

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA NATURA

Aluno: Guilherme Pinto Guimarães Fonseca

Matricula: 121315-7

Professora Orientadora: Maria Elena Gava

Dezembro 2016



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA NATURA

Aluno: Guilherme Pinto Guimarães Fonseca

Matricula: 121315-7

Professora Orientadora: Maria Elena Gava

Dezembro 2016

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Guilherme Pinto Guimarães Fonseca

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

AGRADECIMENTOS

À minha professora orientadora, Maria Elena Gava, agradeço pela a atenção e paciência durante a elaboração deste trabalho.

A todos os professores que cruzaram o meu caminho durante a graduação, agradeço muito por todo o conhecimento transmitido.

Aos colegas que estiveram comigo ao longo desses anos de PUC-RJ. Em particular aos amigos de longa data, Joaquim Pedro Sampaio e Rafael Costa. Obrigado pela amizade, companheirismo, motivação quando precisei, e por terem tornado estes anos muito mais prazerosos. Foi uma honra e uma alegria ter concluído mais esta trajetória com vocês.

Aos meus irmãos, Leonardo e João, à minha madrasta, Roberta, e aos outros membros da minha família, que foram fontes de segurança e felicidade essenciais para mim.

À minha mãe, Flávia, agradeço todo o amor e os “puxões de orelha”, sem os quais eu jamais teria concluído esta etapa. Você sempre será a professora mais importante da minha vida.

Ao meu pai, Christiano, um agradecimento especial por ter sido quem me proporcionou, entre inúmeras outras coisas, a oportunidade de estudar na PUC-RJ. Muito obrigado por ser o meu maior exemplo e fonte de inspiração - mesmo não sendo economista, foi quem me influenciou a seguir esta profissão. Todas as minhas vitórias e conquistas são dedicadas a você.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
Motivação	7
2. TEORIA	8
2.1 Fluxo de Caixa Descontado.....	8
2.1.1 Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE).....	9
2.1.2 Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)	10
2.2 Taxas de desconto.....	11
2.2.1 CAPM.....	11
2.2.2 Taxa de desconto para a firma	12
3. SETOR.....	13
3.2 Visão geral do mercado no Brasil.....	15
3.3 Fatores Macroeconômicos.....	16
3.4 Concorrentes	17
4. EMPRESA	19
4.1 Histórico	19
4.2 Modelo de Negócio	19
4.2.1 Produtos e Conceitos.....	20
4.2.2 Rede.....	21
4.2.3 Comportamento Empresarial.....	22
4.3 Composição acionária	23
5. VALUATION.....	24
5.1 Cálculos dos valores e das projeções	26
5.1.1 Receita bruta	26
5.1.2 Receita Líquida.....	29
5.1.3 Custo dos Bens e Serviços	30
5.1.4 Despesas Operacionais e Depreciação	30
5.1.5 Impostos	31
5.1.6 CAPEX.....	31
5.1.7 Capital de Giro.....	32
5.1.8 Resultado Financeiro.....	32
5.1.9 Amortização.....	32
5.2 Taxa de Desconto.....	33
5.2.1 Taxa Livre de Risco	33
5.2.2 Beta.....	34
5.2.3 Prêmio de Risco.....	34
5.3 Preço alvo da Natura.....	34
6. CONCLUSÃO.....	35
Referências bibliográficas.....	36

Lista de figuras

Figura 1: Histórico da ação NATU3	7
Figura 2: Evolução da indústria de HPPC no Brasil nos últimos anos	16
Figura 3: Participação por empresa no mercado de HPPC brasileiro	18
Figura 4: Histórico e projeção do número de consultores	28

Lista de tabelas

Tabela 1: Definição do FCFE	9
Tabela 2: Definição do FCFF	10
Tabela 3: Mercado mundial de HPPC por segmento	13
Tabela 4: Distribuição dos canais de venda por macro região	14
Tabela 5: 10 maiores mercados de HPPC no mundo	14
Tabela 6: Maiores mercados de HPPC na América Latina	15
Tabela 7: Evolução do PIB e da indústria de HPPC no Brasil	16
Tabela 8: Número de produtos lançados, investimento em inovação e índice de inovação	20
Tabela 9: Composição acionária	23
Tabela 10: Histórico dos dados operacionais	24
Tabela 11: Histórico do DRE	24
Tabela 11: Histórico do BP	25
Tabela 13: Definição do FCFF e do FCFE	26
Tabela 14: Histórico da receita bruta por segmento	26
Tabela 15: Projeção da receita bruta por segmento	29
Tabela 16: Projeções das deduções totais e receita líquida	29
Tabela 17: Projeções do lucro bruto e do EBIT	31
Tabela 18: Projeções do FCFF e FCFE	33
Tabela 19: Cálculo do preço alvo por ação da Natura	34

Lista de equações

Equação 1: O fluxo de caixa descontado	8
Equação 2: O fluxo de caixa para o acionista	9
Equação 3: O fluxo de caixa para a firma	10
Equação 4: O custo do capital próprio	11
Equação 5: O WACC	12

1. INTRODUÇÃO

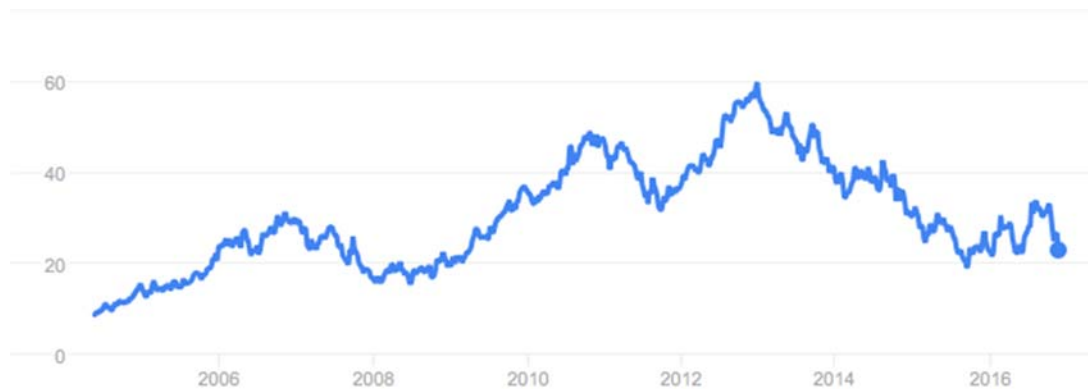
A análise fundamentalista é um método de avaliar um ativo com o empenho de determinar o seu valor intrínseco. Isso é feito ao examinar os elementos econômicos, financeiros, quantitativos e qualitativos que afetam o ativo em questão. Esta abordagem pode ser utilizada para avaliar o valor de uma empresa. Neste caso, através de uma análise fundamentalista estuda-se, como o próprio nome diz, os fundamentos da companhia. Incluindo qualquer coisa que possa afetar o seu valor, o que engloba desde os fatores macroeconômicos (como a economia e a indústria, por exemplo) até os microeconômicos (como a situação financeira, a força da marca e capacidade de gestão dos executivos).

Parte deste método envolve o estudo dos dados financeiros da empresa – análise quantitativa. Por outro lado, há a análise qualitativa, que se aprofunda nos componentes intangíveis e difíceis de medir. A compreensão do serviço ou do produto ofertado pela empresa, bem como o seu papel inserido dentro das necessidades de uma economia com forças sempre dinâmicas são, muitas vezes, mais cruciais do que a utilização de sofisticadas ferramentas financeiras. A “arte” da análise fundamentalista está em como introduzir este lado qualitativo no método numérico que determinará o valor da empresa.

O fluxo de caixa descontado é a metodologia mais popular para encontrar o valor de uma companhia. A essência deste método consiste em projetar futuros fluxos de caixa operacionais e descontá-los a valor presente a uma taxa que reflita o risco inerente a esses fluxos e o custo de oportunidade dos capitais. Esta monografia tem como objetivo encontrar o preço justo para as ações da Natura, uma das principais empresas brasileiras no setor de cosméticos. Tanto a Natura quanto o seu setor vivem momentos desafiadores.

Primeiramente, será abordada a teoria sobre a qual se desenvolverá o estudo. Em um segundo momento, será feita uma análise da trajetória do setor em que a empresa está inserida, para, posteriormente serem detalhadas as características da organização, como o seu histórico, sua estratégia e suas vantagens competitivas. Em seguida, serão analisados os demonstrativos financeiros da empresa e seus números operacionais. Por

fim, com todo o arcabouço teórico e informações sobre a companhia devidamente relatados, será feito o cálculo do valor intrínseco das ações da Natura. O estudo será concluído com um debate acerca do investimento – será averiguado se o preço da ação da Natura cotado na BM&FBovespa¹ (NATU3) está acima ou abaixo do preço por ação obtido neste trabalho.



