



UFRJ

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO – UFRJ
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS - FACC

AVALIAÇÃO DE EMPRESA, VALUATION NATURA & CO

FELIPE BUENO VALÚ DE ANDRADE

RIO DE JANEIRO

2021



UFRJ

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO – UFRJ
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS - FACC

AVALIAÇÃO DE EMPRESA, VALUATION NATURA & CO

FELIPE BUENO VALÚ DE ANDRADE

Orientador: Prof. Marco Antonio Cunha de Oliveira

RIO DE JANEIRO

2021

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

DEDICATÓRIA

O presente trabalho é dedicado, inicialmente, a minha mãe: Janaína, que nunca mediu esforços para me dar a melhor educação, mesmo com todas as adversidades, sempre buscando o melhor, não somente para mim, mas para todos ao seu redor, mostrando o verdadeiro significado de amor incondicional, um exemplo de persistência, empatia e amor ao próximo. Dedico, também, ao meu pai: Alexandre, que me inspira diariamente – pessoal e profissionalmente – e me incentiva a realizar os meus sonhos, além dos ótimos conselhos.

Minha avó Geralda, por desde pequeno ajudar diretamente na minha criação e por ser tão companheira, para todos os momentos.

Aos meus tios Danielle, Marina, Bruno e Patrícia, a minha avó Wanda, aos meus avós Raimundo e Edmar e a minha prima Joyce, por mostrarem o verdadeiro significado de família.

Agradeço à Universidade Federal do Rio de Janeiro, pública e gratuita, que, com toda sua excelência e pluralidade, proporcionou, sobretudo por meio de seus docentes, que eu pudesse ter a melhor educação superior possível.

À UFRJ e aos meus professores, o meu muitíssimo obrigado.

AGRADECIMENTOS

Aos meus amigos cariocas, que me acolheram de forma tão calorosa e gentil, agradeço imensamente, pois sem vocês, essa jornada na cidade maravilhosa seria muito mais difícil.

Um obrigado especial aos meus grandes amigos que a faculdade me proporcionou: Luana, Victor, Júlia, Lívia, Isadora C., David e Gustavo.

Às minhas duas amigas mineiras que a UFRJ me fez reencontrar e que sou imensamente grato: Laura e Isadora S. E aos meus amigos Diogo, Gil e Matheus.

Ademais, agradeço, também, aos meus amigos mineiros, que, mesmo com toda distância, se mostraram mais presentes do que nunca durante esses 4 anos: Fernanda, Raquel, Junior, Thiago, Lorrana, Samuel, Lyra, Ana Clara, Júlia S, Júlia R, Lorena, Luisa R, Victoria, Rafaella, Giulia, Gabriella e a todos meus amigos e colegas que aqui não foram citados, mas que estarão sempre comigo.

Agradeço, também, aos colegas de trabalho que cruzaram o meu caminho durante esta jornada, sobretudo Vinicius e Guilherme, da EY, que não mediram esforços para transmitir seus conhecimentos e me ajudar a crescer como profissional.

O meu muito obrigado a todos meus professores, sobretudo ao Professor Marco Antônio, que se mostrou presente durante todo o processo de execução da minha monografia e nas aulas que tive oportunidade de assisti-lo, sempre transmitindo o seu conhecimento de forma didática e com amor à profissão.

RESUMO

O Trabalho de Conclusão de Curso em questão busca abordar os diversos processos de avaliação de empresas utilizados no país pelos investidores, com enfoque na metodologia de Fluxo de Caixa Descontado – a mais utilizada dentre as demais no Brasil.

Para aprofundamento do tema supracitado, serão analisados, por meio do método de avaliação de Fluxo de Caixa Descontado, as demonstrações financeiras e o balanço do grupo Natura&Co, que são informações públicas, auditadas e publicadas ao mercado.

Após a aplicação das premissas abordadas no trabalho, o resultado foi satisfatório e condizente com o valor de mercado da Natura&Co na data analisada.

ABSTRACT

The Course Completion Work in question seeks to address the various company valuation processes used in Brazil by investors, with a focusing on the Discounted Cash Flow methodology - the most used among the others in the country.

To deepen the aforementioned topic, the Natura & Co group's financial statements and balance sheet will be analyzed using the discounted cash flow assessment method, which is public information, audited and published to the market.

After applying the propositions addressed in the work, the result was satisfactory and in line with Natura & Co's market value on the date analyzed.

TABELAS

Tabela 1 - Balanço Patrimonial Histórico – Natura&Co	27
Tabela 2 - Demonstração do Resultado do Exercício	28
Tabela 3 - Fluxo de caixa	28
Tabela 4 - Taxa média de crescimento	28
Tabela 5 - Projeção 4º trimestre 2020	29
Tabela 6 - Projeção de receita operacional líquida.....	29
Tabela 7 - Projeção do CAPEX (Investimento).....	30
Tabela 8 - Projeção da Depreciação e Amortização	30
Tabela 9 - Projeção do Capital de Giro	30
Tabela 10 - Projeção do EBIT	30
Tabela 11 - Projeção do FCFF	31
Tabela 12 - Informação Acionária.....	31
Tabela 13 - Custo de Capital Próprio	32
Tabela 14 - Custo de Capital de Terceiros	33
Tabela 15 - WACC	34
Tabela 16 - Média Taxa de Inflação	35
Tabela 17 - Paridade de Juros	35
Tabela 18 - Crescimento Percentual do PIB	36
Tabela 19 - Perpetuidade	36
Tabela 20 - Fluxo de Caixa Projetado e Valor Presente do Fluxo	36
Tabela 21 - Valor da Empresa.....	37

Sumário

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 Objetivo específico	11
1.2 Introdução dos capítulos.....	12
2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA – PRINCIPAIS METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	13
2.1 Valor Presente	13
2.2 Fluxo de Caixa Descontado.....	14
2.3 Fluxo de Caixa da Empresa (FCFF)	14
2.4 Custo Médio Ponderado de Capital (<i>Weighted Average Cost of Capital</i>)	15
2.5 Fluxo de Caixa para os Acionistas.....	16
2.6 Custo de Capital Próprio (CAPM – <i>Capital Asset Pricing Model</i>)	16
2.7 Avaliação de Empresas por Múltiplos	17
2.8 Múltiplos de Lucro.....	17
2.8.1 Múltiplos por patrimônio	18
2.8.2 Múltiplos por Receita.....	18
2.8.3 Múltiplos por EBITDA (Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização)	18
3 METODOLOGIA	20
3.1 Fórmulas Utilizadas	20
3.1.1 CAPM com Risco do País	20
3.1.2 Coeficiente Beta Alavancado	21
3.1.3 Custo de Dívida (rB).....	21
3.1.4 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)	22
3.1.5 Paridade de Juros	22
3.1.6 Valor da Perpetuidade.....	23
3.1.7 Capital de Giro	23
4 ESTUDO DE CASO	25
4.1 A Natura&Co.....	25
4.2 Resultado.....	27
4.3 Cálculos das Projeções	28

