulos da dívida americana (USTB30). O dado foi retirado da base de dados do Reuters (2019) e pode ser observado no gráfico abaixo:

FIGURA 6 – RISCO PAÍS DO BRASIL



FONTE: REUTERS (2019)

3.3. Múltiplos

A avaliação por múltiplos tem como objetivo encontrar o valor de um ativo/empresa comparando o mesmo com valores de mercado na bolsa de valores de ativos/empresas comparáveis. Uma empresa comparável pode ser definida como uma empresa que apresenta fluxo de caixa, potencial de crescimento e risco similar ao da empresa que está em avaliação. É um método rápido e simples, porém é suscetível a erros advindos de diferenças nos fundamentos das empresas comparáveis e especificidades de cada empresa e transação (DAMODARAM, 2016)

O múltiplo é estabelecido através da observação de como empresas comparáveis são avaliadas pelo mercado. Os preços devem ser convertidos em múltiplos de alguma variável de referência, por exemplo, com base em seus lucros por ação, receita de vendas, EBIDTA. O índice preço/lucro (P/L) equivale a demonstrar a relação entre o preço do ativo e seu lucro por ação (LPA). Se o P/L é de cinco, por exemplo, entende-se que o valor de mercado da ação deve ser cinco vezes o LPA. É uma metodologia relativamente simples, porém a dificuldade está em identificar ativos similares no mercado. Ainda que as empresas atuem no mesmo segmento de mercado, podem apresentar diferenças relevantes de risco, capacidade de geração de caixa, perspectivas de crescimento. (NETO; LIMA, 2014)

3.3.1. Múltiplos de Lucro

DAMODARAN (2012) faz observações importantes que envolvem a análise por este múltiplo: O quociente preço lucro P/L é a razão entre o preço da ação, equivalente ao valor de mercado e o número total de ações emitidas. 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, assim como o 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”.

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

3.3.2. Múltiplos de EBITDA

Segundo Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005) o valor da empresa é obtido a partir de seu fluxo de caixa, que é fortemente relacionado com o EBITDA. A principal vantagem do EBITDA é a simplicidade de sua obtenção a partir dos demonstrativos financeiros. Não necessita de estimativas médias ou projetadas de contas como a de investimentos, que podem oscilar muito em razão dos planos de expansão da empresa. Uma ressalva ao múltiplo de EBITDA é que ele pode supervalorizar empresas que precisam de elevados investimentos para crescer. É calculado da seguinte maneira:

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

O enterprise value (EV) é o valor de mercado da empresa somado a sua dívida líquida. Conhecido como valor do empreendimento, mostra o quanto custaria para comprar a companhia e todos os seus ativos, descontando o caixa e saldando as dívidas. 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.

3.3.3. Múltiplos de Patrimônio

Esse múltiplo é uma forma de medir o quanto os investimentos feitos pelos acionistas ao longo do tempo, a preço de custo de aquisição, estão valorizados, o que auxilia nas comparações entre ações de empresas de setores iguais ou diferentes, para verificar se seus valores estão superestimados ou subestimados. O múltiplo informa quanto o mercado estará disposto a pagar sobre o patrimônio líquido (PL) desta empresa. É calculado da seguinte maneira:

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

3.3.4. Múltiplos de Receita

Esse múltiplo é atraente para comparar 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. É calculado da seguinte maneira:

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

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

3.3.5. Índices

Liquidez

De acordo com Neto e Lima (2014), os indicadores de liquidez são utilizados para medir a capacidade de pagamento da empresa, analisando se ela é capaz de cumprir as obrigações passivas assumidas. São eles o índice de liquidez corrente, liquidez seca, liquidez imediata e liquidez geral.

A liquidez corrente mede a relação existente entre o ativo circulante e passivo circulante para estimar o quanto a empresa possui para honrar as dívidas no curto prazo. Se for superior a 1,0 indica a existência de capital circulante positivo. É calculado conforme a fórmula:

$$\text{liquidez corrente} = \text{ativo circulante} / \text{passivo circulante}$$

A liquidez seca surge para extrair da análise financeira de curto prazo da empresa a baixa liquidez dos estoques e despesas antecipadas. Os estoques,

apesar de serem classificados como itens circulantes, não apresentam liquidez compatível com o grupo em que estão incluídos. Em geral sua realização é mais demorada do que as outras contas do ativo circulante. O índice revela o percentual das dívidas de curto prazo que pode ser resgatado mediante o uso de ativos circulantes. Se o índice for 1,07, para cada R\$ 1 de dívidas circulantes a empresa mantém R\$1,07 de ativos monetários circulantes, tais como caixa, aplicações financeiras e valores a receber. É calculado da seguinte maneira:

$$\text{liquidez seca} = \frac{\text{ativo circulante} - \text{estoques} - \text{despesas antecipadas}}{\text{Passivo circulante}}$$

A liquidez imediata é determinada pela relação entre o disponível e o passivo circulante. Reflete a porcentagem de dívidas de curto prazo que pode ser paga imediatamente pela empresa. Quanto maior, mais recursos disponíveis mantidos pela empresa. É calculado da seguinte maneira:

$$\text{liquidez imediata} = \frac{\text{caixa} + \text{aplicações financeiras}}{\text{Passivo circulante}}$$

A liquidez geral retrata a saúde financeira de curto e longo prazo da empresa. Para cada R\$ 1 de dívidas totais, quanto a empresa possui de ativos de mesma dimensão. A importância desse índice pode ser prejudicada se os prazos de ativos e passivos forem muito diferentes. A fórmula é a seguinte:

$$\text{liquidez geral} = \frac{\text{ativo circulante} + \text{realizável a longo prazo}}{\text{passivo circulante} + \text{exigível a longo prazo}}$$

Endividamento

Utilizado para medir a composição das fontes passivas de recurso de uma empresa. Mostra o quanto de recursos próprios e de terceiros são utilizados para financiar os ativos totais da empresa. É possível observar o grau de comprometimento financeiro da empresa perante os credores e a capacidade de honrar os compromissos de longo prazo

A primeira é a relação capital de terceiros (CT) com o capital próprio (CP), que revela o nível de endividamento da empresa em relação ao seu financiamento por meio de recursos próprios. Para cada R\$ 1 investido de capital próprio, o quanto foi levantado de capital de terceiros. Indica quanto a empresa possui de recursos de terceiros, no curto e no longo prazo, para cada unidade monetária aplicada de capital próprio. Também conhecido como índice de alavancagem, mostra a proporção entre dívidas e capital dos proprietários no financiamento dos ativos. A fórmula é a seguinte:

$$\text{relação } \frac{CT}{CP} = \frac{\text{passivo circulante} + \text{exigível a longo prazo}}{\text{patrimônio líquido}}$$

A relação capital de terceiros (CT) com o ativo total (AT), conhecido como dependência financeira, mede a porcentagem dos recursos totais da empresa que se encontra financiada por capital de terceiros. Para cada R\$ 1 investido pela empresa o quanto provém de financiamento não próprio. Quanto maior a relação, mais elevada é a dependência financeira da empresa. Conhecido como índice de endividamento total, mostra a participação percentual de recursos de terceiros no financiamento do ativo ou investimento total. A fórmula segue abaixo:

$$\text{relação } \frac{CT}{AT} = \frac{\text{passivo circulante} + \text{exigível a longo prazo}}{\text{ativo total}}$$

