



“NESSE NEGÓCIO VALE A PENA INVESTIR?": O CASO NATURA S.A

"IN THIS BUSINESS WORTH IT TO INVEST?": NATURA S.A'S CASE

"EN ESTE NEGOCIO VALE LA PENA INVESTIR?": EL CASO NATURA S.A

Sabrina Rafaela Pereira Borges

<https://orcid.org/0000-0002-7110-0784>

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Uberlândia

E-mail: sabrinarpb@yahoo.com.br

Tamires Sousa Araújo

<https://orcid.org/0000-0002-0926-151X>

Professora da Universidade Federal de Mato Grosso do Sul – Campus Três Lagoas, Lagoas.

Doutora em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Uberlândia

E-mail: tamires.sousa@ufms.br

Henrique Rodrigues Rosa

<https://orcid.org/0000-0002-9666-4172>

Contador. Bacharel em Ciências Contábeis (UNIPAM)

E-mail: henrique.rodriguesr@outlook.com

Lísia de Melo Queiroz

<https://orcid.org/0000-0001-7237-048X>

Professora do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis (PPGCC/UFU)

Doutora em Administração de Organizações (FEA/RP/USP)

E-mail: lisia@ufu.br

Moisés Ferreira da Cunha

<https://orcid.org/0000-0002-7142-9475>

Professor do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis (PPGCONT/UNB).

Professor do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis (PPGCC/UFU)

Doutor em Controladoria e Contabilidade (FEA/USP)

E-mail: moises_cunha@ufg.br

RESUMO

O contexto da crise econômica de 2015 abalou muitos investimentos no mercado de ações brasileiro. Este caso ressalta tal panorama e a sua importância para a avaliação de empresas. A partir disso, o caso busca evidenciar o caminho para a tomada de decisão financeira de investimentos de forma a encontrar o valor econômico de uma empresa do ramo de

“Nesse Negócio Vale A Pena Investir?”: O Caso Natura S.A

cosméticos. Especificamente, o caso objetiva: (a) evidenciar que as mudanças do cenário econômico impactam a avaliação de uma empresa; (b) identificar os desafios de se realizar uma avaliação de uma empresa; (c) apresentar para o público uma situação que eles devem tomar a decisão de investir ou não em uma empresa; e (d) apresentar detalhes de como se realizam as estimativas financeiras.

Palavras-chave: *Valuation*; Natura; Consultoria; Mercado de Ações; Investimento.

ABSTRACT

The context of the 2015 economic crisis has shaken many investments in the Brazilian stock market. This case highlights this panorama and its importance for the evaluation of companies. Based on that, the case seeks to show the way for financial investment decision making in order to find the economic value of a company in the cosmetics industry. Specifically, the objective case is: (a) to show that changes in the economic scenario impact the valuation of a company; (b) identify the challenges of conducting an evaluation of an enterprise; (c) presenting to the public a situation that they must make the decision to invest or not in a company; (d) provide details of how the financial estimates are made.

Keywords: Valuation; Natura; Consulting; Stock market; Investment.

RESUMEN

El contexto de la crisis económica de 2015 ha sacudido muchas inversiones en el mercado de valores brasileño. Este caso destaca este panorama y su importancia para la evaluación de las empresas. En base a eso, el caso busca mostrar el camino para la toma de decisiones de inversión financiera para encontrar el valor económico de una empresa en la industria cosmética. Específicamente, el caso objetiva: (a) evidenciar que los cambios del escenario económico impactan la evaluación de una empresa; (b) identificar los retos de realizar una evaluación de una empresa; (c) presentar al público una situación que deben tomar la decisión de invertir o no en una empresa; y (d) presentar detalles de cómo se realizan las estimaciones financieras.

Palabras clave: Valuación; Natura; Consultoría; Mercado de Acciones; Inversión.

1 INTRODUÇÃO

No ano de 2016 três jovens universitários se conheceram na pós-graduação e com alguns anos de amizade, um sonho os uniu: decidiram investir em uma empresa. O problema é que investir no mercado de ações brasileiro passou a ter um grau de dificuldade maior, pois o Brasil perdeu a sua capacidade de investimento em meados de 2015, sendo considerado como um país de nível de investimento arriscado. Em meio a esse cenário, investir em uma empresa brasileira, que tem sua produção alicerçada em recursos naturais poderia ser um perigo para investidores iniciantes.

Mesmo assim, eles escolheram, de início, investir na Natura Cosméticos S.A. Porém, faltava aos jovens o conhecimento sobre o mercado de investimentos e os mesmos também tinham receio de terem prejuízos, visto que a crise de 2015 ainda trazia efeitos econômicos no país.

Nesse sentido, surgia o primeiro questionamento do trio: Comprar ações da Natura Cosméticos S.A é uma boa opção de investimento diante do cenário apresentado?

Para auxiliar neste dilema, os mesmos resolveram pedir ajuda para um dos seus professores de mestrado para conhecerem o valor econômico da empresa Natura naquele tempo. O professor concordou em ajudar os alunos, e assim deram início à avaliação

econômico-financeira da Natura Cosméticos S.A, principiando pela análise do setor e da conjuntura econômica anterior e posterior à data do investimento.

2. O MERCADO DE COSMÉTICOS NO BRASIL E A EMPRESA NATURA

O mercado de cosméticos possuía, em 2015, um faturamento em torno de R\$ 40 bilhões, o que representava mais de 1,8% do PIB (Produto Interno Bruto) do Brasil. De acordo com a Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (ABIHPEC), o mercado de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos registrou uma redução nos últimos 23 anos; e uma diminuição de 8% em 2015. Contudo, pesquisas mostram que o setor não sentiu muito a crise de 2015, já que os consumidores continuavam consumindo produtos, mesmo que buscassem por similares mais acessíveis (MINTEL, 2015).

Em 2015, o Brasil era o 4º maior mercado mundial do setor de higiene pessoal, perfumaria e cosmética, em receita gerada por vendas ao consumidor, ficando atrás apenas dos Estados Unidos (3º lugar), China (2º lugar) e Japão (1º lugar). Era um dos primeiros no mercado em desodorantes, produtos infantis e perfumaria, bem como em produtos de higiene oral, proteção solar, masculinos, cabelo e banho e em produtos de cosméticos de maquiagem (ABIHPEC, 2015).

Os brasileiros consumiam R\$86 bilhões por ano de cosméticos. Apesar da maior parte das compras serem feitas por mulheres e ser um dos segmentos mais vendido do *e-commerce*, em 2015, o setor de cosméticos gerava mais de R\$42,6 bilhões de faturamento. O principal fator que impulsionava as vendas era o lançamento de produtos. Portanto, as empresas desse segmento investiam continuamente em inovação e pesquisa e desenvolvimento (P&D) (ABIHPEC, 2015).

Em 2015, as principais empresas de cosméticos e produtos de higiene que atuavam no Brasil eram: Natura, Avon, Mary Kay, O Boticário, Unilever, L'oreal, Vult Cosmética, BeautyColor, Nívea, Maybelline, P&G, Johnson & Johnson e Contém!g.

A Natura já atuava há 40 anos no mercado, presente em sete países da América Latina e na França. Era considerada a 6ª maior empresa do mundo de venda direta de produtos de perfume, cosméticos e higiene pessoal e contava com um faturamento médio de aproximadamente R\$ 7 bilhões (NATURA, 2016). Tal aspecto foi impulsionado por sua participação na América Latina com um portfólio com 34 marcas, sendo considerada a 8ª marca brasileira mais valiosa (R\$826 milhões em 2016) (NATURA, 2016).