4.4 Beta Alavancado.....	31
4.5 Custo de Capital Próprio.....	32
4.6 Custo de Capital de Terceiros	33
4.7 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC).....	33
4.8 Paridade	34
4.9 Perpetuidade	35
4.10 Fluxo de Caixa Descontado.....	36
5 CONCLUSÃO	38
REFERENCIAS.....	39

1 INTRODUÇÃO

O número de investidores na bolsa de valores brasileira vem crescendo consideravelmente com o decorrer dos anos, sobretudo os investidores pessoas físicas, que, conforme disponibilizado no histórico de pessoas físicas no site da B3 (B3, 2020), teve um crescimento de aproximadamente 92% em 2020 quando comparado ao ano anterior, totalizando aproximadamente 3 milhões e 200 mil investidores pessoas físicas. Dito isto, percebe-se a importância em saber avaliar uma empresa para os diversos usuários da informação, tais como investidores das companhias listadas em bolsa, analistas financeiros e consultores de M&A, a fim de terem ciência do valor justo da companhia em que se investe ou que se pretende investir.

Para se precificar um ativo faz-se uso do processo de avaliação de empresas, comumente conhecido no mercado financeiro como *Valuation*, que tem a finalidade de determinar o valor justo de uma determinada companhia, fazendo com que o usuário desta informação possa tomar, de forma menos incoerente possível, a melhor decisão de investimento, a fim de mitigar possíveis prejuízos decorrentes da falta de informação.

Entretanto, apesar de o *Valuation* colaborar com as questões supracitadas, é importante destacar que se trata de uma análise subjetiva e que o objetivo final é reduzir esta subjetividade. Segundo Damodaran (2012, pos. 90) este processo é permeado por detalhes, e, assim, para se determinar o valor de uma empresa se dependerá de vetores básicos, que variarão entre diferentes tipos de negócios e de situações, tais como a consideração de ciclo de vida, a maturidade da empresa e as diferentes variáveis setoriais intrínsecas a estas organizações analisadas.

1.1 Objetivo específico

Desta forma, o presente trabalho busca, inicialmente, expor os diferentes métodos utilizados para se avaliar uma organização a partir da determinação de seu valor justo. Para isso, a fim de aprofundamento do objeto de estudo, serão analisados o balanço e as demonstrações financeiras do grupo Natura&Co; uma organização sólida brasileira, detentora de quatro empresas do ramo da beleza: Natura, Avon, The

Body Shop e Aesop. Ademais, de acordo com Póvoa (2012, p. 96), apesar do resultado subjetivo em calcular o valor justo de uma companhia, devido ao elevado número de hipóteses a serem utilizadas, o método de Fluxo de Caixa Descontado é considerado o mais completo dentre todos os demais métodos de se precificar um ativo. Sendo assim, por fim, este trabalho objetiva-se em utilizar deste método para analisar o balanço do grupo Natura&Co, buscando determinar o seu valor através da projeção de fluxo de benefícios, utilizando-se de uma taxa de desconto que pondere o custo de oportunidade e os demais riscos intrínsecos ao negócio.

A escolha do grupo Natura se deu pelo seu tamanho e importância no mercado global, visto que este é líder mundial na relação direta de venda com o consumidor, e, após a sua expansão internacional – com a aquisição do grupo Avon e The Body Shop – estar presente em mais de 100 países e deter cerca de 200 milhões de consumidores ao redor do mundo.

1.2 Introdução dos capítulos

No capítulo um deste trabalho se descreverá a introdução e a importância do processo de avaliação de empresas para os usuários da informação e investidores.

No capítulo dois, será apresentada a revisão bibliográfica dos modelos de avaliação de empresa, sendo eles: O Fluxo para Acionista e Custo de Capital Próprio, o Fluxo para Firma e WACC e o método de Múltiplos.

O capítulo três consistirá em descrever a Metodologia utilizada para a realização da avaliação e projeção do objeto de estudo – Natura&Co, além de descrever a forma de utilização do Fluxo de Caixa Descontado, que foi o modelo selecionado para a avaliação em questão.

No capítulo quatro será apresentada a aplicação deste trabalho, sintetizando o setor em que a empresa se enquadra, as principais contas dos demonstrativos financeiros, as respectivas projeções e premissas escolhidas.

O quinto e último capítulo irá abordar a conclusão do trabalho, buscando esclarecer e consistir no que foi feito durante a sua realização.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA – PRINCIPAIS METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Apesar das diversas formas existentes e utilizadas por investidores e demais agentes para se avaliar uma empresa, duas são as principais metodologias utilizadas no mercado e abordadas pelos principais autores do assunto, sendo elas: Avaliação por fluxos de caixa descontados, que será o método utilizado para se avaliar o grupo Natura&Co e avaliação por múltiplos.

A avaliação por fluxos de caixa descontados consiste na projeção futura de geração de caixa de uma organização trazidos a valor presente, enquanto o método de múltiplos visa à avaliação de empresas semelhantes ou de um mesmo setor.

2.1 Valor Presente

O valor presente se dá pela representação do valor atual de um determinado fluxo de caixa, sendo demonstrado a partir da seguinte fórmula:

$$\sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+k)^i}$$

Em que:

C_i = Fluxo de caixa futuro na data i

k = Taxa de desconto utilizada

i = Período referente ao fluxo de caixa

Fonseca e Bruni (2003) trazem a ideia de que Valor Presente Líquido (VPL) é a forma mais recomendada pelos analistas financeiros para se decidir um investimento, devido ao fato de o VPL considerar o valor monetário no tempo, dada a capacidade de geração de juros deste capital caso tivesse sido investido hoje.

Para se calcular o VPL, subtrai-se o Valor Presente dos Fluxos de Caixa Futuros pelo Valor Presente do Custo de Investimento, representado da seguinte forma:

$$VPL = -FC_0 + \frac{FC_n}{(1+i)^n}$$

2.2 Fluxo de Caixa Descontado

Segundo Póvoa (2012, p. 3), o valor justo de uma empresa para os seus acionistas se dá na capacidade desta em gerar retorno futuro expresso em valores presentes. Para o autor, por meio do conceito de Fluxo de Caixa Descontado, há três fatores determinantes para se definir este valor justo:

1. A projeção dos fluxos de caixa da empresa nos próximos anos.
2. A definição de taxas de crescimento que vão em linha com o nível de retorno apresentado pela empresa e dos investimentos realizados.
3. A fixação de uma taxa de desconto que trará a projeção do fluxo de caixa para o valor presente, devendo esta taxa ser minuciosamente trabalhada, a fim de refletir todos os riscos envolvidos no investimento.

Em relação às taxas de desconto, estas podem ser calculadas por CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) ou WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), conforme abordado em capítulo posterior.