Fonte: Google Finance

Figura 1: Histórico da ação NATU3

Motivação

O setor de cosméticos no Brasil registrou uma queda real de 8% em 2015 após 23 anos de crescimento. Até mesmo o “efeito batom”, que supõe o aumento de gastos com produtos de beleza em tempos de crise econômica, sucumbiu à queda da renda. Além disso, a deterioração em várias instâncias do cenário econômico combinada com a falta de definição do cenário político, indicam baixa possibilidade do setor se recuperar. Foi devido ao contexto inédito que surgiu o interesse de fazer este estudo sobre a Natura, uma empresa com histórico de sucesso, boa gestão e bom modelo de negócio, mas que há cinco anos passa por dificuldades e está vivendo um período de incerteza. A construção de uma análise fundamentalista de uma das principais companhias de cosméticos da América Latina, diante das dificuldades atuais, será um trabalho desafiador que se torna ainda mais interessante e individual por ser feito neste momento, levando em conta a nova e complexa situação.

¹ Sigla para Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, a bolsa de valores oficial do Brasil.

2. TEORIA

Valuation é o processo usado para precificar e encontrar o valor de um ativo. Tal valor muitas vezes é usado como base na decisão de investimentos e para alcançá-lo na prática, analistas utilizam desde modelos simples até os mais complexos. Dentre todos os métodos de precificação, o fluxo de caixa descontado (DCF²) é o mais utilizado atualmente por ser considerado o mais completo. Usaremos o próprio para avaliar a ação da Natura.

2.1 Fluxo de Caixa Descontado

O modelo de fluxo de caixa descontado procura determinar o valor de uma empresa³ pela estimativa dos fluxos de caixa que devem ser gerados no futuro, que então são descontados a uma taxa condizente com o risco do fluxo. O horizonte de tempo desses fluxos de caixa é infinito – supondo que as empresas não têm prazo de vida determinado. A avaliação via fluxo de caixa almeja absorver todos os componentes que impactam o valor da empresa, o que torna a sua descrição mais próxima da realidade do que exclusivamente o valor contábil.

Damodaran⁴ (2012) explica que “o valor de uma empresa é o valor presente de seus fluxos de caixa previstos ao longo de sua vida” e representa o conceito pela seguinte fórmula:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum \frac{FCL_t}{(1+r)^t}$$

onde:

FCL_t = Fluxo de caixa livre para a empresa no ano t

r = Taxa de desconto

t = número de períodos a frente em que os fluxos de caixa serão descontados

Fonte: Damodaran (2012)

Equação 1: O fluxo de caixa descontado

² *Discounted Cash Flow*, termo utilizado em inglês.

³ O modelo também pode ser usado para avaliar outros ativos e projetos.

⁴ Aswath Damodaran é professor de finanças corporativas e de *valuation* da Stern School of Business (New York University). É mais conhecido como autor de vários textos acadêmicos e práticos sobre avaliação, finanças corporativas e manejo de investimentos.

Existem duas principais abordagens para precificação de ativos através do método de DCF, que são: fluxo de caixa livre para o acionista e o fluxo de caixa livre para a empresa. É importante evidenciar as diferenças conceituais entre as duas metodologias.

2.1.1 Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE⁵)

Este modelo visa a avaliar a participação dos acionistas no negócio. Para isto, nele é contemplado somente o que deve ser distribuído aos acionistas, excluindo, portanto, os compromissos financeiros, custos operacionais, impostos, investimentos na empresa e pagamento de juros aos credores. O FCFE é expresso da seguinte maneira:

<u>FCFE</u>
Lucro antes dos juros e depois dos impostos (EBIT*(1-T))
(-) CAPEX (Investimentos no Imobilizado)
(+) Depreciação e Amortização
(-) Variação da Necessidade de Capital de Giro
(-) Resultado Financeiro
(-) Amortização

Fonte: Damodaran (2012)

Tabela 1: Definição do FCFE

A taxa de desconto a ser utilizada para calcular o fluxo a valor presente deve representar a expectativa de retorno dos acionistas considerando todos os riscos associados ao ativo, levando em consideração o ambiente em que a empresa está inserida. Essa taxa de desconto é conhecida como custo de capital próprio (Ke) e será abordada posteriormente. Dessa forma, o cálculo para o valor presente do FCFE é:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum \frac{FCFE_t}{(1 + Ke)^t}$$

onde:

$FCFE_t$ = Fluxo de caixa para o acionista no ano t.

Ke = Custo do capital próprio

t = número de períodos a frente em que os fluxos de caixa serão descontados

Fonte: Damodaran (2012)

Equação 2: O fluxo de caixa para o acionista

⁵ *Free Cash Flow to Equity*, termo em inglês.

2.1.2 Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF⁶)

Por outro lado, o fluxo de caixa para a firma abrange todo o fluxo de uma organização a ser distribuído entre credores e acionistas. De maneira geral, o método de FCFF é determinado como sendo o fluxo de caixa auferido pela empresa após o pagamento de todos os custos operacionais, impostos e desembolsos de capital oriundos de acréscimos no investimento em capital de giro operacional e com investimento em imobilizado. O FCFF pode ser expresso da seguinte forma:

<p><u>FCFF</u></p> <p>Lucro antes dos juros e depois dos impostos (EBIT*(1-T))</p> <p>(-) CAPEX (Investimentos no Imobilizado)</p> <p>(+) Depreciação e Amortização</p> <p>(-) Variação da Necessidade de Capital de Giro</p>

Fonte: Damodaran (2012)

Tabela 2: Definição do FCFF

O fluxo de caixa para a firma deve refletir a capacidade da empresa de gerar caixa considerando tanto fonte de recursos próprios, quanto de terceiros. Ao considerar o pagamento de juros e emissão de dívida no fluxo, a taxa de desconto deve levar em consideração os riscos e as expectativas de retorno dos acionistas e dos credores. Dessa forma, a taxa de desconto leva em consideração o custo de capital próprio (Ke) e o custo de capital de terceiros (Kd) ponderados por suas respectivas participações na estrutura de financiamento da empresa. Essa taxa é conhecida com custo médio ponderado de capital (WACC⁷) e será abordada adiante. Dessa forma, o cálculo para encontrar o valor presente do FCFE é:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

onde:

$FCFF_t$ = Fluxo de caixa para a firma no ano t

WACC = Custo médio ponderado do capital

t = número de períodos a frente em que os fluxos de caixa serão descontados

Fonte: Damodaran (2012)

Equação 3: O fluxo de caixa para a firma

⁶ *Free Cash Flow to Firm*, termo em inglês.

⁷ *Weighted Average of Capital Cost*, termo em inglês.

2.2 Taxas de desconto

A taxa de desconto é um elemento crítico para o DCF. Para cada fluxo de caixa descontado a valor presente, a taxa utilizada deve ser aquela que melhor reflita o custo de oportunidade e os riscos desses fluxos. Como mencionado acima, usaremos o custo de capital próprio (K_e) e o custo médio ponderado de capital (WACC) como as taxas de desconto do FCFE e do FCFF, respectivamente.

2.2.1 CAPM

Para Copeland et al⁸ (2000), “o custo do capital próprio é a parte mais difícil de ser estimada, porque não pode ser observada diretamente no mercado de capitais”. O autor recomenda a utilização da metodologia do *Capital Asset Pricing Model*⁹ (CAPM).

Este modelo estipula que a taxa de rentabilidade esperada dos ativos com risco é linearmente ligada a dois fatores comuns: a taxa livre de risco e a taxa de retorno esperada da carteira do mercado.

O retorno esperado de um ativo é igual à soma da taxa livre de risco e de um prêmio pelo risco. O prêmio pelo risco será igual ao produto do coeficiente de volatilidade (β) do ativo em relação à carteira de mercado pela diferença entre o retorno esperado do mercado em relação à taxa livre de risco. O conceito pode ser expresso como:

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

Onde:

K_e = Custo do capital próprio

R_f = Retorno do ativo livre de risco

R_m = Retorno esperado sobre o índice de mercado

β = Coeficiente de volatilidade do ativo em relação ao mercado

Fonte: Damodaran (2012)

Equação 4: O custo do capital próprio

⁸ Thomas Copeland, Tim Koller e Jack Murrin são autores do livro “Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies”.

⁹ Modelo de Precificação de Ativos Financeiros, em sua tradução para o português.