A empresa foi fundada em 1969; e em 1982, começou o seu processo de internacionalização, primeiramente no Chile. Em 1983, a Natura se tornou pioneira na venda de refis. Em 1994, se expandiu para a Argentina e o Peru. No ano de 2001, inaugurou o espaço Cajamar em São Paulo, que é a atual sede da companhia e onde fica o seu centro de pesquisa. Ela trabalhava com o conceito de valor de sustentabilidade em relação à qualidade das relações, mudanças climáticas, sócio biodiversidade, resíduos sólidos e gestão da água. Desse modo, a empresa ganhou em 2014 a certificação BCorp e um prêmio ambiental da ONU em 2015 (NATURA, 2016).

A abertura do capital da Natura aconteceu em 2004. Em 2013, a empresa adquiriu a empresa australiana AESOP pelo valor de R\$149 milhões; e logo, apresentou uma queda no seu valor de mercado que passou de R\$25,6 bilhões em 2013 para R\$11,8 bilhões em 2015. Nessa época, a Natura possuía em sua estrutura acionária 40% das ações em circulação no mercado e 60% em posse dos controladores. O fato é que a maior parte das ações da empresa em circulação se encontrava com pessoas jurídicas no exterior (NATURA, 2016).

3. MATERIAIS E MÉTODOS

A data-base da avaliação econômica da Natura Cosméticos S.A foi 31 de dezembro de 2015. Utilizou-se como base para a avaliação as informações das Demonstrações Contábeis Auditadas nos anos de 2013, 2014 e 2015 coletadas no próprio site da empresa; bem como *Press Release* informado pela Natura Cosméticos S.A nos anos de 2014, 2015 e 2016; dados e informações de mercado sobre o setor de atuação da empresa; e informações obtidas do mercado financeiro e da empresa.

A análise das demonstrações contábeis da Natura com os dados históricos foi realizada a partir de 2013, uma vez que em 2013 a empresa adquiriu 66,21% da Emeis Holdings PtyLtd, o que modificou suas estruturas de ativo e passivo, e, portanto, não justifica, em termos de avaliação, a consideração de períodos anteriores a esses. Além do mais, em 2013 a empresa começou a ter resultados de vendas em decorrência do lançamento da marca Sou.

Para a análise do valor da empresa foram utilizados os métodos dos Fluxos de Caixa Descontado e Múltiplos por EBITDA. Para a projeção dos fluxos de caixa da Natura foram consideradas as premissas de crescimento da receita e custos variáveis, os investimentos necessários e a necessidade de capital de giro da empresa.

O cálculo da taxa de desconto foi realizado tomando como base as dívidas de curto e longo prazo e do custo de capital exigido pelos acionistas, ou seja, a taxa de atratividade mínima. Além do mais, as projeções levaram em consideração também os efeitos do risco cambial, de juros e de crédito das consultoras da empresa (2% do faturamento em inadimplência).

O custo de capital de terceiros tem um grande impacto na empresa, já que historicamente a composição do endividamento mostra que a Natura vem dependendo muito de terceiros e suas dívidas têm sido mais de curto prazo. Portanto, esses aspectos foram levados em consideração para a expectativa de projeção do custo da dívida. Para os próximos períodos, ela não dependerá de mais financiamentos de curto prazo para financiar o seu giro, contudo, ela possui dívidas a serem pagas, já que emitiu debêntures em 2014 e 2015 com vencimento no período de 2018 a 2020.

O custo de capital próprio foi estimado a partir do modelo CAPM (Modelo de Precificação de Ativos de Capital) ajustado para o risco-país. Além disso, foi utilizado o WACC (Custo Médio Ponderado de Capital) como parâmetro para calcular a taxa de desconto a ser aplicada aos fluxos de caixa da empresa. A Natura possui participações em diversas empresas estrangeiras, contudo, para esta avaliação adotou-se premissas voltadas para o mercado local.

As projeções foram feitas em moeda brasileira e em termos nominais (levando em conta os efeitos inflacionários), na data-base de 31 de dezembro de 2015. As premissas macroeconômicas utilizadas estão baseadas nas estimativas divulgadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), Banco Central e agências de *rating*. O fato é que a empresa sofre influências de variáveis econômicas como o Produto Interno Bruto (PIB) e a Inflação que estão relacionados ao poder de consumo das pessoas para a compra de produtos de cosméticos. Além disso, a empresa sofre efeitos das variações da taxa de câmbio, pois suas transações em moeda estrangeira são convertidas para a moeda nacional. E por fim, é importante destacar que a empresa adota a metodologia de *hedge accounting*, utilizando instrumentos derivativos (contratos de *Swaps*) com o objetivo de proteção dos seus fluxos de caixas operacionais em termos de variações de câmbio e taxa de juros, o que possibilita que ela não tenha possíveis surpresas nas variações dos seus resultados esperados.

Em comparação à metodologia do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), a avaliação por Múltiplos considerou apenas os dados de 2015 como referência; enquanto que o FCD está mais atrelado ao comportamento operacional da empresa, e, portanto, foram considerados os

últimos três períodos para a avaliação, tomando como base o ano de 2015 como referência por ser o objeto do estudo.

Para a realização do *Valuation* foi escolhida a metodologia do FCD, por considerá-la mais completa, utilizando-se o comportamento operacional da empresa. Foram considerados os últimos três períodos para a avaliação. Ademais, para comparação, dentre as opções de Avaliação Relativa, também se optou pelos Múltiplos, pois de acordo com Martelanc, Pasin e Pereira (2010) é uma forma de avaliação simples, rápida e que requer poucas informações.

O Valor de Mercado pelo EBITDA (EV/EBITDA) foi o Múltiplo escolhido por ser um dos mais utilizados. Além disso, Póvoa (2007) aponta que o EBITDA é um bom direcionador de valor, pelo fato de trazer questões sobre a eficiência operacional das empresas e não sofrer impactos das despesas não desembolsáveis; bem como evitar problemas como o cálculo do capital de giro e de investimentos físicos. Nesse sentido, Liu et al (2002) colocam que a utilização de Múltiplos do EBITDA traz uma melhor explicação para os preços das ações das empresas.

Diante da ausência de comparáveis locais, foram utilizadas comparáveis globais para o setor de cosméticos, tanto de mercados desenvolvidos, quanto de mercados emergentes. Assim, considerando as planilhas do professor Damodaran (2016), das 221 empresas do setor de *householdproducts*, apenas 12 se referem a cosméticos e dessas, somente duas puderam ser de fato comparáveis com a Natura por atuarem na produção e comercialização. Isso é o que justifica a busca por outras empresas no mercado europeu e americano, o que vai ao encontro com os achados das pesquisas de Pereiro (2001), que afirma que na Avaliação Relativa, muitas vezes se utiliza como parâmetros os valores de Múltiplos de empresas similares em países desenvolvidos, diante da ausência de dados sobre os mercados emergentes.

A primeira etapa para o cálculo dos Múltiplos foi à busca por todas as empresas de cosméticos no mundo que atuassem na produção e comercialização de cosméticos e produtos de higiene pessoal, ou seja, o primeiro critério de escolha das empresas comparáveis foi o setor de atuação. Assim, a partir desse aspecto, dezenove empresas foram selecionadas como possíveis comparáveis por atuarem no mesmo setor de atividade da Natura.