A imobilização de recursos permanentes (IRP) revela a porcentagem de passivo permanente da empresa que se encontra imobilizada. Se o índice for maior que 1,0 os recursos permanentes da empresa não são suficientes para financiar as aplicações de permanentes, ou seja, a empresa usa recursos de curto prazo para financiar ativos permanentes, produzindo desequilíbrio financeiro. É calculado da seguinte maneira:

$$IRP = \frac{\textit{ativo permanente}}{\textit{exigível a longo prazo + patrimônio líquido}}$$

O índice de endividamento bancário no curto prazo mostra o quanto os empréstimos bancários de curto prazo representam percentualmente do total das dívidas de curto prazo. É calculado pela fórmula:

$$Ie = \textit{empréstimos bancários de curto prazo / Passivo Circulante}$$

Rentabilidade

Esses indicadores avaliam os resultados da empresa, refletindo a sua eficácia. O retorno sobre o ativo (ROA) é a taxa de retorno gerado por cada R\$ 1,0 investido pela empresa em seus ativos. Conhecido como retorno sobre o investimento, mede o retorno sobre o ativo total depois das despesas com juros e impostos. É calculado da seguinte maneira:

$$ROA = \textit{lucro operacional (líquido de IR) / Ativo total}$$

O retorno sobre o patrimônio líquido (RPL) é utilizado para avaliar o retorno dos recursos aplicados na empresa por seus proprietários. A cada R\$ 1,0 de recursos próprios investido na empresa, quanto os proprietários recebem de retorno.

$$RPL = \textit{lucro líquido / patrimônio líquido}$$

Lucratividade

Esses indicadores medem a eficiência de uma empresa em produzir lucros pelas suas vendas. Pode ser calculado em termos operacionais e líquidos, denominados margem operacional, que mede o ganho da empresa nas suas operações, antes das despesas com juros e financeiras e margem líquida, que demonstra o percentual de ganho da empresa em relação as suas vendas líquidas depois da dedução de todas as despesas. São calculados como segue:

$$\text{margem operacional} = \frac{\text{lucro operacional}}{\text{vendas líquidas}}$$

$$\text{margem líquida} = \frac{\text{lucro líquido}}{\text{vendas líquidas}}$$

3.3.6. Regras de projeção para Demonstração de Resultados do exercício

Receita Líquida

A receita líquida da empresa cresceu ao longo do período avaliado. O número de vendas aumentou, como resultado de investimento em tecnologia especialmente para as vendas diretas, o que atribuiu agilidade e integração com o processo. As aquisições da Aesop e da The Body Shop também influenciaram no crescimento observado, pois a empresa ganhou novos mercados mundiais e contabilizou em sua receita a venda dos produtos das adquiridas. A tabela abaixo demonstra a receita líquida ao longo do período avaliado, de forma consolidada e a influência de cada uma das aquisições no montante.

Para a projeção dos próximos períodos, para neutralizar o efeito das aquisições, a taxa utilizada será a média das taxas de crescimento da natura, que corresponde a 4,5%. A taxa escolhida é compatível com o crescimento da empresa diante do cenário econômico do país. Os números da Natura & CO indicam maior capacidade de crescimento, porém com o cenário econômico brasileiro ainda em recuperação, em especial o setor industrial que, de acordo

com dados divulgados pelo Goldman Sachs (2019), cresceu apenas 0,3% no terceiro trimestre do ano enquanto o PIB expandiu 0,4 a 0,5% no mesmo período.

TABELA 7 – RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS

RECEITA LÍQUIDA	2014	2015	2016	2017	2018	Média
Total	7.408.422	7.899.002	7.912.664	9.852.708	13.397.419	
(% Crescimento)		6,6%	0,17%	25%	36%	16%
Natura	7.166.019	7.467.469	7.332.937	7.689.706	8.447.419	
(% Crescimento)		4,2%	-1,8%	4,9%	9,9%	4,5%
Aesop	242.403	431.533	579.727	706.445	1.064.000	
The Body Shop				1.456.557	3.886.000	

FONTE: A AUTORA (2019)

Custo dos Produtos Vendidos

Para a projeção do custo dos produtos vendidos foram avaliados os custos de produção de cada período, que incluem matéria prima, mão de obra e outros gastos para a fabricação dos produtos. A empresa recentemente investiu na infra- estrutura, o que nos permite concluir que as instalações atuais permitem atender a demanda de novos produtos com capacidade de produção existente. Estes citados são os custos de produção variáveis, diretamente relacionados com o número de vendas. Portanto para a projeção do custo dos produtos vendidos foi utilizada a participação percentual média no nível de receita líquida projetada, que corresponde a 30% da receita líquida.

Despesas Operacionais

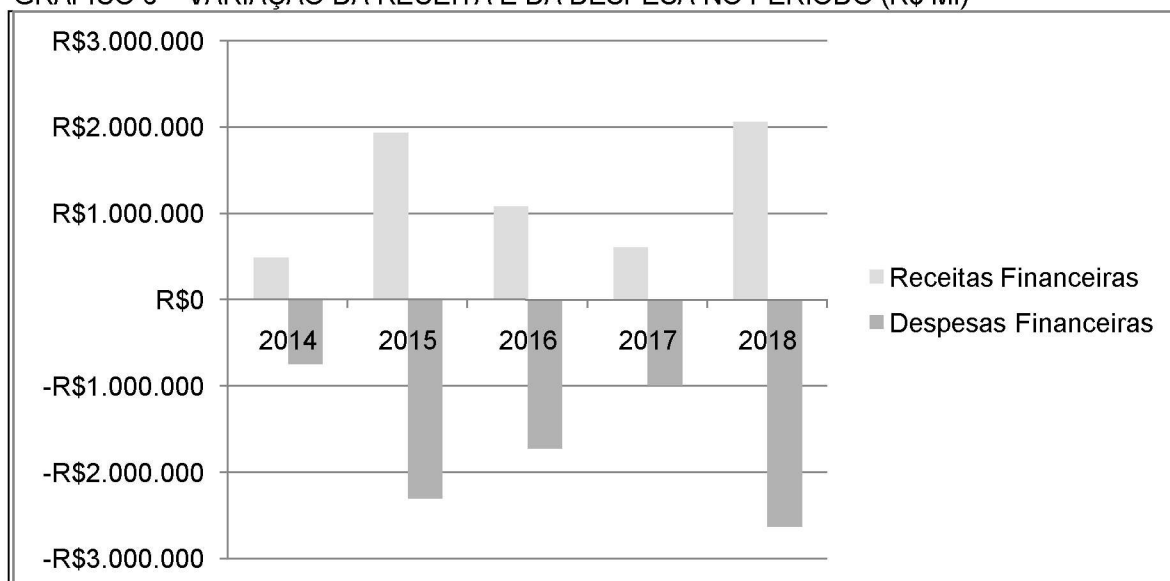
As despesas operacionais representam as despesas pagas ou incorridas para a venda de produtos e para a administração da empresa. Parte das despesas administrativas é de natureza fixa, independentes do volume de produtos vendidos, como pesquisa e desenvolvimento, tecnologia da informação e projetos. Despesas com vendas, marketing e logística são dependentes dos negócios fechados e projetados. Para as despesas ligadas às vendas foi utilizada como taxa para projeção a porcentagem que representam na receita líquida, no caso, aproximadamente 39%. Para as outras despesas a taxa média de inflação do período foi utilizada para a projeção dos valores, sendo esta 3,78%.