2.2.2 Taxa de desconto para a firma

A taxa de desconto para a firma, conhecida como WACC, corresponde à média ponderada do custo de capital próprio (patrimônio líquido) e do custo de capital de terceiros (dívida). A sua definição é crucial pois o WACC, no processo de FCFE, é utilizado como uma taxa de desconto dos fluxos de caixa futuros, o que impacta na determinação do valor da empresa. O cálculo do WACC é feito da seguinte forma:

$$WACC = K_e \left(\frac{E}{E + D} \right) + K_d(1 - t) \left(\frac{D}{E + D} \right)$$

Onde:

K_e = Custo do capital próprio

K_d = Custo da dívida

t = Taxa de imposto

D = Dívida

E = Equity da empresa

Fonte: Damodaran (2012)

Equação 5: O WACC

3. SETOR¹⁰

3.1 Visão geral do mercado no mundo

A Natura atua no mercado de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (HPPC). Em 2015 este setor totalizou US\$425 bilhões no mundo. A indústria é composta por diversas categorias direcionadas à higiene e beleza. A tabela abaixo resume os dados divulgados pela Euromonitor International¹¹ e mostra como cada segmento representou o mercado mundial nos últimos três anos junto com a taxa de crescimento anual composta (CAGR¹²) deste período:

Mercado Mundial por Segmento (US\$ bilhões)	2015	2014	2013	CAGR (2013-2015,%)
Total*	425,91	406,74	388,17	4,7%
Cuidados da pele	110,45	105,60	100,66	4,7%
Cuidados com cabelo	68,97	67,05	64,12	3,7%
Maquiagem	56,59	53,16	50,57	5,8%
Cuidado Masculino	45,78	43,12	41,14	5,5%
Fragrâncias	47,17	44,57	42,42	5,4%
Higiene Oral	40,34	38,55	36,89	4,6%
Sabonetes e Banho	37,14	35,54	34,05	4,4%
Desodorante	19,96	19,07	17,81	5,9%
Kits	17,94	17,20	16,57	4,0%
Infantil	14,79	13,85	13,03	6,5%
Protetor solar	9,20	8,92	8,77	2,4%
Depiladores	4,35	4,16	4,05	3,7%

Fonte: Euromonitor International, em dólares constantes de 2015.

Tabela 3: Mercado mundial de HPPC por segmento

A distribuição deste mercado por canal está relacionada às características de cada região e à forma como cada mercado se organizou ao longo dos anos. Na América Latina, por exemplo, se observa uma maior aderência ao modelo de venda direta e nos países desenvolvidos ao modelo de varejo especializado, lojas de departamento e online/internet.

¹⁰ O conteúdo deste capítulo é uma síntese elaborada pelo autor de dados divulgados pela Natura, Euromonitor Internacional e ABIHPEC.

¹¹ Empresa multinacional de pesquisa estratégica para mercados consumo.

¹² *Compound Annual Growth Rate*, termo em inglês.

A tabela a seguir mostra a distribuição de cada modelo por macro região:

Distribuição por Região (% total mercado da região)	América Latina	América Norte	Ásia Pacífico	Austrá- lasia	Europa Ocidental	Europa Oriental	Oriente Médio e África	Média Mundial
Hiper/Supermercado	32,5	22,8	21,0	40,2	28,5	23,3	25,5	27,7
Venda Direta	25,7	5,5	10,4	6,9	3,4	15,0	4,1	10,1
Farmácia / Drogeria	12,1	16,8	11,4	8,2	14,5	14,1	7,9	12,1
Varejo Especializado	15,4	9,8	16,2	16,7	29,7	24,4	32,5	20,7
Varejo Diverso	1,0	16,8	1,1	5,9	1,5	0,1	0,9	3,9
Lojas Departamento	2,1	12,2	14,7	13,3	6,3	1,5	6,7	8,1
Internet	1,4	7,2	9,9	5,0	5,7	5,0	0,7	5,0
Outros	9,8	8,9	15,3	3,8	10,4	16,6	21,7	12,4
Total	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Euromonitor International, dados de 2015.

Tabela 4: Distribuição dos canais de venda por macro região

Em 2015 o Brasil mostrou-se o quarto maior mercado de HPPC no mundo e o maior da América Latina. Como mostram os seguintes quadros:

Total Mercado CFT por país (US\$ bilhões)	2015	2014	2013	CAGR (2013-2015,%)
Mundo	426,06	406,74	388,17	4,7
10 maiores	275,33	266,70	255,79	3,7%
Estados Unidos	80,04	77,22	75,66	2,9%
China	50,68	47,54	44,25	7,0%
Japão	32,15	31,99	31,65	0,8%
Brasil	30,25	30,48	27,51	4,9%
Reino Unido	17,85	17,50	17,03	2,4%
Alemanha	16,54	16,27	15,90	2,0%
França	14,40	14,35	14,26	0,5%
Índia	11,66	10,26	8,93	14,2%
Coréia do Sul	11,64	11,01	10,44	5,6%
Itália	10,12	10,08	10,17	-0,2%

Fonte: Euromonitor International, em dólares constantes de 2015.

Tabela 5: 10 maiores mercados de HPPC no mundo

(Valores em US\$ bilhões)	Tamanho do Mercado CFT			Venda Direta (2015, %)
	2015	2014	2013	
América Latina	60,19	56,91	51,76	25,7
Brasil	30,25	30,48	27,51	25,2
México	9,14	8,66	8,31	24,2
Argentina	6,25	4,62	3,48	25,0
Colômbia	2,87	2,73	2,64	34,5
Chile	2,63	2,45	2,28	15,4
Peru	2,12	2,08	1,96	35,2

Fonte: Euromonitor International, em dólares constantes de 2015.

Tabela 6: Maiores mercados de HPPC na América Latina

3.2 Visão geral do mercado no Brasil

A diversidade brasileira, em termos geográficos e demográficos, apresenta desafios e oportunidades para fabricantes de cosméticos, fragrâncias e produtos de toaletes. O território brasileiro, com seus 8,5 milhões de quilômetros quadrados e mais de 200 milhões de habitantes, apresenta diferenças climáticas significativas e estilos de vida variados.

A indústria brasileira de HPPC apresentou um crescimento médio deflacionado de 11.4% a.a. nos últimos 20 anos. De acordo com a Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (ABIHPEC), tal evolução é explicada pelos seguintes fatores:

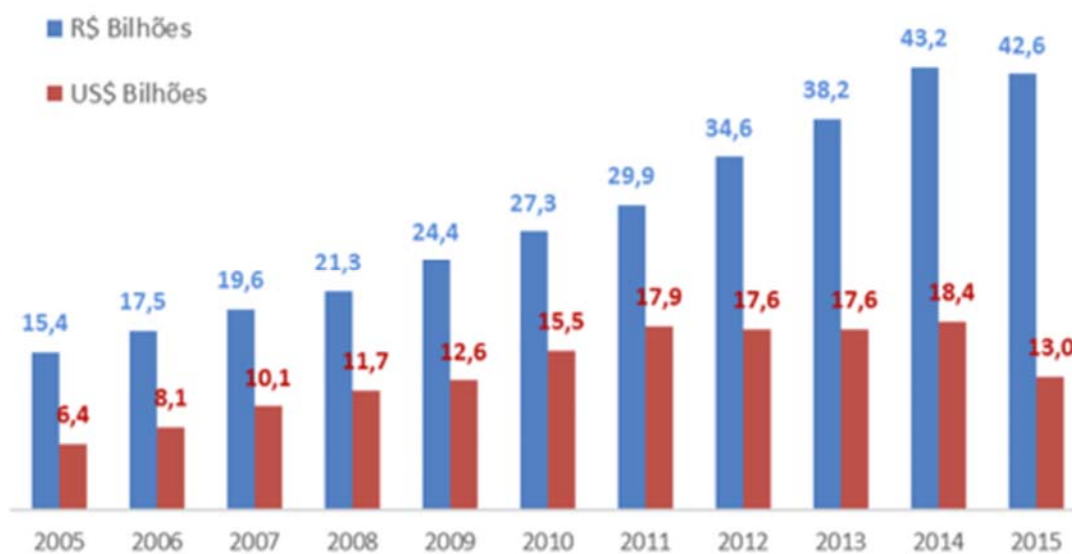
- Acesso das classes D e E aos produtos do setor, devido ao aumento de renda.
- Os novos integrantes da classe C passaram a consumir produtos com maior valor agregado;
- Participação crescente da mulher brasileira no mercado de trabalho;
- A utilização de tecnologia de ponta e o consequente aumento da produtividade, favorecendo os preços praticados pelo setor, que tem aumentos menores do que os índices de preços da economia em geral;
- Lançamentos constantes de produtos atendendo cada vez mais às necessidades do mercado;
- Aumento da expectativa de vida, o que traz a necessidade de conservar uma impressão de juventude.