De acordo com Fernández (2001), a maior importância para a análise dos Múltiplos é a identificação de diferenças entre uma empresa e seus concorrentes. Schreiner (2007) complementa ainda que Múltiplos é a forma rápida que pode analisar mercados e setores. Assim, Alford (1992) encontrou evidências de que a seleção de empresas comparáveis por setor econômico traz uma maior exatidão nas previsões, e, portanto, justifica o primeiro passo adotado nesta Avaliação Relativa da Natura.

Alford (1992) também mostra a importância de se adotar critérios que visem à combinação com o retorno sobre o Patrimônio Líquido em níveis similares à empresa-alvo e a busca por empresas de porte similar. Dessa forma, foram analisadas as seguintes variáveis para a seleção das empresas comparáveis à Natura: o faturamento, a liquidez e o retorno sobre o capital investido. Assim, através da análise de desvio-padrões em relação à empresa avaliada, foi-se realizada a seleção das empresas comparáveis.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

No mês de março de 2016 o professor dos jovens universitários apresentou o relatório com os todos os cálculos e explicou para os alunos investidores todo o procedimento realizado, iniciando pela estimativa do custo de capital de terceiros e próprio até chegar ao valor final da empresa Natura naquela época, segundo as metodologias selecionadas.

4.1 Estimativa do Custo de Capital de Terceiros

Para a projeção do custo da dívida foi utilizado o modelo empírico, pois conforme Pereiro (2001) esse modelo considera o risco de inadimplência da empresa e a taxa livre de risco mais o risco-país, que juntos refletem a visão de terceiros sobre o risco da empresa. A fórmula do modelo empírico é assim representada:

$$K_i = R_f + R_c + R_p$$

Sendo:

K_i = Custo do Capital de Terceiros;

R_f = Taxa Livre de Risco (Retorno dos títulos do governo norte-americano – T note 10 anos);

R_c = Prêmio pelo risco de inadimplência (*Rating* de dívidas da Standard & Poor's ou S&P);

R_p = Prêmio pelo risco país (Risco Brasil).

A taxa livre de risco foi obtida no site valor econômico, sendo de 1,71 o t-note de 10 anos, cuja estimativa corresponde ao dia 03 de junho de 2016, projeções do Tesouro dos EUA.

Para o prêmio pelo risco de inadimplência, também conhecido como *default spread*, foi utilizada a classificação de risco da Natura realizada pela S&P em fevereiro de 2016, que classificou a empresa na categoria BBB -, o que significa que há um grau médio baixo de risco da empresa “dar calote”, considerando a escala global. Contudo, a empresa manteve sua classificação de AAA na escala nacional, que representa o mais alto *rating*, ou seja, das empresas de menor risco. Para esta avaliação, optou-se pelo *rating* escala global, uma vez que a empresa possui alta quantidade de investidores externos. Essas informações da classificação foram obtidas em Carranço (2016).

Por meio do site de Damodaran (2016), adotou-se como *default spread* da Natura a taxa de 2,25%, que se refere ao rating BBB da S&P que indica grau médio-baixo de risco.

Como foi utilizado como taxa livre de risco o *benchmarking* de um título norte-americano, acrescentou-se o risco-país do Brasil para o cálculo do custo da dívida da Natura, que é uma empresa brasileira. O risco-país do Brasil foi obtido no site do Damodaran (2016), cujo valor é de 3,28% (*Country Risk Premium*) na estimativa de janeiro de 2016. Damodaran (2018) aponta que a análise do risco-país é relevante para estimativas mais reais.

Para Pereiro (2006), há vários ajustes que devem ser realizados no risco-país; e o lambda (λ) é a abordagem de ajuste ao risco-país mais expressiva, pois reconhece as diferenças significativas na exposição ao risco-país entre empresas. Ajustou-se, assim, o risco-país utilizado considerando a participação da Natura nesse risco através do lambda.

Nesse sentido, Damodaran (2003) acrescenta que a análise de receitas é uma das formas de se estimar o lambda, que pode ser calculado através da proporção das receitas geradas em um país comparadas à proporção das receitas geradas pela média das empresas naquele país, conforme se observa na equação apresentada pelo autor:

$$\lambda = \frac{\text{Proporção das receitas no país empresa}}{\text{Proporção das receitas no país empresa média}}$$

Em média, a Natura Cosméticos S.A possuía 80,12% de suas receitas brutas dependentes do mercado interno (no período de 2013 a 2015). Os outros 19,57% correspondem às participações da empresa na América Latina (México e Colômbia), França, Holanda, Estados Unidos e da aquisição da Australiana Emeis Holdings PtyLtd. (“Aesop”). Já para a proporção das receitas geradas pela média das empresas naquele país foi considerada a proporção média das receitas das cinco maiores empresas de cosméticos e produtos de higiene pessoal que atuavam no Brasil no período (Natura: 80,12%; Unilever: 12,8%; Avon: 20%;

P&G: 23%; Boticário: 90,8%). Logo, o lambda encontrado é de 1,77, que foi ajustado ao risco-país.

Segundo Copeland et al. (2002), quando o título local não for denominado em dólar, é necessário fazer um ajuste do diferencial de inflação. Meurer (2014) justifica tal ajuste pelo fato da moeda, e a taxa de juros local serem elevadas. Sendo assim, posteriormente excluiu-se a inflação do mercado dos Estados Unidos e depois se adicionou a taxa da inflação brasileira pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (IPCA) para se chegar ao custo da dívida. A escolha do IPCA como taxa de inflação brasileira se deve ao fato desse indicador ser o mais utilizado em trabalhos de avaliação de empresas. Assim, a mediana da projeção do IPCA brasileiro para os próximos doze meses pelo Relatório Focus do Banco Central é de 5,96%, considerando a data de 27 de maio de 2016. Já para a inflação americana do IPC, o Banco Central dos Estados Unidos (FED) previa uma inflação de 1,2% para os próximos doze meses, na data de março de 2016.

E por fim, calculou-se o custo da dívida líquida, considerando como tributo a taxa de 34%, composta de 25% da alíquota do Imposto de Renda e 9% de Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido (CSLL), por ser a taxa utilizada pela própria empresa analisada. Assim, o custo da dívida líquida é de 9,52%, cujo cálculo é demonstrado na Tabela 1, conforme modelo apresentado por Assaf Neto (2014).

Tabela 1 – Cálculo custo de capital de terceiros

Taxa Livre de Risco	1,71%
Default Spread	2,25%
Risco-País	3,28%
Participação da Natura no Risco-País	1,77
Risco-País Ajustado	5,80%
Ki Nominal em US\$	9,76%
Inflação EUA	1,20%
Ki Real em US\$: (1,0976 dividido por 1,012)-1	8,46%
Inflação Brasil	5,96%
Ki Nominal em R\$: Ki real em US\$ + Inflação Brasil	14,42%
Ki líquido do IR	9,52%

Fonte: Elaboração Própria (2016)

O Quadro 1 apresenta uma síntese das premissas adotadas no cálculo do Ki.