Resultado Financeiro

O resultado financeiro envolve as operações de proteção cambial contratadas pela empresa bem como sua contrapartida, como perdas no ajuste de mercado de derivativos “*swap*” e “*forward*”. Essa medida é adotada com o objetivo de limitar a perda referente à desvalorização cambial em relação ao lucro líquido projetado, dada uma determinada estimativa de desvalorização cambial em relação ao dólar norte-americano. Essa limitação define o teto ou a exposição cambial máxima permitida à Sociedade e as suas controladas com relação ao dólar norte-americano e ao euro. Analisando o período estudado essa foi a conta que mais sofreu alterações, o que não torna possível determinar uma média estável ao longo dos anos. Considerando que a empresa realizou mais uma aquisição é esperado que haja aumento nas despesas. Todavia, a redução da taxa do CDI pode levar a uma redução nos juros cobrados sobre empréstimos e financiamentos. Portanto a projeção para os resultados de 2019 será realizada com a taxa de 20%, considerando os impactos da aquisição da Avon, e para os dois períodos seguintes 10%, considerando que não haverá novas aquisições. Ambas as taxas podem estar subestimadas devido à alta incerteza envolvida.

O gráfico abaixo permite a melhor visualização da variação de receitas e despesas ao longo do período avaliado:

GRÁFICO 6 – VARIAÇÃO DA RECEITA E DA DESPESA NO PERÍODO (R\$ MI)



FONTE: A AUTORA (2019)

Imposto de Renda

Para a projeção do imposto de renda foi utilizada a taxa de 34% que é a alíquota de imposto de renda e contribuição social que incidem sobre o lucro da empresa.

A tabela abaixo mostra a porcentagem utilizada para as projeções dos próximos anos, conforme descrito acima.

TABELA 8 – PERCENTUAL UTILIZADO PARA PROJEÇÃO DOS PROXIMOS PERÍODOS

Demonstrações do Resultado (Reais Mil)	(%) projetados
Receita líquida	4,5%
Custo dos produtos vendidos	30%
Lucro Bruto	
Despesas com vendas, marketing e logística	39%
Despesas administrativas, P&D, TI e Projetos	3,78%
Outras Despesas Operacionais	3,78%
Outras receitas (despesas) operacionais, líquidas	3,78%
Lucro Operacional Antes do Resultado Financeiro	
Receitas Financeiras	20%/10%
Despesas Financeiras	20%/10%
Lucro Antes do IR + CS	
Imposto de renda e contribuição social	34%
Lucro líquido do exercício	

FONTE: A AUTORA (2019)

3.3.7. Regras de Projeção para o Fluxo de Caixa

Para os impostos a regra é a mesma utilizada na receita líquida.

O CAPEX da Natura aumenta nos períodos que são necessários maiores investimentos. Em 2014 e em 2018, os períodos de finalização das aquisições e investimentos em lojas, projetos de reestruturação foram os maiores resultados de CAPEX da empresa. Os primeiros resultados de 2019 já mostram um aumento, devido à nova aquisição da Avon e de novas etapas do projeto de expansão. Apenas com o resultado de três trimestres de 2019 já se observa o aumento de 36% em relação ao mesmo período do ano passado, mantendo a mesma média de crescimento quando se compara o resultado de 2017 com 2018. Portanto para o próximo ano a porcentagem utilizada para a projeção será a mesma, e para os próximos anos será a média de crescimento da empresa sem as aquisições, que é 25%

A depreciação e amortização seguem no mesmo sentido do CAPEX. Em relação aos investimentos na The Body Shop a conta duplicou em relação ao ano anterior e os números da Aesop também dobraram. O terceiro trimestre comparado com o ano passado aumentou em 96%. Para o próximo período a porcentagem utilizada será a mesma, mas para os próximos períodos não é esperado tamanho salto, a média dos crescimentos em períodos após aquisição será utilizada para a conta, ou seja, 35%.

A necessidade de capital de giro oscilou bastante entre os períodos avaliados em períodos de investimentos, em que a necessidade do capital foi maior, em 2014 com a Aesop e o final de ciclo de investimentos nas plantas industriais e em 2017 com a aquisição da The Body Shop e todo o investimento feito para renovar a marca. A Companhia realiza operações de repasse dos recursos captados no exterior em moeda estrangeira com instituições financeiras em função das taxas favoráveis. Nos três trimestres de 2019 a empresa melhorou o capital de giro, e reduziu a necessidade em 10%. A tendência é de retorno gradual aos patamares anteriores, então para os próximos períodos a taxa considerada será 6,5%.

Para o EBITDA considerando o cenário e as perspectivas de ganhos da empresa, a taxa adotada será de 60% e 70% para os anos após aquisição e depois decresce a 3%. A tabela abaixo mostra a porcentagem utilizada para as projeções dos próximos anos, conforme descrito acima.

TABELA 9 – PERCENTUAL UTILIZADO PARA PROJEÇÃO DOS PROXIMOS PERÍODOS

FLUXO DE CAIXA LIVRE	% projeção
EBITDA	60%/70%/3%
(-) Depreciação	95%/35%
(=) EBIT	
(-) Impostos	34%
(=) Nopat	
(+) Depreciação e Amortização	95%/35%
(=) FLUXO DE CAIXA BRUTO	
(-) Capex	36%/25%
(-) Δ Capital de Giro	10%/6,5%
(=) Fluxo de Caixa Livre	

FONTE: A AUTORA (2019)

4. RESULTADOS

4.1. Análise das demonstrações financeiras

4.1.1. Demonstração dos Resultados do Exercício

De acordo com Neto e Lima (2014) As sociedades por ações são obrigadas a elaborar e publicar o balanço patrimonial, a demonstração das mutações patrimoniais, a demonstração dos resultados do exercício, fluxos de caixa, valor adicionado, em caso de companhia aberta, como é a Natura. A análise das demonstrações financeiras é um procedimento indispensável na avaliação de empresas. Nessa análise é possível levantar dados como a capacidade de pagamento da empresa, endividamento, lucratividade e rentabilidade. Para este trabalho os resultados da empresa foram avaliados por cinco anos, no período de 2014 a 2018.

TABELA 9 – DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO

Demonstrações do Resultado (Reais Mil)	2014	2015	2016	2017	2018
Receita líquida	7.408.422	7.899.002	7.912.664	9.852.708	13.397.419
Custo dos produtos vendidos	-2.250.120	-2.415.990	-2.446.959	-2.911.077	-3.782.843
Lucro Bruto	5.158.302	5.483.012	5.465.705	6.941.631	9.614.576
Despesas com vendas, marketing e logística	-2.680.091	-2.998.825	-3.110.169	-4.198.733	-5.828.713
Despesas administrativas, P&D, TI e Projetos	-1.133.346	-1.293.208	-1.327.093	-1.535.945	-2.251.341
Outras Despesas Operacionais	0	0	0	0	-237.884
Outras receitas (despesas) operacionais, líquidas	19.807	65.790	54.425	151.688	-39.945
Lucro Operacional Antes do Resultado Financeiro (LAJIR) (EBIT)	1.364.672	1.256.769	1.082.868	1.358.641	1.256.693
Receitas Financeiras	483.837	1.927.228	1.073.288	604.392	2.056.421
Despesas Financeiras	-752.116	-2.308.627	-1.729.297	-991.841	-2.639.709
Lucro Antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social	1.096.393	875.370	426.859	971.192	673.405
Imposto de renda e contribuição social	-355.172	-352.638	-118.621	-300.941	-125.026
Lucro líquido do exercício	741.221	522.732	308.238	670.251	548.379
Atribuível A					
Acionistas controladores	732.818	513.513	296.699	670.251	548.379
Não controladores	8.403	9.219	11.539	0	0
Lucro líquido do exercício por ação	732.818	513.513	296.699	670.251	548.379
Básico	1,7064	1,1934	0,6895	1,5574	1,2735
Diluído	1,702	1,1928	0,6875	1,5551	1,2713

FONTE: NATURA & CO. (2019)

4.1.2. Análise vertical e horizontal

A análise horizontal permite que se avalie a evolução dos itens da demonstração financeira em intervalos no tempo. A tabela a seguir se refere a essa análise.

