



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

MARIANNA IEMINI LAMOSA

VALUATION – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS:
Um estudo de caso da empresa Natura&Co

Rio de Janeiro

2022

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

MARIANNA IEMINI LAMOSA

VALUATION – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS:
Um estudo de caso da empresa Natura&Co

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como exigência para obtenção do título de Bacharel ou Bacharela em Ciências Econômicas.

Orientador: Dr. Norberto Montani Martins

Rio de Janeiro, RJ,

2022

CIP - Catalogação na Publicação

L333v Lamosa, Marianna Iemini
VALUATION - AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: Um estudo de
caso da empresa Natura&Co / Marianna Iemini Lamosa.
-- Rio de Janeiro, 2022.
82 f.

Orientador: Norberto Montani Martins.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto
de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2022.

1. Fluxo de Caixa Descontado. 2. Análise
Fundamentalista. 3. Valuation. 4. Natura&Co. I.
Montani Martins, Norberto, orient. II. Título.

MARIANNA IEMINI LAMOSA

VALUATION – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UM ESTUDO DE CASO DA EMPRESA
NATURA&CO

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Bacharela em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 5/6/2022.

NORBERTO MONTANI MARTINS - Presidente
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

GABRIEL MARTINS DA SILVA PORTO
Mestre em Economia pela UFRJ

MIRIAM OLIVEIRA SILVA PORTUGUÊS
Professora Dra. do Departamento de Economia da UFRRJ

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, aos meus familiares e amigos que estiveram ao nosso lado em todas as etapas de nossa formação, por todo o apoio, carinho e incentivo ao longo desta jornada. Dedico ainda um agradecimento a minha mãe, Marília Ferreira Iemini, pela confiança e persistência em todos os momentos da graduação.

Um agradecimento especial ao meu Professor Orientador Norberto Montani Martins pela confiança, auxílio e incentivo, sem os quais a conclusão deste trabalho não seria possível. Dedico também um agradecimento à Professora Ana Carolina da Cruz Lima pelas contribuições realizadas nas etapas iniciais do trabalho e à assistente em administração da Secretaria Acadêmica, Anna Lúcia Braga Salles, pelo suporte dado durante a graduação.

Agradeço ainda à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pela concessão de minha bolsa de estudos para a realização do programa de duplo diploma em engenharia generalista na École Centrale de Lille em parceria com a Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio).

Por fim, gostaria de agradecer à Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) e ao Instituto de Ciências Econômicas, a todo seu corpo docente, direção e administração por todo o suporte proporcionado durante a formação acadêmica. Agradeço também a todos aqueles que participaram de forma direta ou indiretamente dessa etapa.

RESUMO

O mercado de capitais brasileiro vem, nos últimos anos, ganhando cada vez mais importância dentro da economia do país, sendo capaz de aproximar o investidor, que busca retornos atrativos para seu capital, dos tomadores de recursos, responsáveis pelas atividades produtivas. Por esse motivo, esta pesquisa busca abordar os principais métodos de avaliação de uma empresa listada na bolsa de valores e aplicá-los em um estudo de caso. Primeiramente, as principais metodologias de análise e precificação de ações no mercado foram detalhadas, com destaque para o fluxo de caixa descontado e a análise de múltiplos. Em seguida, o trabalho se voltou para a realização de uma análise financeira fundamentalista da Natura&Co, companhia que possui capital aberto desde 2004. Assim, uma breve descrição do histórico da empresa, de seu setor de atuação e seu contexto macroeconômico foi realizada para que fosse possível traçar três cenários distintos para o *valuation*. Deste modo, o resultado do valor justo da empresa ficou entre de R\$ 28,35 a R\$ 49,07, dependendo do grau de pessimismo ou otimismo incorporado nas premissas do modelo. Observa-se, portanto, que o preço negociado a mercado não corresponde ao valor intrínseco resultante do método de fluxo descontado da empresa, sendo identificado um potencial relevante de valorização das ações da Natura ao longo dos anos.

Palavras-chave: Fluxo de Caixa Descontado, Análise Fundamentalista, *Valuation*, Natura&Co

ABSTRACT

In recent years, the Brazilian equity capital market has been gaining more and more importance in the country's economy, being able to bring together investors, who seek attractive returns for their capital, and those who want to borrow these resources. In other words, those who are responsible for productive activities. For this reason, this research aims to reveal the main methods of evaluating a company listed on the stock market and apply them in a case study. Firstly, the main methodologies for analyzing and pricing shares were detailed, with emphasis on the discounted cash flow method and the Multiples Analysis. Then, the present work focused on doing a bottom-up analysis of Natura&Co, an enterprise that has opened its capital since 2004. Therefore, a brief description of the company's history, its sector of activity and its macroeconomic context was carried out so that it would be possible to outline three different scenarios for the valuation. Thus, the fair value of the company was between R\$ 28,35 and R\$ 49,07, depending on the degree of pessimism or optimism incorporated into the model's assumptions. Therefore, it was observed that the traded-to-market price does not correspond to the intrinsic value resulting from the company's discounted cash flow method. Therefore, a relevant potential for Natura's shares to appreciate over the years was identified.

Keywords: Discounted Cash Flow, Bottom-up Analysis, Valuation, Natura&Co

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 01 – Evolução do número de CPFs cadastrados na Bolsa.....	18
FIGURA 02 – Evolução da Taxa Selic desde 2000	19
FIGURA 03 – Ambiente dos Analista no Mercado de Capitais	21
FIGURA 04 – Esquema dos Modelos de Avaliação Empresarial.....	28
FIGURA 05 – Tempo de projeção do fluxo de caixa.....	35
FIGURA 06 – Framework de Sustentabilidade.....	39
FIGURA 07 – Distribuição da Receita Líquida por Marca.....	43
FIGURA 08 – Variação anual do PIB, Indústria em Geral e Setor HPPC.....	45
FIGURA 09 – Taxa de Inflação no mundo em 2022	50
FIGURA 10 – Preços do ativo NTCO3 desde sua oferta pública inicial	51
FIGURA 11 – Variação do Capital de Giro em milhões: Histórica e Projetada.....	55
FIGURA 12 – Receita Líquida Trimestral da Natura&Co Latam	57
FIGURA 13 – Receita Líquida Trimestral da Aesop	58
FIGURA 14 – Receita Líquida Trimestral da The Body Shop	58
FIGURA 15 – Receita Líquida Trimestral da Avon Internacional	59
FIGURA 16 – Sobreposição da Natura e Avon e Complementariedade do portfólio	60
FIGURA 17 – Evolução do CVM como porcentagem da Receita Líquida	61
FIGURA 18 – Evolução das Despesas com Vendas, Marketing e Logística.....	62
FIGURA 19 – Captura de Sinergias ao longo do tempo	63
FIGURA 20 – Projeção de Custos Não recorrentes	63
FIGURA 21 – Resumo das informações projetadas.....	64
FIGURA 22 – Evolução do <i>upside</i> de cada Cenário ao longo de 2022	69
FIGURA 23 – Comparativo das Margens e do WACC nos diferentes cenários.....	69
FIGURA 24 – Taxa L/P em moeda original de 12 meses consolidado.....	70
FIGURA 25 – Múltiplo EV/EBITDA da empresa em moeda original de 12 meses.....	71
FIGURA 26 – Comparativo entre os players globais dos Múltiplos esperados para 2022.....	72
FIGURA 27 – Múltiplo EV/Vendas em moeda original de 12 meses consolidado	72

LISTA DE TABELAS

TABELA 01 – Evolução do <i>market share</i> no Mercado Brasileiro dos principais pares.....	49
TABELA 02 – Cálculo do Custo do Capital Próprio	53
TABELA 03 – Relação entre os Ratings de Crédito e o Spread de Empresas.....	53
TABELA 04 – Ratings de Crédito da Natura&Co	54
TABELA 05 – Cálculo do WACC	55
TABELA 06 – Resultado Trimestral Consolidado da Natura&Co desde 2019	56
TABELA 07 – Resumo do Valuation: Cenário Base	65
TABELA 08 – Resumo do Valuation: <i>Bear Case Scenario</i>	66
TABELA 09 – Resumo do Valuation: <i>Bull Case Scenario</i>	68
TABELA 10 – Resumo do Valuation: <i>Bull Case Scenario</i>	74

LISTA DE ABREVIATURAS

ADR	Recibos de Depósito Americano
APIMEC	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
ASG/ESG	Ambiental, Sociais e Governança/ <i>Environmental, Social and Governance</i>
B3	Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores do Brasil
BCB	Banco Central do Brasil
BM&F	Bolsa de Mercadorias & Futuros
CMV	Custo da Mercadoria Vendida
COPOM	Comitê de Política Monetária
COVID-19	Coronavírus/ <i>Corona Virus Disease 2019</i>
CPF	Cadastro de Pessoa Física
CPI	Índice de Preços do Consumidor/ <i>Consumer Price Index</i>
FED	<i>Federal Reserve System</i>
FCD/DCF	Fluxo de Caixa Descontado/ <i>Discounted Cash Flow</i>
FCDA	Fluxo de Caixa Disponível do Acionista
FCDE	Fluxo de Caixa Disponível da Empresa
FCLA	Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas
FCLF	Fluxo de Caixa Livre para a Firma
FMI	Fundo Monetário Internacional
HPPC/CFT	Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos/ <i>Cosmetics, Fragrances and Toiletries</i>
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
NOPAT	Lucro Operacional após Impostos/ <i>Net Operating Profit After Taxes</i>
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PIB	Produto Interno Bruto
P&D	Pesquisa & Desenvolvimento
TIR/IRR	Taxa Interna de Retorno/ <i>Internal Rate of Return</i>
ROE	Retorno do Patrimônio Líquido/ <i>Return on Equity</i>
SASB	Conselho de Padrões Contábeis de Sustentabilidade
SGS	Sistema Gerenciador de Séries Temporais
SKU	<i>Stock Keeping Unit</i>

WACC *Weighted Average Cost of Capital*

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	14
1. O MERCADO DE CAPITAIS	17
1.1 A Importância do Mercado de Capitais no Desenvolvimento Econômico	19
1.2 A Eficiência de Mercado	20
1.3 Objetivo do Projeto.....	20
1.3.1 Objetivo Geral	20
1.3.2 Objetivos Específicos	20
1.4 Justificativa.....	21
1.5 Metodologia de Pesquisa	22
2. REFERENCIAL TEÓRICO E METODOLÓGICO	25
2.1 Introdução.....	25
2.2 Conceitos Contábeis	25
2.3 Métodos de Avaliação de Empresas	25
2.3.1 Fluxo de Caixa Descontado.....	26
2.3.1.1 Fluxo de Caixa Disponível do Acionista (FCDA).....	28
2.3.1.2 Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE).....	29
2.3.1.3 Custo do Capital	30
2.3.1.4 Tempo de Estimação dos Fluxos de Caixa e o Valor Terminal	34
2.3.2 Modelos de Avaliação por Múltiplos	36
2.3.2.1 Múltiplos de Lucro	37
2.3.2.2 Múltiplos de Patrimônio	37
2.3.2.3 Múltiplos de EBITDA	37
2.3.2.4 Múltiplos de Receita.....	38
2.3.3 Método de Taxa Interna de Retorno (TIR).....	38
2.3.4 Complementação à Análise Tradicional – Aspectos ASG.....	38
2.4 Síntese.....	41

3. O ESTUDO DE CASO	42
3.1 Introdução.....	42
3.2 Análise da Empresa.....	42
3.3 O Setor de Atuação.....	45
3.4 O Cenário Macroeconômico.....	49
3.5 Insumos do Modelo.....	51
3.6 Demonstrativos Financeiros.....	55
3.7 Análise dos Resultados Trimestrais e Premissas do Modelo.....	56
3.8 Projeções Futuras.....	64
3.9 Cenários Alternativos.....	65
3.9.1 Bear Case Scenario.....	65
3.9.2 Bull Case Scenario.....	67
3.9.3 Comparativo entre os Cenários.....	68
3.10 Análise de Múltiplos.....	70
3.10.1 Múltiplo de Lucro.....	70
3.10.2 Múltiplo de EBITDA.....	70
3.10.3 Múltiplo de Receita.....	72
3.11 Análise ASG.....	73
3.12 Síntese.....	74
CONCLUSÃO	76
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	78
APÊNDICES	84
APÊNDICE A – PROJEÇÕES DETALHADAS	85
ANEXOS	86
ANEXO A – DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS	87

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro, desde o início dos anos 2000, vem se destacando cada vez mais como uma fonte para a diversificação de investimentos pessoais e de capitalização de empresas, que lançam ações na bolsa de valores como opção de financiamento para viabilizar novos investimentos. O crescimento da participação de pessoas físicas no mercado de capitais pode ser observado desde o plano Real em 1994, que contribuiu para a estabilidade do mercado econômico brasileiro e internacional, gerando novos empregos e aumentando a renda das pessoas. Além disso, a maior disponibilidade de informações sobre essa forma de investimento também levou as pessoas a buscarem no mercado acionário melhores retornos com o planejamento de investimentos em médios e longos prazos (ESCAVASSA; VIDOTTO, 2008).

Uma das características mais importantes e necessárias para o bom funcionamento do mercado financeiro é a transparência. Se os investidores não estão plenamente conscientes dos preços, eles podem comprar ações sobrevalorizadas, enquanto existem outras que estão subvalorizadas. No caso do mercado de capitais, esse requisito é de extrema importância, dado o prazo longo e a imaterialidade dos títulos envolvidos nas negociações (ESCAVASSA; VIDOTTO, 2008). Isso faz com que a informação tenha papel central no processo decisório do mercado, sendo capaz de reduzir os riscos tomados, isto é, reduzir a probabilidade de que haja perdas financeiras e assimetria de informação entre a empresa e os investidores. Diversos problemas surgem no mercado financeiro devido justamente a essa assimetria informacional, destacando-se vieses na mensuração dos ativos, conflito entre gestores e acionistas e entre acionistas minoritários e majoritários e até mesmo problemas no gerenciamento de resultados e em planos de recompensa. Dentre as características que são observadas, ressalta-se a má precificação do ativo, ou viés no *valuation* da empresa (LIMA, 2013).

Além disso, o equilíbrio esperado dos retornos de ações negligenciadas, isto é, que não são acompanhados por muitos analistas profissionais, será maior, *ceteris-paribus*, relação que conhecida na literatura como Efeito Negligência. Esse retorno superior pode ser atribuído a dois fatores: (i) prêmio de deficiência de informação, tendo em vista que investidores estão dispostos a pagar um preço pela qualidade, ou certeza, das informações existentes sobre o ativo; e (ii) preços ineficientes, resultado da própria deficiência de informação (ARBEL; CARVELL; STREBEL, 1983). Assim, uma empresa que não sabe dialogar com o mercado possui um risco maior e o retorno exigido acaba sendo maior. Portanto, a empresa acaba sendo mal avaliada ou perdendo valor (LIMA, 2013).

Vale ressaltar ainda que é improvável que a ineficiência sistemática de preços persista ao longo do tempo para qualquer ação individual. Isso pois o mercado está inserido em um processo dinâmico do fluxo de popularidade, uma vez que um investidor descobre um estoque promissor negligenciado, coleta as informações e identifica ineficiência, o preço da ação reage gradualmente. O aumento de popularidade, faz com que aumente a informação sobre o ativo, fazendo ineficiência de precificação desaparecer (ARBEL; CARVELL; STREBEL, 1983).

De maneira complementar, destaca-se um estudo realizado por Lima e Luca (2016) que envolveu uma amostra de 63 empresas brasileiras acompanhadas por analistas de mercado no período de 1997 a 2012. Realizou-se regressões com dados da *Bloomberg*, verificando-se empiricamente três hipóteses: (i) o valor de uma empresa é função direta do número de analistas que a seguem, indicando que o valor da firma aumenta em 0,9% a cada analista adicional, diminuindo a assimetria e aumentando o valor da empresa; (ii) a validade do Efeito Negligência, revelando correlação positiva e mais significativa entre número de analistas e valor da empresa nas empresas menores, comparativamente às maiores; e (iii) quando maior o número de analistas seguindo a empresa, menor é a assimetria de informação e menor o custo de capital próprio. Além disso, o custo de capital também tende a diminuir de maneira significativa ao comparar empresas grandes com as pequenas. Assim, concluiu-se que o acompanhamento das empresas brasileiras de capital aberto pelos analistas de mercado, ao reduzir a assimetria de informação, acaba produzindo um efeito positivo no mesmo (LIMA; LUCA, 2016).

Nesse contexto, observa-se cada vez mais a necessidade de se precificar os ativos no mercado acionário brasileiro de maneira eficiente. O objetivo deste trabalho se insere nesse contexto mais amplo, buscando aplicar empiricamente o conhecimento sobre o tema num estudo de caso. A monografia, portanto, tem como objetivo geral analisar criticamente os diferentes métodos para a avaliação de uma empresa e, mais especificamente, realizar o *valuation* da empresa Natura&Co, tendo por base o período de 2013 a 2021. Dessa maneira, será possível responder algumas indagações como: Qual é o método mais utilizado para avaliar uma empresa? Como se chega ao seu valor justo? O que explicaria possíveis divergências entre esse valor justo e o valor de mercado? O estudo de caso da Natura&Co servirá para ilustrar como responder a essas questões na prática.

A hipótese que orienta este trabalho é que o método do fluxo de caixa descontado é uma importante referência para o valor justo da empresa, pois proporciona uma visão

abrangente sobre seus fluxos de caixa atuais e futuros. Assim, em um mercado eficiente, o *valuation* é uma maneira de se justificar o preço de negociação na bolsa. Contudo, se o mercado não for eficiente, o preço pode desviar-se do valor real (DAMODARAN, 2012a). Desse modo, assume-se como hipótese a ser testada no estudo de caso que o valor justo da Natura&Co, tal como o calculado pelo método do fluxo de caixa descontado, pode não corresponder ao preço unitário das ações negociadas em mercado.

A metodologia empregada neste trabalho combina um esforço de revisão bibliográfica e um exercício empírico de *valuation*. Primeiramente, será realizada uma breve revisão sobre a evolução do mercado de capitais no Brasil e uma análise da literatura sobre os diferentes métodos existentes para se avaliar uma empresa, com destaque para o método do fluxo de caixa descontado e o método dos múltiplos. Em segundo lugar, algumas variáveis financeiras serão detalhadas com o propósito de realizar o *valuation* da Natura&Co.

Quanto à estrutura do trabalho, após esta introdução, o Capítulo 1 expõe o contexto no qual a temática está inserida e detalha a metodologia de pesquisa utilizada neste trabalho. No Capítulo 2 tem-se a fundamentação teórica, que sintetiza a teoria necessária para a elaboração de um *valuation*. No Capítulo 3 realiza-se o estudo de caso da Natura&Co, apresentando seu contexto operacional e aplicando o método discutido no Capítulo 2 para aferir o valor da empresa. Os principais resultados e discussões levantados ao longo do trabalho são apresentados na Conclusão.

1. O MERCADO DE CAPITAIS

A Bovespa, Bolsa de Valores de São Paulo, foi criada em 23 de agosto de 1890, sob o nome de Bolsa Livre, fornecendo serviços como compra e venda de ações de companhias e intermediações em operação bancárias (ESCAVASSA; VIDOTTO, 2008). No entanto, tendo em vista a crise financeira enfrentada por conta da política do encilhamento, a bolsa encerrou suas atividades já em outubro de 1891. Alguns anos mais tarde, surgiu a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo, que foi transformada na Bolsa Oficial de Valores de São Paulo pela Lei nº 2.479, de 13 de dezembro de 1935, e, posteriormente, em 1967, o nome da entidade mudou para Bolsa de Valores de São Paulo (CARMELLO, 1997). Em 1972, a Bovespa foi a primeira bolsa brasileira a implantar o pregão automatizado, através de uma ampla rede de computadores. No final da década, a Bovespa também inovou introduzindo operações com opções sobre ações no Brasil. Nos anos 1980, foi introduzido o Sistema Privado de Operações por Telefone (SPOT), uma rede de serviços online para corretoras e desenvolvido um sistema de custódia fungível de títulos (ESCAVASSA; VIDOTTO, 2008).

Na década de 1990, crescimento do mercado de ações foi impulsionado principalmente devido à estabilidade econômica derivada do Plano Real de 1994, somada ao crescimento da economia mundial, à redução do desemprego e ao aumento da renda. Outro marco importante ocorreu em 1999 com a instauração do sistema Home Broker da Bovespa, que permitia a negociação de ações via Internet. Além disso, já nos anos 2000, a Bovespa acompanhou o crescimento na criação dos Clubes de Investimentos¹, importantes para a popularização do mercado acionário (ESCAVASSA; VIDOTTO, 2008). Alguns anos mais tarde em 2008, a Bovespa se une a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), criando assim a BMF&FBOVESPA. Logo depois, em 2011, os investimentos em infraestrutura tecnológica se intensificam e a plataforma *PUMA Trading System* é lançada em parceria com o CME Group nos mercados de derivativos e câmbio, sendo posteriormente estendida para o mercado de ações e renda fixa privada. Por fim, em 2017 ocorre a fusão com a Cetip, empresa fundada em 1984 que provia soluções e serviços financeiros no mercado de balcão organizado. A fusão marca o início da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), que configura hoje a maior câmara de ativos privados do Brasil e maior depositária de títulos de renda fixa da América Latina (B3, 2022a).

Além da trajetória de inovação, destaca-se ainda que cada vez mais a bolsa brasileira e o mercado de capitais vem sendo uma alternativa de diversificação de investimentos pessoais

¹ Clubes de Investimentos são associações constituídas por pessoas físicas para aplicação coletiva de recursos em títulos e valores mobiliários que podem ser ações ou derivativos (ESCAVASSA; VIDOTTO, 2008).

e de capitalização de empresas, sendo uma importante opção de financiamento e capitalização para as empresas. Além de viabilizar investimentos para as companhias, a bolsa também acaba beneficiando as pessoas físicas, tendo em vista que é uma alternativa de aplicação financeira e formação de patrimônio de longo prazo (ESCAVASSA; VIDOTTO, 2008). Nesse contexto, vale destacar que esse processo de aumento de pessoas físicas na bolsa vem chamando cada vez mais atenção, como pode ser observado na Figura 01.

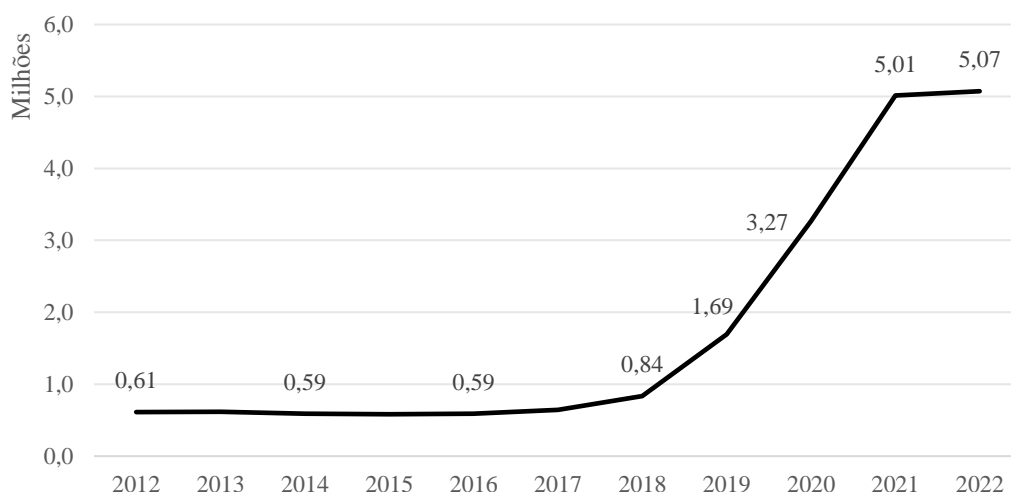


FIGURA 01 – Evolução do número de CPFs cadastrados na Bolsa

Fonte: Elaboração Própria; dados: B3 (B3, 2022b)

O número de pessoas físicas na bolsa de valores cresceu cerca de 507% de 2018 até maio de 2022, segundo os dados da B3. Vale ressaltar que se considera a quantidade de Cadastros de Pessoas Físicas (CPF's) cadastrada em cada agente de custódia com conta ativa, podendo contabilizar o mesmo investidor caso ele possua conta em mais de uma corretora (B3, 2022b). Salienta-se ainda que há uma correlação positiva entre o crescimento do investimento de pessoa física na Bovespa e a política monetária exercida no país, que impacta o investimento devido ao excesso ou escassez de liquidez no mercado e ao movimento da taxa de juros e inflação (ESCAVASSA; VIDOTTO, 2008).

Mesmo com esse aumento relevante, observa-se que o percentual de pessoas físicas na bolsa ainda é bem incipiente, dado o valor total da população brasileira, diferentemente de outros países como os Estados Unidos, cujo hábito de investir na bolsa de valores é disseminado desde cedo (ESCAVASSA; VIDOTTO, 2008). A falta de conhecimento e a volatilidade intrínseca do mercado levam as pessoas a darem maior preferência a aplicações com baixo risco, admitindo assim taxas de rendimentos mais baixas. A referência para a remuneração destas aplicações e das demais taxas de juros da economia é justamente a taxa

financiamento no mercado interbancário para títulos públicos federais. Quando há sua diminuição, os rendimentos de renda fixa caem, reduzindo a atratividade investimentos em títulos da dívida pública frente à bolsa de valores, admitindo-se assim uma exposição maior a risco (CASAGRANDE; PRADO, 2017).

Ao olhar a Figura 02, segundo os dados fornecidos pelo Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central do Brasil (BCB), observa-se que desde 2000, a taxa Selic vem em trajetória decrescente, chegando a 1,90% anualizado no final de 2020, sendo este um dos grandes incentivadores para aplicar na bolsa brasileira (BCB, 2022). Assim sendo, com o aumento de popularidade da bolsa, evidencia-se a importância de saber precificar de maneira adequada os ativos nela listados.