Quadro 1 – Premissas custo de capital de terceiros

Aspecto	Premissa Adotada
Modelo	Empírico
Taxa livre de risco	T-bond 10 anos norte-americano
Rating de risco	Classificação S&P
Risco de inadimplência	Base de dados Damodaran
Risco-país	Base de dados Damodaran
Ajuste Risco-país	Lambda

Fonte: Elaboração Própria (2016)

4.2 Estimativa do Custo de Capital Próprio

A estimativa do custo de capital próprio requer um modelo. Assim, optou-se pelo modelo do CAPM (Modelo de Precificação de Ativos Financeiros) pelo fato de ser o modelo mais aplicado, conforme Pereiro (2006), apesar das críticas à simplicidade e eficiência do CAPM quando aplicado a determinados ambientes econômicos. Assim, de acordo com esse mesmo autor, o risco-país é normalmente adicionado ao modelo do CAPM para o cálculo da taxa de desconto. Logo, a fórmula utilizada para o cálculo do custo de capital próprio foi:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \text{Risco-país}$$

Sendo:

K_e = Custo do Capital Próprio

“Nesse Negócio Vale A Pena Investir?": O Caso Natura S.A

Rf = Taxa Livre de Risco (Retorno dos títulos do governo norte-americano – T note 10 anos)
 β = Beta: Risco não diversificável (média do setor de atividade formado por empresas comparáveis do mercado global)
 Rm = Retorno da carteira de mercado (retorno médio da carteira de mercado do Índice da Standard & Poor's 500 - S&P 500)

Considerou-se como taxa livre de risco o mesmo t-note de 10 anos norte-americano utilizado no cálculo do custo de capital de terceiros.

O coeficiente beta (β) dessa avaliação foi obtido na base de dados Damodaran (2016), que produzem e comercializam cosméticos, perfumes e produtos de higiene pessoal, assim como a Natura, setor *Household Products* na base de dados consultadas. A escolha do mercado global para a comparação é justificada pela existência de poucas empresas de fato comparáveis no mercado emergente. Assim, o beta médio desalavancado do setor encontrado foi de 0,96. Esse beta é inferior a 1, o que significa que as empresas desse setor possuem uma volatilidade baixa em relação ao mercado. Posteriormente, o cálculo do beta alavancado foi feito pela seguinte fórmula:

$$Bl = \beta u \times [1 + (D/PL) \times (1-IR)]$$

Sendo: Bl, o Beta alavancado; Bu, o Beta desalavancado; D/PL, a proporção entre dívidas e capital próprio; e, IR a alíquota de Imposto de Renda de 34%.

A partir da estrutura média de capital (dívida onerosa por Patrimônio Líquido) da Natura dos últimos três anos (Média de 2,48 em 2013; 3,47 em 2014 e 5,14 em 2015), obteve-se o valor de 2,97 ($0,96 \times [(1+3,69) \times (1-0,34)]$) para o beta alavancado da Natura. Observa-se que a empresa apresentava maior utilização de capital de terceiros, comportamento observado desde o ano de 2013 até 2015.

Para o cálculo do prêmio pelo risco do mercado considerou-se o retorno médio dos últimos três anos da carteira de mercado do Índice da Standard & Poor's 500 (S&P 500). Esses retornos foram retirados da base de dados de Assaf Neto (2016). Dessa forma, obteve-se o retorno médio de 8,38% (Média geométrica de 32,15%, 13,48% e 1,36%, que se refere ao Índice S&P500 de 2013, 2014 e 2015, respectivamente), que foi subtraído da taxa livre de risco de 1,71% e se encontrou o prêmio pelo risco de 6,67%.

O próximo passo foi incluir o risco-país de 3,28% ajustado à participação da Natura, como já mencionado anteriormente no cálculo do custo de capital de terceiros. E por último, foi necessário fazer um ajuste do diferencial de inflação, assim como foi feito no custo de capital de terceiros. Logo, retirou-se a inflação norte-americana e acrescentou a inflação do Brasil (com os mesmos valores utilizados no custo de capital de terceiros) e chegou-se ao valor do custo do capital próprio nominal de 31,78%, como é demonstrado na Tabela 2.

Tabela 2 – Cálculo custo de capital próprio

Taxa Livre de Risco	1,71%
Beta Desalavancado do Setor	0,96
Beta Alavancado Natura	2,97
Prêmio pelo Risco	6,67%
Retorno Esperado	8,38%
Risco-País Ajustado	5,80%
Ke Nominal em U\$\$ ($1,71 + 4,30 \times 6,67 + 5,80$)	27,33%
Inflação EUA	1,20%
Ke Real em U\$\$	25,82%
Inflação Brasil	5,96%
Ke Nominal em R\$	31,78%

Elaboração Própria (2016)

O Quadro 2 apresenta uma síntese das premissas adotadas no cálculo do Ke.

“Nesse Negócio Vale A Pena Investir?": O Caso Natura S.A

Quadro 2 – Premissas custo de capital próprio

Aspecto	Premissa Adotada
Modelo	CAPM ajustado ao risco-país
Taxa livre de risco	T-bond 10 anos norte-americano
Risco de mercado	Beta setorial
Beta Desalavancado	Setor <i>HouseholdProducts</i> do mercado global – Base de dados Damodaran
Beta Alavancado	Estrutura de Capital da Natura
Retorno de mercado	Média geométrica do S&P500 de 2013 a 2015
Risco-país	Base de dados Damodaran
Ajuste Risco-país	Lambda

Fonte: Elaboração Própria (2016)

4.3 Estimativa do Custo de Capital Total

O Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC ou WACC) é o custo de capital total da empresa. Assim, a taxa de desconto utilizada deve representar o custo global de capital, de modo a considerar a proporção de fato de cada custo de financiamento no custo total da empresa, o que justifica a aplicação do WACC como taxa de desconto.

Para Assaf Neto (2014), Copeland et al. (2002, p. 206) e Fernández (2007), o WACC é estimado de acordo com a seguinte fórmula:

$$WACC = \left(\frac{PL}{PL+D} \times Ke\right) + \left(\frac{D}{PL+D} \times Ki \times (1-IR)\right)$$

Sendo:

PL= Patrimônio Líquido avaliado pelo mercado (Nº Ações x valor de mercado da ação)

D = Dívida avaliada no mercado (Considera apenas o passivo oneroso)

Ke = Custo do capital próprio

Ki= Custo da dívida

IR= Alíquota de Imposto de Renda

O PL foi calculado a valor de mercado, considerando apenas as ações em circulação pela média da cotação diária da ação da Natura naqueles três anos de análise. Naquele período a empresa possuía 171.975.777 de ações em circulação; e o valor médio das ações dos anos de 2013 a 2015 foi de R\$ 34,05. Assim, o valor do PL calculado foi de R\$5.855.775,21 milhões.

Para a dívida foi considerado apenas os empréstimos e financiamentos a curto e longo prazo que geravam encargos financeiros para a empresa, cuja média foi de R\$4.136.998,67 milhões (Média do valor das dívidas de 2013, 2014 e 2015 que foi de R\$2.893.906 milhões; R\$3.981.210 milhões; e R\$5.535.880 milhões, respectivamente). Dessa forma, o total médio do capital investido na empresa foi de R\$9.992.773,88 milhões.

Percebe-se que a participação do capital de terceiros é de 41,40%; enquanto que a participação do capital próprio na estrutura de capital é de 58,60%.

Por fim, obteve-se como custo médio ponderado de capital o valor de 22,56% (WACC=[(0,5860 x 0,3178) + (0,4140 x 0,0952)] x 100).

O Quadro 3 apresenta uma síntese das premissas adotadas no cálculo do WACC.