Damodaran (2012, pos. 456) afirma ainda que no que tange às avaliações de empresa há duas abordagens que podem ser feitas: a primeira diz respeito à análise de todo o negócio, considerando tanto os ativos existentes quanto os de crescimento. Enquanto a segunda concentra-se na avaliação apenas do patrimônio líquido (capital próprio) da organização.

Dito isto, o fluxo de caixa descontado será analisado por duas diferentes óticas: o Fluxo de Caixa da Empresa e o Fluxo de Caixa do Acionista.

2.3 Fluxo de Caixa da Empresa (FCFF)

O objetivo do Fluxo de Caixa da Empresa, também comumente conhecido como Fluxo de Caixa da Firma (FCF), tem o objetivo de realizar o cálculo de avaliação de uma empresa como um todo, analisando tanto o capital próprio (parte pertencente aos acionistas), quanto o capital de terceiros (parte pertencente aos credores), conforme afirma Póvoa (2012, p. 150).

$$\text{FCF} = \text{EBIT} (1 - \text{IR}) + \text{Depreciação} - \text{Dispêndio de Capital} - \Delta \text{Capital de Giro}$$

Sendo:

EBIT = Lucro antes dos juros e tributos

IR = Alíquota de imposto corporativo

O cálculo do FCF se dá, portanto, a partir do lucro operacional da empresa, descontados os impostos a serem pagos. A taxa de desconto utilizada no Fluxo de Caixa da Empresa é o WACC.

Póvoa (2012) ainda afirma que feita as projeções do FCF e construídas a evolução anual do WACC, chega-se ao valor da firma (*Firm Value*). Sendo o passo seguinte a extração do montante da dívida financeira total, a fim de se chegar no valor de mercado (*Market Value*).

2.4 Custo Médio Ponderado de Capital (*Weighted Average Cost of Capital*)

O Custo Médio Ponderado de Capital diz respeito ao retorno exigido pelos acionistas de uma empresa sobre o capital que investiram, para que esta consiga financiar suas atividades. Póvoa (2003, p. 213) afirma que “o WACC reflete a composição ponderada do custo do capital próprio e da dívida, de acordo com suas respectivas participações no capital total”. Desta forma, o Custo Médio Ponderado de Capital pode ser representado da seguinte forma:

$$\frac{B}{(B + S)} \times r_B * (1 - \text{IR}) + \frac{S}{(B + S)} \times r_S$$

Sendo que:

S = Valor de Mercado, sendo representado por: Valor da Ação x Preço da Ação.

B = Valor Presente das dívidas, caso a empresa fosse liquidá-las integralmente hoje.

B + S = Valor da Empresa.

r_S = Custo de capital próprio/de se emitir ações.

r_B (1 - IR) = Custo líquido da dívida, já descontado o imposto de renda.

2.5 Fluxo de Caixa para os Acionistas

De acordo com Soute *et. al* (2008), para se realizar o método de Fluxo de Caixa para Acionistas, é necessário, inicialmente, que se projete o fluxo de caixa operacional livre, considerando os desembolsos inerentes ao investimento e os fluxos decorrentes do desinvestimento; em seguida, os aspectos financeiros devem ser analisados. No FCA, o desconto dos fluxos de caixa do acionista é efetivado pelo custo do capital próprio.

Complementando a ideia supracitada, Póvoa (2012, p. 137) apresenta que o FCA pode ser representado pela diferença entre toda entrada e saída efetiva de recursos provenientes dos acionistas. Desta forma, muitas vezes não se cabe considerar que todo o investimento da companhia será custeado por capital próprio, visto que grande parte das empresas utilizam de capital de terceiros em sua estrutura.

Sendo assim, o Fluxo de Caixa para os Acionistas pode ser representado da seguinte forma:

$$FCFE = LL - (\text{Capex} - \text{Depreciação}) - \Delta\text{Capital de Giro} + (\text{ND} - \text{PD})$$

Sendo que:

LL = Lucro Líquido.

Capex = Despesas de Capitais ou Investimentos em Bens de Capitais.

ND = Novas Dívidas.

PD = Pagamento de Dívidas.

2.6 Custo de Capital Próprio (CAPM – *Capital Asset Pricing Model*)

O *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) é uma das maneiras de se calcular o custo de capital próprio, sendo utilizado para se mensurar o risco e o retorno esperado para um ativo, sendo representado da seguinte forma:

$$R_s = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Sendo que:

R_f = Taxa Livre de Risco.

$(R_m - R_f)$ = Prêmio de risco do mercado.

β = É o coeficiente beta de mensuração do risco sistemático. Sendo classificado como o comportamento de um determinado título em relação ao mercado.

2.7 Avaliação de Empresas por Múltiplos

Este método de avaliação é comumente conhecido entre os autores e agentes financeiros como método de avaliação relativa, visto que a avaliação se dá por meio da análise comparativa e baseada em empresas de um mesmo segmento e setor, com características semelhantes no que diz respeito à capacidade de geração de caixa, potencial de crescimento e riscos.

Desta forma, para uma boa utilização dos Múltiplos, Damodaran (2012, pos. 843) sugere que o analista deve verificar se estes foram definidos de forma consistente, verificar as características distributivas dos múltiplos escolhidos, realizar uma análise das variáveis determinantes e de seus respectivos valores, para que, por fim, conclua o uso deles na comparação entre empresas. Desta forma, o autor ainda afirma que o segredo para utilização dos múltiplos está em encontrar empresas comparáveis e realizar os devidos ajustes pelas diferenças entre as empresas, no que tange ao crescimento, risco e na geração de caixa.

2.8 Múltiplos de Lucro

Esta metodologia de múltiplos por lucro é baseada nos lucros que a empresa gera, analisando a precificação das ações em relação ao lucro obtido. Desta forma, pode-se expressar esta metodologia da seguinte forma:

$$\frac{P}{L} = \frac{\text{Preço da Ação}}{\text{Lucro da Ação}}$$

Sendo assim, percebe-se a simplicidade desta metodologia, que pode usar como parâmetros o lucro presente ou de exercícios passados.

2.8.1 Múltiplos por patrimônio

De acordo com Martelanc, Pasin e Cavalcante (*apud* Soute *et al*, 2008, pg.9), o múltiplo por Patrimônio é bastante utilizado no mercado. Desta forma, ele mede quanto os investimentos realizados por investidores em um determinado tempo, por meio do custo de aquisição, estão valorizados, desta forma, obtem-se informações suficientes para avaliar a sub e a superavaliação de organizações de diferentes ou mesmo segmento.

Assim, este múltiplo informa quanto se pagaria em relação ao patrimônio líquido da organização avaliada.