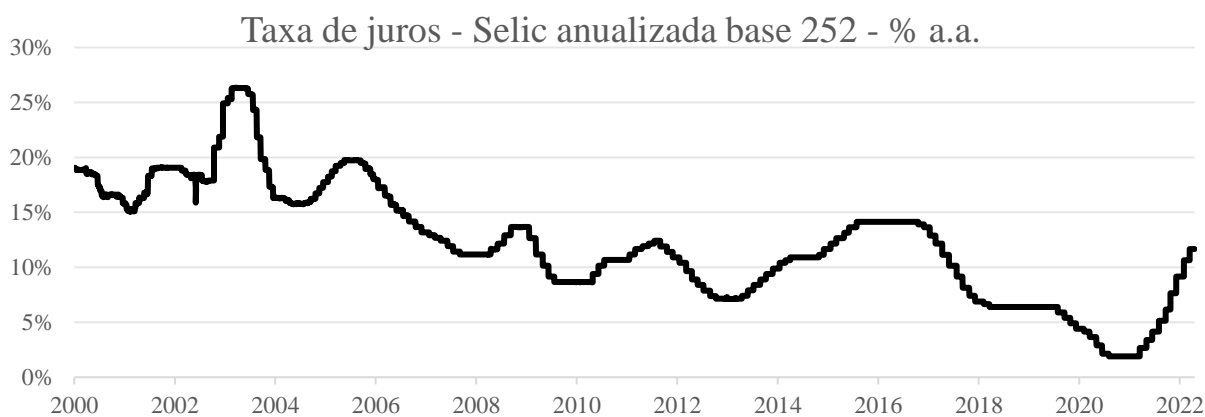


FIGURA 02 – Evolução da Taxa Selic desde 2000

Fonte: Elaboração Própria; dados: SGS (BCB, 2022)

1.1 A Importância do Mercado de Capitais no Desenvolvimento Econômico

Segundo Escavassa e Vidotto (2008), a função primordial do mercado financeiro é aproximar o investidor, que apesar de ter excesso de recursos disponíveis, não possui oportunidade de investimento desses recursos em atividades produtivas, e o tomador, que se encontra na situação inversa. Assim, o mercado permite essa transferência de recursos, possibilitando um aproveitamento melhor das oportunidades em toda a economia, o que pode culminar em um aumento geral da produtividade, da eficiência e do bem-estar da sociedade. Por fim, é importante destacar também que, além dos efeitos macroeconômicos relacionados à alocação de recursos, o mercado de capitais pode ainda proporcionar um aumento da eficiência microeconômica nas empresas.

Ao olhar especificamente o mercado acionário, verifica-se que este mercado garante a diluição de riscos, sendo em última instância, um incentivo à inovação econômica e à modernização, proporcionando aumento de produtividade, retorno, crescimento e renda. Além

disso, este mercado pode vir a promover uma democratização e socialização do capital, tendo em vista que ele reduz a participação na propriedade das empresas para os pequenos poupadores (ESCAVASSA; VIDOTTO, 2008). A concretização dessas potencialidades depende dos arranjos institucionais sob os quais os mercados são moldados, com destaque para a regulação financeira, das variáveis macroeconômicas e dos comportamentos dos participantes desses mercados.

1.2 A Eficiência de Mercado

Segundo Damodaran (2012a), o mercado financeiro não é eficiente por si só. Na verdade, são as ações dos investidores que tornam os mercados eficientes, ao buscarem oportunidades de lucro e implementarem modelos para tal. O mercado eficiente é visto como mecanismo de autocorreção, que apesar de possuir ineficiências em intervalos regulares, elas desaparecem conforme os investidores as identificam.

Desse modo, para a ineficiência do mercado seja eliminada, a mesma deve estimular a busca de retornos excedentes. Para isso, algumas condições são necessárias: (i) os ativos devem ser negociados; (ii) os custos de transação de execução devem ser menores do que os lucros esperados. Além disso, os investidores maximizadores de lucro devem: (i) reconhecer o potencial de retorno; (ii) replicar o esquema *beat-the-market*²; e (iii) ter recursos suficientes para negociar até que a ineficiência desapareça (DAMODARAN, 2012a).

1.3 Objetivo do Projeto

1.3.1 Objetivo Geral

Esse trabalho tem como objetivo principal compreender os métodos de avaliação de uma empresa listada na bolsa de valores brasileira. Para isso, será realizado uma revisão bibliográfica, elegendo-se um método de *valuation* para aprofundar-se em um estudo de caso. Isto é, determinar-se-á o valor justo de uma empresa através de um método de análise fundamentalista a ser selecionado no decorrer deste trabalho.

1.3.2 Objetivos Específicos

Para alcançar este objetivo geral, tem-se como objetivos específicos: (i) entender os principais modelos utilizados pelos profissionais de investimento no processo de avaliação de empresas com uma maior profundidade; (ii) eleger um método para aprofundar-se mais a

² Estratégia capaz de obter retornos acima da média de mercado

fundo; (iii) realizar um estudo de caso com a empresa Natura&Co tendo como referência os dados de 2013 a 2021 para aplicar na prática os conceitos levantados; e (iv) analisar a diferença entre o valor intrínseco da empresa e seu valor de tela, identificando ainda a sensibilidade de preço às premissas do modelo.

1.4 Justificativa

A avaliação de empresas objetiva identificar, classificar e mensurar oportunidades de investimento em empresas. Ela fornece um insumo importante para a tomada de decisão em diversos campos, inclusive fora do mercado financeiro, podendo fundamentar compra e venda de negócios, operações de fusão, cisão e/ou incorporação de empresas. Além disso, a avaliação pode ainda ser uma análise importante para dissolução de sociedades e liquidação de empreendimentos (SOUTE et al., 2008).

Ao olhar especificamente para o mercado de capitais, assumindo que o processo de previsão dos analistas financeiros é eficiente, os preços de mercado e as previsões dos analistas refletiriam todas as informações descritas na Figura 03. Contudo, a ineficiência na análise cria erros de previsão e mudanças no preço das ações.

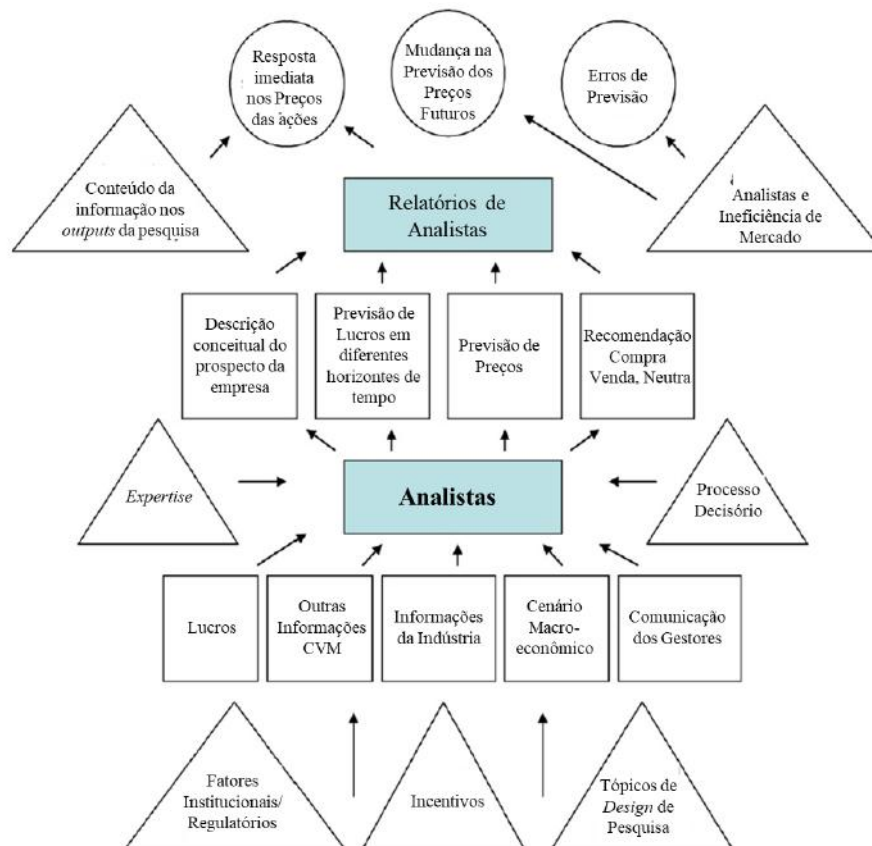


FIGURA 03 – Ambiente dos Analista no Mercado de Capitais

Fonte: Adaptado de Ramnath, Rock, Shane (2008)

Conforme visto na figura, os analistas têm um papel central na análise das informações disponíveis e influenciam diretamente a precificação dos ativos, motivando Ramnath, Rock, Shane (2008) a realizarem uma revisão da literatura sobre o papel que analistas assumem no mercado de capitais. Os autores concluem que os erros sistemáticos nas previsões realizadas pelos analistas podem ser atribuídos a o processamento ineficiente de informações, ou pode ser devido aos incentivos dos analistas. Inclusive, segundo Chan, Jegadeesh e Lakonishok (1996) as previsões respondem de forma retardada às notícias nos anúncios de lucros, particularmente para empresas que tiveram um desempenho ruim no passado. Outro apontamento, realizado por Easterwood e Nutt (1999), é que a ineficiência nas projeções dos analistas não vem de uma reação exagerada à informação, mas resulta de um otimismo ou pessimismo generalizado. Além disso, o grau de otimismo ainda pode variar conforme o tipo de analista, isto é, analistas *bottom up*, com análise mais fundamentada nas empresas individuais, são mais otimistas do que os *top down*, que preveem ganhos para os índices de mercado, influenciados mais pelo cenário macroeconômico (DARROUGH; RUSSELL, 2002). Finalmente, é válido destacar que as revisões de previsão do analista não consideram todas as informações em sinais fundamentais relacionados a ganhos futuros, o que implica que os analistas ignoram certas informações disponíveis, consideradas não lucrativas (ABARBANELL; BUSHEE, 1997).

Por fim, tendo em vista que os investidores só aplicam seus recursos em títulos conhecidos e que tal conhecimento é fornecido pelos analistas de mercado, a amplitude de conhecimento do investidor acaba sendo positivamente correlacionada com o número de analistas que acompanham a empresa, conforme já mencionado anteriormente. Uma das explicações possíveis para tal correlação é que os analistas auxiliam na diminuição da assimetria de informação, acrescentando valor às empresas, e, assim, contribuem com a eficiência e a eficácia do monitoramento (LIMA; LUCA, 2016).

1.5 Metodologia de Pesquisa

A economia é uma ciência inteiramente criada pelo homem e, conseqüentemente, acaba sendo altamente maleável, operando de acordo com regras que variam no tempo e no espaço. Por esse motivo, não há uma receita única e correta na ciência econômica. O trabalho do economista seria, portanto, um aperfeiçoamento progressivo da compreensão e dos modelos, à medida que estes vão sendo testados e revisados. Assim, a economia não avança

a partir da escolha da teoria certa, mas a partir da compreensão da gama de relações causais (RODRIK, 2017).

Apesar das ideias de Rodrik estarem mais voltadas à política econômica para se entender o funcionamento dos mercados, esta visão também pode ser aplicada para casos mais específicos como a simples análise de uma empresa. Isto é, não há uma receita única e correta para a avaliação de uma empresa, não havendo, portanto, um valor único considerado correto pelo consenso de mercado. É necessária que a análise seja ajustada às particularidades e regulamentações de cada país e adaptadas às especificidades de cada empresa, compreendendo as relações causais do mercado para chegar a um valor o mais confiável possível.

Por esse motivo, uma pesquisa exploratória será realizada visando proporcionar maior familiaridade com o problema de modo a torná-lo explícito ou levá-lo à construção de hipóteses. Esta pesquisa pode envolver um levantamento bibliográfico, entrevistas com pessoas experientes ao problema exposto e até mesmo a análise de exemplos que impulsionam a compreensão. Assim, na grande maioria dos casos, essas pesquisas assumem a forma de pesquisa bibliográfica ou estudos de caso (GIL, 2002).

No caso específico deste trabalho, a pesquisa exploratória assumirá a forma de um estudo de caso de uma empresa listada na bolsa de valores brasileira, se enquadrando, assim, dentro da abordagem de pesquisa qualitativa. Ressalta-se ainda que o estudo de caso é uma estratégia metodológica que se baseia em muitas observações e evidências, tentando responder perguntas do tipo “qual” ou “como” (SÁTYRO; D’ALBUQUERQUE, 2020).

Segundo Gerring (2009), os estudos de caso possuem certa vantagem natural na pesquisa de natureza exploratória, o que não ocorre nas pesquisas confirmatórias ou quantitativas em que hipóteses são testadas. Isso ocorre já que o estudo de caso se trata de um único exemplo, mesmo que este se inclua dentro de uma dinâmica ou fenômeno muito maior. Assim, o estudo de caso geralmente sofre com problemas de representatividade pois inclui, por definição, apenas um pequeno número de casos de algum fenômeno mais geral.

O estudo de caso pode ainda ser mais ou menos denso, dependendo do objetivo da pesquisa. Deve-se salientar a existência de um *trade-off* entre o número de casos analisados e o grau de profundidade que será adentrado. Assim, ao se optar por uma dimensão, conseqüentemente, acaba-se perdendo na outra (SÁTYRO; D’ALBUQUERQUE, 2020). Por esse motivo, optou-se por realizar o *valuation* de uma única empresa, a Natura&Co, para que seja possível abordar o tema com a profundidade necessária.

A coleta de dados será realizada por meio de uma pesquisa bibliográfica, utilizando-se como fonte livros, revistas científicas arquivos e sites da internet, bem como através da busca direcionada de informações junto à empresa objeto do estudo. Objetiva-se encontrar o máximo de informações sobre a empresa, baseando-se em seus relatórios anuais, relatórios de sustentabilidade, demonstrações financeiras, diretrizes e outras informações publicadas que sejam relevantes para o exercício de *valuation*. Tais informações podem ser facilmente obtidas através do site de Relações com Investidores da companhia. Neste caso, a preferência pelos documentos publicados diretamente pela empresa se deu para aumentar a confiabilidade da análise presente neste trabalho. Não obstante, as informações divulgadas pela empresa em relação às expectativas futuras podem sobrestimar receitas ou subestimar custos e dificuldades a serem enfrentadas. Isso ocorre, pois, em geral, as empresas temem frustrar as expectativas de mercado e por isso amenizam os efeitos de um evento negativo nos resultados. Desse modo, tais efeitos podem ser mitigados na adoção das premissas mais conservadoras, bem como na adoção de um olhar crítico quando ao *guidance* divulgado. Vale ressaltar também a necessidade de se obter dados econômicos, disponibilizados pelo Banco Central do Brasil como por exemplo o Relatório Focus, índices financeiros, obtidos através do site do Damodaran, e informações sobre a taxa de juros norte americana de 10 anos, disponibilizada pelo *US Department of the Treasury*.

Por fim, como método a ser adotado, elegeu-se o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), que, como veremos, é aquele que traz maior rigor técnico para a avaliação econômica de um investimento. Tal método busca apurar a riqueza absoluta, através do cálculo do valor presente dimensionada através do fluxo de benefícios econômicos líquidos de caixa esperados no futuro, descontados por uma taxa que reflete o custo de oportunidade dos provedores de capital (ASSAF NETO; 2014). Ademais, segundo Soute et al. (2008), os métodos baseados no fluxo de caixa descontado são os mais utilizados pelos profissionais da área. Ainda, destaca-se que o fluxo de caixa descontado da empresa foi o mais utilizado nos setores industrial (64%) e comercial (54%). Sua difusão para o processo de avaliação no mundo real referenda, portanto, seu uso para o estudo de caso deste trabalho.

2. REFERENCIAL TEÓRICO E METODOLÓGICO

2.1 Introdução

Neste capítulo será sintetizada a teoria necessária para a elaboração de uma análise fundamentalista de uma empresa e, assim, fornecer os pilares para que um estudo de caso possa ser que será tratado no próximo capítulo. Para isso, o capítulo será dividido em duas seções: a primeira objetivando trazer certas definições de contabilidade necessárias para a elaboração de um *valuation* e a segunda abordando alguns métodos de análise de empresas comumente utilizadas no mercado.

2.2 Conceitos Contábeis

O objetivo desta seção é tratar de alguns conceitos que serão essenciais para a avaliação de uma empresa, detalhada na próxima seção. São eles:

- EBIT (ou LAIR em português): equivale ao Lucro da Atividade e representa o Lucro após despesas operacionais e depreciação, mas antes de impostos e juros (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2001);
- EBITDA (ou LAJIDA em português): representa o Lucro após despesas operacionais, mas antes de depreciações, amortizações, juros e impostos. É a medida mais próxima da geração de caixa efetiva da firma (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2001);
- NOPAT: refere-se ao lucro operacional líquido dos impostos, isto é, $EBIT(1 - IR)$, onde IR é a alíquota do Imposto de Renda (PÓVOA, 2012);
- ROE: refere-se ao retorno sobre o patrimônio líquido, calculado pelo lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido (PÓVOA, 2012);
- CAPEX: representa os Investimentos em bens de capital;
- OPEX: representa as Despesas Operacionais;
- Necessidade de capital de giro: refere-se a diferença entre o ativo cíclico (estoques e clientes) e o passivo cíclico (fornecedores) da empresa (PÓVOA, 2012).

2.3 Métodos de Avaliação de Empresas

Na avaliação de empresas pode-se destacar duas abordagens concorrentes: (i) a abordagem de fluxo de caixa descontado, que reflete o fluxo de caixa previsto da empresa, trazido a valor presente dada uma taxa de desconto que reflita o grau de risco; e (ii) a abordagem pelos múltiplos de ganhos, onde a base de análise é algum múltiplo dos lucros

contábeis, enquadrando-se em uma abordagem de análise relativa. Destaca-se ainda que a primeira abordagem proporciona uma visão muito mais sofisticada e aprofundada, portanto, confiável do valor das empresas do que a segunda (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2001).

Ressalta-se ainda que essas duas abordagens produzem em geral estimativas distintas de valor para uma mesma empresa. Tais diferenças decorrem principalmente devido a percepções diferentes sobre eficiência do mercado. Na avaliação por fluxo de caixa descontado, assume-se que os mercados cometem erros que serão corrigidos ao longo do tempo, contudo, esses erros podem estar presentes em um setor como um todo. Já na avaliação relativa, assume-se que os erros cometidos em relação a precificação individual desaparecem na média. Isto é, ao comparar uma empresa em relação as demais de seu setor, assume-se que o mercado precificou corretamente o setor como um todo. Assim, uma empresa mesmo que superavaliada sob a ótica do fluxo de caixa descontado, pode estar subavaliada sob o critério relativo, se sua base de comparação estiver toda superavaliada. Além disso, mesmo dentro da avaliação relativa pode-se chegar a estimativas diferentes, dependendo do múltiplo e da base de comparação adotada (DAMODARAN, 2012b).

Por fim, deve-se ter em mente que a análise de múltiplos buscar precificar ativos através de comparativos padronizados de mercado e sua interpretação não é trivial. Isto é, múltiplos baixos não garantem que a ação é barata, da mesma forma que o contrário também não é válido. Para a comparação intertemporal de múltiplos deve-se ajustar a taxa de crescimento, taxa de desconto, relação entre retorno e custo de capital e até mesmo o momento de ciclo da empresa e da economia em geral (PÓVOA, 2012).

2.3.1 Fluxo de Caixa Descontado

A abordagem do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) – *Discounted Cash Flow (DCF)* em inglês – é o valor pago pela empresa aos seus investidores após atingir suas necessidades de investimento e pode determinar o valor de longo prazo de sua ação (ENDLER, 2004). Baseia-se no conceito de que um investimento agrega valor ao gerar retornos sobre o investimento superiores ao retorno que poderia ser obtido dado o mesmo risco (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2001). Assim, o cálculo do FCD pode ser representado de maneira simplificada pela equação 01, onde r é a taxa de desconto e n é a vida útil do ativo, que no caso de empresas de capital aberto pode, em teoria, ser infinito (DAMODARAN, 2012b).

$$\text{Valor Presente dos Fluxos de Caixa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Fluxo de Caixa}_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

Tal método de avaliação considera premissas e hipóteses comportamentais da empresa, além do contexto em que a mesma está inserida como mercado de atuação e perspectivas futuras. Representa-se, assim, todas as potencialidades e perspectivas da empresa. Contudo, mesmo tratando-se de um processo que envolve um modelo matemático, envolve igualmente julgamentos subjetivos, sendo, portanto, suscetível a incertezas e erros. Nesse sentido, a qualidade, a confiabilidade e a correta utilização dos dados de entrada se mostram essenciais para um resultado justo e coerente. Assim, o avaliador deve se abster ao máximo de influenciar subjetivamente as informações utilizadas no modelo (ENDLER, 2004).

Dentre os insumos básicos destacam-se: (i) os saldos do fluxo ou geração de caixa, excluindo-se as necessidades de investimentos e impostos; (ii) o crescimento esperado dessa geração; (iii) o custo do capital; e (iv) a estimativa do valor da empresa ao término do período de previsão. Vale ressaltar ainda que esses insumos podem ser definidos tanto sob a perspectiva da empresa, quanto sob a dos investidores de capital próprio, isto é, dos acionistas (DAMODARAN, 2012b). Assim, tem-se dois modelos comumente utilizados pelos analistas: (i) o fluxo de caixa disponível do acionista (FCDA), demonstrando o patrimônio líquido do acionista, obtido através dos fluxos de caixa descontado pelo custo do capital próprio; e (ii) o fluxo de caixa disponível da empresa (FCDE), semelhante ao anterior, mas que desconta os fluxos de caixa pela taxa do custo médio ponderado de capital, conhecido em inglês como *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) (ENDLER, 2004).

Na Figura 04, é possível observar a relação entre as duas abordagens quando a empresa possui apenas uma divisão. Constata-se que, dada as suas respectivas taxas de desconto que refletem o risco de cada um dos fluxos de caixa, ambas os métodos resultariam no mesmo valor patrimonial (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2001).

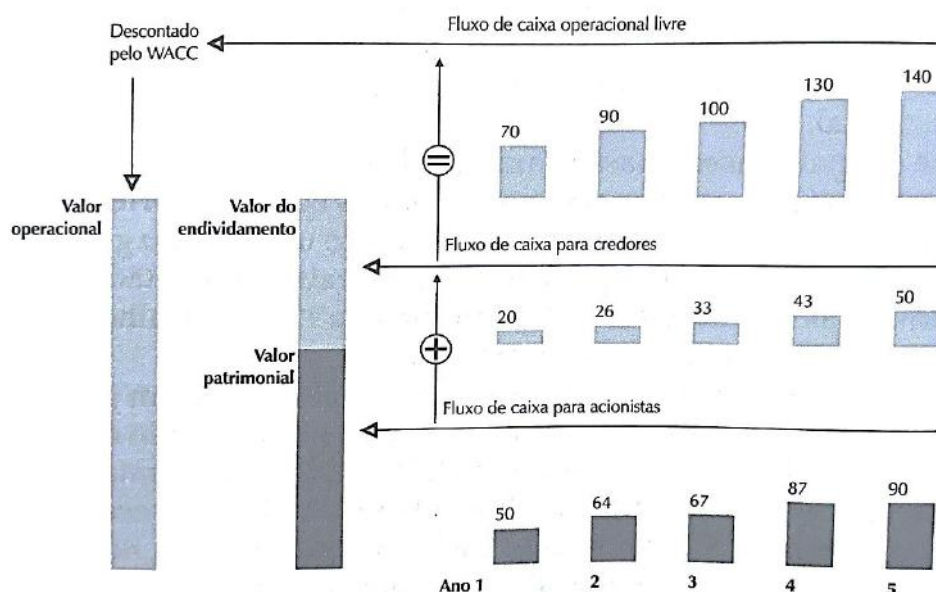


FIGURA 04 – Esquema dos Modelos de Avaliação Empresarial

Fonte: Capítulo 8 Estruturas de Avaliação (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2001)

Em suma, para o exercício de *valuation*, algumas etapas devem ser seguidas: (i) entender o modelo de negócio da empresa, atentando para as fontes de receitas e custos, bem como o mecanismo de geração de valor, clientes atuais e potenciais, concorrentes e possíveis ameaças e oportunidades; (ii) analisar os documentos contábeis passados da empresa; (iii) analisar os aspectos macroeconômicos que afetem o negócio da empresa, como taxa de juros, dólar e inflação; e, por fim, (iv) elaborar um modelo matemático para projetar o resultado da empresa e calcular o valor justo da mesma.

2.3.1.1 Fluxo de Caixa Disponível do Acionista (FCDA)

O modelo em questão leva em consideração o fluxo de caixa livre para os acionistas (FCLA), isto é, quanto a empresa pode pagar para devolver aos seus acionistas. Para isso, parte-se do EBITDA e subtrai-se as necessidades de reinvestimento da empresa. Isto é, a partir do lucro líquido subtrai-se as despesas de capital (saídas de caixa). Posteriormente, observa-se a variação capital de giro, algo que influencia diretamente nos fluxos de caixa da empresa, considerando apenas as mudanças no capital de giro não monetário. Por fim, deve ser considerado o nível de endividamento da empresa. Isto, pois o pagamento de dívidas representa uma saída de caixa. Contudo, se esse pagamento for financiado pela emissão de uma nova dívida, o que ocorre é uma entrada de caixa. Assim, após essa análise, o fluxo de caixa restante é o próprio fluxo de caixa livre para o acionista (DAMODARAN, 2012a).

Em geral, esse método é mais adequado para empresas que não possuem perspectivas de mudança na sua estrutura de capital, sendo em geral entidades maduras e líderes de mercado. Isso se deve pela maior facilidade de projeção dos juros a serem pagos e do fato que a contração e pagamento de novas dívidas se dará de forma simultânea à venda ou recompra de ações, o que não alteraria a estrutura de capital da empresa (PÓVOA, 2012). Vale ressaltar ainda que empresas com crescimento elevado, geralmente possuem altos gastos de capital líquido em relação a ganhos, além de ter grandes aumentos em capital de giro, principalmente em setores com alto rendimento requisitos de capital, como o setor de varejo, por exemplo (DAMODARAN, 2012a).

2.3.1.2 Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE)

O modelo em questão é especialmente útil ao ser aplicado a empresas que possuem múltiplas divisões, tendo em vista que o valor patrimonial será igual à soma dos valores individuais de cada unidade, somado aos ativos corporativos geradores de caixa, subtraindo-se os custos da sede corporativa, o endividamento e o capital preferencial (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2001).

Esse modelo geralmente é recomendado, pois: (i) avalia todos os componentes que compõem o valor total da empresa, não limitando-se ao capital social, deste modo, é possível observar investimentos diversos e suas fontes de financiamento; (ii) identifica as áreas de alavancagem da empresa; (iii) comporta diversos níveis de agregação; e, por fim, (iv) é sofisticado o bastante para lidar com a complexidade da realidade e, simultaneamente, de fácil implementação (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2001).

O fluxo de caixa livre para a firma (FCLF) é a soma dos fluxos de caixa para todos os detentores de reivindicações da empresa, acionistas e detentores de títulos. Assim, é o fluxo de caixa anterior ao pagamento da dívida e, por isso, é conhecido como fluxo de caixa desalavancado. Para obter o FCLF, basta estimar os fluxos de caixa anteriores a qualquer uma dessas reivindicações, começando com os ganhos antes de juros e impostos e deduzindo os impostos e as necessidades de reinvestimento, conforme a equação 02. Salienta-se ainda que este cálculo não incorpora nenhum benefício fiscal decorrente do pagamento de juros (DAMODARAN, 2012a).

$$FCLF = NOPAT + Depreciação - (CAPEX + \Delta \text{Capital de Giro}) \quad (2)$$

Assim, o valor da empresa, no caso mais geral, pode ser escrito como o presente valor dos FCLF, conforme equação 03.

$$Valor da Firma = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCLF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (3)$$

Apesar de que, em teoria, as duas abordagens produzirem o mesmo valor para o patrimônio, na prática, nem sempre é fácil chegar ao mesmo valor. O FCDE é mais adequado para empresas que são muito ou pouco alavancadas, assim como para empresas que se encontram em processo de desalavancagem ou de endividamento. Nesses casos, o FCDA é mais difícil por conta da volatilidade induzida por pagamentos de dívida (ou novas emissões) e o valor do patrimônio líquido, que pode representar uma pequena parcela do valor total da empresa, é mais sensível a suposições sobre crescimento e risco (DAMODARAN, 2012a).

