

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS

VICTOR AUGUSTO DE AQUINO TERRA

VALUATION: MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS E UM ESTUDO
SOBRE A NATURA & CO HOLDING S.A.

RIO DE JANEIRO

2022

VICTOR AUGUSTO DE AQUINO TERRA

**VALUATION: MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS E UM ESTUDO
SOBRE A NATURA & CO HOLDING S.A.**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado à Faculdade de Administração e
Ciências Contábeis da Universidade Federal do
Rio de Janeiro como parte dos requisitos para a
obtenção do título de Bacharel em
Administração.

Orientador: Prof. Dr. Marco Antônio
Cunha de Oliveira

RIO DE JANEIRO

2022

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

A Salete, que através de seu amor e carinho incondicionais e força inspiradora, me impulsionou a ir além de minhas limitações.

AGRADECIMENTOS

A Deus, pela força e preparo constantes.

À Salete, minha mãe, cuja paciência e força me mantiveram firme em meu propósito. Que diante de sua capacidade de amar e de se doar incondicionalmente fez o possível e impossível para me proporcionar a melhor formação em todos os âmbitos existentes. Foi e sempre será a verdadeira força motriz de minha trajetória. A pessoa que me inspira admiração absoluta. É quem me impulsiona a ser e a entregar algo melhor a cada dia.

À minha irmã Luiza pela sua sabedoria ímpar e trocas valiosas. Que me conhece como ninguém e é capaz de com apenas algumas palavras me colocar em um estado muito elevado.

Ao Cleiton, meu pai, que sempre acreditou em mim e me impulsionou em direção aos meus sonhos.

Ao Marcelo pelo apoio irrestrito. Por ser uma referência, pessoal e profissional, que sempre estará presente em mim.

À minha família. À minha avó Francisca, que sempre será uma presença vivíssima. À minha avó Rosalina por ser minha maior inspiração e aspiração em filosofia de vida. Ao meu avô Ilso, meu exemplo de força. Aos meus tios João, Eva, Nilson, Adão e Wilson. À Josiane e ao Cristiano. Todos que com os seus incentivos e suporte sempre me lembraram de quem sou e para onde desejo ir.

Aos amigos que fiz em minha trajetória no Rio de Janeiro, na minha jornada acadêmica e aos que já me acompanhavam na estrada da vida. As pessoas que me mostram o mais sublime, da maneira mais trivial.

Ao meu orientador Professor Doutor Marco Antonio Cunha de Oliveira por seu empenho em ministrar e pela oportunidade de desenvolvimento em direção à paixão que me despertou nas Finanças.

Ao corpo docente e técnico da Universidade Federal do Rio de Janeiro pela oportunidade de desenvolvimento.

À Universidade pública, gratuita e de qualidade pela oportunidade de expansão em todos os domínios do Ser. Que me faz primar sempre pela excelência e retorno à sociedade brasileira.

RESUMO

O processo de avaliação de empresas propõe a tomada de decisão inteligente ao estabelecer metodologias que, a partir de princípios fundamentais, sustentem em aspectos substanciais o valor justo de ativos. Este trabalho apresenta os principais modelos de avaliação de empresas utilizados. No estudo de caso, aplica o método de avaliação por fluxo de caixa descontado, modelo notório e com rigor teórico, fundamentado nas expectativas de geração de resultados futuros com as especificidades de cada negócio. A Natura &CO Holding S.A. foi escolhida para realizar a análise e aplicar a metodologia. O objetivo foi apresentar conceitos de finanças corporativas e obter o valor justo da companhia a partir das premissas estabelecidas e informações financeiras de qualidade disponibilizadas.

Palavras-chave: Avaliação de empresas; Fluxo de caixa descontado; Finanças corporativas; Natura &CO Holding S.A.

ABSTRACT

The Valuation process proposes intelligent decision-making by establishing methodologies that, based on fundamental principles, sustain in substantial aspects the fair value of assets. This work presents the main Valuation models used. In the case study, it applies the discounted cash flow method, a well-known model that has theoretical rigor, based on the expectations of generating future results with the specifics of each business. Natura &CO Holding S.A. was chosen to carry out the analysis and apply the methodology. The concept was to present corporate finance concepts and to obtain the company's fair value from the preliminary assumptions and quality financial information made available.