TABELA 10 – ANÁLISE HORIZONTAL DAS DEMONSTRAÇÕES DO RESULTADO

Demonstrações do Resultado (Reais Mil)	AH (15/14)	AH (16/14)	AH (17/14)	AH (18/14)
Receita líquida	107	107	133	181
Custo dos produtos vendidos	107	109	129	168
Lucro Bruto	106	106	135	186
Despesas com vendas, marketing e logística	112	116	157	217
Despesas administrativas, P&D, TI e Projetos	114	117	136	199
Outras Despesas Operacionais				
Outras receitas (despesas) operacionais, líquidas	332	275	766	-202
Lucro Operacional Antes do Resultado Financeiro (LAJIR) (EBIT)	92	79	100	92
Receitas Financeiras	398	222	125	425
Despesas Financeiras	307	230	132	351
Lucro Antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social	80	39	89	61
Imposto de renda e contribuição social	99	33	85	35
Lucro líquido do exercício	71	42	90	74

FONTE: A AUTORA (2019)

TABELA 11 – ANÁLISE HORIZONTAL DOS BALANÇOS PATRIMONIAIS

Balço Patrimonial (Reais Mil)	AH 2015	AH 2016	AH 2017	AH 2018
Ativo Circulante	142	113	166	152
Realizável em Longo Prazo	126	146	436	519
Ativo Permanente	105	104	136	134
Ativo Total	130	117	208	214
Passivo Total	137	123	220	212
Passivo Circulante	147	134	222	146
Exigível em Longo Prazo	128	111	219	281
Patrimônio líquido	94	87	142	224

FONTE: A AUTORA (2019)

Os dados de 2014 foram utilizados para calcular o número índice dos períodos seqüentes. A receita líquida cresceu ao longo do período analisado, e também é possível perceber o valor negativo em outras despesas operacionais líquidas, que reflete a despesa com o plano de transformação da The Body Shop que precisou ser redefinida, tais como operações de varejo e rejuvenescimento da marca. A lucratividade da empresa também sofreu alterações ao longo dos

períodos, sendo 2015 o ano que apresentou a menor lucratividade. Como dito anteriormente foi um ano que apresentou dificuldades no mercado, sofrendo queda no faturamento de maneira geral nas empresas do setor de cosméticos. Ao observarmos os dados do balanço é possível perceber que o exigível em longo prazo mais que dobrou, refletindo as dívidas da empresa. Os ativos realizáveis em longo prazo também aumentaram ao longo dos períodos, principalmente o aumento do intangível e dos derivativos que aparecem em 2018.

A análise vertical é um processo comparativo que permite o conhecimento das alterações ocorridas na estrutura dos relatórios analisados. A tabela abaixo relaciona os resultados, considerando como base a receita líquida.

TABELA 12 – ANÁLISE VERTICAL DAS DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO

Demonstrações do Resultado (Reais Mil)	AV 2014	AV 2015	AV 2016	AV 2017	AV 2018
Receita líquida	100%	100%	100%	100%	100%
Custo dos produtos vendidos	30%	31%	31%	30%	28%
Lucro Bruto	70%	69%	69%	70%	72%
Despesas com vendas, marketing e logística	36%	38%	39%	43%	44%
Despesas administrativas, P&D, TI e Projetos	15%	16%	17%	16%	17%
Outras Despesas Operacionais	0%	0%	0%	0%	2%
Outras receitas (despesas) operacionais, líquidas	0%	1%	1%	2%	0%
Lucro Operacional Antes do Resultado Financeiro (LAJIR) (EBIT)	18%	16%	14%	14%	9%
Receitas Financeiras	7%	24%	14%	6%	15%
Despesas Financeiras	10%	29%	22%	10%	20%
Lucro Antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social	15%	11%	5%	10%	5%
Imposto de renda e contribuição social	5%	4%	1%	3%	1%
Lucro líquido do exercício	10%	7%	4%	7%	4%

FONTE: A AUTORA (2019)

É possível observar que o lucro líquido reduz quando comparado ao ano de 2014. O EBIT também reduz ao longo dos períodos. As despesas com vendas, marketing e logística aumentaram ao longo dos anos, devido ao plano de reestruturação de vendas, além das depreciações e amortizações que entram nessa conta. Após as aquisições da Aesop e da The Body Shop o número de lojas físicas aumentou, bem como toda a reestruturação feita e os gastos com a logística, visto que a empresa se expandiu mundialmente.

A análise vertical do balanço patrimonial utiliza como base o ativo e o passivo total. Os resultados encontram-se na tabela a seguir. Os ativos e os passivos realizáveis em longo prazo aumentaram nos últimos períodos, em consonância com a o cenário da empresa.

TABELA 13 – ANÁLISE VERTICAL DOS BALANÇOS PATRIMONIAIS

Balanco Patrimonial	AV% 2014	AV % 2015	AV % 2016	AV % 2017	AV % 2018
Ativo Circulante	59%	64%	57%	47%	42%
Realizável em Longo Prazo	18%	17%	22%	38%	43%
Ativo Permanente	23%	19%	21%	15%	15%
Ativo Total	100%	100%	100%	100%	100%
Passivo Total	100%	100%	100%	100%	100%
Passivo Circulante	52%	55%	56%	52%	36%
Exigível em Longo Prazo	48%	45%	44%	48%	64%
Patrimônio líquido	19%	13%	13%	12%	20%

FONTE: A AUTORA (2019)

4.1.3. Índices econômicos- financeiros

A tabela a seguir demonstra os índices de liquidez calculados para o período analisado.

TABELA 14 – ÍNDICES DE LIQUIDEZ

ÍNDICES DE LIQUIDEZ	2014	2015	2016	2017	2018
Liquidez corrente	1,36	1,32	1,15	1,02	1,41
Liquidez seca	1,07	1,11	0,95	0,84	1,11
Liquidez imediata	0,54	0,61	0,55	0,53	0,53
Liquidez Geral	1,19	1,13	1,13	1,12	1,20

FONTE: A AUTORA (2019)

Analisados isoladamente os índices só informam que, de maneira geral a empresa possui capacidade de pagar suas dívidas de curto prazo. Aumento ou redução nos ativos circulantes não comprometeu a capacidade de pagamento da empresa. A empresa possui uma política de monitoramento dos riscos de liquidez, considerando o fluxo de caixa esperado em contrapartida às linhas de crédito não utilizadas. Em agosto de 2017 a empresa realizou a terceira emissão de notas promissórias comerciais, em série única, totalizando R\$ 3,7 bilhões. O recurso foi utilizado para o pagamento da aquisição da The Body Shop, e essa movimentação é refletido no caixa e nas despesas antecipadas, o que justifica os índices de liquidez abaixo de 1,0 no período.