Ressalta-se ainda algumas limitações para o FCDE. Primeiramente, os fluxos de caixa para a empresa são muito menos intuitivos do que os fluxos de caixa para o acionista, além de ser a resposta de uma pergunta hipotética sobre como seria o fluxo de caixa da empresa caso a empresa não possuísse dívidas ou pagamentos associados. O segundo ponto a ser destacado é que por ser um fluxo de caixa “pré-endividamento”, isso pode às vezes mascarar problemas reais de sobrevivência da empresa. Além disso, o uso de um índice de endividamento no custo de capital para incorporar o efeito da alavancagem exige que sejam feitas suposições implícitas, que podem acabar não sendo razoáveis (DAMODARAN, 2012a).

Por fim, destaca-se ainda que o valor da firma considera tanto o montante acumulado em ações a valor de mercado quanto a dívida bruta da empresa, tendo em vista que os ativos da empresa pertencem tanto ao credor, quanto ao acionista (PÓVOA, 2012). Nesse sentido, é comum que se desconte o valor da dívida bruta da empresa para a obtenção do preço justo a partir da equação 04:

$$Preço Justo da Ação = \frac{Valor da Firma - Dívida Bruta}{N^o de Ações} \quad (4)$$

2.3.1.3 Custo do Capital

Ao analisar o patrimônio líquido de uma empresa, contabiliza-se o risco do investimento do capital próprio da mesma. Isso, pois dependendo da empresa, mesmo que o setor de atividade seja menos arriscado, o seu capital próprio pode ter mais ou menos riscos de acordo com nível de endividamento e alavancagem da empresa, isto é, depende se ela usa muita dívida ou capital de terceiros para financiar suas operações (DAMODARAN, 2012b).

Assim, o risco do patrimônio líquido de uma empresa é medido através pelo custo do capital próprio. Já o risco da empresa é indicado pelo custo do capital total, sintetizado pelo custo médio ponderado do capital (WACC) a partir de uma média ponderada do custo do

capital próprio e do custo do capital de terceiros. Desse modo, o WACC reflete de maneira adequada o modo de financiamento da empresa.

- **Custo do Capital Próprio (Ke)**

Para o cálculo do custo do capital próprio de uma empresa, são necessárias três variáveis básicas: (i) a taxa livre de risco; (ii) o prêmio do risco, isto é, a exigência por parte dos investidores para investir em ações ao invés de títulos mobiliários livres de risco; e (iii) um indicador do risco relativo do investimento, conhecido como beta (DAMODARAN, 2012b). A equação 05 revela a relação entre essas variáveis.

$$Ke = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (5)$$

Vale ressaltar que a taxa livre de risco é compreendida como aquela que não contém nenhum tipo de risco em sua realização, por exemplo, refletindo a ausência de dúvidas do investidor em relação ao recebimento (*default*) e ao seu valor (ASSAF NETO; 2014). A taxa livre de risco é então composta pela inflação esperada e a taxa de juros real, que deve ser igual à taxa de crescimento nominal da economia no longo prazo. Para isso, em geral, são utilizadas as taxas dos títulos públicos federais americanos de 10 ou 30 anos (DAMODARAN, 2012b). Não obstante, mercados emergentes como, por exemplo, a América do Sul e Ásia apresentam um nível de incerteza maior e, logo, é preciso adicionar um prêmio, denominado risco país. Trata-se, portanto de uma remuneração adicional para compensar a não aplicação dos recursos em mercados desenvolvidos e mais estáveis. Dessa forma, considera-se como ativo livre de risco nos mercados financeiros internacionais os *T-Bonds* do governo norte-americano e o risco país pode ser adicionado conforme equação 06 (ASSAF NETO; 2014).

$$Ke = R_f + \beta * (R_m - R_f) + RiSCO_{BR} \quad (6)$$

Por fim, ao admitir que os valores da fórmula do Ke são expressos nominalmente, é necessário levar em conta a relação inflacionária entre os países (ASSAF NETO; 2014). Portanto, a taxa nominal no Brasil segue:

$$Ke = R_f + \beta * (R_m - R_f) + RiSCO_{BR} + \pi_{BR} - \pi_{USA} \quad (7)$$

Além disso, dentre as variáveis de entrada, destaca-se o beta, que funciona como um indicador de risco do ativo, e a taxa livre de risco. Para se estimar o beta, verifica-se o quanto a ação variou no passado em comparação com o mercado. Em outras palavras, é a inclinação da

regressão dos retornos gerados pela ação em relação ao índice de mercado, como pode ser simplificado na equação 08 (DAMODARAN, 2012b).

$$R_a = \alpha + \beta * R_m \quad (8)$$

Por se tratar de um resultado retrospectivo sempre sujeito a ruídos e distorções, geralmente substitui-se o beta da regressão pelo beta médio do setor em que a empresa atua. Segundo Damodaran (2012b), o beta do setor acaba sendo mais preciso do que um único beta de regressão, tendo em vista que a média de vários betas atenua a influência dos erros.

Segundo Assaf Neto (2014), tal coeficiente pode ser calculado de acordo com as seguintes etapas: (i) identificar o setor de atuação; (ii) identificar o beta não alavancado médio do setor; (iii) calcular o índice médio de endividamento da empresa; e (iv) calcular o beta alavancado conforme equação 09.

$$\beta_L = \beta_u * [1 + (P/PL) * (1 - IR)] \quad (9)$$

β_L = beta alavancado

β_u = beta não alavancado (empresa sem dívidas)

P = passivos onerosos ou financeiro

PL = patrimônio líquido (capital próprio)

IR = alíquota de Imposto de Renda

Por fim, cabe mencionar o prêmio de risco de mercado ($R_m - R_f$), que mensura o retorno adicional exigido ao ativo em função do maior risco se comparado com o investimento em títulos do tesouro.

- **Custo do Capital de Terceiros (K_i)**

Também conhecido como custo da dívida, o K_i é geralmente obtido a partir de informações históricas disponíveis nos mercados financeiros e nos demonstrativos das empresas e pode ser estimado conforme a seguinte expressão:

$$K_i = R_f + Risco_{BR} + Spread \quad (10)$$

R_f = Taxa livre de risco baseada em títulos do Tesouro dos EUA;

$Risco_{BR}$ = Risco país (Brasil);

$Spread$ = Adicional sobre ativos livres de risco

Vale ressaltar que, analogamente ao Ke , o cálculo do custo da dívida de uma empresa brasileira é feito a partir de uma escala global, adotando como referência o mercado norte americano. Sendo assim, é necessário também contabilizar o risco país. Além disso, estima-se também o *spread* da companhia, isto é, o seu risco de inadimplência (*default*). Tal risco pode ser visualizado em *ratings*, isto é, uma avaliação sobre a capacidade e disposição do emitente de um título em honrar com seus compromissos. Assim, é possível conhecer os *spreads* de inadimplência exigidos pelo mercado e, conseqüentemente, estimar os juros que as empresas devem remunerar seus credores (ASSAF NETO; 2014).

Não obstante, o Ki calculado não leva em consideração a tributação. Por esse motivo, é necessário estimar o Ki líquido dos impostos e, portanto, deve-se deduzir o imposto de renda equivalente conforme a equação 11:

$$Ki(liq) = Ki \text{ (antes do IR)} * (1 - IR) \quad (11)$$

- **Weighted Average Cost of Capital (WACC)**

O custo médio ponderado do capital (WACC) é frequentemente utilizado como a taxa de retorno mínima a ser exigida nas aplicações de capital de uma empresa (ASSAF NETO; 2014). Assim sendo, é utilizada como a taxa de desconto aplicada ao FCLF, refletindo o custo de oportunidade dos provedores de capital, isto é, o retorno esperado de um investimento de igual risco, ponderado por suas respectivas contribuições para o capital total da empresa (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2001).

Para o seu cálculo, considera-se dois pressupostos fundamentais: (i) admite que a estrutura de capital, isto é, a proporção de recursos próprios e dívidas onerosas, é constante. Assim, alterações que ocorram na composição das fontes de financiamento alteram o WACC e, por esse motivo, o aconselhado é definir uma estrutura alvo de capital ideal, o que minimizará o custo total de capital, maximizando o valor da empresa. E (ii) ser mensurado considerando que as participações dos custos de capital devem estar expressas em valor de mercado, o que demandaria um processo iterativo, tendo em vista que se faz necessário conhecer previamente o valor de mercado da empresa, que é o objetivo final da avaliação. Sendo assim, o WACC é muitas vezes calculado de maneira simplificada, utilizando-se o custo contábil, apurando geralmente uma taxa menor, dado que é comum o valor de mercado do patrimônio líquido superar seu valor contábil (ASSAF NETO; 2014).

O WACC pode ser representado pela simples média ponderada do custo de cada fonte de financiamento:

$$WACC = \sum_{j=1}^n W_j * K_j \quad (12)$$

W_j = participação relativa de cada fonte de capital no financiamento total.

K_j = custo específico de cada fonte de financiamento (própria e de terceiros);

Ao aplicar ao caso em que há apenas duas fontes de financiamento: capital Próprio e endividamento, o WACC pode ser escrito conforme equação 13 (PÓVOA, 2012).

$$WACC = \frac{VM}{VM + NVP_D} * k_e + \frac{NVP_D}{VM + NVP_D} * k_i(1 - IR) \quad (13)$$

VM = Valor de Mercado do Capital Próprio

NVP_D = Valor Presente da Dívida

IR = Alíquota do Imposto de Renda

2.3.1.4 Tempo de Estimação dos Fluxos de Caixa e o Valor Terminal

Como mencionado anteriormente, as empresas de capital aberto podem durar para sempre, entretanto, a estimação dos fluxos de caixa deve ter um limite, a partir do qual calcula-se um valor terminal que refletirá a perpetuidade do negócio (DAMODARAN, 2012b). Segundo o estudo realizado por Soute et al. (2008), envolvendo uma amostra não probabilística de 28 profissionais de investimento associados da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), observa-se que a maioria dos respondentes afirmou que esse tempo de projeção varia caso a caso. Isso pode ser explicado pelo fato que esta definição do tempo de projeção depende de vários fatores, como o objetivo da avaliação, o setor de atividade da empresa avaliada, a estabilidade do ambiente econômico e o risco do negócio.

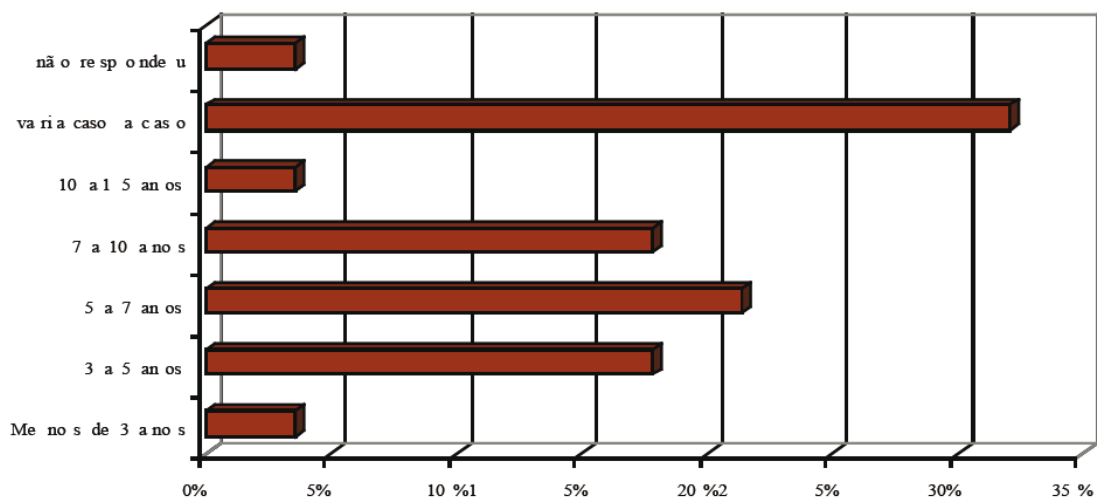


FIGURA 05 – Tempo de projeção do fluxo de caixa

Fonte: Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento (SOUTE et al., 2008)

Segundo Damoraran (2012b), há duas maneiras legítimas de se estimar esse o valor: (i) estimar o valor de liquidação dos ativos da empresa, assumindo-se que todos os ativos serão vendidos no último ano; ou (ii) estimar o valor da entidade em continuidade (*Going Concern Value*), assumindo-se que a empresa vá continuar em operação.

Para empresas com vida finita e ativos comercializáveis, pode-se presumir que a mesma será extinta em seu último ano, ocorrendo a liquidação de todos os seus ativos. Assim, seu valor terminal pode ser calculado utilizando-se a combinação e estimativas dos números de mercado. Em contrapartida, para empresas “em continuidade”, no fim do período preditivo, o valor do empreendimento pode ser calculado assumindo que as gerações de caixa posteriores crescerão a uma taxa constante eternamente. Assim, tal modelo de crescimento perpétuo baseia-se na equação 14 de valor presente para se chegar ao valor terminal.

$$Valor\ Terminal\ no\ Ano\ n = \frac{Geração\ de\ Caixa_{(n+1)}}{r - Taxa\ de\ Crescimento\ Perpétua} \quad (14)$$

Vale destacar ainda que nenhuma empresa seria capaz de crescer eternamente a uma taxa mais acelerada do que a taxa de crescimento da economia. Por esse motivo, como regra prática utiliza-se que essa taxa de crescimento não deve ser maior que a taxa livre de risco utilizada no modelo (DAMODARAN, 2012b).

2.3.2 Modelos de Avaliação por Múltiplos

Os múltiplos tendem a ser usados em confronto com empresas que possuem capacidade de geração de caixa e de crescimento e riscos semelhantes, não necessariamente do mesmo setor de atuação, para determinação do valor da empresa ou de seu patrimônio líquido.

O grande atrativo desse método é a sua simplicidade, contudo não é evidente encontrar empresas comparáveis e fazer os ajustes necessários de acordo com as diferenças em termos de crescimento, risco e geração de caixa. Assim, são indicados quatro passos para a boa utilização dos múltiplos: (i) verificar a consistência da sua definição; (ii) verificar suas características distributivas; (iii) analisar variáveis determinantes; e só assim realmente (iv) comparar as empresas. Contudo, deve-se ter em mente que as avaliações relativas não são duradouras, tendo em vista que as relações de preço entre empresas comparáveis podem se alterar rapidamente (DAMODARAN, 2012b).

Vale salientar ainda que os múltiplos não são constantes ao longo do tempo, podendo alterar-se a partir de um movimento de mercado ou setorial. Alguns dos fatores que podem influenciar esse processo são as variações de taxa de juros e de crescimento econômico, sendo esperado que os preços reflitam essas mudanças. Outra alteração que impacta diretamente os preços é quando ocorre mudança na percepção de risco pelo mercado, onde os múltiplos pagos diminuem dada a uma aversão maior ao risco. Assim sendo, comparações de múltiplos ao longo do tempo pode ocasionar erros de julgamento. Para evitar valores atípicos e *outliers*, Damodaran (2012b) recomenda a adoção da mediana como medida comparativa ao invés da média histórica.

Destaca-se ainda que apesar da abordagem dos múltiplos de ganhos ser útil em situações simplificadas, apresenta falhas ao considerar situações mais complexas como: (i) o tratamento contábil difere entre empresas, o que dificulta a mensuração do retorno incremental sobre o investimento; (ii) a inflação distorce a relação entre os ganhos e o fluxo de caixa; (iii) ao captar cada ciclo econômico em uma única razão, deixa de considerar variações internas importantes de cada ciclo; o padrão de investimento e seus retornos não é evidente tendo em vista que investimentos feitos em um ano não necessariamente proporcionam retornos constantes nos anos subsequentes; e (iv) o nível-base de ganhos deve ser normalizado, eliminando resultados não recorrentes (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2001).

A seguida, serão apresentados os principais múltiplos utilizados na avaliação de empresas e suas variáveis determinantes.

2.3.2.1 Múltiplos de Lucro

Ao comprar uma ação, é usual olhar para o preço pago como um múltiplo do lucro por ação gerado pela empresa. É imprescindível que o índice P/L seja definido com consistência, isto é, caso o numerador seja o preço por ação, que é um valor de patrimônio líquido, o denominador deve também ser lucro por ação, que também é um valor de patrimônio líquido:

$$P/L = \frac{\text{Valor do Patrimônio Líquido}}{\text{Lucro Líquido}} \quad (15)$$

Os principais determinantes do índice P/L são a taxa de crescimento esperada do lucro por ação, o custo do capital próprio e o índice de pagamento de dividendos (DAMODARAN, 2012b).

2.3.2.2 Múltiplos de Patrimônio

Os principais determinantes para o múltiplo de patrimônio são crescimento esperado, pagamento de dividendos, risco e ROE (DAMODARAN, 2012b):

$$P/PL = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Valor Contábil do Patrimônio Líquido}} \quad (16)$$

Valor de Mercado = Somatório dos fluxos futuros de caixa trazidos a valor presente, somado ao caixa atual

2.3.2.3 Múltiplos de EBITDA

Nos últimos anos, o múltiplo de EBITDA ganhou grande prestígio perante os analistas de todo o mundo devido principalmente a facilidade de cálculo. O múltiplo foca no segmento realmente operacional da empresa, tendo em vista que não é influenciado pela depreciação, amortização, impostos ou até mesmo a taxa de juros (ASSAF NETO; 2014).

$$EV/EBITDA = FV/LAJIDA = \frac{\text{Valor da Firma}}{\text{EBITDA}} \quad (17)$$

Valor da Firma = Somatório dos fluxos futuros de caixa trazidos a valor presente, somado ao valor de mercado da dívida

2.3.2.4 Múltiplos de Receita

Como determinantes fundamentais para tal índice, está o crescimento esperado, pagamento de dividendos, risco e margem líquida.

$$P/V = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Vendas}} \quad (18)$$

A vantagem dos múltiplos de receita é que se torna muito mais fácil comparar empresas de mercados ou balanços contábeis distintos. Além disso, tal métrica também é útil em setores compostos por empresas jovens, onde a grande maioria ainda se encontra na fase de altos prejuízos (DAMODARAN, 2012a).

2.3.3 Método de Taxa Interna de Retorno (TIR)

O método de taxa interna de retorno representa a taxa de desconto que iguala as entradas com as saídas esperadas de caixa em um determinado momento do tempo, conforme mostrado na equação 19. Para avaliação de propostas de investimento, o cálculo da TIR requer o conhecimento dos montantes de dispêndio de capital e dos fluxos de caixa líquidos incrementais. Assim, a TIR representa a rentabilidade do projeto expressa em termos de taxa de juros composta equivalente (ASSAF NETO; 2014).

$$I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1 + TIR)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1 + TIR)^t} \quad (19)$$

I_0 = montante investido no início (t_0)

I_t = montantes previstos de investimento em momentos futuros (t_t)

FC_t = fluxos previstos de entrada de caixa em momentos futuros (t_t)

Vale ressaltar ainda que esse método de avaliação assume de maneira implícita que os fluxos intermediários de caixa serão reinvestidos à própria TIR. Por esse motivo, deve-se atentar a esses reinvestimentos ao longo do tempo (ASSAF NETO; 2014).

2.3.4 Complementação à Análise Tradicional – Aspectos ASG

Nos últimos anos, a temática da sustentabilidade tem ganhado cada vez mais espaço do discurso das empresas no Brasil e no mundo, assim, o mercado também vem ficando mais atento para as questões ambientais, sociais e de governança, conhecidas como ASG – ou, em inglês, *Environmental, Social and Governance* (ESG). Nesse contexto, os aspectos ASG ganham atenção dentro do campo de análise de empresas de forma a complementar as

avaliações tradicionais de empresas ao antecipar oportunidades e destacar riscos que não são capturados pelo *valuation* clássico (GARCIA, LAMOSA; 2021). De forma a corroborar tal argumento, um estudo publicado em 2019 pela *Natixis Investment Managers*, revela que os participantes da pesquisa, 46% das instituições que implementam ASG acreditam que a análise é tão importante para o processo de investimento quanto a análise tradicional fundamentalista (NATIXIS, 2019).

Atrelado a isso, o uso de diretrizes e padrões para relatórios de sustentabilidade vem se expandindo cada vez mais pelo mundo. Dentre esses padrões, um dos mais utilizado quando o público-alvo é o investidor é o Padrão SASB, desenvolvido pelo Conselho de Padrões Contábeis de Sustentabilidade (SASB). Identificou-se cinco categorias principais: (i) meio ambiente; (ii) capital social; (iii) capital humano; (iv) modelo de negócios e inovação; e (v) liderança e governança; focadas para investidores e outros fornecedores de capital financeiro, a partir de um conjunto de 26 questões de sustentabilidade amplamente relevantes. Além disso, o SASB também evidencia a materialidade para cada setor de atividade, isto é, os tópicos materiais que mais afetam o valor da empresa no longo prazo e, portanto, são de extremo interesse do analista, já que podem prever eventuais impactos financeiros futuros (GARCIA, LAMOSA; 2021).



FIGURA 06 – Framework de Sustentabilidade

Fonte: adaptado do site da SASB (SASB SUSTAINABILITY, 2021)

2.4 Síntese

Dentre os principais métodos de análise abordados nas seções anteriores, destaca-se que o mais condizente com a aplicação de um estudo de caso individual é um método de análise absoluto. Deste modo, a aplicação do método de múltiplos não seria a mais adequada para implementação visto que se trata de uma análise relativa e busca precificar os ativos através de comparativos de mercado, o que não é o enfoque do presente trabalho. Além disso, ressalta-se como limitador que a análise de múltiplos pode ser facilmente manipulada e estabelecer relações inadequadas entre empresas ditas erroneamente como comparáveis. Deste modo, para fins deste trabalho, o método mais adequado é o de fluxo de caixa descontado, mais especificamente o FCDE. Isso pois, ele permite determinar a capacidade de geração de caixa, isto é, o potencial geração de riqueza da empresa a partir das suas operações. Além disso, é o método mais usado pelos profissionais de investimento quando o objetivo é a mensuração do desempenho das ações no mercado acionário (SOUTE et al., 2008).

Em relação aos aspectos ASG, serão analisadas as subcategorias SASB mais relevantes para o setor de varejo, verificando seu grau de aderência com as práticas da empresa. O objetivo desta análise é buscar algum risco que, embora não impacte diretamente o fluxo de caixa projetado da empresa, pode vir a ser um relevante detrator de valor no futuro. Em suma, a análise ASG visa apenas conhecer os riscos relacionados aos pilares ambientais, sociais e de governança que eventualmente podem prejudicar os acionistas da Natura&Co.

3. O ESTUDO DE CASO

3.1 Introdução

Com o objetivo de aplicar os conceitos levantados no capítulo anterior, elegeu-se a empresa Natura&Co para um estudo de caso a ser aprofundado ao longo deste capítulo. A empresa em questão foi eleita por ser um dos grandes nomes em seu setor, com grande representatividade no mercado internacional. Além disso, trata-se de uma empresa com grande histórico de mercado, o que facilita o acesso às informações necessárias para o *valuation*.

Quanto à estrutura do capítulo, após a introdução, será realizada uma breve análise da empresa e seu percurso ao longo dos últimos anos e, posteriormente, do seu setor de atuação. A seguir, tem-se uma seção dedicada ao cenário macroeconômico de curto e médio prazo e como ele pode impactar o negócio da empresa. As seções seguintes aprofundarão a análise de *valuation* da empresa, abordando os insumos do modelo de fluxo de caixa descontado, os demonstrativos financeiros, as premissas do modelo, uma análise dos múltiplos e as projeções futuras, assumindo-se um cenário base e dois alternativos. Por fim, será realizada uma breve análise ASG da empresa, com base no estudo realizado por García e Lamosa (2021).

3.2 Análise da Empresa

A Natura&Co é uma *holding* composta por quatro marcas espalhadas globalmente, Natura, Aesop, The Body Shop e Avon, estando presente em mais de 110 países, o que a torna a quarta maior empresa *pure play* de beleza do mundo, isto é, que centra seus negócios exclusivamente no setor de beleza (NATURA; 2020). O grupo, além de estar presente em todos os continentes, tem uma rede de mais de 6,3 milhões de consultores independentes e representantes, 35.000 funcionários e associados, e 200 milhões de consumidores em todo o mundo (KOGUT et al.; 2022). A *holding* possui ações listadas na B3, sob o código NTCO3, no segmento do Novo Mercado, bem como *American Depositary Receipts* (ADRs) negociados na Bolsa de Valores de Nova York (NATURA; 2020).

A década de 2010 foi marcada por uma mudança na visão estratégica do grupo, que passou a direcionar seus esforços para se tornar uma empresa global multicanal e multibanda, iniciando um processo de aquisições globais. Em 2013, foi iniciada a primeira aquisição do grupo, adquirindo a marca Aesop, processo concluído em 2016. Logo depois, em junho de 2017, a empresa anunciou a aquisição da marca The Body Shop, que antes pertencia à

L'Oreal, em uma operação de cerca de €1 bilhão. Finalmente, em 2019, a empresa adquiriu a Avon Products, criando assim a quarta maior empresa do segmento. Com esta última adição, a Natura &Co tornou-se a empresa líder em cosméticos, fragrâncias e produtos de higiene pessoal na indústria da América Latina, controlando quase 12% mercado em 2019 (KOGUT et al.; 2022). Não obstante, juntas, as marcas Natura e Avon correspondem a cerca de 81% de toda a receita líquida do grupo, conforme é possível verificar na Figura 07, que usa como data base os três primeiros trimestres de 2021.