Keywords: Valuation; Discounted cash flow; Corporate finance; Natura & CO Holding S.A.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Modelo de negócios por marcas do Grupo Natura	37
--	----

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Composição Acionária da Natura &CO Holding S.A.....	35
Gráfico 2 - Mercado Global de Beleza e Cuidados Pessoais (US\$ Bilhões).....	38
Gráfico 3 - Participação no Mercado Global de HPPC por região.....	39
Gráfico 4 – Preço unitário ação NTCO3 (jan. 2021 – fev. 2022).....	55

TABELAS

Tabela 1 - Fluxo de Caixa Disponível do Acionista.....	23
Tabela 2 - Fluxos de Caixa Disponível da Empresa.....	33
Tabela 3 - Participação das vendas por região.....	36
Tabela 4 - Distribuição de canais por região (2020).....	40
Tabela 5 - Balanço Patrimonial Histórico.....	42
Tabela 6 - Demonstração do Resultado do Exercício.....	42
Tabela 7 – Demonstração do Fluxo de Caixa.....	43
Tabela 8 – Beta alavancado (β_L).....	44
Tabela 9 - Custo de Capital Próprio (K_e) em dólar.....	45
Tabela 10 – Inflação média brasileira.....	45
Tabela 11 - Inflação média estadunidense.....	46
Tabela 12 - Custo de Capital Próprio (K_e) em reais.....	46
Tabela 13 - Custo de Capital de Terceiros (K_d) em dólar.....	47
Tabela 14 - Custo do Capital de Terceiros (K_d) em reais.....	47
Tabela 15 - Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) em dólar.....	48
Tabela 16 - Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) em reais.....	48
Tabela 17 - Capital de Giro.....	49
Tabela 18 - Projeção Receita Líquida 4T21.....	49
Tabela 19 - Taxa de crescimento histórico.....	50
Tabela 20 - Projeção - Receita Operacional Líquida.....	50
Tabela 21 - Componentes do Fluxo de Caixa % Receita Líquida.....	51
Tabela 22 - Projeção do EBIT.....	51
Tabela 23 - Projeção da Depreciação e Amortização.....	51
Tabela 24 - Projeção do CAPEX.....	51
Tabela 25 - Projeção do Capital de Giro.....	52
Tabela 26 - Projeção do Fluxo de Caixa Disponível da Empresa.....	52
Tabela 27 - Valor Presente do Fluxo de Caixa Projetado.....	52
Tabela 28 – Crescimento histórico e estimado do PIB.....	53
Tabela 30 - Valor da Perpetuidade.....	53
Tabela 31 - Valor da Empresa.....	54

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	15
2.1	Análise financeira	15
2.1.1	Balço patrimonial (BP)	15
2.1.2	Demonstraço de Resultado do Exercício (DRE)	16
2.1.3	Demonstraço dos Fluxos de Caixa (DFC)	16
2.1.4	EBITDA e EBIT	17
2.1.5	NOPAT	17
2.1.6	Capital de giro	17
2.2	Modelos de avaliaço	18
2.2.1	Avaliaço por múltiplos	20
2.2.1.1	Múltiplos de Lucros	21
2.2.1.2	Múltiplo de Valor Patrimonial	21
2.2.1.3	Múltiplo de EBITDA	21
2.2.1.4	Múltiplos de Receita	21
2.2.2	Fluxo de caixa descontado	22
2.2.2.1	Fluxo de Caixa Disponível do Acionista	22
2.2.2.2	Fluxo de Caixa Disponível da Empresa	23
2.2.2.3	Riscos	24
2.2.2.4	Custo de capital próprio	25
2.2.2.5	Custo Médio Ponderado de Capital	26
2.2.2.6	Custo de Capital de Terceiros	27
2.2.2.7	Valor presente	28
2.2.2.8	Gastos (Dispêndios) de Capital	28
2.2.2.9	Perpetuidade	28
3	METODOLOGIA	30
3.1	Fórmulas	30
3.1.1	Custo de capital próprio (CAPM) com Risco País	31
3.1.2	Beta alavancado (β_L)	31
3.1.3	WACC	31
3.1.4	Custo de Capital de Terceiros	32