Quadro 3 – Premissas custo de capital total

Aspecto	Premissa Adotada
Modelo	WACC
Proporção Capital Próprio	PL a valor de mercado sobre o capital total investido
Proporção Capital de Terceiros	Passivo oneroso sobre o capital total investido

Fonte: Elaboração Própria (2016)

4.4 Estimativa da Taxa de Crescimento

“Nesse Negócio Vale A Pena Investir?”: O Caso Natura S.A

Copeland et al. (2002); e Damodaran (2007) enfatizam que para se ter um crescimento, é necessário investir, ou seja, é fundamental o estabelecimento do investimento necessário para cada nível de crescimento da empresa. Desse modo, primeiramente foi avaliado o crescimento histórico da Natura, que foi obtido pela taxa de reinvestimento e o Lucro Operacional sobre o Capital Investido (ROI). Assim, conforme Assaf Neto (2014), a fórmula utilizada foi:

$$g = \text{Taxa de Reinvestimento}(b) \times \text{Retorno do Investimento (ROI)}$$

Onde:

$$b = \frac{\text{CAPEX} - \text{Depreciação} + \text{Variação do Capital de Giro}}{\text{NOPAT}}$$

$$\text{ROI} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Investimento}}$$

Tabela 3 – Histórico taxa de reinvestimento da Natura (em milhares de R\$)

	2013	2014	2015
1. EBITDA	1.609.000	1.554.500	1.495.900
2. Depreciação e Amortização	191.821	189.811	239.197
3. EBIT (1-2)	1.417.179	1.364.689	1.256.703
4. NOPAT: EBIT – IR (34%)	935.338,14	900.694,74	829.423,98
5. Depreciação e Amortização	191.821	189.811	239.197
6. Fluxo de Caixa Operacional (4+5)	1.127.159,14	1.090.505,74	1.068.620,98
7. CAPEX	553.900	505.700	383.000
8. NIG	137.230	190.790	260.420
9. Fluxo de Caixa Disponível (6-7-8)	436.029,14	394.015,74	425.200,98
10. Reinvestimento Total Líquido (7+8-2)	499.309	506.679	404.223
11. Taxa de Reinvestimento (10/4)	53,38%	56,25%	48,74%

Fonte: Demonstrações Financeiras Natura 2013, 2014 e 2015; Elaboração Própria (2016)

As Tabelas 3 e 4 apresentam o histórico da taxa de reinvestimento e o ROI. O cálculo foi baseado no modelo de Assaf Neto (2014, p.249). Ressalta-se, que o valor do CAPEX (Despesa de Capital) foi extraído diretamente das demonstrações contábeis da empresa.

Tabela 4 – Histórico ROI da Natura (em milhares de R\$)

	2013	2014	2015
A. Capital Investido (D+PL)	4.062.156	5.129.889	6.613.647
B. NOPAT	935.338,14	900.694,74	829.423,98
C. ROI (B/A)	23,03%	17,56%	12,54%

Fonte: Demonstrações Financeiras Natura 2013, 2014 e 2015; Elaboração Própria (2016)

Com base na média histórica apresentada nos últimos três anos, observou-se que a Natura possuía um reinvestimento em torno de 52,79% e que o seu ROI médio era de 17,71%. Proporcionando então, uma taxa de crescimento de 9,35% para os próximos períodos. Contudo, Copeland et al. (2002) e Damodaran (2007) apontam que os dados históricos não são necessariamente um bom indicador para se fazer projeções a longo prazo.

É importante ressaltar que, apesar de a empresa estar diminuindo o investimento em CAPEX no período analisado (a empresa fazia uma projeção para 2016 de R\$350 milhões), para os próximos períodos a Natura necessitava manter uma taxa elevada de reinvestimento por dois motivos: através dos indicadores de atividade da empresa, viu-se que ela vinha aumentando a sua necessidade de investimento em giro; e segundo pelo fato dela precisar financiar o seu crescimento acelerado em um das suas participações na América Latina e sustentar a abertura das lojas Natura no país, que começavam a partir de 2016. Dessa forma, a taxa de reinvestimento deveria se manter acima de 50% pelo menos nos próximos três anos à data base de 2016, o que justificaria a adoção da taxa de crescimento 9,35% no período explícito de 2016 a 2018, com a realização de alguns ajustes.

“Nesse Negócio Vale A Pena Investir?”: O Caso Natura S.A

De acordo com os dados da Euromonitor (2012) na época, o setor de cosméticos apresentava um crescimento em torno de 5%. Além disso, na América Latina, o mercado seguia em crescimento com taxas superiores à média global até 2022, e a Natura, com um desenvolvimento acima de 30% ao ano, de acordo com dados da Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (ABIHPEC, 2012). Dessa forma, considerando os dados do mercado, a empresa deveria crescer uma taxa de 6,5% (5% de crescimento do Mercado de Cosméticos mais os 30% de expectativa de crescimento da Natura na América Latina) até 2022.

Nesse sentido, para o período explícito de 2019 até 2021 foi utilizada como base a taxa de crescimento de 6,5%, que considera a expectativa do setor e da empresa. Optou-se por essas estimativas da taxa ao invés do PIB (Produto Interno Bruto), uma vez que o setor de cosméticos tem demonstrado não ser tão suscetível às oscilações econômicas, conforme dados da pesquisa da Pesquisa Global de Mercado e *Insights* de Mercado (MINTEL) em 2015.

E o último estágio do período explícito de 2022 a 2025 envolve a incorporação dos ganhos de sinergias à taxa de crescimento. De acordo com Felix (2012), a aquisição da empresa australiana AESOP pela Natura tinha como intuito a expansão da AESOP na América Latina e a internacionalização da Natura, principalmente em mercados competitivos, como Europa, Ásia e Estados Unidos. Esses aspectos se enquadram em ganhos de sinergias do tipo operacionais, conforme Rappaport (2001), pela ligação de diferentes forças funcionais das duas companhias para se chegar a novas faixas de mercado.

Através da análise das demonstrações consolidadas da Natura, viu-se que apesar de a Natura ter tido uma retração no lucro líquido após a aquisição da empresa, a AESOP nos três anos após a aquisição pela Natura conseguiu triplicar o faturamento e dobrar a quantidade de lojas ao redor do mundo, o que traria retornos futuros para a Natura.

Em suma, pela análise histórica, nota-se que a AESOP de 2013 a 2015 teve um crescimento de 95% (proveniente da abertura de 135 lojas), que foram refletidos em um aumento médio de 7,6% nos resultados operacionais da Natura nesse período. A expectativa é que a Natura iria comprar maiores percentuais da AESOP nos próximos períodos, como aconteceu em 2015, e, portanto, poderiam ocorrer maiores ganhos futuros para a empresa adquirente.

Considerando esses aspectos evidenciados pela aquisição da AESOP, foram incluídos 7% nas taxas de crescimento dos períodos projetados, como referência aos ganhos de sinergia até a finalização dos pagamentos da aquisição, ou seja, até 2021. A partir desse período, a expectativa da Natura era ter crescimentos que se assemelhassem aos resultados da sua expansão na América Latina, ou seja, na casa dos 30% com “os frutos” da sinergia.

Em suma, a Tabela 5 apresenta uma síntese das taxas de crescimento utilizadas no período explícito.

Tabela 5 – Taxas de crescimento para o período explícito

Taxa de Crescimento (g)	Taxa de Crescimento ajustada a Sinergia (g)	Período
9,35%	10% (9,35% + 7% de sinergia com AESOP)	2016 a 2018
6,5%	6,96% (6,5% + 7% de sinergia com AESOP)	2019 a 2021
6,5%	8,45% (6,5% + 30% de sinergia na América Latina)	2022 a 2025

Fonte: Elaboração Própria (2016)

Por último, o crescimento no período da perpetuidade, de 2026 em diante, foi obtido pela expectativa de crescimento do mercado de cosméticos de se manter na casa dos 5% até 2030, de acordo com dados da ABIHPEC (2014), onde se espera que o mercado cresça com muitas exportações de produtos. É importante ressaltar que não se considerou nenhum ganho de sinergia na perpetuidade.