Nos últimos anos o Brasil apresentou índices baixos de crescimento. A tabela abaixo compara a evolução do PIB com a da indústria em geral e com os índices da indústria de HPPC, demonstrando que o setor apresentou até 2014 crescimento mais vigoroso que o restante da indústria. Porém em 2015, com o aumento do IPI em maio e com a recessão econômica, que ampliou o desemprego, provocando insegurança por parte do consumidor, o setor retraiu quase 8%, pela primeira vez nos últimos 23 anos.

Variação anual (%)			
	PIB	Indústria Geral	Setor deflacionado
2011	2,7	0,4	6,3
2012	0,9	(2,5)	8,8
2013	2,3	1,2	5,3
2014	0,1	(1,2)	7,0
2015	(3,8)	(7,1)	(7,8)

Fonte: ABIHPEC

Tabela 7: Evolução do PIB e da indústria de HPPC no Brasil



Fonte: ABIHPEC

Figura 2: Evolução da indústria de HPPC no Brasil nos últimos anos

3.3 Fatores Macroeconômicos

A economia brasileira é marcada por intervenções do Governo Federal, que frequentemente modifica a política fiscal. As ações do Governo Federal para controlar a inflação, por exemplo, envolvem aumentos nas taxas de juros, mudanças na política

fiscal, controle de preço, desvalorização da moeda, controles no fluxo de capital e determinados limites sobre as mercadorias, insumos e serviços importados.

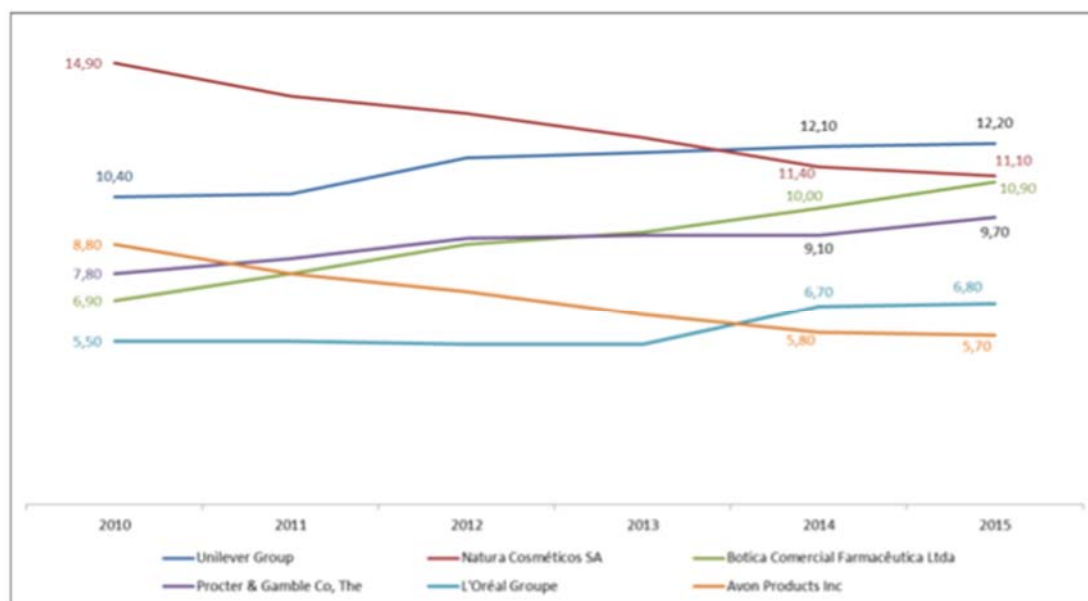
O desempenho do mercado de HPPC, e consequentemente a Natura, sofrem forte influência de fatores macroeconômicos e mudanças nas políticas públicas. Nessa avaliação deverá ser levado em conta como a empresa seria afetada caso seja exposta a estes riscos.

Na hipótese de elevação da taxa de juros, haverá aumento nos custos do serviço da dívida líquida e das despesas financeiras líquidas da Natura, o que poderá causar impacto negativo nos negócios, na sua condição financeira e nos resultados das operações. Ainda, uma eventual elevação da taxa de juros estabelecida pelo Banco Central poderá impactar negativamente o resultado na medida em que podem inibir o crescimento econômico e, consequentemente, a demanda pelos produtos.

O setor, bem como a Natura, também podem ser afetados pela instabilidade cambial. A desvalorização do Real em relação ao Dólar criam pressões inflacionárias no Brasil e causam aumento nas taxas de juros, o que por sua vez afetam negativamente o crescimento da economia brasileira de modo geral e prejudicam tanto a situação financeira como os resultados operacionais da Natura. Além disso, uma desvalorização do Real poderia, como no contexto da desaceleração da atividade econômica, levar à redução do consumo, a pressões inflacionárias e a um menor crescimento da economia de modo geral. Por outro lado, a valorização do Real em relação ao Dólar e a outras moedas estrangeiras poderia resultar na piora da balança comercial brasileira, bem como refrear o crescimento baseado nas exportações.

3.4 Concorrentes

O mercado de cosméticos, fragrâncias e produtos de higiene pessoal é muito competitivo, tanto no Brasil como nos demais países da América Latina em que a marca Natura atua. Nos últimos anos, os mercados em que a companhia participa cresceram 1,5 vezes acima da média global. Além disso, por oferecer uma ampla variedade de categorias, a Natura concorre com diversas empresas que atuam em diferentes canais de distribuição: venda direta, varejo e internet. O seguinte gráfico representa a participação de mercado da Natura no Brasil segundo dados do Euromonitor International divulgados em 2015.



Fonte: Euromonitor Internacional

Figura 3: Participação por empresa no mercado de HPPC brasileiro

Nos países em que a Natura atua, o mercado está organizado em dois grandes canais de distribuição: venda direta e varejo. A venda direta no Brasil representa 25,2% do mercado versus 10,1% da média global. Enquanto que algumas categorias de cosméticos e fragrâncias são mais relevantes no canal de venda direta, as categorias de higiene pessoal são tradicionais do canal de distribuição do varejo.

No Brasil, os competidores da Natura podem variar de acordo com a categoria analisada. Por exemplo, para as categorias de fragrâncias e maquiagem os principais competidores são Avon e O Boticário. Para cuidados do corpo e da pele os principais são Avon, Beiersdorf AG (com a marca Nivea especialmente) e Unilever; e para cabelos são as multinacionais Unilever, L'Oréal, Colgate-Palmolive Company e Johnson & Johnson.

Nos demais países as condições de mercado são similares, assim como os concorrentes locais por categoria e canal de distribuição. Destaque para a forte atuação da Corporación Belcorp no Peru e na Colômbia; da Unique-Yanbal Group no Peru e na Colômbia; e da Voewerk & Co KG (com a marca Jafra) no México. Vale ressaltar que concorrentes nacionais, como O Boticário, não atuam de forma relevante nas demais regiões da América Latina.

4. EMPRESA

4.1 Histórico

A Natura foi fundada em 1969 por Luiz Antônio Seabra em São Paulo. Na época existia apenas uma loja e a produção contava com 7 colaboradores em uma fábrica no bairro Vila Mariana. Em 1974 a empresa adotou a venda direta como o principal canal de vendas, criando as Consultoras Natura. Desde então o crescimento da companhia esteve baseado no crescimento das consultoras, sendo líder do setor de HPPC no Brasil até 2013.

A expansão internacional foi iniciada em 1982, quando a Natura ingressou com operações no mercado Chileno, e continuou ao longo dos anos. Começaram a atuar na Argentina e no Peru em 1992, no México e na França em 2005 e na Colômbia em 2007. Seguindo a estratégia, em 2012 a Natura adquiriu 65% da fabricante de cosméticos e produtos de beleza australiana Erneis - que opera sob a marca “Aesop” em 16 países na Oceania, Ásia, Europa, América Latina e América do Norte. Atualmente a Aesop é responsável por 5,5% do faturamento líquido consolidado.

A oferta pública inicial foi realizada em 26 de maio de 2004 e 25% das ações passaram a ser negociadas no Novo Mercado. Ao todo foram emitidas 21.044.401 ações, no valor total de R\$ 768.120.636,50. Em julho de 2009 foi concluída uma oferta secundária de ações. Com esta operação, o *free float*¹³ da Natura passou a ser 39% ao envolver 56.796.410 ações, representando 1,5 bilhão de reais.