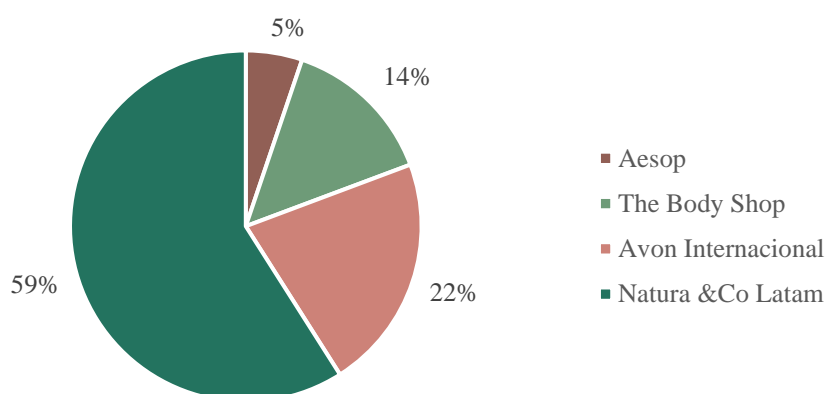


FIGURA 07 – Distribuição da Receita Líquida por Marca

Fonte: Elaboração Própria

A Natura encontra-se em meio de um processo de digitalização e de transformação omnicanal. Antigamente a empresa possuía uma visão mais industrial e analógica, com marketing sendo realizado em canais de mídias de televisão e por meio da revista natura. A distribuição dos produtos era essencialmente realizada pelas consultoras, de forma direta. Desse modo, havia um distanciamento relevante entre a Natura e o consumidor final, dado que as consultoras centralizavam o papel de distribuidoras, o marketing e o relacionamento com o consumidor. A empresa não tinha acesso a informações valiosas como o perfil de compra de seus clientes e até mesmo a frequência de compras.

A digitalização mudou o posicionamento da Natura na cadeia produtiva, saindo da ponta para o centro do processo produtivo, deixando as consultoras apenas com o marketing. Assim, a Natura consegue absorver o valor do conhecimento do consumidor através de *feedbacks* tanto para realização de um marketing direcionado do canal, quanto para direcionar cada tipo de consultora e consumidor, fortalecendo toda a relação do *social selling* da empresa. A pandemia de covid-19 levou a marca a acelerar a digitalização de seus representantes de vendas, sendo válido ressaltar que suas vendas habilitadas digitalmente

atingiram no quarto trimestre de 2021 cerca de 52% da receita total da empresa, 2,5 pontos percentuais acima se comparado com o mesmo período de 2020 (NATURA; 2022).

Hoje o maior *upside risk* da tese em relação a empresa é o *turnaround*³ da Avon, aquisição ocorrida em maio de 2019 e integrada ao grupo no início de 2020. Apesar de haver grande complementariedade com as outras marcas, principalmente com a Natura, tal operação possui um risco operacional significativo, tendo em vista que Avon, apesar do reconhecimento global, já se encontrava em um processo malsucedido de *turnaround* há anos. Não obstante, é um trabalho semelhante ao que foi realizado na própria Natura entre 2016 e 2018.

Vale ressaltar que a aquisição conferiu à empresa uma dominância ainda maior no canal de venda direta, principalmente na América Latina dado que a Avon é a única marca com escala comparável a da Natura. Quanto à complementariedade das marcas, a Natura é mais forte em fragrâncias e cuidados para o corpo, enquanto a Avon, em maquiagem. Além disso, as marcas têm um público-alvo distinto, tendo em vista que a Natura possui maior prestígio enquanto a Avon é uma marca mais massificada, com *ticket* de venda mais baixo. Nesse quesito, há uma oportunidade de extração de valor pela venda cruzada (*cross selling* em inglês) dentro da base de clientes, aumentando a produtividade de suas consultoras. Contudo, é importante se proteger quanto a uma possível canibalização das vendas por alguma das marcas.

Assim, dentre os pontos de destaque encontra-se a revitalização do canal de vendas da Avon, com sua digitalização, além do enfoque no *churn* das consultoras, isto é, a saída de representantes – este tem sido um ponto de atenção em todas as regiões de atuação da marca, visto que os incentivos das representantes estavam alinhados apenas ao curto prazo.

Por fim, porém não menos importante, está a captura de sinergias de custos e despesas, sendo um dos principais vetores para o aumento de margem da companhia, com ganhos nas áreas de manufatura, logística e administrativa. A integração logística dentro da cadeia de suprimentos é de extrema importância para o sucesso da integração da Avon. Destaca-se que a Natura, entre os anos de 2012 e 2017, investiu cerca de R\$ 4 bilhões de CAPEX em sistemas, centros de distribuição e unidades fabris, que acabaram ficando ociosas. Nesse sentido, a integração das operações beneficia ambas as marcas tendo em vista que garante entregas mais rápidas para a Avon e dilui o custo fixo da Natura. Porém, como ponto de atenção a ser monitorado, está a necessária revitalização da marca, que acarretará custos que podem contrapor esses ganhos de sinergias. Esse processo se faz necessário, pois, depois de anos de baixo

³ Conceito da gestão estratégica que implica na reestruturação de um negócio em declínio objetivando a recuperação de sua performance operacional

investimento na companhia, é preciso enraizar novamente os valores e princípios da marca junto à sociedade.

3.3 O Setor de Atuação

A Natura&Co é uma empresa de consumo não cíclico, que centra seu negócio em produtos de uso pessoal, mais especificamente no segmento de beleza e cuidado pessoal (NATURA, 2020). Desse modo, faz parte dos inúmeros participantes que representam a indústria brasileira de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (HPPC ou CFT, em inglês). Trata-se de um setor essencial para o país, segundo o governo federal (Decreto nº 10.329, de 2020). O setor promove o desenvolvimento do país dado que a produção local é predominante, impactando diretamente a geração de empregos no país com cerca de 5,6 milhões de oportunidades de trabalho espalhadas entre indústria (2,4%), franquia (4,1%), consultoria de venda direta (57,7%) e salões de beleza (35,8%). Ao comparar a evolução do setor com a economia como um todo, observa-se que, até 2014, o crescimento foi consideravelmente mais forte que o do restante da Indústria. Contudo, com as quedas observadas em 2015 e 2016, o setor nunca mais se recuperou ao nível de 2014. Em 2019 o setor experimentou ligeira retração, de -1,3%, configurando um crescimento inferior tanto ao Produto Interno Bruto (PIB), quanto da indústria geral. Contudo, em 2020, no contexto da pandemia, o setor passou a apresentar um crescimento real de 2,2% (*ex-factory*) frente a uma queda expressiva do PIB e da indústria (ABIHPEC; 2022a).

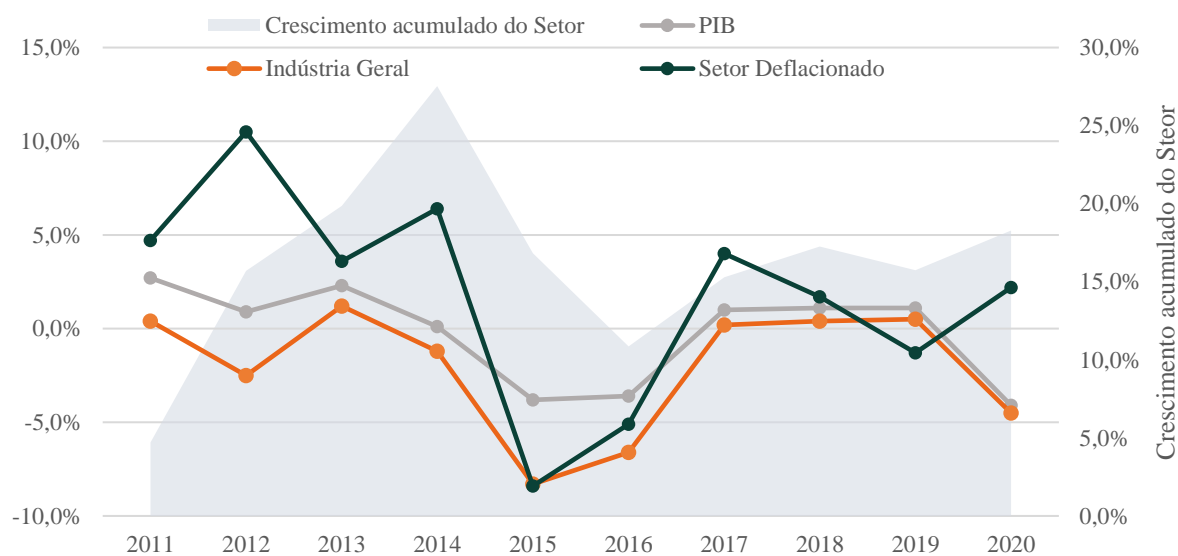


FIGURA 08 – Variação anual do PIB, Indústria em Geral e Setor HPPC

Fonte: adaptado de ABIHPEC, Dados: BGE - BANCO CENTRAL, ABIHPEC (ABIHPEC; 2022a)

Cabe ressaltar que esse mercado movimenta cerca de US\$ 487 bilhões por ano, conforme o Euromonitor Internacional de 2021. O Brasil, com US\$ 23,738 bilhões, é o quarto maior mercado consumidor do mundo, ficando atrás apenas de Estados Unidos, China e Japão. Atualmente, o mercado norte americano representa cerca de 19% do mercado global, com US\$ 90,909 bilhões, porém sua participação na receita da Natura&Co representa apenas 3%. Analogamente, a Ásia e o Pacífico, 37% do mercado global, representam apenas 11% da receita da empresa. Assim, observa-se notadamente um grande potencial de crescimento nesses mercados, estando entre as prioridades da empresa a sua expansão geográfica com destaque para a entrada na China, mercado que hoje configura cerca de US\$ 73,346 bilhões (NATURA; 2021a, ABIHPEC; 2022a).

Globalmente, a indústria de cosméticos tem crescido consistentemente, aproximadamente 5% ao ano, entre 2017 e 2019, beneficiando-se da popularidade crescente dos canais de mídia social. Nesse contexto, dentre as maiores empresas competindo por participação de mercado estão as multinacionais: L'Oréal, Unilever, Estée Lauder Cosmetics, Procter & Gamble (P&G), Shiseido, Coty, LVMH, Beiersdorf, Chanel e L Brands (KOGUT et al.; 2022).

Segundo a Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (ABIHPEC), entidade privada que representar em âmbito nacional e internacional as indústrias brasileiras do setor, o ano de 2021 foi bem desafiador devido à inflação e aos aumentos de custos enfrentados pela indústria, que impactam diretamente nas margens das empresas. O setor fechou o período com inflação média de apenas 3,1%, muito abaixo do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do período, de 10,06%. Isso acaba sendo consequência principalmente do ambiente competitivo, onde os empresários buscam majoritariamente a manutenção do *market share* (ABIHPEC; 2022c).

Dado o comprometimento da renda dos brasileiros no ano de 2021, o setor em geral apresentou 2,8% de queda nas vendas (*ex-factory*), se comparado com o ano anterior, em que foi observado um crescimento de 5,8%. Dentre os diferentes segmentos, destacou-se o de higiene pessoal, com crescimento de 4,7% em vendas *ex-factory*, o que indica uma intensificação dos hábitos de cuidados pessoais que vieram com a pandemia de 2020. Já demais segmentos apresentaram quedas expressivas no ano, com destaque para Cosméticos (-15,4%), *Tissue* (-9,4%) e Perfumaria (-2%) (ABIHPEC; 2022c). Não obstante, ao olhar a balança comercial do setor, o mês de janeiro do 2022 foi marcado por um crescimento de 9,3% na Corrente de Comércio, sustentado principalmente pelo aumento de 28,7% das

exportações, dada a manutenção na demanda externa por produtos brasileiros, favorecida pela taxa de câmbio depreciada. Além disso, observou-se uma queda de 5,7% das importações como consequência da redução na demanda por certos produtos com alto valor agregado (ABIHPEC; 2022b).

Para o ano de 2022, o setor enfrentará grandes desafios relacionados à variação cambial, ao elevado custo dos fretes internacionais somado à indisponibilidade de contêineres. Tais fatores podem impactar diretamente a competitividade dos produtos brasileiros no mercado externo, além de influenciar a importação dado que o orçamento das famílias é comprometido pelo processo inflacionário vigente (ABIHPEC; 2022b).

Quanto às tendências do setor, observa-se algumas mudanças que impactam diretamente na demanda. Conceitos como sustentabilidade, valor social, personalização, tecnologia e transparência passam a ser decisivos. Nesse sentido, a Natura está bem-posicionada com metas de zerar suas emissões líquidas de carbono, maior inclusão e diversidade e preocupação com a circularidade das embalagens, todas a serem implementadas até 2030. Além disso a busca por produtos com ingredientes de origem natural vem aumentando de 8% a 25% ao ano, conforme pesquisa do Laboratório de Química da Universidade Estadual Paulista. Adicionalmente, pesquisas da Factor-Kline mostram que a busca por esse tipo de produtos já foi considerada uma tendência passageira e se fortalece a cada ano. De acordo com o *The Nielsen Global Survey of Corporate Social Responsibility and Sustainability*, 75% dos jovens entre 21 e 34 anos procuram produtos de HPPC com preocupação sustentável e 45% dos consumidores preferem marcas com responsabilidade ambiental e social. Nesse contexto, destaca-se a linha de produtos Natura Ekos, que ajuda na conservação das florestas e utiliza ingredientes da biodiversidade brasileira (ABIHPEC; 2020, NATURA; 2021a).

Outra tendência observada é a questão da diversidade e de gênero: a Mintel identificou que cada vez mais os consumidores se afastam dos estereótipos e expressões tradicionais de gênero e adotando a neutralidade, o que gera grandes oportunidades para as marcas que entendem seu papel dentro do contexto contemporâneo de como as pessoas percebem o gênero. Nesse sentido, tanto a Natura, com a campanha #todabelezapodeser, quanto a Avon vêm trabalhando fortemente o conceito em suas campanhas e lançamentos, sobretudo nas redes sociais. Os principais competidores que se destacam nesse ramo, principalmente através de lançamentos de perfumes sem gênero no mercado brasileiro e mundial são: Jasmim Phebo,

Jo Malone, Carolina Herrera, Calvin Klein, Boucheron, Carven Collection, Lush, Granado, The Body Shop, Natura e O Boticário (ABIHPEC; 2020).

Destaca-se também o segmento de perfumaria, em que o Brasil figurava, segundo o Euromonitor de 2020, como o segundo maior mercado mundial da categoria e o primeiro da América Latina. Ressalta-se ainda que, enquanto no mundo a categoria representa 11% do total de HPPC, no Brasil esse número chega a 23%, dos quais 90% são produtos nacionais. Dentre os líderes do mercado brasileiro nessa categoria, destacam-se o Boticário e a Natura, que representam conjuntamente mais de 50% do mercado, seguidos pela Hinode e Avon (ABIHPEC, 2020).

Conclui-se, portanto, que a Natura&Co encontra-se estrategicamente posicionada para capturar as tendências futuras de mercado, além de já ser atualmente um dos grandes líderes do setor. Desse modo, espera-se que a marca continue com seu processo de inovação, agregando valor para seus clientes e expandindo seu *market share* nos próximos anos.

Por fim, dentre seus principais competidores no mercado brasileiro, destaca-se o Grupo Boticário, que assumiu, em 2018, o segundo lugar em termos de *market share*, e a Unilever, que chegou a ser líder nos anos de 2014 e 2015, mas em 2016 voltou para segundo lugar e, posteriormente, terceiro (COSMETIC INNOVATION; 2019). Na Tabela 01, é possível observar a evolução de *market share* das principais marcas no mercado de beleza e cuidados pessoais no Brasil. Ressalta-se ainda que, ao longo dos anos, o mercado se tornou mais competitivo e o Boticário fechou o *gap* que existia em relação a Natura. Apesar disso, a Natura continua sendo líder de mercado, assumindo o segundo lugar apenas em 2014 e 2015. Não obstante, ao olhar para a marca Avon, observa-se um movimento contínuo de perda de *market share*, saindo de 8,8% em 2008 a 4,1% em 2019. Nesse contexto, é possível imaginar que haja uma certa recuperação dessa participação de mercado dados os esforços da Natura&Co de revitalização da marca e *turnaround*.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019
1º Natura	13,6%	14,2%	14,9%	13,8%	13,2%	12,4%	11,4%	11,2%	11,9%
2º O Boticário	6,5%	6,7%	6,9%	7,8%	8,8%	9,2%	10,0%	10,2%	11,8%
3º Unilever	10,6%	10,5%	10,4%	10,5%	11,7%	11,9%	12,1%	12,2%	11,5%
4º L'Oréal Groupe	5,0%	5,3%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	6,7%	6,8%	6,1%
5º Colgate-Palmolive	6,4%	6,6%	5,9%	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%	5,8%	6,1%
6º Protector & Gamble (P&G)	6,9%	7,0%	7,8%	8,3%	9,0%	9,1%	9,1%	9,7%	5,9%
7º Coty	-	-	-	-	-	-	-	-	4,6%
8º Avon	8,8%	9,0%	8,8%	7,8%	7,2%	6,4%	5,8%	5,7%	4,1%
9º Johnson & Johnson	3,8%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	4,0%	3,8%	3,8%	3,7%

10º Beiersdorf	-	-	-	-	-	-	-	-	3,2%
Hypermarcas	2,6%	2,7%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%	3,0%	2,7%	-

TABELA 01 – Evolução do *market share* no Mercado Brasileiro dos principais pares

Fonte: Elaboração Própria, dados: Euromonitor Internacional
(COSMETIC INNOVATION, 2020; GUISSONI et al., 2020)

3.4 O Cenário Macroeconômico

Segundo o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil, a conjuntura econômica do cenário externo se deteriorou substancialmente nos últimos meses. O conflito bélico entre Rússia e Ucrânia provocou um aperto das condições financeiras, além de aumentar a incerteza quanto ao cenário econômico mundial. Destaca-se ainda que o choque de oferta decorrente deste conflito pode aumentar ainda mais as pressões inflacionárias, o que já era um ponto de atenção para as economias: os preços das *commodities*, especialmente as energéticas, tiveram avanços significativos (COPOM, 2022). Embora seja esperado que os gargalos acabem aliviando já que a produção responde a preços mais altos e novas capacidades tornam-se economicamente viáveis, escassez de oferta em alguns setores devem durar até 2023, o que deve sustentar o patamar inflacionário por mais tempo (FMI, 2022). Desse modo, a expectativa é que o primeiro semestre de 2022 seja bem desafiador para a Natura, com destaque para a expectativa de pressões de custos crescentes por conta de sanções ligadas a óleo e petróleo, além de impactos diretos do conflito⁴.

Note-se que o movimento de reorganização das cadeias globais de produção, com redundâncias na produção e no suprimento de insumos e aumento dos estoques de bens, ganhou novos impulsos dado o conflito e as sanções aplicadas à Rússia. Assim, esses eventos podem gerar consequências de longo prazo com pressões inflacionárias mais prolongadas na produção global de bens (COPOM, 2022). Desse modo, a inflação crescente observada globalmente, evidenciada na Figura 09, gera pressões na renda disponível em vários dos mercados em que a empresa opera, reduzindo a demanda de bens de consumo discricionários (NATURA, 2022).

⁴ Em relação ao conflito, a representação da Natura na Rússia e na Ucrânia vem das operações de *social selling* da Avon e das operações de franquia para The Body Shop e Aesop. Essas duas já suspenderam a entrega de produtos para seus franqueados na Rússia, enquanto a Avon, apesar de ter suspenso as exportações vindas da Rússia e deslocado volumes para a Polônia, continua oferecendo operações locais. Contudo, vale ressaltar que a porcentagem das vendas na região representa menos de 5% do total de vendas consolidadas do grupo. Além disso, a contribuição para a margem EBITDA é ainda menor, com cerca de 3% (NATURA, 2022).

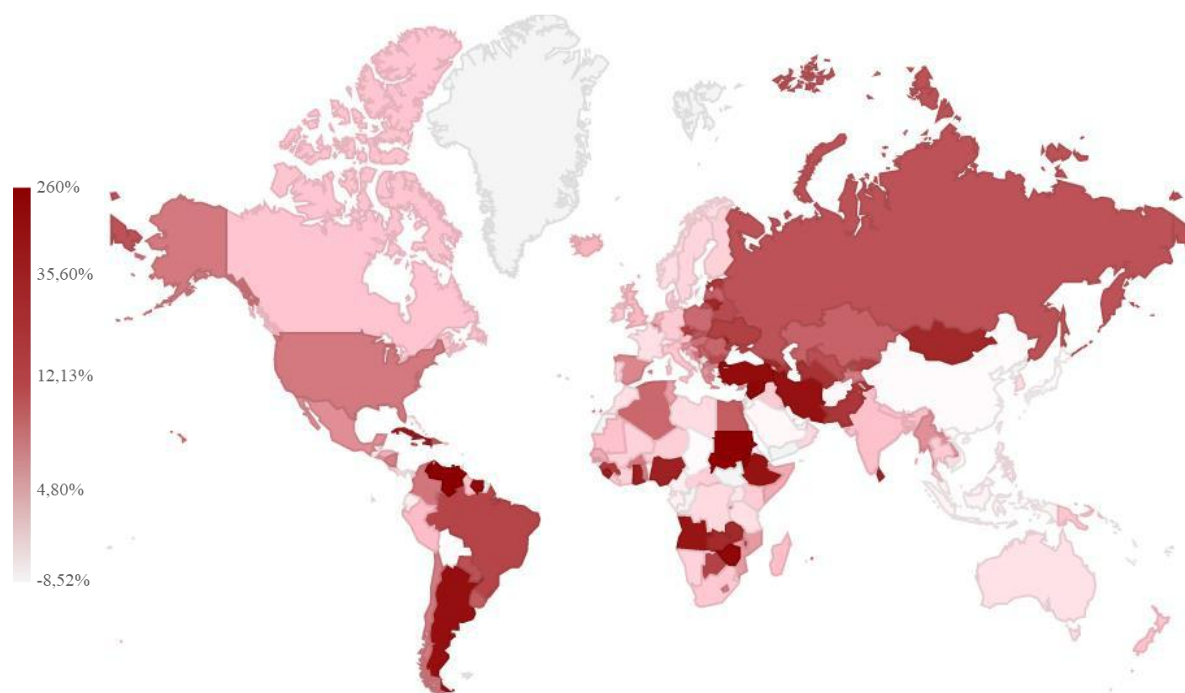


FIGURA 09 – Taxa de Inflação no mundo em 2022

Fonte: Trading Economics (TRADING ECONOMICS, 2022)

O entendimento do Fundo Monetário Internacional, é que as autoridades monetárias devem agir de forma decisiva para evitar pressões inflacionárias que provoquem uma desancoragem das expectativas de inflação e, logo, os bancos centrais, em economias centrais e emergentes devem continuar apertando sua política monetária objetivando trazer a inflação de volta à meta e, assim, evitar instabilidade financeira, mesmo que se traduza em intervenções cambiais e gestão de fluxo de capital. Nesse contexto, muitos países encontram-se em um ambiente altamente incerto de inflação elevada, desaceleração do crescimento, endividamento e endurecimento das condições de empréstimo (FMI, 2022).

Tendo em vista esse cenário macro, a empresa enfrentou pressão de custos derivados principalmente da inflação crescente, interrupção da cadeia de suprimento e efeitos cambiais importantes. A receita líquida foi de R\$ 11,6 bilhões, caindo cerca de 3,8% em reais e 5.3% em termos de moeda constante em relação ao ano de 2020. Não obstante, ressalta-se que a base comparativa é bastante difícil dado que as vendas foram infladas durante a pandemia e, ao comparar o total do ano contra 2019, todas as marcas registraram crescimento. Assim, para mitigar as dificuldades enfrentadas, a empresa tem aumentado o seu foco na execução e acelerando movimentos estratégicos para entregar economias de custo, consolidar a cadeia de suprimentos e preservar a rentabilidade. Além disso, vem adotando austeridade nos gastos em

OPEX e CAPEX, além de elevar preços em linha com o resto do setor para conter margens no curto prazo (NATURA, 2022).

Por fim, vale ressaltar que durante a pandemia observou-se, em muitos países, um aumento na alavancagem de empresas não financeira e de famílias. Nesse contexto, muitos governos se mostraram importantes na manutenção do acesso ao crédito. Contudo, os níveis de endividamento de modo geral aumentaram substancialmente e, dado os acontecimentos recentes e a expectativa de aumento de juros globais, o espaço para manobras fiscais reduzirão ainda mais, especialmente em economias emergentes importadoras de petróleo e alimentos. Desse modo, ao olhar para frente, isso pode criar certa vulnerabilidade no mercado de crédito à medida que as taxas de juro e os prémios de risco aumentam, podendo prejudicar a estabilidade financeira (FMI, 2022).

3.5 Insumos do Modelo

Nesta seção, as principais variáveis que foram utilizadas como dados de entrada para a realização do estudo de caso com o *valuation* da Natura&Co serão apresentadas.

- **Beta**

Tendo em vista que o coeficiente beta é a é a inclinação da regressão dos retornos gerados pela ação em relação ao índice de mercado, observou-se, com base nos dados da Economática, plataforma financeira para Análise de Investimentos, a série dos preços do ativo desde sua oferta pública inicial em maio de 2004. Contudo, verifica-se que os preços assumem nova dinâmica desde outubro de 2018 e por isso apenas esta janela mais recente foi utilizada na regressão de modo a refletir adequadamente a situação atual do ativo.



FIGURA 10 – Preços do ativo NTCO3 desde sua oferta pública inicial

Fonte: Elaboração Própria, dados: Economática

Além da regressão, foi considerada também a estrutura de capital da empresa, assim como o valor de 34% indicados no site Damodaran para a alíquota média de imposto às empresas, valor próximo à alíquota média de imposto de renda cobrado no país de 2010 a 2019 (DAMODARAN, 2021a). Vale destacar ainda que o Passivo Oneroso foi a soma de todas as despesas financeiras da empresa em 2020. Deste modo, tem-se que:

$$R_{NTCO3} = \alpha + \beta_u * R_{IBOV} \therefore \beta_u = 1,08$$

$$\beta_L = 1,08 * \left[1 + \left(\frac{13.822.913}{27.387.108} \right) * (1 - 0,34) \right]$$

$$\beta_L = 1,44$$

Em termos práticos, a utilização de uma série menor para o cálculo da regressão conferiu um maior conservadorismo para o *valuation*, dado que o beta resultante é maior. Isso ocorre, pois, a dinâmica dos preços da Natura até 2018 era pouco volátil, assim, com a série inteira, o beta desalavancado é de apenas 0,71. Mesmo considerando a estrutura de capital da Natura, o beta alavancado vai a 0,95, bem mais defensivo do que a dinâmica atual do papel.

- **Taxa Livre de Risco**

Conforme o relatório *Daily Treasury Yield Curve Rates*, disponibilizado diariamente no site oficial do governo, *US Department of the Treasury*, o valor da taxa de juros do título norte-americana de 10 anos no dia 26 de março de 2022 era de 2,48% (U.S. DEPARTMENT, 2021).