3.1.5	Paridade de Juros	32
3.1.6	Capital de Giro	32
3.1.7	Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE).....	33
3.1.8	Perpetuidade.....	33
4	APLICAÇÃO.....	34
4.1	Natura &CO Holding S.A.	34
4.1.1	Setor	37
4.1.2	Fatores de impacto aos resultados operacional e financeiro	40
4.2	Dados históricos	41
4.3	Beta Alavancado e Desalavancado.....	43
4.4	Taxa Livre de Risco (Rf).....	44
4.5	Custo de Capital Próprio.....	44
4.6	Custo de Capital de Terceiros.....	46
4.7	Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)	47
4.8	Cálculo do Capital de Giro	48
4.9	Projeções.....	49
4.10	Fluxo de Caixa Descontado	52
4.11	Perpetuidade.....	53
4.12	Valor da Empresa.....	54
5	CONCLUSÃO	56
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	57

1 INTRODUÇÃO

O ambiente empresarial é indissociável ao processo decisório, este, compreendido como atitudes e fatores que exigem ação e findam numa decisão (MINTZBERG; RAISINGHANI; THÉORÊT, 1976). Em *Hoppen* (1992) compreende-se que as organizações estão inseridas em contexto altamente dinâmico e competitivo e em constante mudança, de forma que suas atividades, independentemente do setor em que se inserem, giram em torno da tomada de decisões.

A avaliação de empresas abrange um ferramental essencial ao processo decisório presente no cotidiano das organizações. Consoante à teoria de *Damodaran* (2007) a premissa dos métodos de avaliação é a decisão inteligente. De forma que é fundamental precificar ativos e os determinantes de seu valor para que se possa definir o preço justo em operações de aquisição, venda e nas definições estratégicas por financiamento, investimentos ou dividendos no processo de administrar empresa. O princípio fundamental é não pagar mais por um ativo do que, de fato, vale. A definição do preço justo envolve uma subjetividade, no entanto os valores emocionais ou estéticos não devem ser decisivos. Portanto, o valor encontrado deve apresentar sustentação na realidade.

Na literatura há extremos: em que o processo de avaliar empresas é definido como uma ciência exata em que não há margem para interpretação ou erro por parte dos analistas; e em que o processo é visto como uma arte, havendo margem para a manipulação das análises (DAMODARAN, 2007). Damodaran (2007) preconiza o meio-termo entre estes extremos como o ideal. O autor - principal expoente dos modelos explorados neste trabalho de conclusão de curso – diz que é raro partir do zero nas avaliações, há sempre o arcabouço de referências de quem realizará a análise que antecede o início da avaliação, de forma que o processo é permeado por vieses, os quais devem ser minimizados ou lidados com destreza.

O risco é uma variável preponderante para a avaliação de empresas e quase sempre é percebido como algo negativo. Para a avaliação “refere-se à probabilidade de obtermos um retorno de investimento que seja diferente do previsto. Assim, o risco inclui não só os maus resultados (...), mas também os bons resultados (...)” (DAMODARAN, 2007, p.140).

A imprecisão e incerteza são constantes na avaliação, as incertezas estão pautadas nas esferas da estimativa, específica à empresa/setor e macroeconômica. Para lidar com estas incertezas e mitigar seus efeitos perniciosos à avaliação, já que é impossível eliminá-las, há ferramentas de auxílio como simulações, árvores de decisão e análises de sensibilidade. Há diferentes abordagens à avaliação de empresas, suas premissas sobre os fundamentos que

definem valor são divergentes, mas há características comuns. Os principais modelos são: avaliação pelo fluxo de caixa descontado, avaliação relativa e avaliação por direitos contingentes. Os quais serão explorados ao longo desta monografia, assim como outros conceitos e métodos de referência à área de finanças.

O objetivo geral deste trabalho de conclusão de curso é aplicar a metodologia de avaliação de empresas pelo fluxo de caixa descontado e estimar o valor justo das ações da Natura &Co Holding S.A. A decisão da companhia a ser analisada se fundamenta no fato de tratar-se de uma empresa tradicional que alia inovação e valores de sustentabilidade em suas atividades. O presente trabalho busca analisar como a organização se estrutura para maximizar o valor da empresa após grandes processos de fusão e aquisição, como a aquisição da Avon, concluída em julho de 2020.