4.2 Modelo de Negócio

Através de suas controladas no Brasil e no exterior, desde o início a Natura integra o desenvolvimento, a fabricação, a distribuição e a comercialização de seus produtos. A proposta de valor da companhia é sustentada por três principais pilares:

- Produtos e Conceitos
- Rede
- Comportamento empresarial

¹³ Termo em inglês que refere à parcela de ações em circulação de uma empresa.

Segue a descrição de cada um:

4.2.1 Produtos e Conceitos

Como o setor é competitivo, inovação é um importante direcionador para o crescimento da Natura, gerando o andamento do negócio e atraindo consumidores. Por isso, todos os anos parte significativa da receita é investida em P&D¹⁴. A tabela abaixo mostra quantidade de produtos lançados nos últimos anos.

	Exercício Social encerrado em		
	31 de dezembro de		
	2015	2014	2013
Número de produtos lançados *	220	193	179
Investimento em inovação (R\$ milhões)	221	216	181
Porcentagem da receita líquida investida em inovação	2,93%	2,92%	2,90%
Índice de inovação	58,90%	67,90%	63,40%

*As informações não contemplam ações de desenvolvimento ocorridas nas Operações Internacionais, considera apenas os produtos lançados no Brasil.

Fonte: Relação com Investidores Natura

Tabela 8: Número de produtos lançados, investimento em inovação e índice de inovação

O portfólio de produtos da marca Natura é composto por mais de 1300 produtos, distribuídos em diferentes submarcas e nas categorias de Cosméticos, Fragrâncias e Higiene Pessoal. De acordo com o site da companhia “todos os produtos são desenvolvidos considerando aspectos funcionais emocionais e filosóficos”.

Segue abaixo uma descrição das categorias e as submarcas do portfólio da companhia¹⁵:

Fragrâncias: ofertada por meio de 18 submarcas de fragrâncias e perfumes femininos (como Ekos, Humor, Kriska, Essencial, Biografia e Luna) e 11 submarcas de fragrâncias e perfumes masculinos (como Natura Homem, Essencial e Kaiak), além das linhas infantis Mamãe Bebê e Naturé.

Maquiagem: três submarcas de maquiagem cada uma com um posicionamento distinto

¹⁴ Sigla para “pesquisa e desenvolvimento”.

¹⁵ Informações extraídas da Relação com Investidores da Natura.

e um conceito diferente, são elas: Natura Una, Natura Faces e Natura Aquarela.

Cuidados para o Corpo e Rosto: a Companhia possui duas linhas dedicadas ao tratamento com o rosto, a linha Chronos e a linha Tez, além de uma variedade de loções para o corpo em marcas como Natura Ekos, Natura Tododia, Erva Doce e Natura SOU.

Protetores solares: representada principalmente pela submarca Fotoequilíbrio, que oferece também produtos específicos para o público infantil.

Sabonetes: oferecidos nas formas líquida e em barra, além de outras funcionalidades como esfoliantes. A Companhia foi pioneira no Brasil na introdução de sabonetes líquidos para as mãos em 1984 com a linha Erva Doce. Hoje, neste segmento, o mercado brasileiro é liderado pelos sabonetes em barra e nesta subcategoria a Natura Cosméticos S.A. oferece nove diferentes submarcas de sabonete com destaque para Natura Tododia e Natura Ekos.

Desodorantes: oferecidos em 14 submarcas distintas, incluindo desodorantes perfumados que são extensões das linhas de fragrâncias feminina e masculina e a marca Erva Doce.

Óleos Corporais: oferecidos em duas diferentes submarcas Séve e Ekos. A marca Séve foi pioneira no mercado brasileiro de óleos e está presente há 30 anos no portfólio da Companhia.

Cabelos: a categoria, que engloba xampu, condicionador e produtos para tratamento capilar como máscara hidratante, é representada por três submarcas (Natura Ekos, Natura Plant e Natura SOU).

4.2.2 Rede

Ao longo dos anos, a adoção de vendas diretas constituiu como um dos principais ativos da companhia e também foi uma importante barreira de entrada do negócio. São atualmente cerca de 1,9 milhões de consultoras Natura, sendo em que sua maior parte do gênero feminino. Este modelo mostrou-se bem-sucedido pois a interação mais próxima entre comprador e vendedor é importante para uma prestação de serviço individualizada. Não por acaso, o modelo de vendas diretas no Brasil, se solidificou como principal canal de distribuição. Vale ressaltar que as consultoras Natura são

representantes autônomas e não exclusivas, não tendo, portanto, qualquer vínculo trabalhista com a empresa.

Além da assistência no momento da venda, o modelo de vendas diretas também trouxe outras vantagens sobre o varejo tradicional: i) costuma oferecer uma resposta rápida sobre a aceitação do produto junto ao consumidor final, ajustando *in time* o esforço das vendas; ii) ajudou a calibrar o esforço de inovação, ao acelerar o filtro natural de seleção dos produtos; iii) permitiu uma expansão capilar e veloz com níveis reduzidos de investimentos (não há CAPEX¹⁶ de abertura de lojas, por exemplo); iv) ofereceu a possibilidade de testar experimentos controlados, localizados, sem grandes desembolsos de marketing, treinamento e logística.

Mais recentemente, a Natura implementou a evolução do método tradicional de vendas diretas por uma plataforma online. A Rede Natura busca conectar digitalmente consumidores, consultoras e a Natura.

Ainda em abril de 2016, a companhia inaugurou sua primeira loja física – localizada no Shopping Morumbi, em São Paulo. Atualmente¹⁷ a Natura possui 4 lojas físicas.

4.2.3 Comportamento Empresarial

Completando o tripé de pilares, está a marca Natura cuja aceitação junto aos consumidores ao longo dos anos foi reflexo de um conjunto de crenças e valores que foram cultivados pela companhia desde sua fundação. Já no início dos anos 90, quando não era comum mencionar a “razão de ser” corporativa, a Natura já se definia como uma empresa cuja atuação buscava a “importância das relações, o compromisso com a verdade, o aperfeiçoamento contínuo, o estímulo à diversidade, a valorização da beleza sem estereótipos ou manipulações”, a promoção do “enriquecimento social”. Toda ação empresarial da companhia encontrou-se conectada ao desenvolvimento sustentável, ao cuidado com a biodiversidade, à melhoria dos indicadores socioambientais e à promoção do bem-estar/estar bem. E assim, a venda é um processo de “relacionamento pessoal”, os produtos são “instrumentos de aperfeiçoamento dos indivíduos” e a marca da companhia embute uma proposta de “valor aspiracional”.

¹⁶ Sigla em inglês para *Capital Expenditure* que significa despesas de capital e se refere aos gastos incorridos quando uma empresa investe na compra, melhoramento, desenvolvimento ou extensão de ativos físicos.

¹⁷ Este trabalho foi finalizado em Dezembro de 2016.

4.3 Composição acionária

Acionistas	Quantidade de Ações	Percentual
Controladores	258.017.419	59,83%
Ações em tesouraria	954.584	0,22%
Ações dos administradores	310.717	0,07%
Ações em circulação	171.975.777	39,88%
Total de ações	431.239.264	100,00%

Fonte: Relação com Investidores Natura

Tabela 9: Composição acionária

59,83% das ações são detidas pelos acionistas vendedores da empresa na oferta pública inicial e suas famílias. Os acionistas vendedores da mencionada oferta foram os Srs. Antônio Luiz da Cunha Seabra, Guilherme Peirão Leal, Pedro Luiz Barreiros Passos, Anízio Pinotti e Ronuel Macedo de Mattos.

Antônio Seabra, Guilherme Leal e Pedro Passos ainda fazem parte da gestão da Natura e são membros do Conselho de Administração.