O Quadro 4 apresenta um resumo das premissas adotadas para a Taxa de Crescimento (g).

“Nesse Negócio Vale A Pena Investir?”: O Caso Natura S.A

Quadro 4 – Premissas para a taxa de crescimento (g)

Aspecto	Premissa Adotada
Modelo utilizado	ROI x Reinvestimento e Setor
Quantidade	4 taxas diferentes: 3 taxas diferentes para o período explícito e 1 para a perpetuidade
Ajustes realizados	Sinergia: apenas no período explícito

Fonte: Elaboração Própria (2016)

4.5 Valor da Natura pelo Fluxo de Caixa Descontado

O método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) foi considerado como o melhor modelo de avaliação por Fernández (2002) e o único conceitualmente correto pela coerência nos cálculos. Assim, dentre os modelos baseados no FCD, foi-se escolhido o fluxo de caixa livre da firma por ser o mais abordado, conforme o mesmo autor. Damodaran (2007) traz que o fluxo de caixa livre não é adequado a ser utilizado em empresas com graves problemas financeiros ou com resultados cíclicos, o que não se encaixa no caso da Natura.

Damodaran (2007) aponta três importantes aspectos na projeção de fluxos de caixa: a duração do período de crescimento extraordinário da empresa; os fluxos de caixa durante o período de alto crescimento e o cálculo do valor terminal.

Para Ross et al. (2000), os períodos de projeções de fluxo de caixa mais utilizados são de 5, 7, 10 e 12 anos. Nesse mesmo sentido, Martelanc, Pasin e Pereira (2010) colocam que uma projeção deve ser realizada dentre 5 a 10 anos no máximo, pois fora desse intervalo, há uma grande probabilidade de ocorrência de erros nas previsões. Pereiro (2006) também aponta que no contexto de mercados emergentes, os períodos de projeção explícita devem ser menores em razão da alta volatilidade das variáveis macro e microeconômicas.

Desse modo, o período projetado nessa avaliação foi de 10 anos (2016 a 2025), que foram divididos em três estágios: 2016 a 2018; 2019 a 2021; e 2022 a 2025, pelo motivo de que a empresa possui reconhecimento de certas obrigações cujo vencimento máximo data 2021 no primeiro momento; além do fato de haver expectativas de diferentes ganhos de sinergias, o que caracteriza potenciais taxas de crescimentos diferenciadas ao longo do período projetado, conforme evidenciada na seção anterior.

Nesse sentido, adotou-se o modelo de três estágios, no qual a empresa é avaliada com um período inicial de crescimento que ainda é refletido pela aquisição; um período que ela cresce mais próximo do nível do setor e um período que a empresa cresce acima do setor pela incorporação da maior parte das sinergias.

Tabela 6 – Projeção fluxo de caixa da Natura de 2016 a 2021 (em milhares de R\$)

Período	Explícito						
	Ano	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT		1.382.373,30	1.520.610,63	1.672.671,69	1.789.089,64	1.913.610,28	2.046.797,55
IR (34%)		470.006,92	517.007,61	568.708,38	608.290,48	650.627,49	695.911,17
NOPAT		912.366,38	1.003.603,02	1.103.963,32	1.180.799,16	1.262.982,78	1.350.886,39
Reinvestimento		481.638,21	529.802,03	582.782,24	464.052,07	496.350,09	530.896,06
FC		430.728,17	473.800,98	521.181,08	716.747,09	766.632,69	819.990,32
FCD		351.442,70	315.426,70	283.101,64	317.666,14	277.232,14	241.944,76

Fonte: Elaboração Própria (2016)

Há vários modos de se fazer projeção dos fluxos de caixa para a perpetuidade. Assaf Neto (2014) traz que uma das formas amplamente indicadas na literatura é a que adota um crescimento constante nos fluxos de caixa disponíveis por toda a perpetuidade, que é dependente do comportamento previsto de direcionadores de valor, como o retorno do

“Nesse Negócio Vale A Pena Investir?”: O Caso Natura S.A

investimento (ROI), o custo médio ponderado de capital (WACC) e o crescimento das operações. Contudo, só se deve adotar uma taxa de crescimento constante quando o negócio avaliado tiver indícios de estabilidade. Assim, após o período de crescimento extraordinário da Natura, pressupõe que a empresa irá crescer a uma taxa estável, ou seja, a partir de 2026 foi calculado o valor residual com base em um fluxo de caixa futuro perpétuo e uma taxa de crescimento baseada no crescimento estimado para o setor de cosméticos.

Nesse contexto, projetou-se o fluxo de caixa livre da Natura. De acordo com Fernández, (2007), o cálculo desse fluxo de caixa tem como base o resultado operacional (EBIT), como de observa nas Tabelas 6 e 7, que posteriormente, são descontados ao WACC para se calcular ao valor da empresa.

Tabela 7 – Projeção fluxo de caixa da Natura de 2022 a 2026 (em milhares de R\$)

Período	Explícito				Perpetuidade
Ano	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT	2.219.751,94	2.407.320,98	2.610.739,61	2.831.347,10	2.972.914,46
IR (34%)	754.715,66	818.489,13	887.651,47	962.658,01	1.010.790,91
NOPAT	1.465.036,28	1.588.831,85	1.723.088,14	1.868.689,09	1.962.123,54
Reinvestimento	699.015,05	758.081,82	822.139,74	891.610,55	553.959,22
FC	766.021,23	830.750,02	900.948,40	977.078,54	1.408.164,33
FCD	184.416,40	163.185,04	144.397,99	127.773,84	1.048.675,94

Fonte: Elaboração Própria (2016)

O Quadro 5 apresenta um resumo das premissas adotadas para a projeção do FC da Natura.

Quadro 5 – Premissas para projeção do fluxo de caixa

Aspecto	Premissa Adotada
Modelo utilizado	Fluxo de Caixa Livre
Quantidade de estágios	Três
Período da projeção	10 anos: 2016 a 2025
Período da perpetuidade	FC futuro perpétuo e taxa de crescimento baseada no crescimento do setor

Fonte: Elaboração Própria (2016)

Copeland et al. (2002) colocam que o valor econômico de uma empresa é obtido pela soma dos fluxos de caixa trazidos a valor presente, considerando tanto o período de previsão explícita, quanto o período não-explícito (perpetuidade).

$$\text{Valor da Empresa} = \sum \frac{\text{Fluxo de Caixa Esperado}}{(1+WACC)^t} + \frac{\text{Valor Residual}}{(1+WACC)^n}$$

A sinergia é um aspecto importante a ser considerado no valor de uma empresa. Desse modo, essa foi acrescentada ao valor do Patrimônio Líquido encontrado da Natura. De acordo com Rappaport (2001), o valor criado pela sinergia em uma fusão ou aquisição é o valor da sinergia menos o ágio pago; sendo que o valor da sinergia é representado pelo valor presente dos benefícios incrementais de caixa. Para Wartini-Twardowska e Twardowski (2019) a sinergia resulta em uma arquitetura de negócios de melhoria contínua da estrutura operacional/capital. Contudo, tratando sobre a Natura, a aquisição da empresa AESOP, por enquanto, só gerou destruição de valor.