Objetiva-se ainda fornecer as bases para a compreensão do processo de avaliação de empresas, com os conceitos necessários para seu desenvolvimento, expor os principais métodos de avaliação e apresentar informações relevantes sobre a empresa analisada e o mercado em que se insere.

Esta monografia se estrutura na aplicação do modelo de fluxo descontado da empresa Natura &Co Holding S.A. A Introdução apresenta a relevância e aplicação da avaliação de empresas; e então segue à Revisão Bibliográfica que comporta o embasamento e ferramental teórico com os modelos e conceitos caros ao *Valuation*. A Metodologia apresenta as bases para a aplicação dos modelos de avaliação e então segue para a Aplicação do Caso em que o processo de busca pelo preço justo da ação da Natura &Co Holding S.A. ocorrerá de fato. E então, a conclusão conta com o arremate dos resultados e compreensões acerca dos modelos e conceitos aplicados na prática.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 Análise financeira

O mundo dos negócios está imerso em cenário altamente dinâmico, em constante mudança e indissociável da complexidade. Desta forma as finanças, área do conhecimento, está em contínua evolução. Este campo do conhecimento engloba três segmentos principais: mercado financeiro, finanças corporativas e finanças pessoais. O mercado financeiro acompanha as interações e transformações dos mercados, as instituições financeiras e demais agentes presentes. As finanças pessoais, que têm presença recente na literatura, correspondem aos investimentos e financiamentos das pessoas físicas; apresentam íntima correlação com a área do mercado financeiro. Já as finanças corporativas correspondem ao suporte conceitual e técnico para o processo decisório dentro das organizações (ASSAF NETO; LIMA, 2010).

As ferramentas mais importantes para saber sobre a situação das organizações são as demonstrações contábeis que “equivalem a um conjunto de informações apuradas e divulgadas pelas empresas, revelando os vários resultados de seu desempenho em um exercício social. Através das demonstrações, é possível obter conclusões sobre a efetiva situação da empresa (ASSAF NETO; LIMA, 2010, p. 89).”.

A seguir estão explicitadas as principais demonstrações contábeis, seus desdobramentos e conceitos pertinentes à avaliação de empresas.

2.1.1 Balanço patrimonial (BP)

Em Assaf Neto e Lima (2010) entende-se que o Balanço Patrimonial divulga a posição, em período específico, acerca dos ativos, passivos e patrimônio líquido de determinada organização.

Os ativos são os bens e direitos de propriedade da empresa e que é esperado benefícios futuros. Os passivos são compostos pelas dívidas, obrigações e contingências. Ambos são classificados em circulante e não circulante. O circulante caracteriza-se pela sua realização no exercício social subsequente, ou seja, realizáveis em até um ano. No ativo circulante estão contidos as disponibilidades, as aplicações financeiras, os valores a receber de clientes e outros créditos, estoques e outros recursos aplicados com usufruto no exercício subsequente. O ativo não circulante se configura com o realizável a longo prazo, investimentos, imobilizado e intangível (ASSAF NETO; LIMA, 2010).

No passivo circulante estão presentes os empréstimos e financiamentos, debêntures, fornecedores, impostos e valores a recolher, outras obrigações a pagar e as provisões. O passivo não circulante compreende os empréstimos e financiamentos, debêntures e outras obrigações e provisões com realização superior ao exercício subsequente (ASSAF NETO; LIMA, 2010).

O patrimônio líquido é a diferença entre o ativo e o passivo. Entende-se como a obrigação da empresa em relação a seus acionistas, são os recursos próprios da organização. É formado pelo capital social, reservas de capital, reservas de lucros, ajustes de avaliação patrimonial e ações em tesouraria (ASSAF NETO; LIMA, 2010).

2.1.2 Demonstração de Resultado do Exercício (DRE)

Esta demonstração contábil afere o lucro ou prejuízo do exercício, é composta pelas receitas, despesas, ganhos e perdas do exercício contabilizadas pelo Regime de Competências, ou seja, quando são efetivamente aferidas e não necessariamente quando recebidas em dinheiro, quando incorre o fato gerador e não na consumação de seu pagamento e recebimento.