TABELA 15 – ÍNDICES DE ENDIVIDAMENTO

ÍNDICES DE ENDIVIDAMENTO	2014	2015	2016	2017	2018
Relação Capital de Terceiros / Capital Próprio	5,27	7,72	7,45	8,15	4,97
Relação Capital de Terceiros / Ativo Total	0,84	0,89	0,88	0,89	0,83
Imobilização de Recursos Permanentes	0,73	0,70	0,85	0,98	0,83
Índice de Endividamento Bancário no Curto Prazo	0,47	0,47	0,42	0,59	0,26

FONTE: A AUTORA (2019)

Os índices indicam que a empresa está operando alavancada no período analisado, possui dependência financeira em relação aos recursos de terceiros, em média 80% dos ativos da empresa são financiados por dívidas. Uma das metas estabelecidas pela empresa é a desalavancagem para os níveis que a companhia possuía antes da aquisição da The Body Shop até 2021. Quanto aos recursos permanentes indica a existência de folga financeira. Uma parcela do passivo permanente, que excede aos ativos permanentes está financiando ativos de curto prazo, produzindo maior liquidez. A Natura & Co monitora o capital com base nos índices de alavancagem financeira, que correspondem a dívida líquida dividida pelo patrimônio líquido.

A dívida líquida é composta pelo total de empréstimos e financiamentos, incluindo os de curto e longo prazo, subtraído do montante de caixa e equivalentes de caixa e títulos de valores mobiliários. A dívida líquida a seguir demonstrada considera os ajustes dos derivativos contratados para mitigar o risco cambial. Os índices são menores do que os utilizados pela fórmula descrita, mas as conclusões são as mesmas, demonstrando que a empresa opera alavancada no período estudado, em boa parte devido às aquisições feitas e recursos utilizados para expansão tecnológica. Seguindo o mesmo cálculo da empresa, temos o resultado apresentado na tabela abaixo:

TABELA 16 – ALAVANCAGEM FINANCEIRA

Índice de Alavancagem Financeira	2014	2015	2016	2017	2018
Empréstimos e financiamentos de CP e LP	3.981.210	5.535.880	4.390.171	9.331.900	8.440.380
Instrumentos Financeiros derivativos	-317.023	-729.379	73.502	-14.778	-515.119
Caixa e equivalentes de caixa e Títulos e valores mobiliários	-1.695.986	-2.783.679	-2.278.588	-3.648.477	-2.403.596
Dívida líquida	1.968.201	2.022.822	2.185.085	5.668.645	5.521.665
Patrimônio líquido	1.148.679	1.077.767	996.385	1.634.746	2.574.102
Índice de alavancagem financeira	1,71	1,88	2,19	3,47	2,15

FONTE: A AUTORA (2019)

As operações com instrumentos financeiros derivativos têm o objetivo de proteção contra riscos cambiais associados a posições no balanço patrimonial, aquisição de insumos e ativo imobilizado, fluxos de caixa dos aportes de capital nas controladas projetados em moedas estrangeiras. Resumem-se a *swap* e compra a termo de moeda. O “*hedge accounting*” é feito com derivativos contratados de proteção, tais como empréstimos contratados em moeda estrangeira, com taxa de juros variáveis, empréstimos feitos em reais sujeitos a taxas de juros pré fixadas ou operações de compra e venda em moeda estrangeira. Os riscos cobertos pelo *hedge* são os riscos de variação nos fluxos de caixa futuros decorrentes das variações nas taxas de câmbio, e risco de taxa de juros.

A tabela a seguir demonstra os resultados da empresa no período:

TABELA 17 – ÍNDICES DE RENTABILIDADE E LUCRATIVIDADE

ÍNDICES DE RENTABILIDADE E LUCRATIVIDADE	2014	2015	2016	2017	2018
Margem de Lucratividade Operacional	18%	16%	14%	14%	9%
Margem de Lucratividade Líquida	10%	6,6%	3,9%	6,8%	4,1%
Retorno sobre investimento (ROI)	0,10	0,06	0,04	0,04	0,04
Retorno sobre o patrimônio líquido	0,64	0,48	0,30	0,41	0,21

FONTE: A AUTORA (2019)

Os resultados apresentados no período demonstram que a empresa reduziu seu lucro ao longo do período. Em 2015 houve uma queda geral de lucratividade das empresas do segmento, devido ao cenário desfavorável. A retração também é explicada pelo aumento da taxa básica de juros e pelos efeitos não caixa da marcação a mercado do *hedge* das dívidas em moeda estrangeira e da reavaliação na provisão para a aquisição da parcela remanescente de 21,26% da Aesop. Em 2016 o lucro foi impactado pelo desempenho no Brasil, variação cambial desfavorável e os efeitos não caixa da reavaliação da aquisição da parcela remanescente da Aesop e marcação a mercado do *hedge*. Em 2018 a retração é explicada pelos gastos para a transformação da The Body Shop e a hiperinflação na Argentina.

4.1.4. Fluxo de Caixa Livre

O fluxo de caixa livre demonstra a capacidade do negócio de gerar saldos positivos de caixa ao longo do tempo. É determinado considerando as entradas e saídas durante o período projetado. O EBIT é o lucro operacional antes do resultado financeiro. O NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) que representa o lucro operacional líquido após os impostos. O Capex (Capital Expenditure) é o montante investido em aquisição e melhorias dos bens de capital. A variação no capital de giro foi calculada pela diferença entre períodos do ativo circulante operacional e do passivo circulante operacional. (SANTOS, 2005)

Para que o fluxo de caixa livre seja projetado é necessário encontrar o custo médio do capital ponderado para encontrar a taxa de projeção. Os dados dos períodos avaliados encontram-se na tabela a seguir:

TABELA 18 – FLUXO DE CAIXA LIVRE

FLUXO DE CAIXA LIVRE	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	1.364.672	1.256.769	1.082.868	1.358.641	1.256.693
Impostos	34%	34%	34%	34%	34%
Nopat	900.684	829.468	714.693	896.703	829.417
(+) Depreciação e Amortização	189.811	239.197	260.771	383.352	589.911
(=) FLUXO DE CAIXA BRUTO	1.090.495	1.068.665	975.464	1.280.055	1.419.328
(-) CAPEX	505,7	383,0	306	357,7	491,8
(-) Δ Capital de Giro	-206,9	313,6	144,5	-279,5	-249,1
Fluxo de Caixa Livre	1.090.195,7	1.067.967,9	975.013	1.279.977	1.419.086

FONTE: A AUTORA (2019)

4.2. PROJEÇÕES

Com os percentuais demonstrados na metodologia foram realizadas as projeções para mais cinco anos, conforme a tabela abaixo:

TABELA 19 - PROJEÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DOS PRÓXIMOS PERÍODOS

Demonstrações do Resultado (Reais Mil)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita líquida	14.000.303	14.630.316	15.288.681	15.976.671	16.695.622	17.446.925
Custo dos produtos vendidos	-4.200.091	-4.389	-4.586.604	-4.793.001	-5.008.686	-5.234.077
Lucro Bruto	9.800.212	10.241.222	10.702.077	11.183.670	11.686.935	12.212.847
Despesas com vendas, marketing e logística	-5.460.118	-5.705.823	-5.962.585	-6.230.902	-6.511.292	-6.804.301
Despesas administrativas, P&D, TI e Projetos	-2.336.442	-2.424.759	-2.516.415	-2.611.536	-2.710.252	-2.812.699
Outras Despesas Operacionais	-246.876	-256.208	-265.893	-275.943	-286.374	-297.199
Outras receitas (despesas) operacionais, líquidas	-41.455	-43.022	-44.648	-46.336	-48.087	-49.905
Lucro Operacional Antes do Resultado Financeiro	1.715.321	1.811.409	1.912.535	2.018.953	2.130.930	2.248.744
Receitas Financeiras	2.467.705	2.714.476	2.985.923	3.284.516	3.612.967	3.974.264
Despesas Financeiras	-3.167.651	-3.484.416	-3.832.857	-4.216.143	-4.637.758	-5.101.533
Lucro Antes do IR + CS	1.015.375	1.041.469	1.065.601	2.018.953	2.130.930	2.248.744
Imposto de renda e contribuição social	-345.228	-354.099	-362.304	-686.444	-724.516	-764.573
Lucro líquido do exercício	670.148	687.369	703.297	1.332.509	1.406.414	1.484.171