5. VALUATION

Conforme explicado anteriormente, o método de avaliação por fluxo de caixa descontado (DCF) consiste em descontar os fluxos de caixa futuros da empresa a valor presente. Para tanto, é necessário analisar o demonstrativo de resultados (DRE) e o balanço patrimonial (BP) pois é com base neles que os fluxos de caixa futuros são projetados. As tabelas seguintes apresentam alguns dos dados operacionais mais importantes e as principais linhas que compõem o DRE e o BP¹⁸ nos últimos anos:

	2011	2012	2013	2014	2015
Total Consultoras - fim de período ('000)	1421	1573	1656	1743	1882
Total Consultoras - média do período ('000)	1313	1498	1596	1701	1812
Unidades vendidas (milhões)	460	499	556	533	505
Preço médio (R\$ / item)	16	17	17	19	21
Unidade vendida / consultora	350	333	349	314	278
Vendas / consultora (R\$)	5724	5708	5825	5688	5693

Fonte: Relação com Investidores Natura

Tabela 10: Histórico dos dados operacionais

(em milhões)	2011	2012	2013	2014	2015
Receita bruta	7536	8566	9452	9950	10807
(-) Deduções totais	-1944	-2220	-2441	-2542	-2908
Receita líquida	5591	6346	7010	7408	7899
(-) Custos de bens e serviços vendidos	-1666	-1868	-2111	-2262	-2416
Lucro bruto	3925	4478	4899	5146	5483
(-) Despesas com vendas	-1953	-2212	-2451	-2677	-2999
(-) Despesas administrativas	-571	-630	-906	-919	-1054
(-) Outras despesas / receitas (saldo)	63	-12	9	20	66
(-) D&A	-110	-141	-141	-190	-239
EBIT (Lucro operacional)	1315	1371	1416	1365	1257
(-) Resultado financeiro	-77	-72	-158	-268	-381
(-) IR e contribuição social	-407	-424	-410	-363	-362
Lucro líquido	831	874	842	733	513
EBITDA	1425	1512	1557	1554	1496
Margem bruta	70%	71%	70%	69%	69%
Margem líquida	15%	14%	12%	10%	7%
Margem EBITDA	25%	24%	22%	21%	19%

Fonte: Relação com Investidores Natura

Tabela 11: Histórico do DRE

¹⁸ Os valores representam as demonstrações consolidadas da Natura.

(em milhões)	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo total	3783	5357	6248	7200	9395
Ativo circulante	2203	3378	3513	4239	6019
Caixa e equivalentes de caixa	516	1643	1309	1696	2784
Contas a receber	642	651	807	847	909
Estoques	689	701	800	890	964
Tributos a recuperar	202	144	181	240	320
Outros	155	239	416	566	1042
Ativo não circulante	617	738	818	679	807
Tributos diferidos	180	196	194	148	213
Outros	437	542	625	532	595
Imobilizado	800	1012	1440	1672	1752
Intangível	163	229	477	609	817
Passivo total + Patrimônio líquido	3783	5357	6248	7200	9395
Passivo circulante	1275	2415	2327	3119	4573
Empréstimos e financiamentos	169	999	693	1467	2161
Fornecedores	489	650	707	600	803
Obrigações sociais e trabalhistas	132	212	178	211	201
Obrigações fiscais	447	502	659	715	1048
Outros	38	52	90	127	359
Passivo não circulante	1268	1655	2753	2932	3744
Empréstimos e financiamentos	1018	1309	2201	2515	3375
Provisões fiscais, prev., trab., e civ.	65	63	74	76	78
Outras obrigações	141	177	216	99	88
Outras provisões	45	105	263	243	204
Patrimônio líquido	1241	1287	1168	1149	1078
Capital de giro	-240	236	-123	-317	-109
CAPEX	-393	-419	-818	-554	-527
Dívida líquida	671	666	1585	2285	2752

Fonte: Relação com Investidores Natura

Tabela 12: Histórico do BP

Neste capítulo será apresentado um detalhado passo-a-passo dos cálculos necessários para o DCF e as premissas adotadas para calcular as projeções e a taxa de desconto utilizada para determinar o valor presente. Uma análise dos dados financeiros também será feita e servirá como um dos principais pilares para a formação das premissas. Vale lembrar que, como se trata da construção de uma análise fundamentalista, além dos fatores quantitativos, os elementos qualitativos da Natura também serão empregados – com as devidas explicações – nos cálculos.

5.1 Cálculos dos valores e das projeções

Foi descrito no Capítulo 2 que o fluxo de caixa para a firma (FCFF) e o fluxo de caixa para o acionista (FCFE) são calculados da seguinte forma:

Lucro antes dos juros e depois dos impostos (EBIT*(1-T))
(-) CAPEX (Investimentos no Imobilizado)
(+) Depreciação e Amortização
(-) Variação da Necessidade de Capital de Giro
Fluxo de Caixa Livre para Firma (FCFF)
(-) Resultado Financeiro
(-) Amortização
Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE)

Fonte: Damodaran (2012)

Tabela 13: Definição do FCFF e do FCFE

5.1.1 Receita bruta

A venda de produtos através das consultoras (venda direta) é o principal canal de distribuição da Natura. Atualmente a companhia atua por este modelo no Brasil e nos outros 5 países da América Latina em que está presente. Dessa forma, a receita bruta da Natura depende diretamente do desempenho das consultoras. Desde 2013, uma parcela menor da receita bruta advém das operações da Aesop em 16 países.

A tabela abaixo resume a receita bruta nos últimos anos:

Receita Bruta(Milhões)	2011	2012	2013	2014	2015
Total	7.535,8	8.566,1	9.451,7	9.950,3	10.802,4
Brasil	6.899	7.629	8.040	8.186	7.892
	92%	89%	85%	82%	73%
LatAm	619	919	1.258	1.488	2.425
	8%	11%	13%	15%	22%
Aesop	-	-	138	261	472
	-	-	1%	3%	4%
Outras operações	18	18	16	15	18
	0%	0%	0%	0%	0%

Fonte: Relação com Investidores Natura

Tabela 14: Histórico da receita bruta por segmento

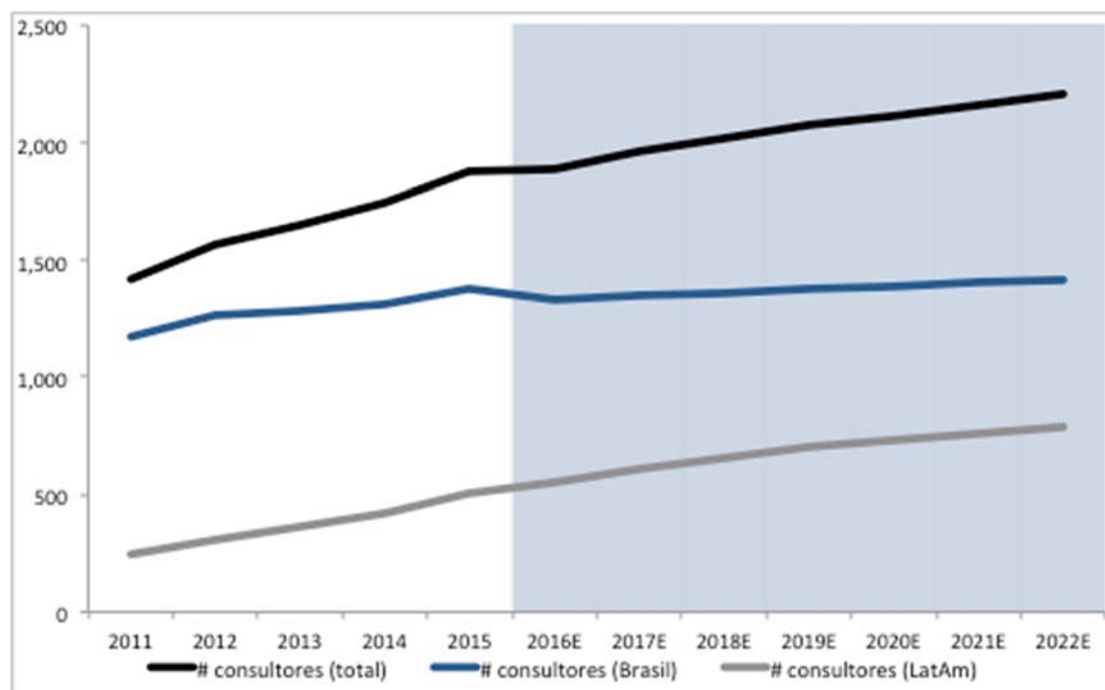
A projeção das receitas será calculada como o produto do número de unidades vendidas por consultora, o preço médio e o número médio de consultoras no período. A Natura vive um período de transições. Devido à queda nas vendas, receitas e no tamanho de mercado nos últimos anos, a Natura vem implementando uma série de iniciativas para reverter esta tendência. No ano de 2016 a companhia abriu as suas primeiras lojas físicas, deixando de operar somente pelo canal de diretas. Não há evidências que determinam se essa medida será bem sucedida pois o principal concorrente da Natura, O Boticário, já está estabelecido neste canal. Vale explicar que o ganho de participação de O Boticário no setor de cosméticos foi a principal razão para a recente piora de desempenho da Natura. O Boticário aproveitou que o modelo de vendas diretas já estava solidificado no país (graças ao pioneirismo da Natura) para se penetrar neste canal. Como não há vínculos trabalhistas entre a Natura e suas consultoras, nada as impedia de também revender produtos da marca O Boticário.