- **Custo de Capital Próprio**

Vale ressaltar ainda que se deve considerar o diferencial entre a inflação americana, representada pelo *Consumer Price Index* (CPI), e a brasileira, representada pelo IPCA. Por esse motivo, para se obter o custo de capital próprio em reais, deve-se utilizar a paridade das taxas de juros, representada na equação 20. As fontes utilizadas das projeções dessas variáveis foram o site da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e o Relatório Focus do dia 18 de março de 2022, respectivamente.

$$\frac{(1 + Ke^{R\$})}{1 + \pi_{BR}} = \frac{(1 + Ke^{US\$})}{1 + \pi_{USA}} \quad (20)$$

Custo de Capital						
	2022	2023	2024	2025	2026	Perpetuidade
Alíquota de IR (%) <i>Fonte: Damodaran</i>	-34,00%	-34,00%	-34,00%	-34,00%	-34,00%	-34,00%
Taxa livre de risco (Treasury 10y) <i>Fonte: US Department of the Treasury - 26/03/2022</i>	2,48%	2,48%	2,48%	2,48%	2,48%	2,48%
Beta	1,44	1,44	1,44	1,44	1,44	1,44
Prêmio de Mercado (ERP Brasil) <i>Fonte: Damodaran - julho/2021</i>	6,90%	6,90%	6,90%	6,90%	6,90%	6,90%
Risco Brasil <i>Fonte: Damodaran - julho/2021</i>	2,52%	2,52%	2,52%	2,52%	2,52%	2,52%
Inflação EUA Forecast <i>Fonte: OCDE - 26/03/2022</i>	4,78%	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%
Inflação Brasil (IPCA) <i>Fonte: Relatório Focus - 18/03/2022</i>	6,59%	3,75%	3,15%	3,00%	3,00%	3,00%
VM/(VM+NVPd)	66,46%	66,46%	66,46%	66,46%	66,46%	66,46%
Custo do Capital Próprio (Ke)	16,92%	16,29%	15,62%	15,45%	15,45%	15,45%

TABELA 02 – Cálculo do Custo do Capital Próprio

Fonte: Elaboração Própria

Conforme o site Damodaran, atualizado em julho de 2021 (última data disponível), o Prêmio de Risco (*Total Equity Risk Premium* em inglês) era de 6,90% e o Risco País (*Country Risk Premium* em inglês) de 2,52% (DAMODARAN, 2021a).

- **Custo de Capital de Terceiros**

O site do Damodaran disponibiliza também uma relação entre o rating de uma empresa, isto é, sua classificação de risco com um índice de spread atualizada pela última vez em janeiro de 2021, conforme Tabela abaixo.

	Rating	Spread	Rating	Spread	Rating	Spread
Empresas não Financeiras	Aaa/AAA	0,69%	Baa2/BBB	1,71%	B3/B-	5,94%
	Aa2/AA	0,85%	Ba1/BB+	2,31%	Caa/CCC	9,46%
	A1/A+	1,07%	Ba2/BB	2,77%	Ca2/CC	9,97%
	A2/A	1,18%	B1/B+	4,05%	C2/C	13,09%
	A3/A-	1,33%	B2/B	4,86%	D2/D	17,44%

TABELA 03 – Relação entre os Ratings de Crédito e o Spread de Empresas

Fonte: Adaptado de site Damodaran (DAMODARAN, 2021b)

Deste modo, o *spread* da empresa pode ser consultado no site de relações com Investidores da empresa, sendo disponibilizado os ratings de várias agências, dentre elas a Standard & Poor's. Tendo em vista que o spread do portal do Damodaran se refere a empresas dos Estados Unidos, para não alterar a base de comparação, será utilizado o rating em escala global da companhia, logo o spread equivalente será de 2,77%.

	AGÊNCIA	RATING	PERSPECTIVA	DATA
Escala Global	Moody's	Ba3	Pers. Estável	21/04/2021
	Standard & Poor's	BB	Pers. Estável	25/06/2021
	Fitch Ratings	BB	Pers. Positiva	21/04/2021
	AGÊNCIA	RATING	PERSPECTIVA	DATA
Escala Nacional	Standard & Poor's	AAA	Pers. Estável	25/06/2021
	Fitch Ratings	AA+	Pers. Positiva	21/04/2021

TABELA 04 – Ratings de Crédito da Natura&Co

Fonte: <https://ri.naturaeco.com/mercado-de-capitais/ratings-de-credito/>

Assim sendo, tem-se:

$$Ki(liq) = (R_f + Risco_{BR} + Spread) * (1 - IR)$$

$$Ki(liq) = \frac{(2,48 + 2,52 + 2,77)}{100} * (1 - 0,34) = 6,94\%$$

- **WACC**

A partir das variáveis calculadas, é possível chegar-se facilmente ao valor do WACC, conforme na equação a seguir.

$$WACC = \frac{VM}{VM + NVP_D} * k_e + \frac{NVP_D}{VM + NVP_D} * k_i(1 - IR)$$

$$WACC = 0,67 * 16,41\% + 0,33 * 6,94\% (1 - 0,34) = 13,58\%$$

Por fim, todos os cálculos foram repetidos para os anos de 2023 a 2016, chegando -se na relação apresentada na Tabela 05.

Custo de Capital						
	2022	2023	2024	2025	2026	Perpetuidade
Alíquota de IR (%)	-34,00%	-34,00%	-34,00%	-34,00%	-34,00%	-34,00%
VM/(VM+NVPd)	66,46%	66,46%	66,46%	66,46%	66,46%	66,46%
Custo do Capital Próprio (Ke)	16,92%	16,29%	15,62%	15,45%	15,45%	15,45%
NVPd/(VM+NVPd)	33,54%	33,54%	33,54%	33,54%	33,54%	33,54%
Custo de Terceiros (Ki)	6,94%	6,37%	5,75%	5,60%	5,60%	5,60%
WACC	13,58%	12,96%	12,31%	12,15%	12,15%	12,15%

TABELA 05 – Cálculo do WACC

Fonte: Elaboração Própria

- **Varição de Capital de Giro**

Com base nos releases de resultados trimestrais publicados no website de relação com investidores da empresa, foi possível traçar um comportamento em relação à variação do capital de giro consolidado em função do tempo. Conforme demonstrado na Figura 11, verifica-se uma forte sazonalidade e uma crescente aumento de amplitude.

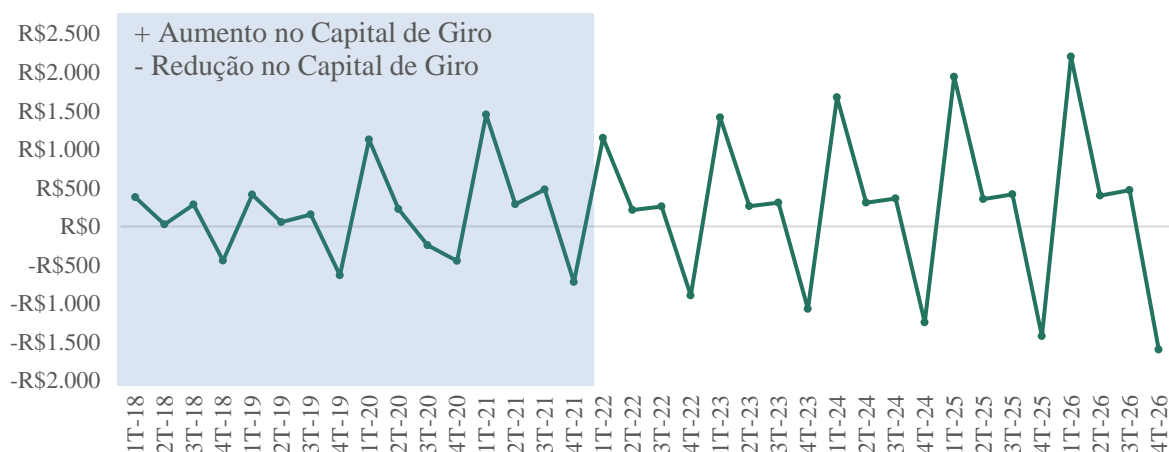


FIGURA 11 – Variação do Capital de Giro em milhões: Histórica e Projetada

Fonte: Elaboração Própria, dados: Natura

3.6 Demonstrativos Financeiros

A segmentação dos resultados utilizada pelo grupo é composta pela: (i) Natura&Co América Latina, que inclui todas as marcas na região; (ii) Aesop (excluindo América Latina); e (iii) The Body Shop (excluindo América Latina); e (iv) Avon Internacional (excluindo América Latina). Os quatro grupos são consolidados na Tabela 06, representando os resultados da *Holdings* como um todo. Vale ressaltar também que, a Tabela abaixo representa apenas as contas mais recentes, contudo, também foram utilizadas contas mais antigas para as

marcas Aesop, The Body Shop e Natura para se ter uma noção melhor do comportamento das principais variáveis econômicas e, assim, poder prever melhor a dinâmica futura da empresa.

R\$ milhões	Consolidado											
	2019				2020				2021			
	1T-19	2T-19	3T-19	4T-19	1T-20	2T-20	3T-20	4T-20	1T-21	2T-21	3T-21	4T-21
Receita Bruta	3.940,6	4.629,9	4.705,0	6.432,6	9.719,1	9.115,8	13.601,3	15.260,7	12.059,1	12.223,0	12.329,1	15.023,0
Receita Líquida	2.915,2	3.403,7	3.473,8	4.652,0	7.518,0	6.987,2	10.419,5	11.997,3	9.455,0	9.517,2	9.549,2	11.643,2
CMV	(809,2)	(964,6)	(967,1)	(1.292,6)	(2.878,7)	(2.375,5)	(3.695,4)	(4.280,0)	(3.324,3)	(3.316,3)	(3.313,1)	(4.057,6)
% CMV/Receita Líquida	-28%	-28%	-28%	-28%	-38%	-34%	-35%	-36%	-35%	-35%	-35%	-35%
Lucro Bruto	2.105,9	2.439,2	2.506,7	3.359,4	4.639,3	4.611,7	6.724,1	7.717,2	6.130,7	6.200,9	6.236,1	7.585,6
Despesas com Vendas, Marketing e Logística	(1.398,5)	(1.594,9)	(1.613,7)	(1.998,0)	(3.522,9)	(3.378,1)	(4.280,3)	(5.244,7)	(4.255,0)	(4.247,6)	(4.288,4)	(5.042,4)
Despesas Adm., P&D, TI e Projetos	(498,4)	(547,1)	(569,3)	(652,5)	(1.229,3)	(1.265,9)	(1.467,7)	(1.617,2)	(1.473,4)	(1.662,6)	(1.777,4)	(1.570,8)
Despesas Corporativas ³¹	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras Receitas/(Despesas) Operacionais, Líquidas	21,1	96,2	13,0	2,0	(14,1)	119,1	(38,6)	(20,3)	8,9	14,0	243,1	32,9
Despesas com Aquisição ³²	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Custos de Transformação	(6,8)	(19,5)	(6,4)	(18,7)	(24,8)	(43,2)	(77,7)	(78,1)	(131,0)	(89,5)	7,6	(85,5)
Depreciação	264,3	272,4	282,8	297,9	625,8	703,9	711,0	677,8	696,2	699,1	664,3	731,9
EBITDA	487,2	645,8	612,6	989,8	473,5	746,9	1.570,4	1.434,4	965,8	903,7	1.074,7	1.651,3

TABELA 06 – Resultado Trimestral Consolidado da Natura&Co desde 2019

Fonte: Adaptado do Site de Relação com Investidores - Natura

3.7 Análise dos Resultados Trimestrais e Premissas do Modelo

- **Crescimento de Receita Líquida**

- Natura&Co Latam

Destaca-se o crescimento acentuado de receita nos últimos dois anos. A empresa projeta também a captura de sinergias de receitas para a Natura &Co América Latina, resultante do processo de incorporação da marca Avon, recém adquirida, na faixa de R\$ 450 milhões a R\$ 600 milhões até 2024.

Além disso destaca-se o ganho de *market share* do grupo consolidado em todas as regiões de atuação (América Latina, Brasil e América Hispânica), usando como referência os anos de 2019 para 2020. A empresa assumiu, no período, o primeiro lugar em venda direta no mercado de cosméticos, perfumaria e higiene pessoal de acordo com o Euromonitor 2020 (NATURA, 2020).

Dentre as principais iniciativas para empresa para impulsionar o crescimento em 2022 está o (i) lançamento do novo modelo comercial da Avon na região; (ii) *cross-selling up-selling* entre as duas marcas (Natura e Avon); e (iii) implementação de ferramentas de *social-selling* como a utilização de revistas interativas e da funcionalidade Minha Divulgação – biblioteca de imagens e vídeos que podem ser customizados e compartilhados em redes sociais – e &Co Pay (NATURA, 2020; NATURA, 2021c).

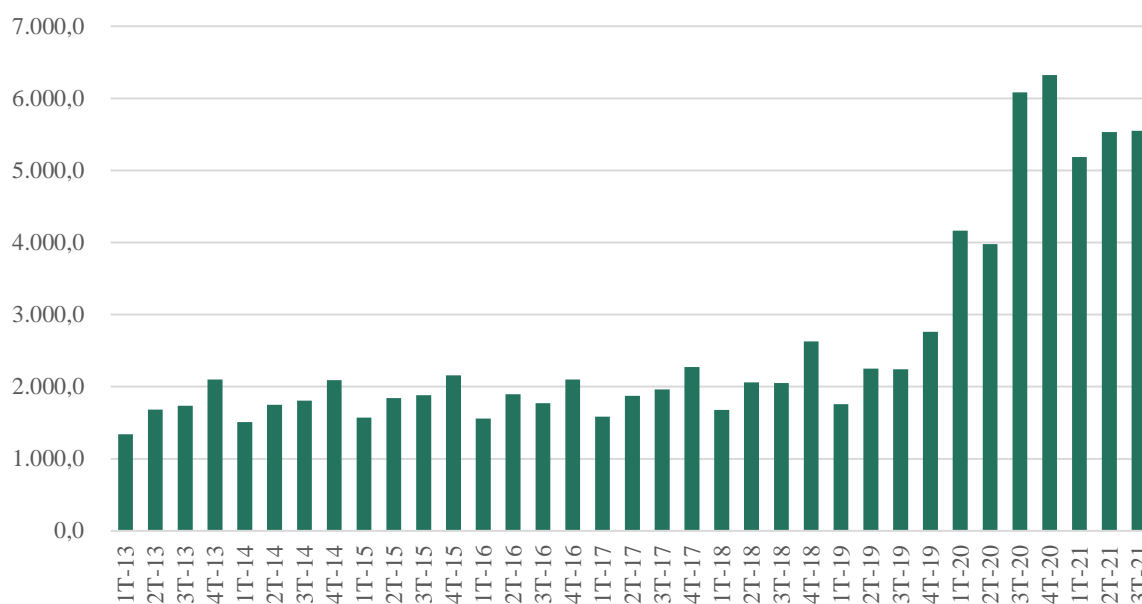


FIGURA 12 – Receita Líquida Trimestral da Natura&Co Latam

Fonte: Elaboração Própria

ii. Aesop

Verifica-se no gráfico de evolução da receita que esta vem tendo um crescimento consistente ao longo dos anos, havendo uma sazonalidade relevante nas vendas do 4TRI. No relatório trimestral lançado em novembro de 2021, a empresa afirma estar investindo no digital, bem como em categorias e na expansão geográfica com o objetivo de acelerar o crescimento da Aesop (NATURA, 2021), logo é factível esperar uma continuação do crescimento visto até então. Além disso, é válido ressaltar que, além dos investimentos supracitados, a marca vem se preparando para a entrada na China, o que garantirá um aumento considerável do mercado consumidor potencial (NATURA, 2021c).

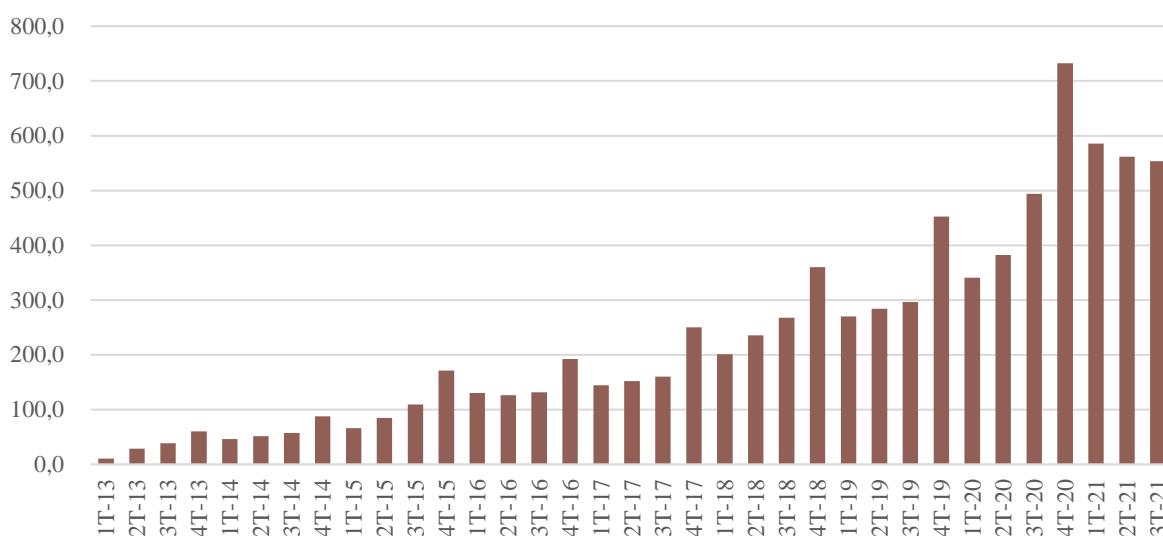


FIGURA 13 – Receita Líquida Trimestral da Aesop

Fonte: Elaboração Própria

iii. The Body Shop

Como pode ser observado na Figura 14, há uma sazonalidade quanto à receita no 4TRI com um aumento de cerca de 70%, em média, em relação aos trimestres anteriores e, também, no 3TRI com aumento de 11% em relação à média do primeiro semestre de cada ano. Além disso, verificou-se um crescimento médio quase que inexpressivo de apenas 3%, ano contra ano, nos dois primeiros trimestres.

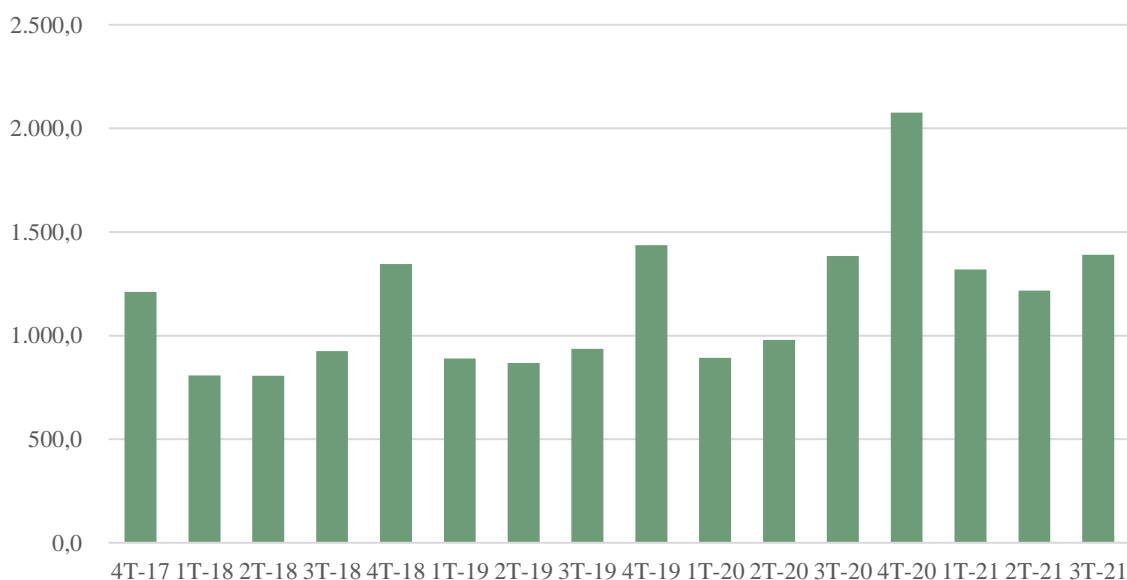


FIGURA 14 – Receita Líquida Trimestral da The Body Shop

Fonte: Elaboração Própria

iv. Avon Internacional

Apesar da aquisição da Avon ter ocorrido apenas em janeiro de 2020, a Natura publicou os resultados de 2019 para comparação. Vale ressaltar que tal aquisição, embora tenha sido a responsável pela consolidação do quarto maior grupo de cosméticos e beleza do mundo, traz diversos desafios para a empresa, tendo em vista a trajetória descendente da Avon dentro do setor nos últimos anos. Além disso, a partir do gráfico, percebe-se que houve um impacto relevante na receita do 2TRI de 2020 por conta da pandemia do COVID-19.

Não obstante, em 2021, a marca já apresentou ganhos de participação no Reino Unido, África do Sul e Filipinas, impulsionada pelas principais categorias da marca, isto é, maquiagens, fragrâncias e cuidados com a pele. Por fim, a satisfação das representantes mostrou avanço positivo, com melhores níveis de serviço em termos de taxa de atendimento de pedidos (NATURA, 2021a). Nesse contexto, é de se esperar que, nos próximos anos, o aumento de receita seja significativamente impulsionado em relação ao que foi visto até então.

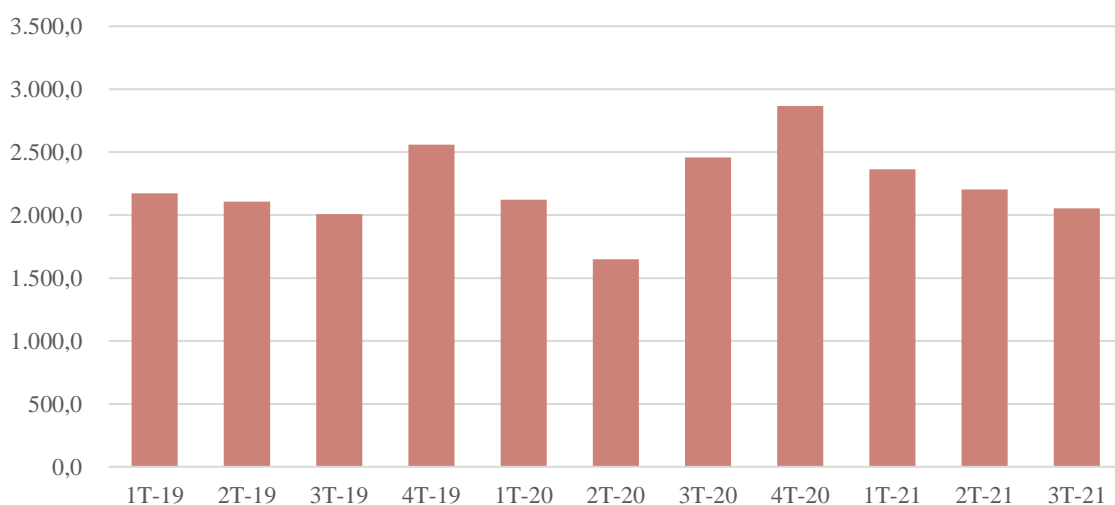


FIGURA 15 – Receita Líquida Trimestral da Avon Internacional

Fonte: Elaboração Própria

A expectativa é de que já em 2024 a marca já consiga expandir sua margem EBITDA da Avon Internacional para dois dígitos, envolvendo tanto iniciativas de otimização de custos quanto voltadas ao crescimento. Nos próximos anos, a empresa pretende aproveitar sobreposições entre as marcas para capturar oportunidades de crescimento, tendo em vista o portfólio complementar. Nesse contexto, ressalta-se que, de todos os lares com presença de produtos Natura ou Avon, apenas 37% possuem ambas (NATURA, 2021a).

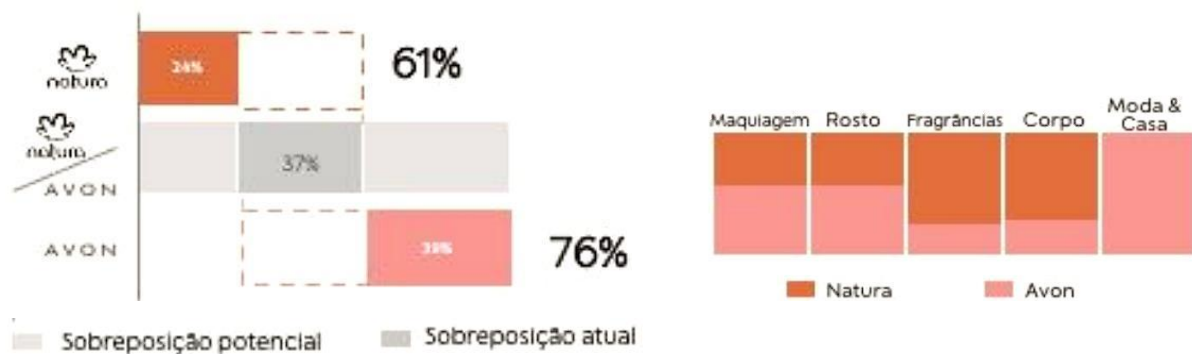


FIGURA 16 – Sobreposição da Natura e Avon e Complementariedade do portfólio

Fonte: Apresentação Investor Day (NATURA, 2021a)

Por fim, é válido ressaltar a possibilidade de expandir a marca para outras geografias, identificando-se 9 mercados potenciais onde a presença da Avon atualmente ainda é muito pequena com cerca de 8,7% do mercado de Beleza e Cuidados pessoais. Equador, Guatemala, Panamá, Paraguai, Uruguai, Honduras, Costa Rica, El Salvador e República Dominicana (NATURA, 2021a).

De acordo com as especificidades de cada marca, as projeções realizadas levaram em consideração a série histórica trimestral, sua sazonalidade e sua taxa de crescimento recente. Ressalta-se também que as premissas referentes ao cenário em que a empresa está inserida, impactando diretamente a facilidade de a empresa replicar seu crescimento passado para os próximos anos. Cabe salientar que, após as projeções individuais, os resultados foram consolidados para se obter as projeções anuais da Natura&Co.

Além disso, levou-se também em consideração a estimativa da própria empresa, que em fato relevante comunicou que sua receita líquida consolidada no encerramento de 2023 deve estar entre R\$ 47 bilhões e R\$ 49 bilhões (NATURA, 2021b).

- **Custo da Mercadoria Vendida (CMV)**

Tendo em vista que se trata de um custo variável, a melhor maneira de analisá-lo é como uma porcentagem da própria receita líquida. Deste modo, destaca-se que a Aesop é a que possui o menor CMV dentre as marcas, com estabilidade desde 2019. Além disso, observa-se um aumento de custos da marca Natura em 2020, o que pode ser atribuído à pandemia do coronavírus e à inclusão da marca Avon Latam, que possui um custo muito superior às demais marcas. Deste modo, usar-se-á como premissa do modelo que os custos irão gradualmente convergir aos patamares anteriores. Dados o grande risco operacional e as

incertezas relacionadas à capacidade da empresa em retornar ao mesmo nível de eficiência que antes, a convergência utilizada no ano de 2026 foi a um patamar um pouco superior à média recente, equivalendo a 35% da receita. Desse modo, a razão do CMV e da Receita Líquida foi reduzindo linearmente, trimestre a trimestre, do patamar observado em 2021 até chegar aos 35% no final do período de projeção (2026).