FONTE: A AUTORA (2019)

TABELA 20 – PROJEÇÃO PARA OS PRÓXIMOS PERÍODOS

FLUXO DE CAIXA LIVRE	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBITDA	2.954.549	5.022.733	5.173.415	5.328.617	5.488.476	5.653.130
(-) Depreciação	1.150.326	1.552.941	2.096.470	2.830.234	3.820.816	5.158.102
(=) EBIT	1.804.222	3.469.792	3.076.945	2.498.383	1.667.659	495.028
(-) Impostos	613.436	1.179.729	1.046.161	849.450	567.004	168.309
(=) Nopat	1.190.787	2.290.063	2.030.784	1.648.933	1.100.655	326.718
(+) Depreciação e Amortização	1.150.326	1.552.941	2.096.470	2.830.234	3.820.816	5.158.102
(=) FLUXO DE CAIXA BRUTO	2.341.113	3.843.004	4.127.254	4.479.167	4.921.472	5.484.821
(-) Capex	668,8	836,1	1.045	1.306,3	1.632,9	2.041,2
(-) Δ Capital de Giro	-224,19	-209,61	-195,98	-183,24	-171,33	-160,19
(=) Fluxo de Caixa Livre	2.340.669	3.842.377	4.126.405	4.478.044	4.920.010	5.482.940

FONTE: A AUTORA (2019)

4.2.1 Estimativa do custo de capital

No estudo do custo total do capital é necessário inicialmente conhecer o custo de cada fonte de recursos, se própria ou de terceiros e, a partir desses valores mensurar a taxa de retorno desejada para as decisões de investimento.

O custo total do capital (WACC) reflete a remuneração mínima exigida por acionistas e credores da empresa. (NETO; LIMA, 2014)

4.2.2 Custo de capital de terceiros

O custo do capital de terceiros é a remuneração exigida pelos credores de dívidas da empresa. É o custo hoje, líquido do imposto de renda, para levantar recursos de empréstimos e financiamentos do mercado. É definido de acordo com os passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pela empresa. É representado por K_i e por ser possível a dedução fiscal aos encargos financeiros, pode ser apurado após a respectiva provisão para imposto de renda, reduzindo seu custo final. (NETO; LIMA, 2014)

O custo do financiamento com capital de terceiros, além de deduzir o pagamento de juros do imposto de renda da empresa, tende a ser menor que o custo do financiamento com capital próprio, uma vez que os portadores de títulos da dívida exigem um menor retorno em relação ao retorno exigido pelos acionistas. Os credores da empresa possuem preferência sobre os acionistas em relação à liquidação financeira, portanto o risco é menor para estes já que a remuneração é fixa, enquanto a remuneração do capital próprio depende do desempenho da empresa. (SANTOS, 2005)

As dívidas da empresa foram ponderadas conforme a tabela de dados abaixo:

TABELA 21 – CAPITAL DE TERCEIROS

Despesas Financeiras Brutas	Valor	%	% juros
Financiadora de estudos e projetos FINEP	135.618	2,72%	3,50%
Debêntures	4.680.665	93,97%	6,42%
BNDES	73.384	1,47%	3,96%
BNDES – FINAME	735	0,01%	4,50%
Capital de Giro – Operação Peru	20.979	0,42%	3,99%
Capital de Giro - Operação México	10.017	0,20%	1,15%
Capital de Giro - Operação Aesop	59.850	1,20%	1,92%
Total	4.981.248	100%	
Ki	6,23%	IR 34%	4,11%

FONTE: A AUTORA (2019)

4.2.3 Custo do capital próprio

Como dito anteriormente o custo do capital próprio será calculado pelo modelo de precificação de ativos (CAPM):

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf) + \text{Risco país}$$

Coeficiente Beta (β)

Para a determinação do coeficiente beta da Natura foi realizada uma regressão com os dados obtidos na base de dados Quantum dos anos de 2014 a 2018 e utilizando o Ibovespa como parâmetro de referência. Os resultados da regressão podem ser visualizados na tabela a seguir:

TABELA 22 – RESULTADOS DA REGRESSÃO DO BETA

Estatística de regressão								
R múltiplo	0,42587114							
R-Quadrado	0,18136623							
R-Q ajustado	0,16914782							
Erro padrão	9,19697392							
Observações	69							
ANOVA								
	<i>gi</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>			
Regressão	1	1255,5427	1255,54269	14,8437	0,000264005			
Resíduo	67	5667,1501	84,5843293					
Total	68	6922,6928						
	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	<i>95% inferiores</i>	<i>95% superiores</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Interseção	0,564272803	1,129551122	0,499554905	0,6190251	-1,69032	2,81886	-1,69032	2,81886
Variável X 1	0,711287627	0,184618181	3,852749628	0,00026401	0,34278	1,07978	0,34278	1,07978

FONTE: A AUTORA (2019)

O resultado da regressão realizada foi um beta de 0,71.

Considerando os números apresentados nos demonstrativos da empresa foram calculados os custos do capital próprio e de terceiros, conforme o peso que cada um deles representa nas contas. A proporção dos capitais foi avaliada ao longo dos períodos, que demonstra que o comportamento da empresa de operar com uma média de 80% com capital de terceiros é constante ao longo do período avaliado. O capital social não sofreu alterações ao longo desses anos e a

empresa possui dívidas com financiamentos principalmente pelo Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES). As operações de empréstimos foram pré - fixadas e equivalentes ao CDI, para os cálculos foi utilizada a taxa contratada. Para as operações fora do país a empresa utiliza a técnica contábil da contabilização do “*hedge accounting*” para instrumentos financeiros derivativos contratados de proteção a empréstimos em moedas estrangeiras com taxa de juros variável, operações de compra e venda.

A proporção de capital próprio e de terceiros foi retirada do balanço patrimonial de cada período, conforme tabela a seguir:

TABELA 23 – DETERMINAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL

Capital da empresa	2014	2015	2016	2017	2018	Pesos (%)
Capital Próprio	1.148.679	1.077.767	996.385	1.634.746	2.574.102	14%
Capital de terceiros	6.051.404	8.317.214	7.425.194	13.322.716	12.805.447	88%
Total	7.200.083	9.394.981	8.421.579	14.957.462	15.379.549	100%

FONTE: A AUTORA (2019)

Vale frisar que o cálculo do prêmio de risco do mercado considerou a diferença de inflação entre Estados Unidos e Brasil. As variáveis utilizadas bem como os resultados encontrados estão na tabela abaixo:

TABELA 24 – DETERMINAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL

Custo do Capital de Terceiros (K_i)	
K_i antes do imposto de renda	6,23%
K_i líquido do imposto de renda	4,11%
Custo do Capital Próprio (K_e)	7,30%
Beta	0,71
Taxa de Juros com risco zero (R_f)	1,84%
Prêmio pelo Risco de Mercado ($R_m - R_f$)	5,96%
Risco País	1,20%
Estrutura de Capital - Pesos	100%
Capital de Terceiros	80%
Capital Próprio	20%
Custo Médio Ponderado de Capital WACC	4,75%
Contribuição do K_i	0,95%
Contribuição do K_e	3,80%