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

2.8.2 Múltiplos por Receita

A análise de Múltiplos por Receita é utilizada principalmente quando se procura comparar organizações de diferentes setores, que possuem normas contábeis específicas ou diferentes das demais, dada a natureza contábil da conta, que sofre menos influência contábil quando comparada ao lucro e ao patrimônio líquido.

$$\frac{P}{\text{Receitas}} = \frac{\text{Preço da Ação}}{\text{Receitas por Ação}}$$

2.8.3 Múltiplos por EBITDA (Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização)

O múltiplo por EBITDA é comumente conhecido devido à sua facilidade em se obter informações a partir das demonstrações financeiras das organizações, que são publicadas a cada exercício, além da vantagem da não necessidade de se estimar médias e projetar contas, que podem provocar oscilações.

Desta forma, os múltiplos por EBITDA são muito utilizados devido ao fato de proporcionar comparações de organizações do mesmo e de diferentes segmentos. No que tange às empresas de um mesmo segmento, menor múltiplo significa melhores ações para se investir.

Sendo assim, o método de múltiplos por EBITDA pode ser representado da seguinte forma:

$$\frac{\textit{Enterprise Value}}{\textit{EBITDA}}$$

Sendo que:

Enterprise Value = Representa o somatório do valor de mercado da companhia com o montante da sua dívida líquida

EBITDA = Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização.

3 METODOLOGIA

O presente trabalho trata de um estudo de caso cujo objetivo é aplicar o método de Fluxo de Caixa Descontado, conforme já apresentado no Capítulo 2.2, para realizar projeções e, assim, traçar a avaliação empresarial do grupo Natura&Co, que se dará por meio da análise das demonstrações financeiras públicas e disponibilizadas no site da B3 (2020).

A escolha da data-base supracitada se deu por ser a última data das demonstrações financeiras anuais auditadas da organização. Sendo assim, as projeções serão realizadas considerando os cinco anos seguintes ao exercício observado (2020 – 2024), fazendo uso de um histórico de 4 anos que antecedem esta data.

As documentações contábeis necessárias para realizar as análises e projeções foram retiradas do site oficial da BM&FBOVESPA, que é um agente autorregulador do mercado e que atua sob supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.

3.1 Fórmulas Utilizadas

3.1.1 CAPM com Risco do País

Damodaran (2004) aborda a ideia acerca da consideração do risco de mercado ou do risco que não pode ser diversificado como os únicos riscos que importam ao se estimar o custo de capital. Sendo assim, será utilizado o CAPM com Risco do País para se calcular o Custo de Capital Próprio, conforme fórmula seguinte:

$$R_s = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \text{Risco País}$$

Em que:

R_f = Taxa livre de risco

β = Sensibilidade da ação em relação ao mercado acionário

$(R_m - R_f)$ = Prêmio do risco de mercado

3.1.2 Coeficiente Beta Alavancado

O coeficiente beta é uma medida estatística que busca apurar a covariância entre os retornos de um determinado ativo e do mercado em relação a variância do mercado. Assim sendo, o beta alavancado pode ser representado pelo risco referente ao negócio empresarial e pelo seu risco de alavancagem.

Desta forma, podemos representar o Coeficiente Beta Alavancado da seguinte forma:

$$\beta_1 = \beta_u * [1 + (1 - IR) * (B/S)]$$

Em que:

β_1 = Beta alavancado.

β_u = Beta sem dívidas da empresa.

IR = Alíquota de Imposto de Renda.

B = Dívida.

S = Patrimônio Líquido.

3.1.3 Custo de Dívida (rB)

O custo de dívida, comumente conhecido como Custo de Capital de Terceiros, diz respeito ao custo que a organização terá que arcar para com seus credores em decorrência das dívidas por ela adquiridas para financiar o negócio.

Para se calcular o Custo de Capital de Terceiros, utiliza-se a seguinte fórmula:

$$rB = Rf + \text{Risco País} + \text{Spread}$$

Em que:

Rf (*Risk Free Rate*) = Taxa Livre de Risco.

Spread = Prêmio decorrente do volume de dívidas classificados por uma agência de Rating ou calculado por Rating Sintético.

Damodaran (2012, pos. 627) aborda a importância de se atribuir o *Spread* de Inadimplência à Taxa Livre de Risco devido ao risco dos credores em não receberem

as quantias de direito – juros e principal – ao emprestarem dinheiro às organizações. Desta forma, o autor cita que quanto maior for a percepção do credor a este risco de inadimplência, maior será o *Spread* atribuído à operação, que poderá ser determinado por títulos de dívida da empresa – caso os tenha – ou por meio de Agências Internacionais de Rating. Entretanto, na ausência de Ratings publicados, o autor apresenta a alternativa de se estimar um rating sintético (EBIT/Juro de empréstimo recente).

3.1.4 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

O Custo Médio Ponderado de Capital, que, conforme melhor explicado no Capítulo 2.4 deste trabalho, representa a média ponderada entre o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros, é representado da seguinte forma:

$$WACC = \frac{B}{(B + S)} * rB * (1 - IR) + \frac{S}{(B + S)} * rS$$

Sendo que:

S = Patrimônio Líquido a valor de mercado

B = Valor Presente das dívidas, caso a empresa fosse liquidá-las integralmente hoje.

B + S = Valor da Empresa.

rS = Custo de capital próprio/de se emitir ações.

rB = Rf+Risco País+*Spread*

rB (1 - IR) = Custo líquido da dívida, já descontado o imposto de renda.

3.1.5 Paridade de Juros

A paridade das taxas de juros, neste caso, é utilizada quando o cálculo do Custo de Capital Próprio e o do Custo de Capital de Terceiros estão calculados em outro câmbio, para que se faça o correto uso do CAPM, dado que os valores das bases são apresentados em dólares americanos.

Com isso, a paridade se dá da seguinte forma:

$$(1 + \text{taxa R\$}) = (1 + \text{taxa US\$}) * \frac{1 + \text{inflação BR}}{(1 + \text{inflação EUA})}$$

3.1.6 Valor da Perpetuidade

Após projetar o fluxo de caixa da organização em seu nível máximo de produtividade, entende-se que esta companhia atingiu sua maturidade e, portanto, há a necessidade de se calcular o valor de sua perpetuidade, dado que a partir daí pode ser atribuída uma taxa de crescimento constante.

De acordo com Póvoa (2012, p. 119), este é o momento mais importante do *Valuation* de uma organização e, muitas vezes, ignorado pelos analistas, que, por vez, podem estar cometendo um erro ao não dar a importância ao cálculo do valor da organização em sua fase perpétua.

Sendo assim, o cálculo da perpetuidade pode ocorrer por dois métodos, o com crescimento de fluxo de caixa e sem crescimento de fluxo de caixa:

Com Crescimento de Fluxo de Caixa

$$\text{Fluxo de caixa} * \frac{(1 + g)}{(WACC - g)}$$

Sem Crescimento de Fluxo de Caixa

$$\text{Fluxo de caixa} \div WACC$$

Sendo que:

g representa a taxa de crescimento da empresa na perpetuidade.