Além disso, também em 2016, o CEO Roberto Lima deixou a companhia após somente dois anos no cargo. O sucessor será João Paulo Ferreira, que está na Natura há sete anos e já ocupou diversos cargos. O último deles foi a vice-presidência de redes, sendo responsável pela área comercial da empresa. Na teleconferência dos resultados do terceiro trimestre de 2016, foi mencionado que Ferreira assume a Natura com os desafios de implementar “transformações comerciais” e “renovar a venda direta”. Dessa forma o cálculo não considera as receitas advindas das lojas físicas.

Em suma, devido às incertezas derivadas pelas recentes mudanças operacionais acompanhadas da desfavorável conjuntura econômica e setorial, uma conduta parcimoniosa foi adotada nas projeções de receita bruta.

O número de consultoras no Brasil vem caindo nos últimos anos, especialmente em 2016, de acordo com os dados trimestrais. Dessa forma foi assumida uma queda de 3% no número de consultoras do Brasil em 2016 e crescimento 1% nos anos seguintes. Nos outros países da América Latina o número de consultoras cresceu, mas à taxas cada vez menores. É esperado que essa tendência continue até atingir um crescimento de 4% ao ano.

O gráfico abaixo mostra o número de consultoras nos últimos anos e quanto foi projetado para os próximos:



Fonte: Relação com Investidores Natura, Elaboração do autor

Figura 4: Histórico e projeção do número de consultores

Calculamos as projeções de unidades vendidas como o produto do número de consultoras e quantidade de unidades vendidas por consultora. Foi assumido que a quantidade vendida por consultora crescerá 2% a cada ano no Brasil e 5% nos países da América Latina. O preço médio dos produtos foi projetado de acordo com as expectativas do IPCA pelo boletim Focus¹⁹.

No caso das receitas pela Aesop o cálculo foi mais simples pois a operação não é feita por venda direta – não há consultores. Portanto as receitas futuras foram calculadas considerando o número de unidades vendidas, o preço médio e as expectativas da taxa de câmbio pelo boletim Focus. Foi adotada uma postura conservadora nas projeções para a venda de unidades e preço médio, usando como base o crescimento dos últimos anos.

Para as a receitas classificadas como “Outras” foi considerado um crescimento de 10% devido aos valores passados.

¹⁹ Relatório elaborado pelo Banco Central que divulga semanalmente as projeções dos principais indicadores econômicos estimadas por cerca de 125 instituições privadas do Brasil e do exterior.

Considerando as premissas supracitadas, a tabela abaixo apresenta as projeções até o ano de 2022 para a receita bruta aberta pelas linhas da Natura:

Receita Bruta(Milhões)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Total	10.802,4	11.222,3	12.329,9	13.721,0	15.298,5	16.981,9	18.813,6	20.863,0
Brasil	7.892	7.821	8.290	8.925	9.654	10.443	11.296	12.219
	73%	70%	67%	65%	63%	61%	60%	59%
LatAm	2.425	2.745	3.329	3.979	4.693	5.431	6.227	7.140
	22%	24%	27%	29%	31%	32%	33%	34%
Aesop	472	638	691	795	928	1.082	1.261	1.472
	4%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	7%
Outras operações	18	18	20	22	24	27	29	32
	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fonte: Relação com Investidores Natura, Elaboração do autor

Tabela 15: Projeção da receita bruta por segmento

Como os números mostram, espera-se um crescimento da parcela que os países latino-americanos representam na receita bruta.

5.1.2 Receita Líquida

Para encontrar a receita líquida é necessário subtrair da receita bruta os impostos que incidem diretamente sobre o faturamento.

As premissas para estas deduções foram feitas ao observar o histórico de cada uma das linhas da receita bruta: 31% para as receitas do mercado interno, 23% para as receitas dos países da América Latina, 9% no caso da Aesop e 16% nas receitas classificadas como “Outras”.

(milhões)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Receita Bruta	10.802,4	11.222,3	12.329,9	13.721,0	15.298,5	16.981,9	18.813,6	20.863,0
Deduções totais	-2907,58	-3140,9	-3427,4	-3785,9	-4191,1	-4622,8	-5090,4	-5609,6
% da receita bruta	-27%	-28%	-28%	-28%	-27%	-27%	-27%	-27%
Receita Líquida	7.899,0	8.081,5	8.902,6	9.935,1	11.107,4	12.359,1	13.723,2	15.253,4

Fonte: Relação com Investidores Natura, Elaboração do autor

Tabela 16: Projeções das deduções totais e receita líquida

5.1.3 Custo dos Bens e Serviços

Para calcular o lucro bruto, devem ser deduzidos os custos dos bens e serviços da receita líquida. Estes envolvem os custos diretos pagos pela Natura na fabricação de seus produtos. Ao observar o histórico desta linha, fica claro que não há mudanças significativas no percentual que ela representa da receita líquida. Dessa forma é esperado que os o custo dos bens e serviços se mantenham nessa proporção ao longo dos próximos anos.

5.1.4 Despesas Operacionais e Depreciação

Ao subtrair o saldo das despesas operacionais e a depreciação do lucro bruto chega-se ao lucro operacional, também conhecido como EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*). As despesas operacionais consistem principalmente de dois segmentos: despesas com vendas, marketing e logística; e despesas administrativas, pesquisa e desenvolvimento, TI e projetos.

No caso das despesas com vendas, as premissas foram feitas com base no histórico. Foi projetado que o percentual que estes custos representam em suas respectivas linhas de receita (Brasil, LatAm, Aesop e Outros) diminua lentamente ao longo dos próximos anos: menos 0,5% a cada ano.

Para as despesas administrativas o histórico mostra que aproximadamente metade destas são custos fixos e metade são variáveis. Dessa forma, é esperado que os custos fixos crescerão de acordo com o IPCA. No caso dos custos variáveis, projetamos de acordo com o histórico.

Por último, a depreciação futura foi calculada com base no percentual que ela representou do ativo imobilizado no passado. A depreciação como 14% do ativo imobilizado foi mantida para os próximos anos. O ativo imobilizado futuro foi projetado de acordo com o quanto esperamos de gastos em capital, o CAPEX, que será definido abaixo.

Com isso, podemos calcular o EBIT da Natura:

(milhões)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	7.899,0	8.081,5	8.902,6	9.935,1	11.107,4	12.359,1	13.723,2	15.253,4
Custo de bens e serviços vendidos	(2.416)	(2.470)	(2.650)	(2.955)	(3.299)	(3.662)	(4.056)	(4.497)
Lucro Bruto	5.483	5.611	6.252	6.980	7.809	8.697	9.667	10.757
Despesas com vendas	(2.999)	(3.168)	(3.464)	(3.829)	(4.248)	(4.690)	(5.174)	(5.739)
Despesas administrativas	(1.054)	(1.159)	(1.262)	(1.375)	(1.509)	(1.655)	(1.815)	(2.004)
Outras despesas/receitas (saldo)	66	20	22	24	26	28	31	34
Depreciação e amortização	(239)	(256)	(244)	(260)	(279)	(295)	(314)	(337)
EBIT (Lucro Operacional)	1.257	1.049	1.304	1.539	1.798	2.086	2.395	2.710

Fonte: Relação com Investidores Natura, Elaboração do autor

Tabela 17: Projeções do lucro bruto e do EBIT

Para, finalmente, chegar ao fluxo de caixa livre para a firma (FCFF), é necessário deduzir os impostos do lucro operacional para encontrar o lucro operacional líquido, também conhecido como NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*). Do NOPAT são descontadas a despesas de capital - ou CAPEX (*Capital Expenditure*), o capital de giro e a depreciação.

5.1.5 Impostos

A projeção para os impostos foi baseada na conjuntura macroeconômica e política. É seguro assumir que uma alíquota de 34% de tributos sobre os lucros permanecerá pelos próximos anos.

5.1.6 CAPEX

O CAPEX são os gastos incorridos quando uma empresa investe na compra, melhoramento, desenvolvimento ou extensão de ativos físicos. Normalmente o CAPEX são gastos não recorrentes e foi projetado de forma que seja 4% da receita líquida até 2018 e 3.5% a partir disso. O fundamento por trás dessa premissa é a situação atual da Natura: A redução na demanda vem impactando a geração de caixa da companhia. Além disso, o nível de endividamento aumentou recentemente. Portanto, um contingenciamento do CAPEX é esperado como parte da estratégia de geração de caixa e de atingir um nível menor de endividamento. Também foi levada em conta a situação atual da Natura, que envolve um novo perfil de investimentos. Parte da estratégia de crescimento do novo CEO consiste em direcionar os investimentos para a elaboração dos canais de distribuição. Diferente dos últimos anos, quando houveram forte investimentos voltados para infraestrutura e construção de centros de distribuição, explicando um mais CAPEX elevado no passado.