FONTE: A AUTORA (2019)

4.2.4 Cálculo do valor da empresa por fluxo de caixa descontado

O fluxo de caixa descontado foi realizado por algumas metodologias diferentes. O primeiro cálculo foi com base na ponderação dos fluxos de caixa livres, com o objetivo de reduzir distorções de risco do negócio e considerando os últimos cenários os mais prováveis de acontecer. Feita a ponderação (Atribuindo maior peso 3 para 2018, peso 2 para 2017 e peso 1 para 2016), o valor encontrado foi trazido ao presente pela taxa de desconto 4,75%. A segunda forma de cálculo foi pelo fluxo de caixa perpétuo, utilizando o valor encontrado na ponderação anterior e dividindo pela taxa de desconto (custo médio do capital ponderado). A terceira forma de cálculo foi utilizando a taxa de crescimento (g) de 2% para projetar os fluxos de caixa e descontá-los com o WACC. É a taxa de crescimento na perpetuidade, fundamentada pela inflação aplicável ao país sede de cada segmento, contida no plano de negócios da empresa.

Com base nas projeções da Natura & Co., em seu plano de negócios, o maior ciclo operacional é o pós aquisição da The Body Shop, de dez anos, com perpetuidade, portanto para o cálculo do valor da empresa foi utilizado um período de dez anos.

TABELA 25 – PROJEÇÕES DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Projeções	2019	2020	2021	2022	2023
Média Ponderada	1.239.802	1.183.581	1.129.911	1.078.674	1.029.760
Com taxa de crescimento 2%	1.381.823	1.345.546	1.310.222	1.275.825	1.242.330
Projeções	2024	2025	2026	2027	2028
Média Ponderada	983.065	938.486	895.930	855.303	816.518
Com taxa de crescimento 2%	1.209.715	1.177.957	1.147.032	1.116.919	1.087.596

FONTE: A AUTORA (2019)

O valor do fluxo de caixa perpétuo foi encontrado pela divisão da perpetuidade pela taxa de desconto e o fluxo de caixa com a taxa de crescimento foi dividido pela taxa de desconto subtraindo a taxa de crescimento de 2%. Ambos trazidos ao presente. Abaixo segue a tabela com as metodologias e os valores da empresa encontrados:

TABELA 26 – VALOR DA EMPRESA POR METODOLOGIA

Valor presente por Metodologia	Valor
Média Ponderada	R\$ 10.151.029.304,87
Fluxo de caixa perpétuo com taxa g	R\$ 29.691.572.776,44
Fluxo de caixa perpétuo	R\$ 17.189.857.923,20
Projeção com g (2%)	R\$ 12.294.966.160,75
Valor de Mercado (29/11/2019)	R\$ 14.280.000.000,00
Preço* ações	R\$ 28.675.900.000,00

FONTE: A AUTORA (2019)

5. CONCLUSÃO

De acordo com informações do site da Bovespa o valor de mercado da empresa que NATU ON que possui as ações NATU3 no mercado é de R\$ 14.28 bilhões. Dentre os modelos de fluxo de caixa descontado o que demonstrou um resultado próximo, porém abaixo do valor de mercado avaliado é o modelo que utilizou a taxa de crescimento constante de 2% para os próximos dez anos e foi descontado pelo WACC de 4,75%. Calcular os valores considerando apenas a perpetuidade incorre em um erro de superestimação.

A empresa possui uma posição sólida no mercado de produtos de higiene e cosméticos no Brasil enquanto ganha mercados mundiais através de suas aquisições. É possível observar que a empresa cresce a sua receita a cada ano e vem forte para aumentar sua participação no mercado, haja vista a compra da Avon nesse ano, sendo a terceira aquisição que a empresa fez no período de sete anos. A estratégia se reflete na redução de lucros nos períodos e aumento no seu endividamento, a empresa trabalha com mais de 80% com capitais de terceiros. Os cálculos realizados para encontrar o seu valor não consideraram a aquisição da Avon, portanto pode ser uma razão do valor subestimado em relação ao seu valor de mercado. Uma vez que a Avon foi avaliada em um bilhão de dólares, que ao ser incorporada ao grupo Natura & Co., agregará valor de mercado maior futuramente. O Valuation envolve muitas premissas e incertezas, e seu objetivo é errar o menos possível na previsão. Sendo assim, pelos métodos aqui realizados sugere-se que a empresa está um pouco supervalorizada em relação à sua cotação no mercado hoje.

REFERÊNCIAS

- COSMETIC INNOVATION. Mercado de Beleza cresce lento, mas continua em alta. Disponível em: <https://www.cosmeticinnovation.com.br/mercado-de-beleza-cresce-lento-mas-continua-em-alta/>. Acesso em 30 de outubro de 2019.
- DAMODARAN, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 3rd ed. United States, University Edition, 2012.
- EUROMONITOR. **Beauty and Personal Care Reaches Record High**. Disponível em: <https://blog.euromonitor.com/the-story-behind-the-data-euromonitors-latest-beauty-and-personal-care-data-2019/>. Acesso em 30 de junho de 2019.
- GAZETA DO POVO. Na disputa por espaço, Grupo Boticário sai na frente da Natura ao diversificar seu negócio. Disponível em: <https://panoramafarmaceutico.com.br/2018/05/02/na-disputa-por-espaco-grupo-boticario-sai-na-frente-da-natura-ao-diversificar-seu-negocio/>. Acesso em 20 de setembro de 2019.
- INFLAÇÃO HISTÓRICA DOS ESTADOS UNIDOS. Disponível em: <https://pt.inflation.eu/taxas-de-inflacao/estados-unidos/inflacao-historica/ipc-inflacao-estados-unidos.aspx>. Acesso em 10 de novembro de 2019.
- INFLAÇÃO HISTÓRICA DO BRASIL. Disponível em: <https://pt.inflation.eu/taxas-de-inflacao/brasil/inflacao-historica/ipc-inflacao-brasil-2019.aspx>. Acesso em 10 de novembro de 2019.
- LAMUCCI, S. **Análise: IBC-Br no 3º trimestre é consistente com ritmo gradual de expansão do PIB**. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2019/11/14/anlise-ibc-br-no-3-tri-consistente-com-ritmo-gradual-de-expansao-do-pib.ghtml>. Acesso em 10 de novembro de 2019.
- MARTELANC, R; PASIN, R. **Fusões e Aquisições: Estratégias Empresariais e Tópicos de Valuation**. 1º Ed. São Paulo. All Print Editora. 2017.
- MELO, A. Natura e Avon devem ter aval do CADE. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/6282239/natura-e-avon-devem-ter-aval-do-cade-dizem-especialistas>. Acesso em 30 de agosto de 2019.
- NATURA COSMÉTICOS S.A. **Demonstrações Financeiras**. Disponível em: <https://natu.infoinvest.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados#2019>. Acesso em 16 de novembro de 2019.
- NATURA ACQUIRE THE BODY SHOP. Disponível em: <https://www.gazetadopovo.com.br/economia/nova-economia/depois-de-comprar-a-the-body-shop-natura-ultrapassa-unilever-e-lidera-setor-de-beleza-no-brasil-5w4zimsmtfy67wlevobx6q92x/>. Acesso em 28 de junho de 2019.
- NETO, A; LIMA, F.G. **Curso de Administração Financeira**. 3ºed. São Paulo, Editora Atlas, 2014.
- SANTOS, J.O. **Avaliação de Empresas: um guia prático**. São Paulo, Editoria Saraiva, 2005.