Em relação à marca Avon, um novo modelo comercial está sendo implementado nos nove maiores mercados, espelhando o modelo de segmentação da Natura, com a padronização de ciclos e redução de 20% de SKUs (*Stock Keeping Unit*) não estratégicos, gerando economias superiores a US\$ 100 milhões conforme o *guidance* da companhia (NATURA, 2021b). Deste modo, podemos assumir que ao longo do tempo, o CMV poderá convergir aos mesmos níveis observados na Natura &Co. No modelo, a razão do CMV e da Receita Líquida projetada foi a mesma projetada para a Natura &Co.

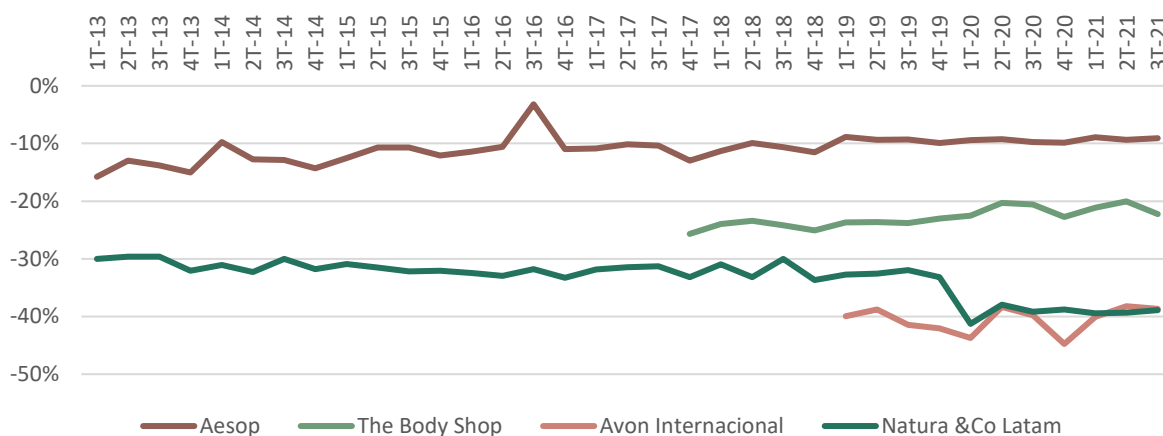


FIGURA 17 – Evolução do CVM como porcentagem da Receita Líquida

Fonte: Elaboração Própria

- **Despesas com Vendas, Marketing e Logística**

Ressalta-se que essas despesas apesar de possuírem certa variação ao longo do tempo, permanecem no mesmo patamar desde 2018. Por esse motivo, para se estimar os custos futuros será utilizada a relação média entre as despesas com vendas, marketing e logística e a receita líquida, verificada nos períodos anteriores.

Vale ressaltar que na série histórica da Aeosp, observou-se uma quebra estrutural em 2017 e por isso os dados não foram incluídos para as projeções.

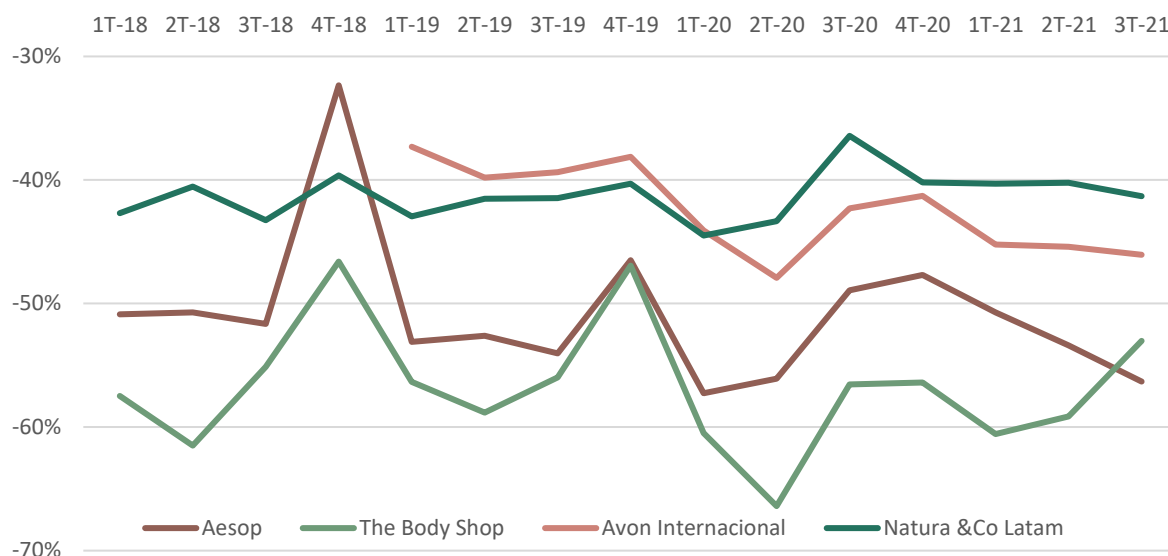


FIGURA 18 – Evolução das Despesas com Vendas, Marketing e Logística

Fonte: elaboração própria

- **Despesas Adm., P&D, TI e Projetos**

Tais despesas em geral não variam com a receita e, por isso, como premissa, será tido que o nível de P&D, tecnologia da informação e projetos continuarão constantes, apenas corrigidos pela inflação projetada para o período. Além disso, para a Avon Internacional, por conta da integração de áreas como tecnologia da informação, centro de dados e funções administrativas em geral, a perspectiva é de que haja um ganho de sinergias entre R\$ 375 milhões e R\$ 450 milhões, conforme *guidance* divulgado pela empresa (NATURA, 2021b).

- **Captura de Sinergias**

A presente seção levou em consideração fato relevante publicado pela empresa em abril de 2021 que apresentava projeções tanto da empresa com um todo, quanto da Sinergias resultantes da combinação de negócios entre a Natura&Co e a Avon Internacional. Segundo essa publicação, a companhia espera capturar gradualmente sinergias operacionais estimadas entre R\$ 1,75 bilhões a R\$ 2,25 bilhões em bases recorrentes anuais até 2024 (Figura 19). Dentro desta projeção estão incluídas as sinergias de suprimentos, manufatura e distribuição, despesas administrativas e receitas na Natura &Co América Latina. Ressalta-se ainda que tais valores não compreendem os custos não recorrentes de R\$ 1,50 bilhões ao longo do mesmo período (NATURA, 2021b).

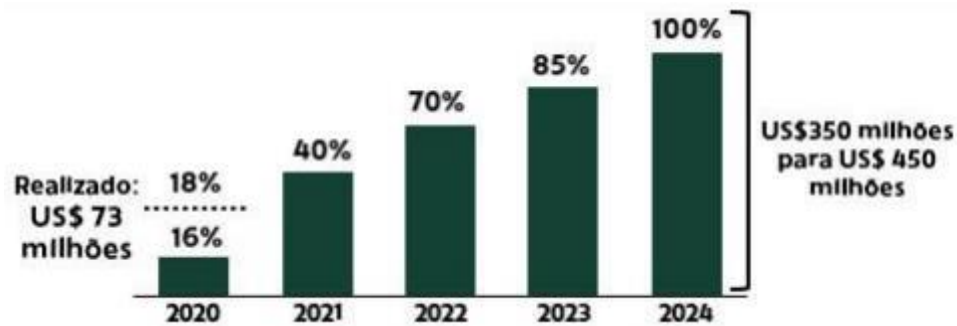


FIGURA 19 – Captura de Sinergias ao longo do tempo

Fonte: *Guidance* Natura (NATURA, 2021b)

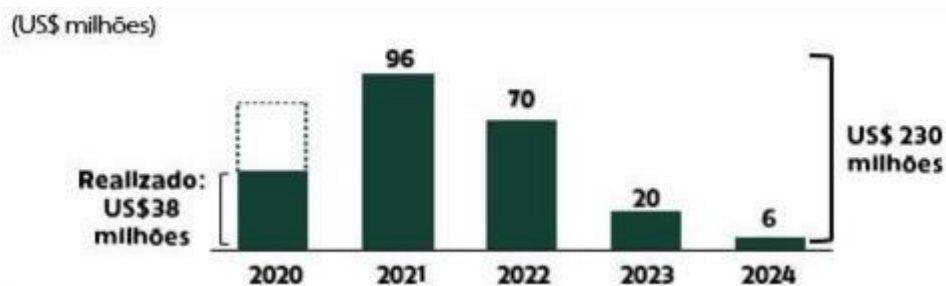


FIGURA 20 – Projeção de Custos Não recorrentes

Fonte: *Guidance* Natura (NATURA, 2021b)

- **Margem EBITDA**

Conforme *guidance* da empresa, para os próximos anos, haverá um crescimento da receita de todos os canais de distribuição, seja venda direta, lojas próprias, e-commerce e franquias. Portanto, é de se esperar uma expansão da margem EBITDA dos diferentes segmentos de negócio. Assim, a margem EBITDA consolidada deve estar entre 14% e 16% no fim do exercício de 2024 (NATURA, 2021c) e a margem EBITDA recorrente da Avon Internacional deverá ser de 13% a 15% em 31 de dezembro de 2024 (NATURA, 2021b). Vale ressaltar ainda que a própria empresa revisou suas expectativas de progressão da margem EBITDA consolidada, que inicialmente atingiria os níveis mencionados em 2023.

- **Depreciação, Amortização e CAPEX**

Projetou-se com base dos dados trimestrais passados a depreciação e amortização para cada uma das marcas, consolidando-se no final o valor para a Holding. Em relação ao CAPEX, foi observado através dos dados fornecidos pelo Quantum Axis que, nos anos de 2017 e 2019, a razão entre CAPEX e depreciação foi de 80%. Desse modo, essa razão foi projetada para frente assumindo que ficará constante ao longo dos anos.

3.8 Projeções Futuras

Dado as informações explicitadas na seção 4.6, a Figura 21 sintetiza as projeções consolidadas efetuadas para a Natura&Co no período 2022-2026.

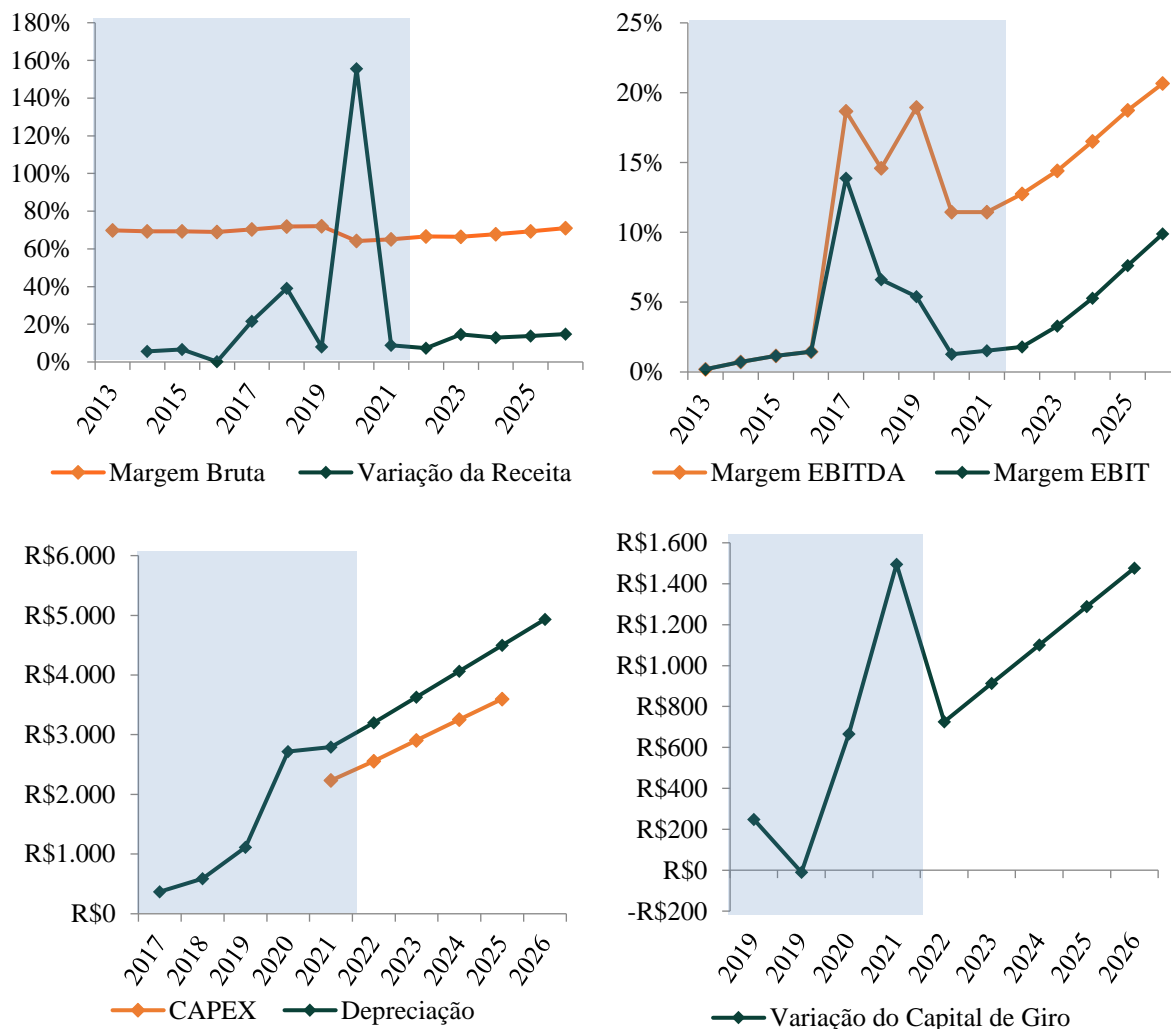


FIGURA 21 – Resumo das informações projetadas

Fonte: Elaboração Própria

A Tabela 07 resume os principais indicadores do *valuation* da Natura&Co dadas as premissas explicitadas nas seções anteriores. O preço *target* da ação seria de R\$ 31, 35, representando um *upside* de 16% em relação ao preço de tela do dia 08 de abril de 2022. Tal cenário será tido como o cenário base para fins desse trabalho.

[R\$ Milhões]	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Perpetuidade
Receita Líquida	43.137,2	49.464,9	55.836,2	63.513,3	72.894,9	-
Margem EBITDA (%)	12,79%	14,39%	16,51%	18,74%	20,67%	-
EBIT/LAIR/Lucro da Atividade	777,8	1.621,1	2.947,0	4.841,8	7.204,4	-
(-) IR	(232,0)	(483,5)	(879,0)	(1.444,2)	(2.148,9)	-
NOPAT/LAIR(1-%IR)	545,8	1.137,6	2.068,0	3.397,6	5.055,5	-
(+) Depreciação	3.198,5	3.632,0	4.065,5	4.498,9	4.932,4	-
(-) CAPEX	(2.558,8)	(2.905,6)	(3.252,4)	(3.599,2)	(3.945,9)	-
(-) Variação de Capital de Giro	(726,0)	(913,6)	(1.101,1)	(1.288,7)	(1.476,3)	-
(=) Fluxo de Caixa (sem perpetuidade)	459,5	950,4	1.779,9	3.008,7	4.565,7	-
Crescimento na Perpetuidade						3,00%
WACC	13,58%	12,96%	12,31%	12,15%	12,15%	12,15%
(=) Fluxo de Caixa (com perpetuidade)	459,5	950,4	1.779,9	3.008,7	4.565,7	4.702,9
Taxa de Desconto Equivalente	1,14	1,28	1,44	1,62	1,81	
(=) Valor Presente do FC (com perpetuidade)	215,2	416,3	729,2	1.150,1	1.623,5	51.438,0
Valor da Firma (milhões)						55.572,3
Dívida Bruta (milhões)						(12.325,9)
(=) Valor de Mercado Alvo (milhões)						43.246,4
Total de Ações no Mercado (milhões)						1.379,5
Valor Justo Por Ação						R\$ 31,35
Valor Atual Por Ação						R\$ 26,95
Upside/ Downside						16%

TABELA 07 – Resumo do Valuation: Cenário Base

Fonte: Elaboração Própria

3.9 Cenários Alternativos

Após estabelecer um cenário de caso base para a empresa, é comum que os analistas considerem cenários adicionais para testar suas premissas e os impactos na variação do preço justo da ação. Neste trabalho, serão apresentados mais dois cenários: (i) um cenário pessimista, conhecido como *Bear Case Scenario*, onde o produto ou serviço da empresa não seja tão amplamente adotado como se pensava anteriormente, ou pressões de custos sejam mais impactantes; e (ii) outro cenário mais otimista, conhecido como *Bull Case Scenario*, onde a empresa se beneficia de ventos positivos, internos ou externos, que ajudam no crescimento e ascensão da mesma.

3.9.1 Bear Case Scenario

Para o cenário mais pessimista, algumas premissas do modelo serão alteradas, o que na prática se traduzirá em demanda mais fraca, pressão de custos e redução de margens no curto prazo, além de um WACC mais elevado.

- (i) Os ganhos de sinergia entre as marcas Avon e Natura serão contrabalanceados com um aumento de custos não recorrentes advindos dos esforços de revitalização da Avon;

- (ii) Tendo em vista o processo inflacionário global e uma postura “atrás da curva” do Federal Reserve (FED), banco central americano, pode-se esperar que o aumento dos juros norte-americanos possa vir a chegar a um patamar recessivo. O impacto dessa atitude não é apenas na demanda americana, mas poderá acarretar taxas de juros mais elevadas ao redor do mundo e um ciclo econômico global mais recessivo, fazendo com que os anos de 2022 e 2023 não sejam triviais para a empresa;
- (iii) A continuação prolongada do conflito entre Rússia e Ucrânia, que apesar de não ter impactos relevantes na receita direta, impacta diretamente o preço de *commodities* como o petróleo, que por sua vez gera um aumento de custos e pressão de margens em toda a cadeia produtiva; e
- (iv) O não arrefecimento da inflação brasileira pode levar o Banco Central elevar a taxa Selic a 13%, ou a mantê-la em patamares mais elevados por mais tempo.

Desse modo, a Tabela 08 resume o valuation da empresa dado esse cenário mais desafiador. Desse modo, o preço justo da ação seria de R\$ 28,35, correspondendo a um *upside* de 5% em relação ao preço de tela do dia 08 de abril de 2022.

[R\$ Milhões]	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Perpetuidade
Receita Líquida	38.823,5	44.518,4	55.836,2	63.513,3	72.894,9	-
Margem EBITDA (%)	10,28%	13,32%	14,95%	17,86%	20,33%	-
EBIT/LAIR/Lucro da Atividade	(733,7)	443,2	2.091,2	4.295,3	6.972,4	-
(-) IR	218,8	(132,2)	(623,8)	(1.281,2)	(2.079,7)	-
NOPAT/LAIR(1-%IR)	(514,9)	311,0	1.467,5	3.014,1	4.892,7	-
(+) Depreciação	3.198,5	3.632,0	4.065,5	4.498,9	4.932,4	-
(-) CAPEX	(2.558,8)	(2.905,6)	(3.252,4)	(3.599,2)	(3.945,9)	-
(-) Variação de Capital de Giro	(726,0)	(913,6)	(1.101,1)	(1.288,7)	(1.476,3)	-
(=) Fluxo de Caixa (sem perpetuidade)	(601,2)	123,8	1.179,4	2.625,2	4.402,9	-
Crescimento na Perpetuidade						3,00%
WACC	17,23%	16,06%	12,96%	12,31%	12,31%	12,31%
(=) Fluxo de Caixa (com perpetuidade)	(601,2)	123,8	1.179,4	2.625,2	4.402,9	4.535,2
Taxa de Desconto Equivalente	1,17	1,36	1,54	1,73	1,94	
(=) Valor Presente do FC (com perpetuidade)	(276,7)	52,4	464,9	963,0	1.498,3	48.733,9
Valor da Firma (milhões)						51.435,8
Dívida Bruta (milhões)						(12.325,9)
(=) Valor de Mercado Alvo (milhões)						39.109,9
Total de Ações no Mercado (milhões)						1.379,5
Valor Justo Por Ação						R\$ 28,35
Valor Atual Por Ação						R\$ 26,95
Upside/ Downside						5%

TABELA 08 – Resumo do Valuation: *Bear Case Scenario*

Fonte: Elaboração Própria

3.9.2 Bull Case Scenario

Para o cenário mais otimista, algumas preocupações quanto aos riscos operacionais serão relevadas e a adição de algumas opcionalidades que não constavam no cenário base serão incluídas no modelo. Em termos práticos, se traduzirá em uma demanda mais forte e normalização das margens aos patamares históricos da empresa.

- (i) A extração de sinergias da integração da Avon ocorrerá de forma mais acelerada, seguindo o movimento que a empresa vem realizando para mitigar os riscos de curto prazo dadas as incertezas. Vale ressaltar, que tal movimento já foi observado em 2021, quando a empresa informou atingir 50% da captura de sinergia, contra os 40% projetados anteriormente (NATURA, 2022);
- (ii) A entrada definitiva da marca Aesop na China, que pode alterar significativamente o patamar de demanda de seus produtos, dado o tamanho do mercado potencial. Em 2020, o mercado consumidor chinês era o segundo maior do mundo com cerca de US\$ 73,346 bilhões (ABIHPEC, 2022a). Ressalta-se que o plano estratégico da empresa era desenvolver quatro *hubs* em Xangai, Pequim, Shenzhen e Chengdu, com 75 SKUs, que correspondem a 76% da linha total com representação de todas as principais categorias (NATURA, 2021a);
- (iii) Um crescimento da marca The Body Shop em resposta aos investimentos realizados no passado: (i) a integração, no Brasil, com o centro de distribuição da Natura, que reduziu o prazo médio de entrega em 11 dias, melhorando significativamente o nível de serviço para os clientes; (ii) presença crescente no varejo com mais de 150 lojas no Brasil, Chile e México; e (iii) aumento de participação no digital com plataforma de *e-commerce* e o aplicativo *My Business*, que, em abril de 2021, já conferia à revista digital 15% das vendas dos franqueados (NATURA, 2021a); e
- (iv) Dado todo o histórico de execução da empresa e inovação, é factível assumir que a marca continuará no processo de consolidação de mercado e de fidelização de novos clientes em todas as suas frentes, o que sustenta o crescimento da empresa nos próximos anos.

Desse modo, a Tabela 09 resume o *valuation* da empresa dado esse cenário mais positivo. Assim, o preço justo da ação seria de R\$ 49,07, correspondendo a um *upside* de 82% em relação ao preço de tela do dia 08 de abril de 2022.

[R\$ Milhões]	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Perpetuidade
Receita Líquida	44.229,1	51.816,0	60.069,5	69.740,4	81.308,2	-
Margem EBITDA (%)	13,63%	16,39%	19,33%	20,86%	21,94%	-
EBIT/LAIR/Lucro da Atividade	1.314,2	3.024,3	5.336,4	7.468,0	9.956,6	-
(-) IR	(392,0)	(902,1)	(1.591,7)	(2.227,5)	(2.969,8)	-
NOPAT/LAIR(1-%IR)	922,2	2.122,2	3.744,7	5.240,5	6.986,8	-
(+) Depreciação	3.198,5	3.632,0	4.065,5	4.498,9	4.932,4	-
(-) CAPEX	(2.558,8)	(2.905,6)	(3.252,4)	(3.599,2)	(3.945,9)	-
(-) Variação de Capital de Giro	(726,0)	(913,6)	(1.101,1)	(1.288,7)	(1.476,3)	-
(=) Fluxo de Caixa (sem perpetuidade)	835,9	1.935,0	3.456,6	4.851,5	6.497,0	-
Crescimento na Perpetuidade						3,00%
WACC	13,58%	12,96%	12,31%	12,15%	12,15%	12,15%
(=) Fluxo de Caixa (com perpetuidade)	835,9	1.935,0	3.456,6	4.851,5	6.497,0	6.692,2
Taxa de Desconto Equivalente	1,14	1,28	1,44	1,62	1,81	
(=) Valor Presente do FC (com perpetuidade)	391,4	847,6	1.416,1	1.854,6	2.310,2	73.196,5
						Valor da Firma (milhões)
						80.016,4
						Dívida Bruta (milhões)
						(12.325,9)
						(=) Valor de Mercado Alvo (milhões)
						67.690,5
						Total de Ações no Mercado (milhões)
						1.379,5
						Valor Justo Por Ação
						R\$ 49,07
						Valor Atual Por Ação
						R\$ 26,95
						Upside/ Downside
						82%

TABELA 09 – Resumo do Valuation: *Bull Case Scenario*

Fonte: Elaboração Própria

3.9.3 Comparativo entre os Cenários

A partir dos cenários traçados, observa-se que a ação possui elevado potencial de valorização. Destaca-se o potencial da empresa ao verificar a distância entre o cenário mais otimista e o cenário base. Ao longo de 2022, observa-se que o *upside* do papel chegou a 142% para o *Bull Case Scenario*, conforme indicado na Figura 22.

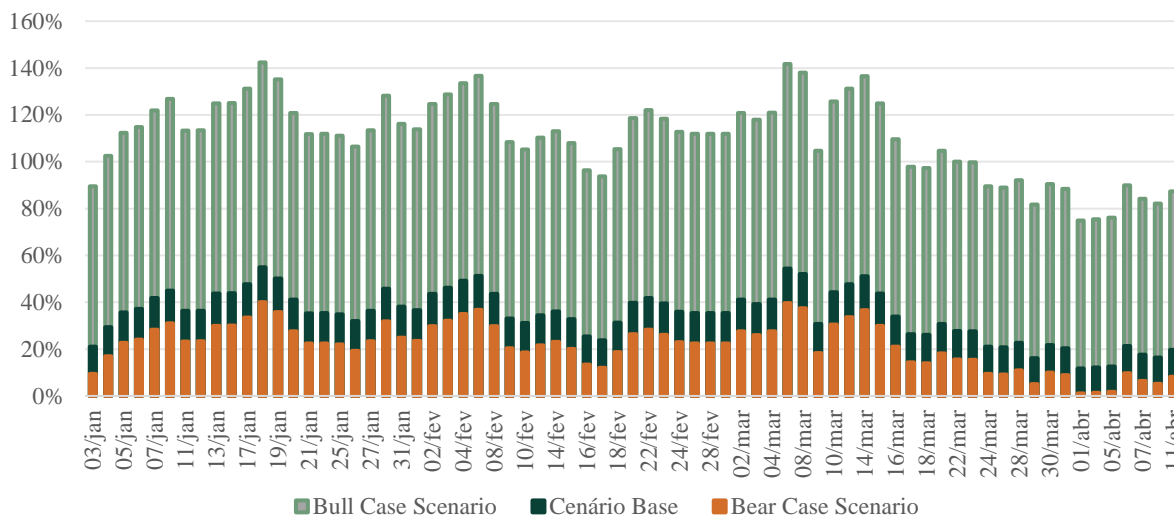


FIGURA 22 – Evolução do *upside* de cada Cenário ao longo de 2022

Fonte: Elaboração Própria

Dentre as principais diferenças do modelo, destaca-se as margens EBITDA e EBIT e o WACC utilizado para o cálculo do valor presente da empresa, que podem ser verificadas na Figura 23.