De forma simplificada, apresenta as seções a seguir: receita bruta de venda de bens e serviços; impostos sobre vendas; devoluções, descontos comerciais e abatimentos; receita líquida; custos dos produtos e serviços vendidos; lucro bruto; despesas de vendas; despesas administrativas; despesas financeiras líquidas; outras despesas operacionais; outras receitas operacionais; lucro antes dos impostos; provisão para Imposto de Renda; e lucro líquido do exercício (ASSAF NETO; LIMA, 2010).

2.1.3 Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC)

Esta demonstração apresenta as movimentações do caixa, as entradas e saídas de dinheiro, é dinâmica e está contida no balanço patrimonial, que é uma visão estática, tal qual a DRE. Explicita as origens e destinos dos recursos investidos no período. É fundamental para o eficiente e robusto planejamento financeiro.

Os fluxos de caixa são classificados entre os das: operações, atividades de financiamento e atividades de investimentos.

A Demonstração dos Fluxos de Caixa pode ser elaborada pelo método direto, em que todos os itens de entrada e saída são apresentados detalhadamente. E o método indireto, que é apresentado de maneira mais abrangente e não com todos seus itens discriminados (ASSAF NETO; LIMA, 2010).

2.1.4 EBITDA e EBIT

O EBITDA, *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, representa o lucro antes dos juros, imposto de renda, depreciação e amortização. Corresponde à receita operacional deduzida dos custos e despesas, excluídas das despesas não desembolsáveis (depreciação e amortização) (ASSAF NETO; LIMA, 2010).

Já o EBIT, *Earnings Before Interest and Taxes*, também conhecido como LAJIR, Lucro Antes dos Juros e Imposto de Renda, exprime em seu nome o que compreende e entende-se enquanto o Lucro Operacional Bruto (ASSAF NETO; LIMA, 2010).

2.1.5 NOPAT

A sigla deriva da expressão em inglês: *Net Operating Profit After Taxes*. E equivale ao lucro operacional descontado do imposto de renda. Como apresentado por Assaf Neto e Lima (2010, p. 328) na expressão a seguir:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} - \text{Imposto de Renda}$$

2.1.6 Capital de giro

Assaf Neto e Silva (2010) ressaltam que o capital de giro é fundamental ao desempenho operacional das organizações e é relevante ao passo que propicia a viabilidade financeira dos projetos e seu consequente retorno econômico esperado.

O termo giro corresponde aos recursos circulantes, de curto prazo da empresa. Geralmente compreendidos como aqueles convertidos em caixa no exercício subsequente, com prazo máximo de um ano. No entanto, não é uma regra estática, ao passo que há empresas que apresentam ciclo operacional maior, como estaleiros e atividade rural. Devido sua natureza de curto prazo, é obtido a partir do ativo e passivo circulantes. De acordo com Assaf Neto e Silva (2010, p. 15), “(...) representa os recursos demandados por uma empresa para financiar suas necessidades operacionais identificadas desde a aquisição de matérias-primas até o recebimento pela venda do produto acabado”.

2.2 Modelos de avaliação

Para Damodaran (2007) os métodos de avaliação têm como premissa a decisão inteligente. Seus ferramentais fornecem as bases para que o processo decisório seja robusto e tenha sustentação na realidade. O processo envolve considerável grau de subjetividade, para tanto há métodos consolidados que serão apresentados e desenvolvidos nos próximos parágrafos e capítulos. A subjetividade se ampara nos vieses presentes nos métodos. Para tanto conhecer suas principais fontes é fundamental para minimizar ou eliminar seus efeitos.

Em Damodaran (2007) é expoente o fato de que é raro partir do zero em avaliações de qualquer ativo, com empresas não é diferente. Há fatores institucionais e estruturas de recompensa e de penalidade que reforçam os vieses nas avaliações. O autor apresenta três maneiras que os vieses se manifestam: os inputs utilizados nas avaliações, que variam do otimismo ao pessimismo; remendo pós-avaliação, quando há a manipulação nas revisões a fim de chegar aos resultados desejados; e deixar o valor como está e buscar justificativas em fatores qualitativos, através de manipulação da interpretação dos resultados.