SEBRAE. SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS. **Certificação B Corp**. Disponível em: <http://ois.sebrae.com.br/boaspraticas/b-corp/> Acesso em 13 de setembro de 2019.

OLIVEIRA, F; MOURA, J; **Natura compra Avon e se torna a 4º maior empresa do segmento de beleza**. Disponível em:

<https://www.sosconsumidor.com.br/noticias-51277-natura-compra-avon-e-se-torna-4a-maior-empresa-segmento-beleza>. Acesso em 28 de junho de 2019

PALEPU, K.G; PAUL, M.H; BERNARD, V.L. **Business Analysis and Valuation Using Financial Statements: Text and Cases**. 3rd ed. Mason, OH: Thomson South-Western, 2003.

PRODUTOS NATURA. Disponível em:

<http://www2.natura.net/NaturaUniverse/Pt/inc/Contents.asp?tipo=produtos>. Acesso em 15 de junho de 2019

ZAMBONI, S. Beleza Exterior. Disponível em:

<https://www.valor.com.br/empresas/6273497/beleza-exterior>. Acesso em 25 de maio de 2019.

ANEXOS

CAIXA LÍQUIDO DE ATIVIDADES OPERACIONAIS

FLUXO DE CAIXA	2014	2015	2016	2017	2018
Caixa Líquido Atividades Operacionais	757.458	1.578.025	560.003	1.153.305	844.267
Caixa Gerado nas Operações	1.080.943	1.670.417	1.357.706	2.102.474	1.544.809
Lucro líquido do exercício	741.221	522.732	308.238	670.251	548.379
Depreciações e amortizações	189.811	239.197	260.771	383.352	589.911
Provisão decorrente dos contratos de operações com derivativos "swap" e "forward"	-53.632	-737.956	794.708	156.130	-543.398
Provisões para riscos tributários, cíveis e trabalhistas	10.183	15.020	16.964	124.790	40.193
Atualização monetária de depósitos judiciais	-28.616	-21.194	-16.799	-6.652	-13.780
Imposto de renda e contribuição social	355.172	352.638	118.621	300.941	125.026
Resultado na venda e baixa de ativo imobilizado e intangível	28.355	-18.538	-3.418	32.386	16.057
Juros e variação cambial sobre empréstimos e financiamentos e outros passivos	276.774	1.199.217	-172.312	380.138	1.187.869
Despesas com planos de outorga de opções de compra de ações	2.448	-2.572	8.782	12.935	40.376
Juros sobre aplicações e títulos de valores mobiliários	0				-129.296
Provisão para créditos de liquidação duvidosa	17.423	6.416	19.259	-25.392	
Perdas efetivas e provisão para perdas com clientes, líquidas de reversões					-237.884
Provisão para perdas nos estoques	-13.147	14.269	31.378	28.396	22.743
Variação cambial sobre outros ativos e passivos	5.396	-14.096	-59.892	20.881	-3.535
Provisão com plano de assistência médica e créditos de carbono	984	6.846	4.558	16.606	-34.914
Reconhecimento de crédito tributário extemporâneo	-13.454				
Outros ajustes	1.777				
Atualização monetária de contingências					4.346
Lucro líquido do exercício atribuído a não controladores	-8.403	-9.219	-11.539	0	
Provisão para perdas com imobilizado	6.794	6.323	316	7.712	8.516
Juros e variação cambial sobre arrendamento mercantil financeiro					52.011
Efeito de economia hiperinflacionária					45.198
Outras provisões (reversões)					-173.009
Provisão para aquisição de participação de não controladores	3.825	111.334	58.071	0	
Variações nos Ativos e Passivos		-85.839	-145.774	-466.373	264.134
(aumento)/redução - AC/Contas a receber	-57.909	-67.942	-180.846	-237.836	60.309
(aumento)/redução - AC/Estoques	-77.309	-87.967	96.375	1.291.887	-112.331
(aumento)/redução - AC/Impostos a recuperar	-53.415	-186.794	-214	1.218.583	84.982
(aumento)/redução - AC/Outros ativos	-46.548	-13.082	15.285	-186.338	-67.864
Aumento/(redução) - PC/ Fornecedores	-105.627	207.918	12.052	435.121	158.978
Aumento/(redução) - PC/ Salários, PLR e encargos	32.879	-9.315	6.914	73.247	215.412
Aumento/(redução) - PC/ Obrigações tributárias	-114.382	-5.064	-100.896	-736.470	-23.105
Aumento/(redução) - PC/ Participação de acionistas não controladores	-11.408	89.332	0	0	
Aumento/(redução) - NC/ Outros passivos	-8.249	-12.925	5.556	112.599	-52.247
Pagamentos de imposto de renda e contribuição social	-254.229	-70.251	-131.173	-88.209	-269.966
Pagamentos de recursos por liquidação de operações com derivativos	-109.758	323.872	-207.686	-127.509	-30.967
Pagamento de juros sobre empréstimos e financiamentos	-137.194	-256.897	-309.466	-252.474	-604.224
Depósitos judiciais	177.696	-3.277	7.702	2.949	-364
Pagamento de juros sobre arrendamento mercantil financeiro					-22.691

FONTE: NATURA & CO. (2019)

CAIXA LÍQUIDO DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO

FLUXO DE CAIXA	2014	2015	2016	2017	2018
Caixa Líquido Atividades de Investimento	-731.162	-964.977	-278.076	-5.004.958	389.096
Adições de imobilizado e intangível	-505.703	-382.894	-305.815	-362.497	-485.016
Recebimento pela venda de ativo imobilizado e intangível	0	77.940	43.362	8.244	6.641
Resgate de juros sobre aplicações e títulos de valores mobiliários					163.407
Aplicação em títulos e valores mobiliários	-4.760.507	5.868.563	-6.030.398	-7.411.261	8.483.684
Resgate de títulos e valores mobiliários	4.535.048	5.208.540	6.014.775	6.641.414	9.187.748
Aquisição The Body Shop PLC, líquido do caixa obtido		0	0	-3.880.858	0
Caixa Líquido Atividades de Financiamento	136.879	-202.289	-757.678	4.453.425	1.751.396
Amortização de empréstimos e financiamentos - principal	-732.721	1.709.474	-1.869.562	-1.725.285	6.552.249
Captações de empréstimos e financiamentos	1.620.103	2.258.925	1.265.114	6.391.049	5.015.278
Pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio	-496.393	-685.599	-123.133	-109.409	-201.652
Antecipação de dividendos e juros sobre capital próprio referentes ao exercício corrente	-260.143				
Amortização de arrendamento mercantil financeiro - principal					-46.241
Utilização de ações em tesouraria pelo exercício de opções de compra de opções	33.784	0	0	4.605	1.067
Aquisição adicional de ações da Emeis	-27.751	-66.141	-248.728	0	0
Pagamentos de recursos por liquidação de operações com derivativos		0	218.631	-107.535	32.401
Variação Cambial s/ Caixa e Equivalentes	-1.956	16.910	-24.622	-111	39.950
Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes		427.669	-500.373	601.661	-478.083
Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes		1.164.174	1.591.843	1.091.470	1.693.131
Saldo Final de Caixa e Equivalentes		1.591.843	1.091.470	1.693.131	1.215.048

FONTE: NATURA & CO. (2019)