3.1.7 Capital de Giro

O capital de giro de uma empresa é representado pelo montante de capital necessário para que esta consiga custear o funcionamento de suas atividades e operações, tais como mantimento dos estoques, amortização das dívidas com

fornecedores, pagamento de impostos, salários, financiamento de vendas à prazo e demais custos.

Desta forma, o capital de giro de uma empresa pode ser determinado a partir da seguinte fórmula, segundo Póvoa (2012, p. 27):

$$(AC - \text{Caixa e Aplicações de Curto prazo}) - (PC - \text{Financiamentos de curto prazo})$$

Em que:

AC = Ativo Circulante (Caixa, contas a receber, estoque).

PC = Passivo Circulante (Fornecedores, contas a pagar, empréstimos).

4 ESTUDO DE CASO

Este Capítulo consiste, inicialmente, em apresentar o grupo Natura&Co, que será objeto de análise e de projeções neste trabalho, mostrando o histórico da empresa e um panorama do seu respectivo cenário atual econômico e de negócios.

Ademais, a Natura&Co será objeto deste estudo de caso, com base na metodologia de fluxo de caixa descontado da organização, realizando os devidos cálculos e premissas para se chegar em seu valor justo projetado.

4.1 A Natura&Co

Com base no site de Relações com Investidores da companhia¹, disponibilizado em, a partir do relatório anual de 2019, têm-se um breve histórico da multinacional brasileira.

O grupo Natura&Co é uma multinacional brasileira, que se compõe, em 2020, por quatro outras empresas internacionais do ramo da beleza – sendo, assim, a maior empresa de cosméticos e higiene do país - : Avon, Natura, The Body Shop e Aesop, estando presente em mais de 100 países e sendo a líder em venda direta no mundo.

A Natura Cosméticos foi fundada em 1969, em São Paulo, por Luiz Seabra, inicialmente, por meio uma loja na Oscar Freire, na capital paulista. Em meados de 1974 a empresa passou a adotar o método de venda direta (seu diferencial de inovação competitiva, que perdura até os dias atuais), método de venda caracterizado pela ligação direta entre o revendedor da empresa e o consumidor final. 11 anos após a sua criação, em 1980, a Natura já contava com 200 funcionários e 2.000 consultores – responsáveis pelas vendas diretas, mas sem vínculo empregatício -, número que, em menos de uma década, cresceu 25 vezes, contando, em 1989, com 50.000 consultoras de beleza.

A partir da primeira década dos anos 2000, a empresa se viu obrigada a investir massivamente em tecnologia, criando, em 2001, o mais avançado e tecnológico centro de produção e pesquisa em cosméticos da América do Sul.

¹ Disponível em ri.naturaeco.com. Acesso em 16 jan. 2021.

Além dos avanços em pesquisa, a organização, a fim de expansão e novos mercados, decidiu abrir capital na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) em 2004, um marco no avanço da companhia. Em 2009, a companhia atingiu o marco de 1 milhão de consultoras e, com tamanha força e potencial de mercado, começava o seu projeto de expansão internacional, adquirindo, em 2016, a empresa australiana Aesop e, no ano seguinte, a britânica The Body Shop, iniciando, portanto, o grupo Natura&Co. No ano de 2020, a multinacional brasileira adquiriu a sua maior concorrente direta, a Avon, o que fortaleceu para colocar o grupo como o quarto maior do mundo no ramo de beleza e cosméticos.

Em relação aos números da companhia, o grupo conta com 6,3 milhões de revendedoras e consultoras de vendas, mais de 3 mil lojas próprias e franqueadas, cerca de 40.000 colaboradores e associados, 200 milhões de consumidores em mais de 100 países do mundo.

No que tange aos resultados e indicadores financeiros, em 2019, o grupo Natura&Co apresentou aproximadamente U\$10 bilhões de receita bruta combinada, além de um considerável aumento no EBITDA Ajustado e no Lucro Operacional Ajustado, conforme mostra o Gráfico 1:

Gráfico 1 – EBITDA Ajustado e Lucro Operacional Natura&Co



Fonte: Natura&Co (2019).

Já em relação às três empresas do grupo em 2019 (a aquisição da Avon foi concluída em 2020), a empresa Natura registrou uma receita líquida de R\$9,02 bilhões (6,7% a mais do que no ano anterior) e um EBITDA de R\$1,547 bilhões, enquanto a britânica The Body Shop atingiu R\$4,13 bilhões de receita líquida e um EBITDA de R\$0,4 bilhões, por fim, a australiana Aesop, que superou a sua receita líquida do ano

anterior em 22,5%, com um montante de R\$1,30 bilhões e um EBITDA de R\$0,227 bilhões.

Por fim, no que diz respeito à Governança Corporativa do grupo, este afirma a ocorrência de reestruturação de governança após a aquisição da empresa Avon, que foi concluída em 2020 por meio de troca de ações, passando por uma reestruturação do conselho administrativo, com novos nomes de prestígio do mercado.

O grupo se diz focado em desenvolver avanços em processos, inovações e em Redes de Excelência de Sustentabilidade, Varejo e Digital, que se dá por meio da atuação da Natura, The Body Shop e Aesop, se mostrando preocupadas em discutir evoluções dos negócios e do ambiente globalizado. Ademais, sobretudo após a aquisição da Avon, o grupo apresenta estar preocupado e engajado em pautas como empoderamento feminino, combate às crises climáticas e desenvolvimento de produtos sem testes feitos em animais, além de promover o desenvolvimento socioeconômico em comunidades locais.

4.2 Resultado

Esta etapa consiste em apresentar os resultados históricos do grupo Natura&Co, nos últimos 4 exercícios fiscais, obtidos a partir da consolidação das demonstrações financeiras públicas e auditadas de 2016, 2017, 2018 e 2019 (Tabela 1, Tabela 2 e Tabela 3).

Tabela 1 - Balanço Patrimonial Histórico – Natura&Co

BALANÇO PATRIMONIAL - NATURA&CO				
em R\$ mil	4T16	4T17	4T18	4T19
Ativo Circulante	R\$4.802.900	R\$7.056.309	R\$6.455.759	R\$9.430.057
Ativo Não Circulante	R\$3.618.679	R\$7.901.153	R\$8.923.790	R\$11.754.455
= TOTAL ATIVO	R\$8.421.579,00	R\$14.957.462,00	R\$15.379.549	R\$21.184.512
Passivo Circulante	R\$4.177.899	R\$6.912.005	R\$4.566.881	R\$7.518.423
Passivo Não circulante	R\$3.247.295	R\$6.410.711	R\$8.238.566	R\$10.303.744
Patrimônio Líquido	R\$996.385	R\$1.634.746	R\$2.574.102	R\$3.362.345
= TOTAL PASSIVO e PL	R\$8.421.579	R\$14.957.462	R\$15.379.549	R\$21.184.512

Fonte: Natura&Co (2019).