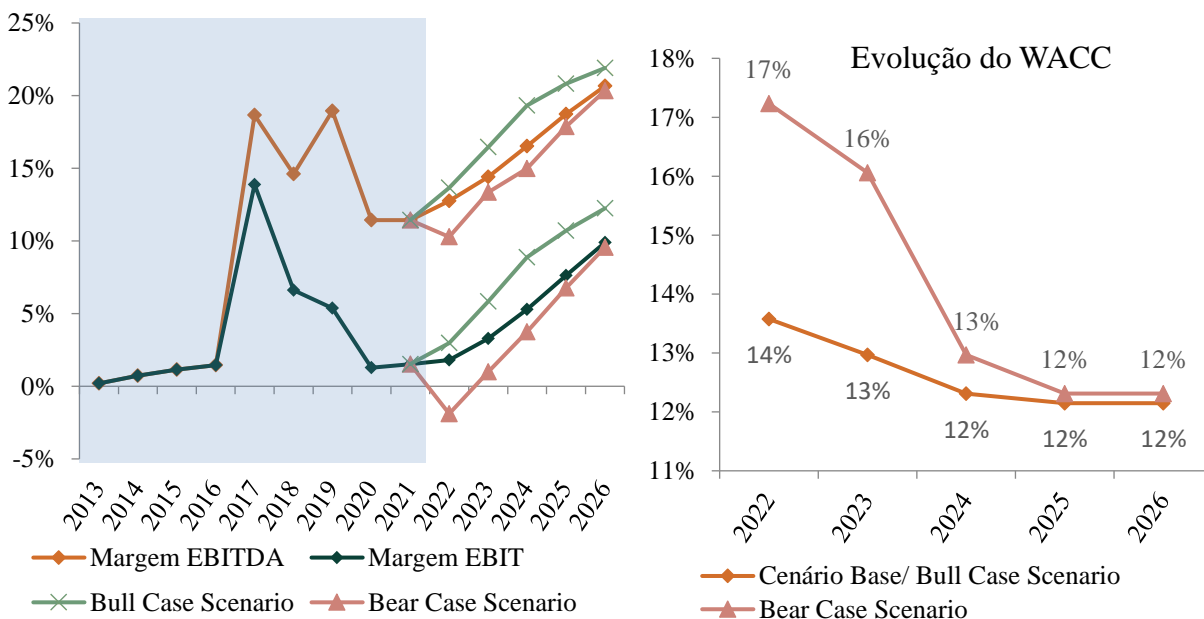


FIGURA 23 – Comparativo das Margens e do WACC nos diferentes cenários

Fonte: Elaboração Própria

Dadas as projeções apresentadas, a ação teria pouco espaço para cair, enquanto, dadas as opcionalidades do negócio, há um potencial grande de valorização. Contudo, é importante destacar que a falta de *trigger* de curto prazo, somado à um primeiro semestre de 2022 ainda bem desafiador, pode deixar o papel de lado por mais um tempo. Eventualmente, com a

melhora dos resultados operacionais e a normalização das operações da marca, o mercado pode voltar a ter confiança na empresa e a ação convergir para valores mais elevados, tal como sugerem o exercício aqui realizado.

3.10 Análise de Múltiplos

3.10.1 Múltiplo de Lucro

Tendo em vista o efeito da pandemia nos preços e nas expectativas de lucro das empresas, o indicador P/L fica distorcido, não sendo possível identificar corretamente a sua variação ao longo do tempo. Nesse sentido, foi dada a preferência por observar o “*earning yield*”, que é o inverso do múltiplo P/L, correspondendo a uma taxa, medida em percentagem. Na prática, caso os juros caiam, os investidores passam a aceitar um *earning yield* menor ou, analogamente um múltiplo P/L maior (ROCHA, 2019).

Nesse contexto, verifica-se na Figura 24 que o *earning yield* está acima de sua média história, próximo a um desvio padrão para cima da média, o que pode significar que a ação está barata. Contudo, a leve recuperação de curto prazo revela que, apesar da queda nominal dos preços, a ação não estaria tão descontada assim decorrente de uma revisão dos lucros para baixo. Além disso, cabe ressaltar que com a elevação recente das taxas de juros, o mercado tem um apetite menor para cases de crescimento, cujo grande parte do valor concentra-se na perpetuidade, por isso, é natural que exija *earnings yields* maiores.

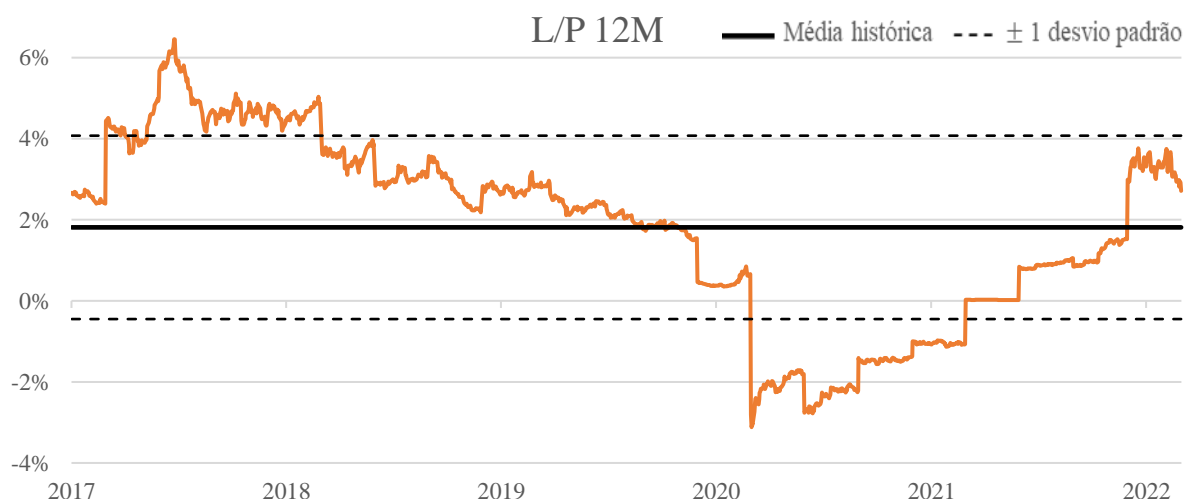


FIGURA 24 – Taxa L/P em moeda original de 12 meses consolidado

Fonte: Elaboração Própria, dados: Económica

3.10.2 Múltiplo de EBITDA

O múltiplo EV/EBITDA é muito utilizado no mercado por conseguir comparar empresas com diferentes estruturas de capital e tributação, eliminando os efeitos que não afetam o caixa da companhia. Nesse contexto, apesar de não considerar o pagamento de juros, tributação, investimento em capital de giro e CAPEX, permite a comparação de empresas nacionais com internacionais. Ao olhar o múltiplo na Figura 25, destaca-se que a empresa está negociando próxima aos níveis de 2018, cerca de um desvio padrão abaixo da média, revelando um desconto significativo todos os investimentos realizados pela Natura em digitalização e aquisições desde então.

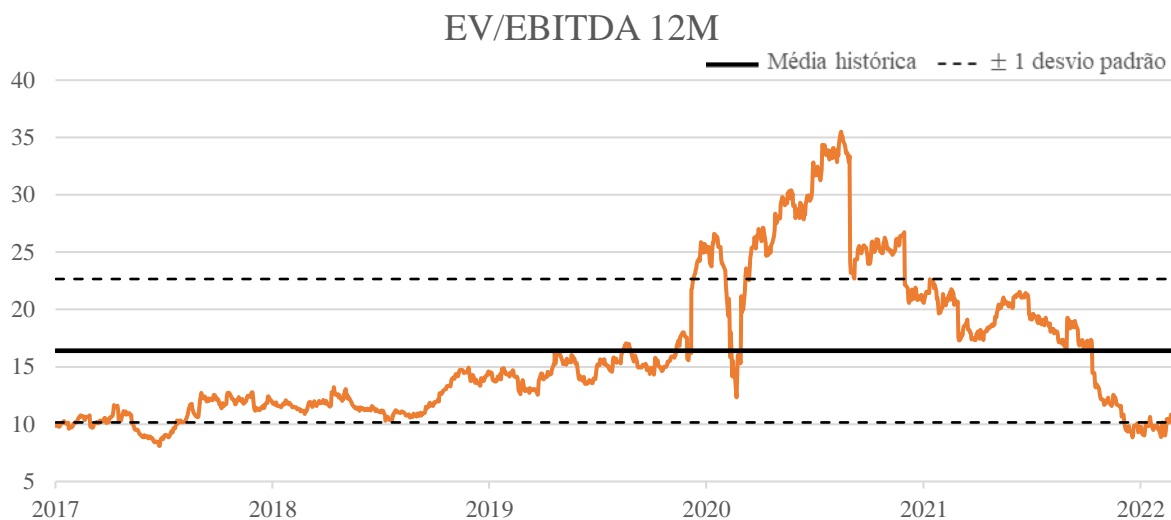


FIGURA 25 – Múltiplo EV/EBITDA da empresa em moeda original de 12 meses

Fonte: Elaboração Própria, dados: Economática

Além disso, vale destacar que o múltiplo EV/EBITDA em que a empresa é negociada no Brasil é significativamente descontado em relação aos principais players globais. Segundo o relatório mais recente do J.P. Morgan, atualizado em março de 2022, o múltiplo esperado para 2022 chega a ser 8,5 contra 13,4 da média global, conforme evidenciado na Figura 26. Ao comparar o mesmo múltiplo para 2023, a diferença também é relevante: 6,0 versus 10,4 vezes EV/EBITDA (J.P. MORGAN, 2022). Assim sendo, como opcionalidade futura, pode haver um movimento de *catching up* de múltiplos relevante da Natura&Co.

EV/EBITDA 22E - JP MORGAN

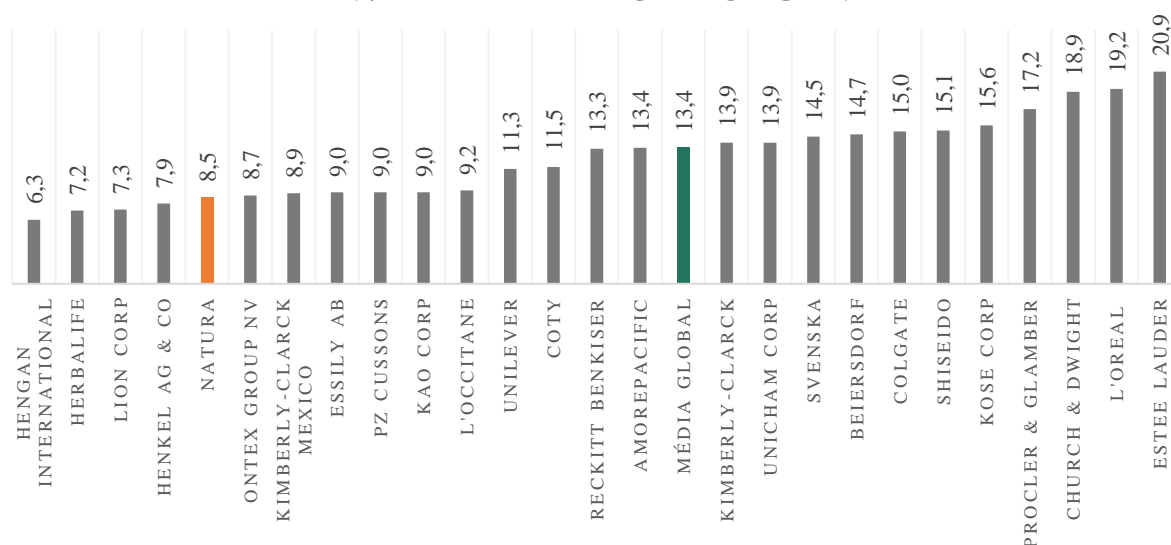


FIGURA 26 – Comparativo entre os players globais dos Múltiplos esperados para 2022

Fonte: adaptado do relatório do Banco J.P. Morgan (J.P. MORGAN, 2022)

3.10.3 Múltiplo de Receita

O indicador em questão revela quantas vezes a receita advinda das vendas da empresa vem sendo avaliada, logo, pode-se dizer quanto menor o indicador, mais barata a empresa está sendo negociada. Nesse contexto, observa-se que o indicador está muito abaixo de um desvio padrão de sua média história, revelando que o impacto no preço do ativo foi muito maior do que o impacto de receita, mesmo com o cenário adverso mais recente.

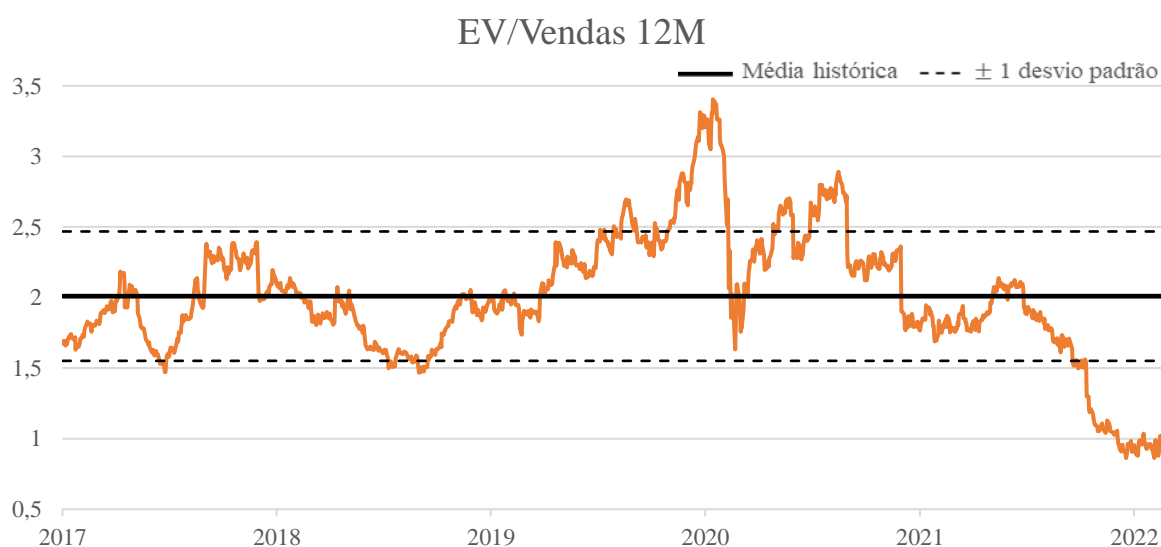


FIGURA 27 – Múltiplo EV/Vendas em moeda original de 12 meses consolidado

Fonte: Elaboração Própria, dados: Economática

Conclui-se, portanto, que pela maioria das métricas analisadas, a empresa encontra-se muito descontada em relação a sua média histórica. Porém, dadas as limitações do método de análise por múltiplos no Capítulo 2, a próxima seção se dedica a estimar o valor da empresa por meio do método de fluxo de caixa descontado.

3.11 Análise ASG

A Natura&Co está entre as 10 maiores constituintes do índice *S&P / B3 Brazil ESG Index*, lançado em agosto de 2020, além de ser a única empresa brasileira a possuir *rating* ‘AAA’ segundo o índice do MSCI, um dos principais provedores mundiais de informação ASG. Em 2021, a empresa se encontrava na faixa dos players de 15% a 30% de melhor desempenho em seu setor de atuação, conforme o Anuário de Sustentabilidade da S&P. Por fim, destaca-se também a elevada pontuação atribuída pelo Arabesque S-Ray⁵ de 57,76, dentre todas as empresas brasileiras analisadas, a pontuação fica atrás apenas da Itaúsa com 67,57 e Lojas Renner com 64,24 (GARCIA; LAMOSA, 2021).

Na pesquisa realizada por Garcia e Lamosa (2021) foram avaliados cinco documentos publicados pela empresa: Relatório anual dos anos de 2019 e 2020, o Compromisso com a Vida, a Visão de Sustentabilidade 2050 e o código de ética. Com base nas informações contidas em cada fonte, uma análise qualitativa das evidências ASG foi realizada, utilizando-se um sistema binário para pontuar as subcategorias abordadas. A partir disso, um mapa de calor foi criado para verificar qual é o foco da empresa. Ao comparar com a materialidade do setor de varejo, observa-se que a subcategoria “Engajamento, Diversidade e Inclusão do Trabalhador” é destaque positivo, aparecendo em todos os relatórios analisados. Contudo, apesar da subcategoria “Privacidade do Consumidor” ser mencionada em apenas 1 relatório (20% das observações), destaca-se que a empresa não deixa de abordar nenhuma das categorias SASB, mesmo que não tenha alto impacto financeiro em seu setor de atuação.

Categorias e Subcategorias SASB x Materialidade		Setor de Varejo	Natura
Meio Ambiente	Emissões de Gases de Efeito Estufa		100%
	Qualidade do Ar		20%
	Gestão de Energia		60%
	Gestão de Água e de seu desperdício		40%

⁵ Arabesque S-Ray é um provedor de dados sediado em Frankfurt e focado em soluções de consultoria, combinando *big data* com métricas ASG para avaliar o desempenho e a sustentabilidade de empresas em todo o mundo (S-RAY, 2022).

	Gestão de Resíduos e Materiais Nocivos	80%	
	Impactos Ecológicos	60%	
Capital Social	Direitos Humanos e Relação com a Sociedade	100%	
	Privacidade do Consumidor	20%	
	Segurança de Dados	40%	
	Acesso e Acessibilidade	40%	
	Qualidade do Produto e Segurança	40%	
	Bem-estar do Consumidor	60%	
	Práticas de Venda e Rotulagem dos Produtos	60%	
	Capital Humano	Práticas de Trabalho	60%
		Saúde e Segurança do Trabalhador	60%
Engajamento, Diversidade e Inclusão do Trabalhador		100%	
Modelo de Negócios e Inovação	Design do Produto e Gestão do seu Ciclo de Vida	80%	
	Resiliência do Modelo de Negócios	40%	
	Gestão da Cadeia de Suprimentos	100%	
	Fornecimento de Materiais e Eficiência	80%	
	Impactos nas Mudanças Climáticas	20%	
Liderança e Governança	Ética do Negócio	60%	
	Comportamento Competitivo	40%	
	Gestão da Legalidade e Regulamentação Ambiental	60%	
	Anti Corrupção	60%	
	Transparência	80%	

TABELA 10 – Resumo do Valuation: *Bull Case Scenario*

Fonte: Elaboração Própria

Conclui-se, portanto, que não foram identificados riscos ASG relacionados à empresa que possam afetar negativamente o valor da empresa no longo prazo.

3.12 Síntese

Através das análises realizadas, observa-se que o preço justo da ação varia de R\$ 28,35 a R\$ 49,07, dependendo do grau de pessimismo ou otimismo incorporado nas premissas do modelo. Nesse contexto, observa-se que todo o pessimismo de cenário incerto, demanda fraca, extensão do conflito bélico entre Rússia e Ucrânia, choque de *commodities* e elevação das taxas de juros pelo FED mercado já está incorporado no preço da ação. Deste modo, qualquer alívio macroeconômico, por menor que seja, já contribui para a performance do

ativo. Por fim, ao olhar os múltiplos em que a empresa está sendo negociada, observa-se um certo desconto em relação à sua média histórica.

Assim sendo, embora as tendências de curto prazo sejam bem desafiadoras, conforme indicado pela própria Natura, a tese de investimento por trás do ativo se revela atraente no longo prazo, especialmente tendo em vista: (i) o *turnaround* da Avon; (ii) o crescimento em novas regiões, em especial na China que possui um mercado endereçável gigantesco; (iii) a expansão de margem, podendo potencialmente retornar aos níveis históricos anteriores das aquisições da The Body Shop e Avon; e, (iv) uma melhoria do humor de mercado e melhora da confiança na companhia à medida que riscos operacionais vão sendo deixados para trás pode levar a uma reprecificação dos múltiplos pagos pelo mercado, aproximando-os aos seus pares internacionais.

Não obstante, a companhia precisa reconstruir sua confiança com o mercado, principalmente devido: (i) às preocupações em torno de suas principais vendas diretas diversificação de modelos e canais, (ii) ao *turnaround* e rejuvenescimento da marca The Body Shop, que apesar de ter sido adquirida em 2017, anda está incompleto; e (iii) ao *turnaround* ainda mais desafiador da Avon, que aumentou o investimento da empresa em vendas diretas.

Salienta-se que o preço do ativo parece ter sido corrigido, no passado recente, de modo a incorporar vários dos riscos mencionados. Com isso, o papel possui pouco *downside*, sendo bastante atrativo ao olhar as opcionalidades da empresa. Uma volta de confiança do mercado relacionada a uma normalização dos resultados pode gerar um *trigger* positivo para o papel. Além disso, com o destaque crescente em relação às questões ASG no Brasil e no mundo, a Natura pode entrar cada vez no radar de gestores de fundos de investimentos. Isso ocorre, pois, a ação é elegível a participar de fundos temáticos ASG nacionais e *offshore* e, logo, pode receber um fluxo positivo de capital, refletindo na valorização do ativo.

CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo principal compreender os métodos de avaliação de uma empresa de capital aberto. Para isso, foram traçados alguns objetivos específicos como: (i) entender os principais modelos utilizados pelos analistas de investimento; (ii) eleger o método mais adequado para (iii) realizar um estudo de caso; e, por fim, (iv) analisar a diferença entre o valor intrínseco da empresa e seu valor de tela.

Assim, em um primeiro momento, de acordo com o primeiro objetivo mencionado, procurou-se apresentar certos termos contábeis e aprofundar os métodos de maior relevância para a análise de uma empresa. Destaca-se, portanto, o método de fluxo de caixa descontado, avaliação por múltiplos, método de taxa interna de retorno e a análise ASG. Para o presente trabalho, cabe enfatizar o método FCDE, cuja avaliação considera premissas, hipóteses comportamentais e o contexto em que empresa está inserida para a projeção das perspectivas futuras. Desse modo, as principais variáveis contábeis são projetadas e trazidas a valor presente, com base em uma taxa de desconto que considera o custo do capital próprio e de terceiros, bem como a estrutura da dívida da empresa, sintetizados no WACC, que nada mais é do que o retorno exigido pelo investidor.

Quanto ao estudo de caso, realizou-se uma análise do setor, do histórico e do momento atual vivenciado pela da companhia. Para as projeções financeiras e operacionais, projetou-se a série histórica trimestral das quatro marcas separadas até 2026, com base nas premissas do modelo. De modo geral, tais premissas sustentaram a hipótese de que as taxas de crescimento observadas no passado continuarão sendo observadas nos próximos anos e que variáveis como CVM e margens irão gradualmente convergir aos patamares históricos da Natura antes das aquisições. Por fim, para o *valuation*, três cenários foram traçados objetivando-se obter uma melhor sensibilidade do que o mercado precifica atualmente e quais seriam as opções da tese de investimento. Assim, o cujo preço justo encontrado para o cenário base foi de R\$ 31,35, acima do nível de preço que a empresa negocia. Destacou-se, portanto, um grande potencial de valorização, tendo em vista que o cenário mais pessimista leva a um valor de R\$ 28,35, enquanto o otimista, a R\$ 49,07, ambos superiores ao valor de tela. Assim, conclui-se que as ações da companhia estão sendo negociadas abaixo do justo.

Deste modo, conclui-se que o trabalho cumpriu seu objetivo de determinar o valor justo da Natura&Co a partir de uma análise fundamentalista. Além disso, a partir dos resultados obtidos, foi possível validar a hipótese testada no trabalho de que o preço pode se desviar do valor real. Tendo base as premissas descritas nas seções 3.7 e 3.10, observa-se que

o valor de tela é substancialmente inferior ao valor intrínseco da empresa. Portanto, a hipótese testada é verdadeira e o valor justo, tal como o calculado pelo método do fluxo de caixa descontado, pode não corresponder ao preço unitário das ações negociadas em mercado.

Como limitação ao modelo, destaca-se o caráter subjetivo da análise, logo, o resultado varia substancialmente em função do seu autor dado que exige a adoção de inúmeras premissas que não podem não se realizar. Deste modo, por melhor que seja o modelo ou ferramentas utilizadas para a elaboração do *valuation*, não é possível comprovar que o valor justo gerado no modelo seja de fato o valor justo real da empresa.

Por fim, salienta-se que as informações contidas neste trabalho acadêmico não constituem qualquer tipo de aconselhamento ou recomendação de investimento, não devendo ser utilizadas para esta finalidade.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABARBANELL, J.; BUSHEE, B.. Fundamental analysis, future earnings, and stock prices. *Journal of Accounting Research*, 35, p. 1–24, 1997 *apud* RAMNATH, S.; ROCK, S.; SHANE, P. The financial analyst forecasting literature: a taxonomy with suggestions for further research. **International Journal of Forecasting**, v. 24, n. 1, p. 34-75, 2008. doi:10.1016/j.ijforecast.2007.12.006.

ABIHPEC. Caderno de Tendências: Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos. 2019-2020.

ABIHPEC. Panorama do Setor. A Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos: Essencial para o Brasil. Jan 2022a. Disponível em: https://abihpec.org.br/site2019/wp-content/uploads/2022/02/Panorama_do_Setor_Atualizado_Janeiro22.pdf Acesso em: 20 mar. 2022.

ABIHPEC. Corrente de comércio do setor de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos cresce 9,3% em janeiro. 23 fev. 2022b. Disponível em: <https://abihpec.org.br/release/corrente-de-comercio-do-setor-de-higiene-pessoal-perfumaria-e-cosmeticos-cresce-93-em-janeiro/>. Acesso em: 20 mar. 2022.

ABIHPEC. Setor de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos fecha 2021 com queda de 2,8% nas vendas. 25 fev. 2022c. Disponível em: <https://abihpec.org.br/comunicado/setor-de-higiene-pessoal-perfumaria-e-cosmeticos-fecha-2021-com-queda-de-28-nas-vendas/>. Acesso em: 20 mar. 2022.

ARBEL, Avner; CARVELL, Steven; STREBEL, Paul. Giraffes, Institutions and Neglected Firms. **Financial Analysts Journal**, [S.L.], v. 39, n. 3, p. 57-63, maio 1983. Informa UK Limited. <http://dx.doi.org/10.2469/faj.v39.n3.57>.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 7. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2014.

B3, Brasil, Bolsa, Balcão. Relação com os Investidores: Histórico. Disponível em: <https://ri.b3.com.br/pt-br/b3/historico/>. Acesso em: 21 abr. 2022a.

B3, Brasil, Bolsa, Balcão. Perfil pessoas físicas. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/genero/. Acesso em: 11 abr. 2022b.