5.1.7 Capital de Giro

O capital de giro são os recursos necessários para financiar a continuidade das operações e está relacionado com as contas financeiras que movimentam o dia-a-dia da companhia. O cálculo é feito considerando as contas a receber, contas a pagar e os estoques. Para formular a projeções, foram analisados cada um dos itens que compõem o capital de giro da Natura. No cálculo das contas a receber foram utilizadas as receitas líquidas futuras, levando em conta o histórico do pagamento a prazo. As projeções de estoques e fornecedores envolveram os custos de bens e serviços vendidos. Como as obrigações fiscais consistem de um imposto pago sobre a receita líquida, o histórico foi analisado antes de determinar uma alíquota de 7% para os próximos anos.

Empregando as computações acima é possível encontrar os fluxos de caixa livre para a firma dos próximos anos. Para o fluxo de caixa livre para o acionista (FCFE), deve-se também levar em consideração o resultado financeiro e o cronograma de amortização.

5.1.8 Resultado Financeiro

O resultado financeiro consiste da diferença entre as receitas financeiras e os encargos financeiros. A receita financeira futura foi projetada a partir da premissa que o caixa e as aplicações financeiras renderão 80% do CDI pelos próximos anos. Para os encargos financeiros futuros, espera-se que será cobrado um juros de 50% do CDI sobre as dívidas da Natura. As expectativas do boletim Focus foram usadas para o CDI.

5.1.9 Amortização

O cronograma de amortização foi projetado de acordo com os dados divulgados no Release do Terceiro Trimestre de 2016 pela Natura.

A seguinte tabela apresenta o FCFE e o FCFE, calculados de acordo com as projeções descritas neste capítulo:

(milhões)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT (Lucro Operacional)	1.257	1.049	1.304	1.539	1.798	2.086	2.395	2.710
Impostos cobrados	506	383	443	523	611	709	814	921
NOPAT	751	665	861	1.016	1.187	1.377	1.581	1.789
CAPEX	(527)	(202)	(356)	(397)	(389)	(433)	(480)	(534)
Δ Capital de giro	(109)	328	(45)	(61)	(70)	(74)	(81)	(90)
Depreciação e amortização	239	256	244	260	279	295	314	337
FCFF	354	1.047	704	817	1.007	1.165	1.334	1.502
Resultado financeiro	(381)	(790)	(773)	(759)	(291)	65	97	133
Amortização	1.555	(1.461)	-	-	-	-	-	-
Outras taxas	154	289	263	258	99	(22)	(33)	(45)
FCFE	1.681	(916)	194	316	816	1.208	1.398	1.590

Fonte: Relação com Investidores Natura, Elaboração do autor

Tabela 18: Projeções do FCFF e FCFE

5.2 Taxa de Desconto

Para finalmente determinar o *valuation* da Natura pelo método DCF, é preciso encontrar o valor presente dos fluxos de caixa futuros através da taxa de desconto. Neste estudo será utilizado a FCFE para a avaliação e, portanto, a taxa de desconto aplicada nos fluxos será o custo do capital próprio (K_e). Conforme descrito pela Equação 3 no Capítulo 2, o K_e é calculado pelo modelo CAPM:

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

Onde:

K_e = Custo do capital próprio

R_f = Retorno do ativo livre de risco

R_m = Retorno esperado sobre o índice de mercado

β = Coeficiente de volatilidade do ativo em relação ao mercado

Fonte: Damodaran (2012)

Equação 3: O custo do capital próprio

5.2.1 Taxa Livre de Risco

Para a taxa livre de risco, o prêmio de risco de se investir em um título brasileiro, representado pelo CDS do Brasil, será somado à taxa de juros de um título americano com vencimento em 10 anos, que reflete a taxa livre de risco da economia mundial. Com isso, chegamos ao valor da taxa livre de risco de 5,3%

5.2.2 Beta

O beta mede a volatilidade do ativo em relação ao mercado. Ele é calculado como a correlação média entre retorno diário de uma ação e o retorno do mercado. De acordo com os dados da Bloomberg²⁰, o beta da Natura é cerca de 1%.

5.2.3 Prêmio de Risco

O prêmio de risco é calculado através da diferença entre o retorno adquirido ao investir no mercado acionário e o retorno assegurado pelo ativo com taxa livre de risco. Enquanto o retorno do ativo com taxa livre de risco é fixo, deve-se calcular o retorno anual histórico da Natura. Esse retorno, de acordo com a base de dados da Bloomberg é de 9,4%. Assim, o prêmio de risco é de 4,1%.

Aplicando na fórmula os valores descritos acima e somando à expectativa de inflação, de 5,5%, uma taxa de desconto de 14,4% é obtida e assim é possível calcular o valor presente dos fluxos de caixa da Natura. Após 2022, uma taxa de 2,5% será considerada como a perpetuidade.

5.3 Preço alvo da Natura

Para encontrar o preço alvo, a soma dos valores presentes é dividida pelo número de ações da companhia. A tabela abaixo resume essa conta:

Valuation	
Ke	14,4%
Perpetuidade	2,5%
Σ valores presentes 2016-2022 (milhões)	2611
Valor presente perpetuidade (milhões)	6988
Valor da empresa (milhões)	9598
Número de ações (milhões)	431,2
Preço alvo (R\$)	22,26

Elaboração do autor

Tabela 19: Cálculo do preço alvo por ação da Natura

²⁰ Empresa de tecnologia e dados para o mercado financeiro e agência de notícias operacional em todo o mundo. O terminal de informação Bloomberg é um dos principais provedores de informação para os mercados financeiros.

6. CONCLUSÃO

Ao decorrer deste trabalho, foi feita a avaliação das ações da Natura através de uma análise fundamentalista. Um *valuation* tem por objetivo calcular o valor de um ativo através do uso de um conjunto de ferramentas. Tais ferramentas, são úteis, por exemplo, na gestão de portfólios, em fusões e aquisições e em finanças corporativas.

Dentre as técnicas disponíveis, foi escolhido o fluxo de caixa descontado, que consistiu na estimação dos fluxos de caixa esperados para a Natura. A abordagem envolveu um estudo quantitativo e qualitativo da empresa, de suas estratégias e do setor em que ela está inserida. Ou seja, não se tratou apenas de conhecimentos econômicos, regras contábeis e fundamentos matemáticos. Além desses fatores, durante o processo de estimação foi necessário ter sensibilidade acerca dos aspectos subjetivos da companhia.

O estudo concluiu que as ações da Natura valem R\$ 22,26. Dessa forma, atualmente o preço da ação está sobrevalorizado já que a cotação atual na bolsa de valores é R\$ 26,74. Tal resultado é condizente com a situação atual da empresa, que, conforme foi comentado ao longo do trabalho, passou por dificuldades ao longo dos últimos anos e vive um momento de incerteza. Portanto, a eventual venda à descoberto das ações traria um retorno de 16,8% ao investidor. É importante lembrar que a análise fundamentalista está sujeita a riscos, falhas e vieses de cognição.

Referências bibliográficas

DAMODARAN, A., (2012), “**Investment Valuation** – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”. 3rd edition. Wiley & Sons.

COPELAND, T. et al. (2000), “**Valuation** – Measuring and managing the value of companies”. 3rd edition. Wiley & Sons.

STICKNEY, C., WEIL, R., (2000), “**Financial Accounting** – An Introduction to concepts, Methods, and Uses”. 9th edition. Harcourt.

DAMODARAN, A., (2006), “**Applied Corporate Finance** – A user’s manual”. 6th edition. Wiley & Sons.

TANURE, B., PATRUS, R., (2011) “**Natura** – A realização de um sonho”. Elsevier

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS, (2008) “**Carta Dynamo 57** – In Natura”

Site da empresa – <http://www.natura.com.br>

Relatórios financeiros e institucionais da empresa, no site de relações com investidores <http://natu.infoinvest.com.br/>

ABIHPEC – <https://www.abihpec.org.br/category/publicacoes/panorama-do-setor/>

IBGE – www.ibge.gov.br

Bloomberg – www.bloomberg.com

Banco Central do Brasil - <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/home>