Para salvaguardar o processo de avaliação das influências externas que podem ter severos impactos negativos, Damodaran (2007) prognostica que é necessário: reduzir as pressões institucionais; desvincular avaliações de recompensas e punições; não se comprometer antes de realizar o processo de avaliação; ter consciência da responsabilidade envolvida; e ser honesto, ao apresentar seus pressupostos anteriores à aplicação dos métodos.

A imprecisão e incerteza são constantes na avaliação, as incertezas estão pautadas nas esferas da estimativa, específica à empresa/setor e macroeconômica. Tais fatores implicam em grande complexidade ao processo. Para que haja menos margem para erros e distorções a atenção à qualidade dos inputs é primordial. A complexidade implica em custos, que passam pela sobrecarga de informações, responsável por comprometer o escasso recurso de tempo. E a síndrome de caixa-preta, em que a avaliação se limita a modelos e não mais aos fundamentos e a análise dos profissionais envolvidos.

Ainda a fim de mitigar os efeitos da incerteza inerente e os custos com a complexidade, há o princípio da parcimônia. Um conceito importado da física ao universo de avaliações que prevê a explicação mais simples possível para algum fator antes de seguir para outras etapas ou procedimentos mais complexos. O que implica em redução de inputs diferentes e no tamanho do período definido para a análise (DAMODARAN, 2007).

Em Damodaran (2007) há três abordagens de avaliação: a Avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado, a Avaliação Relativa e a Avaliação por Direitos Contingentes.

Para Damodaran (2004) a Avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado é o método fundamental em que o valor de uma empresa é determinado por sua capacidade de gerar fluxos de caixa a partir de seus ativos, a taxa de crescimento esperada desses fluxos de caixa, o tempo até alcançar o crescimento estável e o custo de capital. Ainda sobre esta abordagem Damodaran diz que

Em uma avaliação de fluxo de caixa descontado, estima-se o valor de qualquer ativo redescutando os fluxos de caixa esperados sobre ele a uma taxa que reflete seu grau de risco. De certa forma, mensuramos o valor intrínseco de um ativo. O valor de qualquer ativo é uma decorrência dos fluxos de caixa gerados por esse ativo, da vida do mesmo, do crescimento esperado nos fluxos de caixa, e do grau de risco associado a eles. Em outras palavras, é o valor presente dos fluxos de caixa esperados sobre esse ativo (DAMODARAN, 2004, p. 611).

Na Avaliação Relativa o processo de definir o valor dos ativos dá-se com base na comparação com ativos similares. De forma que, analisa-se a empresa ou seu patrimônio líquido com base em empresas similares ou comparáveis. Por conseguinte, o mercado desempenha um papel preponderante nesta abordagem. Segundo Damodaran (2007) há dois componentes fundamentais a este método, deve haver bases relativas com preços padronizados a partir de sua conversão em múltiplos com variáveis comuns. O outro componente fundamental é localizar ativos similares, tarefa complexa visto que cada ativo conta com especificidades determinantes a seu valor.

Há três passos para esta abordagem, os quais: o primeiro é identificar ativos análogos precificados pelo mercado; então é necessário escalonar os preços definidos pelo mercado em relação a uma variável comum para gerar valores comparáveis; e, por fim, ajustar as diferenças entre os ativos. (DAMODARAN, 2007)

Damodaran (2007) ressalta a popularidade deste método e atribui este fato ao processo ser mais enxuto em relação a Avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado, demandando menos tempo e recursos que este. É mais fácil de vender, de defender e os imperativos do mercado podem, por vezes, beneficiar os interesses de quem avalia caso haja uma distorção geral, momentânea ou particular ao setor. Os valores e múltiplos padronizados para a comparação podem ser de diferentes naturezas, como: lucros, valor contável ou de reposição, de receita ou setoriais.

A terceira abordagem de avaliação apresentada, a Avaliação por Direitos Contingentes, consiste em modelos capazes de avaliar opções listadas, ativos, negócios e interesses dos acionistas que compartilham características de opção. Damodaran expõe que

Uma opção ou direito contingente é um ativo que dá retorno somente sob certas contingências - se o valor do ativo objeto exceder a um valor preestabelecido para uma opção de compra (call) ou ficar abaixo dele para uma opção de venda (put). Nas últimas décadas, muito trabalho tem sido dedicado para o desenvolvimento de modelos que avaliem opções, e esses modelos de precificação de opções podem ser utilizados para avaliar quaisquer ativos com características de opções (DAMODARAN, 2007, p. 11).