Tabela 2 - Demonstração do Resultado do Exercício

Demonstração de Resultados				
em R\$ mil	2016	2017	2018	2019
RECEITA LÍQUIDA	7.912.664	9.852.708	13.397.419	14.444.690
Custo dos produtos vendidos	-2.446.959	-2.911.077	(3.782.843)	(4.033.454)
LUCRO BRUTO	5.465.705	6.941.631	9.614.576	10.411.236
Despesas com Vendas, Marketing e Logística	-3.336.634	-4.198.733	-5.828.713	(6.395.586)
Despesas Administrativas, P&D, TI e Projetos	-1.100.628	-1.535.945	-2.251.341	(2.405.576)
Impairment de contas a receber de clientes	-	-	-237.884	(209.515)
Resultado de equivalência patrimonial	0	-	-	-
Outras receitas (despesas) operacionais, líquidas	54.425	151.688	-39.945	(49.311)
LUCRO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	1.082.868	1.358.641	1.256.693	1.351.248
Receitas financeiras	1.073.288	604.392	2.056.421	1.955.784
Despesas financeiras	-1.729.297	-991.841	-2.639.709	(2.795.874)
Impostos sobre a formação da Companhia	-	-	0	(206.592)
LUCRO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA E DA CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	426.859	971.192	673.405	304.566
Imposto de renda e contribuição social	-118.621	-300.941	-125.026	-149.099
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	308.238	670.251	548.379	155.467

Fonte: Natura&Co (2019).

Tabela 3 - Fluxo de caixa

Fluxo de Caixa (em R\$ mil)	2016	2017	2018	2019
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	R\$7.912.664	R\$9.852.708	R\$13.397.419	R\$14.444.690
EBIT	R\$1.082.868	R\$1.358.641	R\$1.256.693	R\$1.351.248
Depreciação e Amortização	R\$260.771	R\$383.352	R\$589.911	R\$1.117.416
CAPEX	R\$305.815	R\$362.497	R\$485.016	R\$586.395
Capital de Giro	R\$959.434	R\$550.537	R\$571.548	-R\$273.438
Componentes do Fluxo de Caixa (% da Receita)	2016	2017	2018	2019
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	100%	100,0%	100%	100%
EBIT	13,7%	13,8%	9,4%	9,4%
Depreciação e Amortização	3,3%	3,9%	4,4%	7,7%
CAPEX	3,9%	3,7%	3,6%	4,1%
Capital de Giro	12,1%	5,6%	4,3%	0,0%

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021), com base em Natura&Co (2019).

4.3 Cálculos das Projeções

Para dar início às projeções, utilizou-se o saldo das receitas líquidas entre os exercícios de 2016 e 2019, a partir das demonstrações financeiras auditadas da organização, e, assim, calculou-se a média de crescimento percentual da receita (Tabela 4).

Tabela 4 - Taxa média de crescimento

TAXA DE CRESCIMENTO				
em R\$ mil	2016	2017	2018	2019
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	R\$7.912.664,00	R\$9.852.708,00	R\$13.397.419,00	R\$14.444.690,00
Taxa de Crescimento em %	-	24,5%	36,0%	7,8%
Média de crescimento em %			22,8%	

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021), com base em Natura&Co (2019).

Para projetar a receita líquida de 2020, visto a divulgação dos 3 primeiros trimestres de 2020, utilizou-se o somatório da receita desses 3 primeiros trimestres e projetou-se o quarto trimestre com base no aumento percentual do quarto trimestre do ano anterior em comparação com os 3 primeiros trimestres do mesmo ano (2019), conforme cálculo a seguir (Tabela 5):

Tabela 5 - Projeção 4º trimestre 2020

Em R\$ mil			
3 primeiros Tri 2019	4º Tri 2019	4º Tri 2019 / 3 primeir	Total de 2019
R\$ 9.792.654,00	R\$ 4.652.036,00	47,51%	R\$ 14.444.690,00
3 primeiros Tri 2020	% Projeção Crescimento	Último Tri Projetado	Total de 2020 Projetado
R\$ 24.924.704,00	47,51%	R\$ 11.840.571,54	R\$ 36.639.314,88

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021), com base em Natura&Co (2019).

A partir da projeção do ano de 2020, utilizou-se a média de crescimento dos exercícios de 2016 a 2019 (22,8%) para se projetar o ano de 2021, de forma decrescente, até 2024, que se deu de maneira linear (decrecendo 5,84% ao ano) até o ano da perpetuidade, onde se calculou, conforme melhor apresentado posteriormente, a média de crescimento projetada da inflação e do PIB Real em 5,28% (Tabela 6).

Tabela 6 - Projeção de receita operacional líquida

PROJEÇÃO DE RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA (em R\$ mil)				
2020	2021	2022	2023	2024
R\$36.639.314,88	R\$44.993.078,67	R\$52.623.904,82	R\$58.475.683,03	R\$61.563.199,10
% Projeção	22,80%	16,96%	11,12%	5,28%
Taxa Média Linear	5,84%			

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021), com base em Natura&Co (2019).

No que tange às projeções de CAPEX, de Depreciação e Amortização, de Capital de Giro e de EBIT foram utilizadas as médias percentuais dos respectivos componentes em percentuais da constituição da Receita Líquida, conforme Tabela 7, Tabela 8, Tabela 9 e Tabela 10:

Tabela 7 - Projeção do CAPEX (Investimento)

em R\$ mil	2016	2017	2018	2019	
CAPEX	R\$305.815	R\$362.497	R\$485.016	R\$586.395	
x⁻ Constituição da Receita		3,8%			
em R\$ mil - Projeção CAPEX	2020	2021	2022	2023	2024
CAPEX	R\$1.394.479	R\$1.712.420	R\$2.002.846	R\$2.225.563	R\$2.343.072

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021), com base em Natura&Co (2019).

Tabela 8 - Projeção da Depreciação e Amortização

em R\$ mil	2016	2017	2018	2019	
Depreciação e Amortização	R\$260.771	R\$383.352	R\$589.911	R\$1.117.416	
x⁻ Constituição da Receita		7,7%			
em R\$ mil - Projeção Depreciação e Amort.	2020	2021	2022	2023	2024
Depreciação e Amortização	R\$2.834.353	R\$3.480.586	R\$4.070.893	R\$4.523.577	R\$4.762.422

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021), com base em Natura&Co (2019).

Tabela 9 - Projeção do Capital de Giro

em R\$ mil	2016	2017	2018	2019	
Capital de Giro	R\$959.434	R\$550.537	R\$571.548	-R\$273.438	
x⁻ Constituição da Receita		5,5%			
em R\$ mil - CAPITAL DE GIR	2020	2021	2022	2023	2024
Capital de Giro	R\$2.013.246	R\$2.472.266	R\$2.891.562	R\$3.213.103	R\$3.382.755
Varição do Capital de Giro	R\$2.286.684	R\$459.020	R\$419.296	R\$321.542	R\$169.652

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021), com base em Natura&Co (2019).