BCB, Banco Central do Brasil. SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais. 1178 - Taxa de juros - Selic anualizada base 252. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/>. Acesso em: 23 jul. 2021.

CARMELLO, Milton Huppert Monte. A Bolsa de Valores de São Paulo: Um Estudo de suas Origens, Evolução e Perspectivas de Integração no Mercado de Valores Globalizado. São Paulo, p. 112-133, julho 1997. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10817/1199900136.pdf?sequence=1>. Acesso em: 24 set.2021.

CASAGRANDE, Matheus; PRADO, Eduardo Vieira do. Mercado financeiro: um estudo da evolução do nível do investimento na BM&F Bovespa e a taxa Selic de 2011 a 2015. 2017. 26 f. TCC (Doutorado) - Curso de Ciências Contábeis, Faculdade Santa Lúcia, [S.I.], 2017.

CHAN, L.; JEGADEESH, N.; LAKONISHOK, J.. Momentum strategies. **Journal of Finance**, 51, p. 1681–1713, 1996 *apud* RAMNATH, S.; ROCK, S.; SHANE, P. The financial analyst forecasting literature: a taxonomy with suggestions for further research. **International Journal of Forecasting**, v. 24, n. 1, p. 34-75, 2008. doi:10.1016/j.ijforecast.2007.12.006.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas. Tradução de Allan Vidigal Hastings. 3. ed. São Paulo: **Pearson Makron Books**, 2001. ISBN-10: 8534613613. ISBN-13: 978-8534613613

COPOM. Atas do Comitê de Política Monetária: 245ª Reunião. 15-16 mar. 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom>. Acesso em: 27 mar.2022

COSMETIC INNOVATION. Mercado de beleza cresce lento, mas continua em alta. 6 jun. 2019. Disponível em: <https://cosmeticinnovation.com.br/mercado-de-beleza-cresce-lento-mas-continua-em-alta/>. Acesso em: 20 mar. 2022

COSMETIC INNOVATION. Setor de HPPC cresce 3,9% e atinge R\$ 116,8 bilhões em 2019. 2020. Disponível em: <https://cosmeticinnovation.com.br/setor-de-hppc-cresce-39-e-atinge-r-1168-bilhoes-em-2019/>. Acesso em: 10 abr. 2022.

DAMODARAN, Aswath. Valuation: Como avaliar empresas e escolher as melhores ações. Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra. **Livros Técnicos e Científicos Editora Ltda.** Rio de Janeiro. LTC, 2012b.

DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation**: tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd. ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2012a.

DAMODARAN, Aswath. **Damodaran Online**. 2021a. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acesso em: 31 dez. 2021.

DAMODARAN, Aswath. **Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread**. Disponível em: https://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html. Acesso em: 31 dez. 2021.

DARROUGH, M.; RUSSELL, T.. A positive model of earnings forecasts: Top down versus bottom up. **Journal of Business**, 75, p. 127–152, 2002 *apud* RAMNATH, S.; ROCK, S.; SHANE, P. The financial analyst forecasting literature: a taxonomy with suggestions for further research. **International Journal of Forecasting**, v. 24, n. 1, p. 34-75, 2008. doi:10.1016/j.ijforecast.2007.12.006.

EASTERWOOD, J.; NUTT, S. (). Inefficiency in analysts' earnings forecasts: systematic misreaction or systematic optimism? **Journal of Finance**, 54, p. 1777–1797, 1999 *apud*

ENDLER, Luciana. Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas. **ConTexto**, Porto Alegre, v. 4, n. 6, 1º semestre 2004. Disponível em: <https://www.seer.ufrgs.br/ConTexto/article/view/11715/6918>. Acesso em: 30 jul. 2021.

ESCAVASSA, Kátia Micheli; VIDOTTO, Ms Rodrigo Silva. Mercado acionário: o crescimento da participação de pessoas físicas na bolsa de valores na década de 2000. **Revista Ensaios & Diálogos**, v. 13, p. 64, 2008.

FMI, Fundo Monetário Internacional. World Economic Outlook: War Sets Back the Global Recovery. Abr. 2022

GARCIA, Maria Eduarda S.; LAMOSA, Marianna Iemini. **A Importância dos Aspectos Ambientais, Sociais e de Governança – ASG – para as Organizações no Século XXI: Uma Pesquisa Exploratória entre Empresas Nacionais e Internacionais**. 2021. 66 f. Monografia (Graduação em Engenharia de Produção) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, RJ, 2021.

GERRING, John. The case study: What It is and What It Does. Editado por Carles Boix and Susan C. Stokes. **The Oxford Handbook of Comparative Politics**. Jul 2009. DOI: 10.1093/oxfordhb/9780199566020.003.0004

GIL, Antônio Carlos. Como Elaborar Projetos de Pesquisa. 4. ed. São Paulo: **Editora Atlas S.A.**, 2002. Disponível em: http://www.uece.br/nucleodelinguasitaperi/dmdocuments/gil_como_elaborar_projeto_de_pesquisa.pdf. Acesso em: 22 ago. 2021.

GUISSONI, Leandro; FARRIS, Paul; AILAWADI, Kusum; BOCCIA, Murillo. The Multichannel Challenge at Natura in Beauty and Personal Care. **University of Virginia - Darden Business Publishing**, n° UVA-M-0943. 45. fev. 2020. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3703305>. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3703305. Acesso em: 10 abr. 2022.

J.P. MORGAN; Latin America Equity Research. Natura&Co: Time to Halt the Underweight - Better Risk-Reward Post Sell-Off. Upgrading to Neutral. 09 mar 2022.

KOGUT, C. S.; BOLDRINI, P. E. H.; MELLO, R. C. DE; FONSECA, L. Natura Vai às Compras: O Caso de uma Multinacional de Mercado Emergente. **Revista de Administração Contemporânea**, p. e210103, 13 jan. 2022.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

LIMA, Gerlando; LUCA, Márcia de. A Relação entre o Monitoramento dos Analistas de Mercado e as Características de Valuation Das Companhias Brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v.12, n. 4, p. 129-151, 31 dez. 2016. <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.2016431>. Disponível em: <https://www.redalyc.org/pdf/1170/117049458008.pdf>. Acesso em: 23 jul. 2021.

LIMA, G. A. S. F. Efeito do acompanhamento dos analistas no valor das empresas. 2013. Tese (Livre Docência) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/livredocencia/12/tde-14112014-151023/publico//Prof_Dr_Gerlando_Augusto_Sampaio_Franco_de_Lima.pdf. Acesso em: 23 jul. 2021.

NATIXIS, Investment Managers. Looking for the Best of Both Worlds. [S.l.], 2019

NATURA. Investor Day. 16 abr. 2021a. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/9e61d5ff-4641-4ec3-97a5-3595f938bb75/b9393d3b-341c-46ad-a9be-e06d72495d05?origin=1>. Acesso em: 20 mar. 2022.

NATURA. Fato Relevante: Reapresentação da Divulgação de Novas Projeções sobre a Companhia e a Avon International e Revisão da Projeção de Sinergias resultantes da Combinação de Negócios entre a Companhia e a Avon International. 20 abr. 2021b.

NATURA. Relatório Anual 2020. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/9e61d5ff-4641-4ec3-97a5-3595f938bb75/b943a91e-2873-d766-250c-885c2c08cee2?origin=1> Acesso em: 08 mar. 2022.

NATURA. Transcrição da Teleconferência Natura &Co Holding (NTCO3) Resultados do 4T21 10 de março de 2022. 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/67c3b7d4-64ea-4c2f-b380-596a2ac2fbf/7436eb51-ec97-3735-44c1-17a3eb3aa035?origin=1>. Acesso em: 27 mar. 2022

OCDE; Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. Inflation forecast 2022. Disponível em: <https://data.oecd.org/price/inflation-forecast.htm>. Acesso em: 26 mar. 2022

PÓVOA; Alexandre. Valuation: Como precificar ações. Elsevier Editora Ltda. 2012.

RAMNATH, S.; ROCK, S.; SHANE, P. The financial analyst forecasting literature: a taxonomy with suggestions for further research. **International Journal of Forecasting**, v. 24, n. 1, p. 34-75, 2008. doi:10.1016/j.ijforecast.2007.12.006.

ROCHA, André. Por que, sob a ótica do múltiplo P/L, a bolsa brasileira ainda pode subir? Valor Investe. 11 set. 2019. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/andre-rocha/post/2019/07/por-que-sob-a-otica-do-multiplo-pl-a-bolsa-brasileira-ainda-pode-subir.ghtml>. Acesso em: 03 abr. 2022

RODRICK, Dani. O neoliberalismo é uma perversão da economia dominante. **Alternatives Économiques**, 12 dez. 2017. Tradução de André Langer. Disponível em: <http://www.ihu.unisinos.br/78-noticias/574765-o-neoliberalismo-e-uma-perversao-da-economia-dominante-artigo-de-dani-rodrick>. Acesso em: 22 ago. 2021.

SASB SUSTAINABILITY Framework. Disponível em: <https://www.sasb.org/standards/materiality-map/>. Acesso em: 20 mar. 2021.

SÁTYRO, Natália Guimarães D.; D'ALBUQUERQUE, Raquel W.. O que é um Estudo de Caso e quais as suas potencialidades. 2020. **Sociedade E Cultura**, 23. <https://doi.org/10.5216/sec.v23i.55631>. Disponível em: <https://www.revistas.ufg.br/fcs/article/view/55631/34815>. Acesso em: 22 ago. 2021

SOUTE, Dione et al. Métodos de Avaliação Utilizados pelos Profissionais de Investimento. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 11, jan. 2008.

S-RAY, Arabesque. Our Company: Welcome to Arabesque S-Ray. Disponível em: <https://www.arabesque.com/s-ray/>. Acesso em: 22 abr. 2022

TRADING ECONOMICS. Inflation Rate – World. 2022. Disponível em: <https://tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate?continent=world>. Acesso em: 10 abr. 2022

U.S. DEPARTMENT Disponível em: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>. Acesso em: 26 mar. 2021.

APÊNDICES

ANEXOS

ANEXO A – DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS

The Body Shop

R\$ milhões	The Body Shop																			
	2017			2018			2019			2020			2021							
	1T-17	2T-17	3T-17	4T-17	1T-18	2T-18	3T-18	4T-18	1T-19	2T-19	3T-19	4T-19	1T-20	2T-20	3T-20	4T-20	1T-21	2T-21	3T-21	4T-21
Receita Bruta	-	-	-	1.900,1	1.158,9	1.190,7	1.207,7	2.083,0	1.219,8	1.217,8	1.288,6	2.145,4	1.213,4	1.272,5	1.815,0	2.741,7	1.711,1	1.612,4	1.841,5	2.677,8
Receita Líquida	1.211,0	807,3	806,7	925,8	1.346,2	889,3	867,5	935,7	1.436,8	893,2	979,2	1.386,4	2.075,9	1.319,7	1.217,6	1.390,4	1.893,9	1.217,6	1.390,4	1.893,9
CMV	(310,9)	(193,6)	(188,9)	(233,7)	(337,2)	(210,8)	(205,1)	(222,9)	(330,9)	(201,2)	(199,0)	(285,1)	(471,7)	(279,0)	(244,0)	(309,5)	(404,1)	-	-	-
% CMV/Receita Líquida	-26%	-24%	-23%	-24%	-24%	-25%	-24%	-24%	-23%	-23%	-20%	-21%	-23%	-21%	-20%	-22%	-21%	-	-	-
Lucro Bruto	0,0	0,0	0,0	906,1	613,6	617,8	702,1	1.009,0	678,5	662,3	712,8	1.105,9	692,0	760,2	1.099,6	1.604,2	1.040,7	973,8	1.081,1	1.489,8
Despesas com Vendas, Marketing e Logística				(558,3)	(464,0)	(494,2)	(510,2)	(627,4)	(501,1)	(510,3)	(522,7)	(674,4)	(540,3)	(650,2)	(783,1)	(1.170,5)	(799,1)	(720,2)	(737,2)	(1.002,1)
% Despesas/Receita Líquida	-46%	-57%	-52%	-55%	-47%	-56%	-59%	-54%	-47%	-50%	-46%	-57%	-56%	-61%	-59%	-53%	-53%	-	-	-
Despesas Adm., P&D, TI e Projetos				(155,6)	(141,1)	(147,6)	(171,6)	(200,0)	(157,2)	(157,5)	(167,1)	(187,4)	(176,9)	(180,0)	(194,0)	(286,9)	(234,9)	(266,6)	(420,1)	(274,6)
Despesas Corporativas ⁴	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras Receitas/(Despesas) Operacionais, Líquidas				(21,4)	0,3	(0,9)	0,5	2,1	(3,4)	1,9	0,6	(18,4)	(5,9)	3,5	(12,8)	(4,7)	(3,1)	17,3	2,7	(15,6)
Despesas com Aquisição ⁵	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Custos de Transformação	-	-	-	-	(37,5)	(24,7)	(36,1)	(6,8)	(19,5)	(6,4)	(18,7)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Depreciação				52,7	48,2	51,4	56,6	61,3	148,6	145,1	143,9	135,6	164,4	191,8	198,8	206,3	190,7	189,7	191,3	223,5
EBITDA	0,0	0,0	0,0	217,5	57,1	(12,8)	52,7	208,8	158,5	122,0	160,1	342,6	133,3	145,2	308,3	348,3	194,3	193,8	117,8	421,0

Avon

R\$ milhões	Avon Internacional											
	2019				2020				2021			
	1T-19	2T-19	3T-19	4T-19	1T-20	2T-20	3T-20	4T-20	1T-21	2T-21	3T-21	4T-21
Receita Bruta	2.690,5	2.599,0	2.485,7	3.151,0	2.531,4	1.995,7	2.958,2	3.406,2	2.835,9	2.644,7	2.460,0	3.248,4
Receita Líquida	2.172,7	2.105,9	2.006,3	2.558,8	2.121,5	1.650,0	2.457,3	2.868,5	2.363,5	2.204,0	2.053,7	2.708,1
CMV	(868,3)	(816,3)	(831,5)	(1.076,0)	(927,2)	(632,5)	(978,2)	(1.284,0)	(946,2)	(842,3)	(794,3)	(1.115,5)
% CMV/Receita Líquida	-40%	-39%	-41%	-42%	-44%	-38%	-40%	-45%	-40%	-38%	-39%	-41%
Lucro Bruto	1.304,4	1.289,5	1.174,9	1.482,8	1.194,3	1.017,5	1.479,2	1.584,5	1.417,3	1.361,7	1.259,4	1.592,6
Despesas com Vendas, Marketing e Logística	(810,6)	(838,4)	(789,8)	(975,8)	(935,3)	(790,7)	(1.039,4)	(1.184,4)	(1.068,9)	###	(945,9)	(1.147,1)
% Despesas/Receita Líquida	-37%	-40%	-39%	-38%	-44%	-48%	-42%	-41%	-45%	-45%	-46%	-42%
Despesas Adm., P&D, TI e Projetos	(264,4)	(179,5)	(187,4)	(299,4)	(388,7)	(361,9)	(457,4)	(502,1)	(470,0)	(489,4)	(420,1)	(355,3)
Sinergia com despesa adm	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Despesas Corporativas ⁴	(16,5)	(16,1)	(16,1)	(18,9)	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras Receitas/(Despesas) Operacionais, Líquidas	47,8	13,0	(4,6)	(40,1)	(12,3)	0,7	1,7	(3,9)	(0,1)	1,3	(7,4)	5,0
Despesas com Aquisição ⁵	-	(41,8)	(64,4)	(68,5)	-	-	-	-	-	-	-	-
Custos de Transformação	(119,5)	(82,3)	(49,8)	(94,0)	(14,3)	(18,9)	(47,1)	(20,7)	(75,1)	(127,3)	(44,1)	(42,9)
Depreciação	47,6	50,0	50,9	55,9	183,9	206,9	199,0	224,9	219,0	221,6	194,7	195,7
Despesas Não recorrentes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(10,2)	(10,2)	(10,2)
EBITDA	188,7	194,3	113,6	42,0	27,7	53,6	135,9	98,3	12,0	(43,2)	26,4	248,0

Aesop

R\$ milhões	Aesop																			
	2013			2014			2015			2016			2017							
	1T-13	2T-13	3T-13	4T-13	1T-14	2T-14	3T-14	4T-14	1T-15	2T-15	3T-15	4T-15	1T-16	2T-16	3T-16	4T-16	1T-17	2T-17	3T-17	4T-17
Receita Bruta	10,5	28,6	38,6	60,2	50,6	56,1	62,6	95,8	73,1	91,8	119,7	187,5	143,5	139,2	144,9	212,3	159,4	167,5	176,7	276,2
Receita Líquida	10,5	28,6	38,6	60,2	46,3	51,3	57,2	87,6	66,2	84,5	109,5	171,4	130,0	126,1	131,3	192,3	144,4	151,7	160,1	250,2
CMV	(1,7)	(3,7)	(5,3)	(9,1)	(4,5)	(6,5)	(7,4)	(12,5)	(8,3)	(9,1)	(11,7)	(20,7)	(14,8)	(13,3)	(4,2)	(21,2)	(15,7)	(15,4)	(16,6)	(32,4)
% CMV/Receita Líquida	-16%	-13%	-14%	-15%	-10%	-13%	-13%	-14%	-13%	-11%	-11%	-12%	-11%	-11%	-3%	-11%	-11%	-10%	-10%	-13%
Lucro Bruto	8,9	24,8	33,3	51,2	41,8	44,8	49,9	75,1	57,9	75,5	97,8	150,7	115,2	112,7	127,1	171,2	128,7	136,3	143,5	217,8
Despesas com Vendas, Marketing e Logística	(1,2)	(3,7)	(5,0)	(6,9)	(7,2)	(4,6)	(6,2)	(8,4)	(7,7)	(10,5)	(15,2)	(16,9)	(16,1)	(16,2)	(16,0)	(19,8)	(19,1)	(17,5)	(8,2)	(106,0)
% Despesas/Receita Líquida	-11%	-13%	-13%	-11%	-16%	-9%	-11%	-10%	-12%	-12%	-14%	-10%	-12%	-13%	-12%	-10%	-13%	-12%	-53%	-42%
Despesas Adm., P&D, TI e Projetos	(12,2)	(20,4)	(30,4)	(32,2)	(31,7)	(36,0)	(41,5)	(41,8)	(49,4)	(56,3)	(75,3)	(86,5)	(91,8)	(86,1)	(99,0)	(105,0)	(108,2)	(114,5)	(57,9)	(57,7)
Despesas Corporativas ⁴	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras Receitas/(Despesas) Operacionais, Líquidas	(0,3)	0,7	(0,3)	0,1	6,2	0,1	(0,2)	0,1	(0,1)	0,2	(1,0)	0,3	0,0	0,4	(0,2)	0,1	0,0	(0,1)	0,4	1,1
Despesas com Aquisição ⁵	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Custos de Transformação	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Depreciação	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10,7	10,1	13,6	13,6
EBITDA	(4,4)	2,2	(0,7)	16,6	11,8	7,7	6,2	27,4	44,7	11,8	7,7	6,2	15,9	19,2	24,1	55,8	12,2	14,4	15,4	68,8

R\$ milhões	Aesop															
	2018				2019				2020				2021			
	1T-18	2T-18	3T-18	4T-18	1T-19	2T-19	3T-19	4T-19	1T-20	2T-20	3T-20	4T-20	1T-21	2T-21	3T-21	4T-21
Receita Bruta	222,0	260,0	295,1	397,4	311,4	304,7	331,5	501,4	381,1	426,9	552,2	818,2	654,9	628,0	618,4	1.017,7
Receita Líquida	201,1	235,5	267,4	360,0	269,8	284,3	296,3	452,7	340,9	382,2	494,0	732,3	585,9	561,9	553,4	898,9
CMV	(22,7)	(23,4)	(28,4)	(41,6)	(24,0)	(26,6)	(27,6)	(44,9)	(32,2)	(35,5)	(48,2)	(72,1)	(52,1)	(52,6)	(50,4)	(88,3)
% CMV/Receita Líquida	-11%	-10%	-11%	-12%	-9%	-9%	-9%	-10%	-9%	-9%	-10%	-10%	-9%	-9%	-9%	-10%
Lucro Bruto	178,4	212,1	239,0	318,5	245,9	257,7	268,7	407,8	308,7	346,8	445,8	660,3	533,8	509,3	503,0	810,6
Despesas com Vendas, Marketing e Logística	(102,3)	(119,5)	(138,1)	(116,4)	(143,3)	(149,5)	(160,1)	(210,5)	(195,2)	(214,3)	(241,6)	(349,2)	(297,1)	(300,0)	(311,6)	(443,7)
% Despesas/Receita Líquida	-51%	-51%	-52%	-32%	-53%	-55%	-54%	-46%	-57%	-56%	-49%	-48%	-51%	-53%	-56%	-49%
Despesas Adm., P&D, TI e Projetos	(57,7)	(72,5)	(110,5)	(137,6)	(82,3)	(94,1)	(88,0)	(87,8)	(91,5)	(102,5)	(120,6)	(110,5)	(125,9)	(165,4)	(152,3)	(204,0)
Despesas Corporativas ⁴	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras Receitas/(Despesas) Operacionais, Líquidas	(4,0)	(12,9)	16,5	2,3	(0,3)	0,1	0,4	(0,9)	0,3	4,6	(1,3)	(0,9)	1,5	1,9	0,1	(1,7)
Despesas com Aquisição ⁵	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Custos de Transformação	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Depreciação	12,6	18,0	17,2	19,2	40,4	43,3	48,2	54,7	55,7	68,1	72,2	72,1	73,2	72,0	69,0	79,2
EBITDA	27,0	25,3	24,1	85,9	60,4	57,4	69,3	163,4	78,0	102,6	154,4	271,6	185,5	117,8	108,2	240,4

Natura

R\$ milhões	Natura & Co Latam																			
	2013				2014				2015				2016				2017			
	11-13	21-13	31-13	41-13	11-14	21-14	31-14	41-14	11-15	21-15	31-15	41-15	11-16	21-16	31-16	41-16	11-17	21-17	31-17	41-17
Receita Bruta	1.818,8	2.280,8	2.354,7	2.843,7	2.031,5	2.361,2	2.446,7	2.830,2	2.129,3	2.540,9	2.639,7	3.006,9	2.172,4	2.671,7	2.508,1	2.980,8	2.236,5	2.634,1	2.671,6	3.173,9
Receita Líquida	1.338,2	1.683,9	1.736,5	2.100,6	1.507,4	1.747,9	1.807,5	2.090,5	1.572,6	1.840,6	1.883,4	2.156,1	1.556,3	1.895,8	1.768,6	2.097,7	1.584,2	1.874,1	1.959,8	2.271,6
Sinergia de Receita																				
CMV	(401,5)	(498,9)	(514,3)	(673,2)	(468,5)	(564,8)	(542,7)	(664,0)	(486,2)	(579,8)	(605,9)	(691,0)	(505,4)	(624,4)	(562,0)	(698,4)	(504,2)	(589,9)	(613,1)	(753,2)
% CMV/Receita Líquida	-30%	-30%	-30%	-32%	-31%	-32%	-30%	-32%	-31%	-32%	-32%	-32%	-32%	-33%	-32%	-33%	-32%	-31%	-31%	-33%
Lucro Bruto	936,7	1.185,0	1.222,2	1.427,5	1.038,8	1.183,1	1.264,8	1.426,5	1.086,5	1.260,8	1.277,5	1.465,1	1.050,9	1.271,4	1.206,6	1.399,3	1.079,9	1.284,2	1.346,7	1.518,4
Despesas com Vendas, Marketing e Logística																				
% Despesas/Receita Líquida																				
Despesas Adm., P&D, TI e Projetos																				
Despesas Corporativas ^a																				
Outras Receitas/(Despesas) Operacionais, Líquidas																				
Despesas com Aquisição ^b																				
Custos de Transformação																				
Depreciação																				
EBITDA																				

R\$ milhões	Natura & Co Latam															
	2018				2019				2020				2021			
	11-18	21-18	31-18	41-18	11-19	21-19	31-19	41-19	11-20	21-20	31-20	41-20	11-21	21-21	31-21	41-21
Receita Bruta	2.327,6	2.850,5	2.790,1	3.631,6	2.409,4	3.107,5	3.084,8	3.785,8	5.593,2	5.420,7	8.275,9	8.294,7	6.857,2	7.337,9	7.409,2	8.079,1
Receita Líquida	1.679,2	2.057,8	2.048,7	2.629,3	1.756,0	2.252,0	2.241,8	2.762,5	4.162,3	3.975,7	6.083,6	6.320,6	5.185,9	5.533,7	5.551,5	6.142,3
Sinergia de Receita																
CMV	(519,6)	(682,6)	(615,0)	(885,2)	(574,4)	(732,9)	(716,7)	(916,8)	(1.718,1)	(1.508,5)	(2.384,0)	(2.452,2)	(2.047,0)	(2.177,4)	(2.158,9)	(2.449,7)
% CMV/Receita Líquida	-31%	-33%	-30%	-34%	-33%	-33%	-32%	-33%	-41%	-38%	-39%	-39%	-39%	-39%	-39%	-40%
Lucro Bruto	1.159,7	1.375,2	1.433,7	1.744,1	1.181,6	1.519,1	1.525,1	1.845,7	2.444,2	2.467,2	3.699,6	3.868,5	3.138,9	3.356,3	3.392,6	3.692,6
Despesas com Vendas, Marketing e Logística	(716,7)	(834,0)	(886,0)	(1.042,0)	(754,0)	(935,0)	(929,9)	(1.113,1)	(1.852,1)	(1.722,9)	(2.216,2)	(2.540,6)	(2.089,9)	(2.226,5)	(2.293,7)	(2.449,5)
% Despesas/Receita Líquida	-43%	-41%	-43%	-40%	-43%	-42%	-41%	-40%	-44%	-43%	-36%	-40%	-40%	-40%	-41%	-40%
Despesas Adm., P&D, TI e Projetos	(250,1)	(283,4)	(206,9)	(365,9)	(258,9)	(295,5)	(314,2)	(377,3)	(572,2)	(621,5)	(695,7)	(717,6)	(642,6)	(741,2)	(784,9)	(736,9)
Despesas Corporativas ^a	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras Receitas/(Despesas) Operacionais, Líquidas	(9,7)	10,5	21,0	32,9	24,8	94,2	12,0	21,3	3,7	110,4	(26,1)	(10,8)	10,6	(6,5)	247,7	45,2
Despesas com Aquisição ^b	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Custos de Transformação	-	-	-	-	-	-	-	-	(10,5)	(24,3)	(30,7)	(57,5)	(55,9)	37,8	51,7	(42,6)
Depreciação	67,4	75,2	69,2	90,6	75,3	84,0	90,7	107,6	221,9	237,0	241,1	174,6	213,3	215,8	209,3	233,5
EBITDA	250,2	343,1	430,6	459,3	268,3	466,3	383,3	483,8	234,5	445,4	971,7	716,2	574,0	635,3	822,3	741,9