Ao realizar a somatória do valor presente dos fluxos de caixa do período explícito e do residual, retirar o valor dívida e somar os ativos financeiros e o valor criado pela sinergia, chegou-se ao valor do Patrimônio Líquido da Natura de R\$1.423.769,51 milhares, ou seja, de

“Nesse Negócio Vale A Pena Investir?”: O Caso Natura S.A

aproximadamente R\$ 1,4 bilhões pelo método do FCD. Todos esses aspectos são demonstrados na Tabela 8.

Tabela 8 – Valor da empresa (em milhares de R\$)

1. Valor Presente Período Explícito	2.406.587,34
2. Valor Presente Período da Perpetuidade	1.048.675,94
3. Valor da Empresa (1+2)	3.455.263,28
4. Valor Dívida Bruta (2015)	5.535.880
5. Ativos Financeiros	3.513.058
6. Valor Criado pela Sinergia	-8.671,78
7. Valor do PL (3-4+5+6)	1.423.769,51

Fonte: Elaboração Própria (2016)

Para os Ativos Financeiros foi considerado os Derivativos Financeiros e Derivativos Swap de Juros (R\$ 729.379) + Caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários (R\$ 2.783.679). O Valor Criado pela Sinergia foi de 7,6% do NOPAT corrente da Natura – ágio de R\$ 71.708. O valor patrimonial de R\$ 1.423.769,51 dividido por 171.975,78 ações. Sendo assim, considerando a metodologia do FCD, o valor da ação da Natura encontrado foi de R\$ 8,28, tomando como base o valor patrimonial da empresa e apenas a quantidade de ações em circulação.

4.6 Avaliação Relativa: Múltiplos

Quanto ao faturamento anual, seis empresas foram excluídas da comparação por terem um faturamento muito acima do faturamento da Natura: L'oreal, Unilever, Shiseido, AmorePacific, Christian Dior e Coreana Cosmetic. Com relação ao retorno do capital investido foram retiradas da análise as empresas Avon (que ainda no período analisado não fazia parte da Natura), Handkook e Elizabeth Arden por apresentarem um retorno negativo sobre o capital investido e, portanto, se diferenciam da Natura. E por fim, quanto à liquidez, a empresa L'occitane foi retirada da comparação pelo alto desvio-padrão em relação à Natura.

Em suma, apenas oito empresas foram consideradas comparáveis pela análise de desvio-padrão das variáveis analisadas em relação à Natura, sendo elas: Oriflame, C'bom Cosmetics, Paramount Cosmetics, The Estee Lauder, Beiersdorf, Coty, Ivy Cosmetics e Revlon Inc-class. Dessa forma, a quantidade de empresas selecionadas está dentro do que é considerado ideal, segundo Cooper e Cordeiro (2008), onde um grupo de entre cinco a dez empresas comparáveis traz uma maior precisão na avaliação do que a utilização de todas as empresas do setor.

Tabela 9 – Cálculo do Múltiplo da Natura

<i>Empresas Comparáveis</i>	<i>Valor de Mercado/EBITDA</i>
C' BON COSMETICS	7,05
PARAMOUNT COSMETCS	7,48
ORIFLAME	7,93
REVLON INC-CLASS	9,34
COTY	15,42
BEIERSDORF	16,03
IVY COSMETICS	16,66
THE ESTÉE LAUDER	17,51
Mediana	12,38

Fonte: Elaboração Própria (2016)

Após a seleção das empresas comparáveis, efetuou-se o cálculo da mediana dos Múltiplos de EV/EBITDA dessas empresas. Optou-se pelo cálculo da mediana dos múltiplos, uma vez que os Múltiplos eram bem discrepantes, variando de 7,05 a 17,51. De acordo com Liu et al. (2002), a estatística da mediana está menos sujeita às influências de *outliers*. Assim, o valor do Múltiplo utilizado foi de 12,38, conforme a Tabela 9.

“Nesse Negócio Vale A Pena Investir?": O Caso Natura S.A

Aplicando o Múltiplo de 12,38 sobre o EBITDA de 2015 da Natura, obteve-se o valor patrimonial de R\$ 16.496.420 milhares, ou seja, cerca de R\$ 16,5 bilhões. O cálculo do valor patrimonial é demonstrado na Tabela 10.

Sendo assim, o valor da ação da Natura é de R\$ 95,92, tomando como base o valor patrimonial da empresa e a quantidade de ações em circulação.

Tabela 10 – Valor Patrimonial da Natura pelo múltiplo EV/EBITDA

<i>Natura</i>	<i>Valor (em milhares R\$)</i>
Valor do EBITDA	1.495.900,00
Múltiplo do EBITDA	12,38
Valor da Empresa	18.51.9242,00
Valor Dívida Bruta	5.535.880,00
Valor da Empresa – Dívidas	12.983.362,00
Ativos Financeiros	3.513.058,00
Valor do Patrimônio Líquido	16.496.420,00

Fonte: Demonstrações Natura (2015); Elaboração Própria (2016).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após o professor concluir a sua apresentação dos valores e encerrar a demonstração de todos os cálculos, os universitários ficaram anestesiados com tanta informação e realmente puderam ter a certeza de que a Natura seria um bom investimento naquela época diante do seu valor e de todo o comportamento econômico observado. Todavia, os alunos ficaram intrigados com as diferenças evidenciadas pelas duas abordagens de avaliação por terem chegado a valores diferentes para a empresa.

O fato é que quatro anos se passaram, os jovens foram ganhando experiência no mercado de ações e concretizando a relevância dos ciclos econômicos e do conhecimento do negócio para os investimentos.

À luz dos estudos realizados pelo professor e apresentado aos jovens universitários, concluiu-se que o valor econômico da Natura é de aproximadamente R\$1,4 bilhões pela abordagem do Fluxo de Caixa Descontado e de R\$ 16,5 bilhões pela abordagem de Múltiplos. Destaca-se que este valor se refere à data base da avaliação de 2016, podendo não condizer com o valor da empresa em períodos anteriores ou subsequentes. Ressalta-se que a escolha da avaliação da Natura em tal momento deve-se também a um momento importante dos negócios para a empresa que envolve: a sua expansão na América Latina diante da aquisição da AESOP e a abertura de lojas físicas no país. As premissas para a avaliação frente ao cenário de crise em 2015 apresentadas no presente caso podem servir de suporte para replicação do caso em outros contextos da mesma empresa ou em outras empresas.

REFERÊNCIAS

ABIHPEC - Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos.

Dados do setor. 2015. Disponível em: <<https://www.abihpec.org.br/>>. Acesso em: 29 jun.2020.

ASSAF NETO, A. **Valuation: Métricas de valor & avaliação de empresas.** São Paulo: Atlas, 2014.

CARRANÇA, T. S&P corta rating da Natura, com perspectiva negativa. **Valor Econômico.** Publicado em: 01 mar. 2016 às 19:53. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/4461632/sp-corta-rating-da-natura-com-perspectiva-negativa>>. Acesso em: 20 mai. 2016.

- COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. **Avaliação de empresas- Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas.** 3 ed. São Paulo: Makron Books, 2002.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas.** 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- _____. **Base de dados.** 2016. Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>. Acesso em: 06 mai.2016.
- _____. **Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications.** 2018. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3140837>>. Acesso em: 05 jul. 2020.
- _____. **Measuring Company Exposure to Country Risk: Theory and Practice.** Stern School of Business. New York, 2003. Disponível em: <<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/CountryRisk.pdf>>. Acesso em 04 jun. 2016.
- EUROMONITOR. **Dados pesquisa setor de Cosméticos.** 2012. Disponível em: <<http://www.euromonitor.com>>. Acesso em: 15 mai.2016.
- FED. **Banco Central Estados Unidos.** Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/econresdata/default.htm>>. Acesso em: 04 jun.2016.
- FELIX, A. O que a Natura ganha com a compra da AESOP. **Época Negócios.** Publicado em: 21 dez. 2012 às 10:38. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Informacao/Visao/noticia/2012/12/o-que-natura-ganha-com-compra-da-aesop.html>>. Acesso em: 06 jun.2016.
- FERNÁNDEZ, P. **Company valuation methods: The most common errors in valuation.** IESE Business School, Madrid. 2007. Disponível em: <<http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0449-e.pdf>>. Acesso em: 03 jun.2016.
- _____. **Valuing companies by cash flow discounting: Ten methods and nine theories.** IESE Business School, 2002. Disponível em: <<http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0451-e.pdf>>. Acesso em: 03 jun.2016.
- FOCUS. **Relatório de mercado.** Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20160527.pdf>>. Acesso em: 04 jun.2016.
- INSTITUTO ASSAF. **Finanças Corporativas e Valor no Brasil.** 2016. Disponível em: <<http://www.institutoassaf.com.br/2012/indicadoresEconomicos.aspx>>. Acesso em: 05 jun. 2016.
- MARTELANC, R.; PASIN, R.; PEREIRA, F. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity.** São Paulo: Pearson, 2010.
- MEURER, R. Emissão de títulos da dívida pública brasileira em reais no exterior: contexto e características. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 18, n. 2, p. 185-209, 2014. Disponível <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415>. Acesso em: 03 jul. 2020. <https://doi.org/10.1590/141598481822>.
- MINTEL. **Apesar da crise, algumas categorias se sairão bem.** Publicado em: 10 jun. 2015. Disponível em: <<http://brasil.mintel.com/imprensa/estilos-de-vida/brasileiros-gastarao-mais-de-r-450-tri-em-2019-representando-crescimento-de-37-entre-2014-e-2019>>. Acesso em: 22 mai. 2016.
- NATURA. **Demonstrações Financeiras.** Disponível em: <<http://www.natura.com.br/relatorio-anual/2015/relatorio-anual-2015>>. Acesso em: 06 mai.2016.

_____. **Institucional**. Disponível em: <<http://www.natura.com.br/>>. Acesso em: 13 mai.2016.

PEREIRO, L. The practice of investment valuation in emerging markets: evidence from Argentina. **Journal of Multinational Financial Management**, n. 16, p.160-183, 2006. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042444X05000629>>. Acesso em: 03 jun.2016.

_____. The valuation of closely-held companies in Latin America. **Emerging Markets Review**, n.2, p.330-370, 2001. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1566014101000243>>. Acesso em: 03 jun.2016.

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores**. São Paulo: Atlas, 2001.

VALOR ECONÔMICO. **Taxas referenciais no mercado norte-americano**. Publicado em: 03 jun. 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-data/tabela/5803/juros-externos>>. Acesso em: 03 jun.2016.

WARTINI-TWARDOWSKA, J.; TWARDOWSKI, Z. Searching for synergy from a combination of heterogeneous business models: measurement and assessment from the Polish software industry. **Heliyon**, v. 5, 2019. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2019.e01970> >. Acesso em: 03 jul. 2020.

NOTAS PARA ENSINO

OBJETIVOS EDUCACIONAIS DO CASO

O caso foi elaborado para debater questões relativas à avaliação de empresas, com ênfase na discussão nos procedimentos que devem ser utilizados para uma avaliação eficiente. Especificamente, o caso objetiva: (a) evidenciar que as mudanças do cenário econômico impactam a avaliação de uma empresa; (b) identificar os desafios de se realizar uma avaliação de uma empresa; (c) apresentar para os alunos uma situação que eles devem tomar a decisão de investir ou não em uma empresa; e (d) apresentar detalhes de como se realizam as estimativas financeiras.

Espera-se que o (a) aluno (a) se identifique no papel dos jovens investidores universitários e, assim, seja capaz de reconhecer e descrever os problemas enfrentados por eles quando estão na fase de decisão das premissas de avaliação.

A partir desses objetivos, o caso possibilitou que houvesse uma reflexão sobre as implicações do cenário econômico do Brasil; evidenciasse na prática como é feita uma *valuation*, considerando uma gama de questões econômicas, financeiras; bem como mostrar como a decisão de investir ou não em uma empresa deve ser bem analisada.

FONTE DE OBTENÇÃO DOS DADOS

Os dados apresentados para a avaliação da empresa Natura são reais e foram extraídos essencialmente das seguintes fontes secundárias:

- Base de dados do professor Damodaran: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Base de dados do professor Assaf Neto: <http://www.institutoassaf.com.br/>
- The Wall Street Journal: <http://quotes.wsj.com>
- Jornal Valor Econômico: <http://www.valor.com.br/financas>
- Análises de Setor da Euromonitor: <http://www.euromonitor.com>
- *Rating* de Risco S&P: http://www.standardandpoors.com/pt_LA/ratings
- Relatório Focus do Banco Central: <http://www.bcb.gov.br/?FOCUSRELMERC>
- Dados Natura: <http://natu.infoinvest.com.br/>

É importante ressaltar que a avaliação econômica e financeira apresentada da Natura foi realizada na disciplina de Avaliação de Empresas, do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Uberlândia; e toda a contextualização foi redigida pelos alunos.

UTILIZAÇÃO RECOMENDADA DO CASO

O caso pode ser utilizado como ferramenta de ensino-aprendizagem para estudantes de graduação e pós-graduação, de disciplinas que tratem de temas relacionados ao mercado financeiro de investimentos, Avaliação de Empresas, Gestão Financeira, bem como outras disciplinas afins nas áreas de Administração e Ciências Contábeis.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Se colocando no lugar dos três investidores, os mesmos deveriam considerar o valor da Natura pelo método do Fluxo de Caixa Descontado ou o valor da empresa pela Avaliação Relativa? Por quê? Justifique sua resposta com base na literatura.

“Nesse Negócio Vale A Pena Investir?": O Caso Natura S.A

2. Possivelmente depois de quanto tempo os investidores tiveram retorno ao investir na empresa?
3. Em 2020 o país está passando por uma nova crise econômica. Seria um bom investimento comprar ações da Natura no momento atual?
4. Quais outros métodos ou abordagens de avaliação poderiam ter sido utilizados na avaliação da Natura? Considere as premissas que utilizariam para a avaliação da empresa.

SUGESTÕES PARA O PLANO DE AULA

1 – É importante que a parte teórica sobre métodos de avaliação de empresas já tenha sido abordada em sala de aula para que o caso de ensino seja um momento de aplicação prática do conteúdo.

2 – Para resolução do caso, o (a) professor (a) deve disponibilizar o material e solicitar uma leitura prévia de forma individual para os alunos em casa, uma vez que o caso é extenso.

3 – As questões propostas do caso deverão ser respondidas em sala de aula, sugere-se separar grupos de quatro a seis pessoas. O docente deverá levar os estudantes a se colocarem no lugar dos universitários investidores para responderem as questões do estudo.

4 – Na primeira parte (50 minutos) os alunos deverão discutir em grupo e propor soluções para o caso. Na segunda parte (50 minutos), todos os estudantes deverão estar dispostos no formato de círculo para discussão das possíveis soluções que encontraram. É importante, que o docente faça um fechamento das principais ideias abordadas pelos estudantes e apresente suas considerações para as questões propostas.