Tabela 10 - Projeção do EBIT

em R\$ mil	2016	2017	2018	2019	
EBIT	R\$1.082.868	R\$1.358.641	R\$1.256.693	R\$1.351.248	
x⁻ Constituição da Receita		11,6%			
em R\$ mil - Projeção EBIT	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	R\$4.232.713	R\$5.197.771	R\$6.079.313	R\$6.755.333	R\$7.112.014

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021), com base em Natura&Co (2019).

Realizadas as projeções supracitadas, a partir da metodologia do Fluxo de Caixa da Firma já apresentada (FCFF – capítulo 2.3), projetou-se o respectivo fluxo, conforme Tabela 11:

Tabela 11 - Projeção do FCFF

Projeções em R\$ mil	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	R\$4.232.713	R\$5.197.771	R\$6.079.313	R\$6.755.333	R\$7.112.014
EBIT* (1-IR)	R\$2.793.590	R\$3.430.529	R\$4.012.347	R\$4.458.520	R\$4.693.929
+ Depreciação	R\$2.834.353	R\$3.480.586	R\$4.070.893	R\$4.523.577	R\$4.762.422
- CAPEX	R\$1.394.479	R\$1.712.420	R\$2.002.846	R\$2.225.563	R\$2.343.072
- Capital de Giro	R\$2.286.684	R\$459.020	R\$419.296	R\$321.542	R\$169.652
= FCFF	R\$1.946.782	R\$4.739.675	R\$5.661.098	R\$6.434.992	R\$6.943.627

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021) (Alíquota utilizada de IR utilizada de 34%)

4.4 Beta Alavancado

Calculou-se o Beta Alavancado para dar prosseguimento às projeções, conforme já explicado no Capítulo 3.1.2 deste trabalho, a partir da seguinte fórmula:

$$\beta_1 = \beta_u * [1 + (1 - IR) * (B/S)]$$

Em que:

β_1 = Beta alavancado.

β_u = Beta sem dívidas da empresa.

IR = Alíquota de Imposto de Renda (Utilizou-se 34% como a alíquota).

B = Dívida.

S = Patrimônio Líquido.

Em relação ao beta desalavancado (β_u), utilizou-se o Beta desalavancado do autor Damodaran (2012), *Household Products - Emerging Markets*, estimado em: 1,0 (Tabela 12)

Tabela 12 - Informação Acionária

INFORMAÇÃO ACIONÁRIA - 31/12/2019 - B3	
PU Ação (R\$)	R\$38,67
Quantidade ações	865.660.042
Valor de mercado (R\$)	R\$33.475.073.824,14
Dívida (R\$)	R\$10.786.000.000,00

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021), com base em Natura&Co (2019).

$$\beta_L = 1,0 * \left[1 + \left(\frac{R\$33.475.073.824,14}{R\$10.124.300.000,00} \right) * (1 - 0,34) \right]$$

Desta forma, a partir da fórmula acima, o valor estipulado para o beta alavancado é de 1,213.

4.5 Custo de Capital Próprio

Conforme visto em Capítulo anterior deste trabalho, utiliza-se da seguinte fórmula para calcular o custo de capital próprio:

$$R_s = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \text{Risco País}$$

Em que:

R_f = Taxa livre de risco (T-Bond 10 years)

β = Coeficiente beta alavancado

(R_m – R_f) = Prêmio do risco de mercado

Desta forma, utilizou-se os seguintes valores para contemplar a fórmula citada (Tabela 13):

Tabela 13 - Custo de Capital Próprio

Rf	1,12%
Beta Alavancado	1,212600528
Rm - Rf	6,43%
Rpaís	2,14%
rS =	11,06%

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021).

R_f = 10 Year Treasury Rate (Bloomberg)

Beta Alavancado = Calculado no Capítulo 4.4

R_m-R_f = Damoradan Stocks – T-Bonds 1928 – 2019

Risco País = Risco País em 31/12/2019, segundo IPEADATA – BR

4.6 Custo de Capital de Terceiros

Conforme visto no Capítulo 3.1.3 deste trabalho, o Custo de Capital de Terceiros pode ser estimado por meio da seguinte fórmula:

$$rB = Rf + \text{Risco País} + \text{Spread}$$

Em que:

Rf (*Risk Free Rate*) = Taxa Livre de Risco.

$Spread$ = Prêmio decorrente do volume de dívidas classificados por uma agência de Rating ou calculado por Rating Sintético (Tabela 14).

Tabela 14 - Custo de Capital de Terceiros

Rf	1,12%
Risco País	2,14%
Spread	1,50%
rB	4,76%

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021).

Rf = 10 Year Treasury Rate (Bloomberg)

Risco País = Risco País em 31/12/2019, segundo IPEADATA – BR

$Spread$ = (Fonte b3)

4.7 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

Conforme visto no Capítulo 3.1.4 deste trabalho, o Custo Médio Ponderado de Capital é representado por meio da seguinte fórmula:

$$\frac{B}{(B + S)} * rB * (1 - IR) + \frac{S}{(B + S)} * rS$$

Sendo que:

S = Valor de Mercado, sendo representado por: Valor da Ação x Preço da Ação.

B = Valor Presente das dívidas, caso a empresa fosse liquidá-las integralmente hoje.

B + S = Valor da Empresa.

rS = Custo de capital próprio/de se emitir ações.

rB * (1 - IR) = Custo líquido da dívida, já descontado o imposto de renda.

Desta forma, aplica-se esta metodologia da seguinte forma no presente estudo de caso (Tabela 15):

Tabela 15 - WACC

rS	11,06%
S	R\$33.475.073.824,14
B	R\$10.786.000.000,00
rB	4,76%
IR	0,34
WACC =	9,13%

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021).

4.8 Paridade

Devido ao fato de o cálculo do Custo de Capital Próprio e do Custo de Capital de Terceiro serem calculados a partir de índices de mercados exteriores, calcula-se a paridade de juros a fim de converter o WACC para o mercado brasileiro.

Sendo assim, calcula-se esta paridade da seguinte forma (Tabela 16):

$$(1 + \text{taxa R\$}) = (1 + \text{taxa US\$}) * \frac{1 + \text{inflação BR}}{(1 + \text{inflação EUA})}$$

Para se estimar a inflação do Brasil e a dos Estados Unidos, fez-se uma média aritmética da inflação de 2018, 2019 e 2020 dos respectivos países.²

² Disponível em www.inflation.eu/en/inflation-rates. Acesso em 16 fev. 2021.

Tabela 16 - Média Taxa de Inflação

ANOS	INFLAÇÃO EUA	INFLAÇÃO BRASIL
2018	0,0191	0,0375
2019	0,0229	0,0431
2020	0,0136	0,0452
MÉDIA	0,0185	0,0419

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021).

A partir daí, calculou-se a paridade de juros e estimou-se o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) em R\$ reais (Tabela 17):

Tabela 17 - Paridade de Juros

WACC em dólar	9,13%
Inflação BR	0,04193
Inflação EUA	0,019
WACC em real	11,64%

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021).

4.9 Perpetuidade

O cálculo da perpetuidade, por vez, se dá quando entende-se que a organização atingiu um nível excelente de maturidade e, portanto, se calcula o valor de sua perpetuidade. Para isso, utiliza-se a seguinte fórmula:

$$\text{Fluxo de caixa} \text{ — } (\text{WACC} - g)$$

Sendo que g representa a taxa de crescimento da empresa na perpetuidade, que, neste caso, será a média do PIB projetado no longo prazo composta com a média da taxa de inflação brasileira, calculada anteriormente. Cabe-se ressaltar que o PIB dos anos de 2020 a 2023 foram projetados a partir do Relatório de Mercado Focus (Tabela 18 e Tabela 19).

Tabela 18 - Crescimento Percentual do PIB

	2016	2017	2018	2019	2020*	2021*	2022*	2023*
Varição Anual do PIB	-3,3	1,3	1,1	1,1	-4,3	3,47	2,5	2,5
Média	1,043							

Fonte: Bacen (2020)

$$g = 1,0419 * 1,0104 - 1 = 5,28\%$$

Tabela 19 - Perpetuidade

FCFF 2024* =	R\$6.943.626.986,76
WACC =	11,64%
g =	5,28%
Perpetuidade (R\$ mil)	R\$109.250.514,59

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021).

4.10 Fluxo de Caixa Descontado

A partir das taxas calculadas anteriormente no presente trabalho, podemos calcular o Fluxo de Caixa Descontado a valor presente da seguinte forma:

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Deste modo, seguem os respectivos cálculos (Tabela 20 e Tabela 21):

Tabela 20 - Fluxo de Caixa Projetado e Valor Presente do Fluxo

Projeções em R\$ mil	2020	2021	2022	2023	2024
Fluxo de Caixa Projetado	R\$1.946.782	R\$4.739.675	R\$5.661.098	R\$6.434.992	R\$6.943.627
Perpetuidade				R\$109.250.515	
WACC			11,64%		
Fator de Desconto	1,1164	1,2462	1,3912	1,5531	
Fluxo de Caixa Descontado	R\$1.743.877,36	R\$3.803.171,97	R\$4.069.084,54	R\$74.485.835,44	
Valor Presente do Fluxo			R\$84.101.969,31		

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021).

Tabela 21 - Valor da Empresa

Projeções em R\$ mil	
Fluxo de Caixa Descontado	R\$84.101.969
- Dívida Total	R\$10.786.000
+ Disponibilidades*	R\$5.539.427
Preço das ações (R\$ mil)	R\$78.855.396
Quantidade de ações em 2020 (mil)	1.375.020
PU da ação	R\$57,35

Fonte: Elaborado pelo Autor (2021).

A partir dos respectivos cálculos, portanto, estima-se o Preço Unitário da ação, pelo Fluxo de Caixa Descontado, de R\$57,35.

Por meio do Gráfico 2, percebe-se que o preço é coerente com o praticado em mercado, que, na presente data (17/02/2021), é de R\$53,09. Ademais, nota-se, também, que devido às adversidades de mercado advindas dos impactos do COVID 19, o preço unitário da ação chegou à sua mínima no período de R\$21,30, em 23/03/2020.

Gráfico 2 – Preço unitário da ação (jan. 2020 a fev.2021)



Fonte: Fundamentus (2021).

5 CONCLUSÃO

A análise de investimento é tarefa importante para os analistas de mercado de capitais, visto que uma boa análise fornece informações suficientes para tomadas de decisões mais assertivas e com maior diligência.

Desta forma, o presente trabalho aplicou a análise por Fluxo de Caixa Descontado, referente ao grupo Natura&Co, a fim de determinar o valor justo da companhia, ademais, calculou-se para realizar a respectiva análise o Custo de Capital Próprio e de Terceiros, o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), a Perpetuidade, o Valor Presente, o Betas alavancado e o desalavancado, a Taxa de Desconto e a Paridade de Juros.

Os resultados foram coerentes com os preços observados em mercado, visto que, após os cálculos das projeções apresentadas, por meio das premissas de avaliação de empresas anteriormente citadas, encontrou-se um preço unitário por ação de R\$57,35, enquanto, na data de 17/02/2021, o preço unitário negociado em mercado era de R\$53,09.

Por fim, ressalta-se que o presente trabalho tem fins acadêmicos, não refletindo, portanto, uma opinião de investimento ou para ser utilizado para quaisquer outros fins.

REFERENCIAS

- B3. (2020). *Histórico pessoas físicas*. Acesso em 22 de 02 de 2021, disponível em Brasil Bolsa Balcão: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/
- Bacen. (2020). *Focus - Relatório de Mercado*. Acesso em 22 de 02 de 2021, disponível em Banco Central do Brasil: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>
- DAMODARAN, A. (2004). *Finanças corporativas* (2 ed.). Porto Alegre: Bookman.
- DAMODARAN, A. (2012). *Valuation - como avaliar empresas e escolher as melhores ações*. São Paulo: LTC. Edição Kindle.
- Fonseca, Y. D., & Bruni, A. L. (2003). Técnicas de avaliação de investimentos: uma breve revisão da literatura. *Repositório Institucional UFBA*(25), 1-24. Acesso em 22 de 02 de 2021, disponível em Portal de Desenvolvimento da Bahia: <https://repositorio.ufba.br/ri/handle/ri/25449>
- Fundamentus. (2021). *Investimento Consciente*. Acesso em 22 de 02 de 2021, disponível em Fundamentus - Investimento Consciente: <http://fundamentus.com.br/consciente.php>
- MARTELANC, R., PASIN, R. M., & CAVALCANTE, F. (2005). *Avaliação de empresas: Um guia para fusões e aquisições e gestão de valor*. Sao Paulo: Pearson.
- Natura&Co. (2019). *Relatório Anual Natura&Co*. Acesso em 22 de 02 de 2021, disponível em Natura&CO Investidores: <http://ri.naturaeco.com/pt-br/>
- Póvoa, A. (2012). *Valuation: como precificar ações*. São Paulo: Elsevier.
- SOUTE, D. O., Eliandro, S., Eliseu, M., & Márcia Regina, M. (jan./dez. de 2008). Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. *Revista UnB Contábil*, 11(1-2), 1-17. Acesso em 22 de 02 de 2021, disponível em https://www.researchgate.net/profile/Eliseu-Martins/publication/49583502_Metodos_de_Avaliacao_Utilizados_pelos_Profissionais_de_Investimento/links/00b4953ab0d12289f2000000/Metodos-de-Avaliacao-Utilizados-pelos-Profissionais-de-Investimento.pdf