A seguir estão esmiuçados os modelos e os conceitos necessários para o processo de avaliação de empresas.

2.2.1 Avaliação por múltiplos

Em Damodaran (2007), o modelo de avaliação por múltiplos, também conhecido como avaliação relativa, compreende-se como o método que utiliza a comparação de precificação entre ativos similares para a avaliação de determinado ativo. Segundo Damodaran (2005) há ampla utilização desses modelos por conta de sua simplificação perante outros modelos de avaliação e fácil assimilação.

Compreendem maior margem para que vieses de subjetividade guiem o processo. Ao passo que definir as empresas similares apresenta alto grau de complexidade, uma vez que cada empresa está sujeita a singularidades específicas geradas através de fatores externos e internos diferentes, por mais que compartilhem o mesmo setor. Soute *et al.* (2008) evidenciam a necessidade de explicitar os critérios para a comparação. Segundo Damodaran (2005 apud SOUTE *et al.*, 2008, p. 7) risco e crescimento são critérios relevantes para a parametrização.

Os autores ainda ressaltam que

Dadas as suas características, os modelos de avaliação relativa só se prestam a empresas relativamente maduras e com comportamento esperado próximo à média do mercado onde se inserem. São esses modelos, na verdade, formas simplificadas de mensuração de valores de investimento que sejam compatíveis com fluxos futuros de caixa esperados, fluxos esses calculados a partir de alguma base: lucro, faturamento etc. (SOUTE *et al.*, 2008).

Damodaran (2007) define três passos para a avaliação relativa: identificar os ativos comparáveis que sejam precificados pelo mercado; escalonar os preços de mercado em relação a uma variável comum para que haja um padrão para a avaliação; e ajustar as diferenças entre os ativos.

De acordo com Soute *et al.* (2008) os múltiplos são priorizados em cenário de empresas maduras e com estabilidade perante a média do setor em que estão inseridas. Ainda segundo os autores, o mais utilizado pelos profissionais de investimentos é o preço/EBITDA. E com

considerável relevância é importante ressaltar: Preço/Lucro; Preço/ EBIT; Preço/Receita; Preço/Patrimônio Líquido.

2.2.1.1 Múltiplos de Lucros

Damodaran (2007) ressalta a fácil assimilação deste múltiplo. Neste método afere-se a razão entre o preço pago e o lucro gerado pela organização. Pode ser estimado de três diferentes maneiras: em razão do lucro corrente, baseado nas ações em circulação; em P/L passado, a partir dos lucros dos últimos quatro trimestres; ou pela razão entre preço e lucro futuro, com os lucros projetados para o ano subsequente.

2.2.1.2 Múltiplo de Valor Patrimonial

Em Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005 apud SOUTE *et al.*, 2008) este múltiplo resultante da razão entre preço pago e o patrimônio líquido, apura a valorização dos investimentos ao longo do tempo a partir de seu custo de aquisição. Damodaran (2007, p. 165) pondera que “é comum investidores analisarem a relação entre o preço que pagam por uma ação e o valor contábil da ação (ou patrimônio líquido), como um indicador de quanto uma ação está super ou subavaliada”.

2.2.1.3 Múltiplo de EBITDA

Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 207) apresentam que o múltiplo de EBITDA é amplamente difundido pela “(...) simplicidade de sua obtenção a partir dos demonstrativos financeiros (...)” e “não necessitar de estimativas médias ou projetadas de contas (...) que podem oscilar muito (...)”. Alertam ainda para a possibilidade de supervalorizar empresas em expansão.

2.2.1.4 Múltiplos de Receita

A respeito desses múltiplos Damodaran (2007, p. 165) informa que

Tanto os lucros quanto o valor contábil são indicadores contábeis e determinados por regras e princípios da contabilidade. Uma abordagem alternativa, bem menos afetada pelas opções contábeis, é utilizar a razão do valor de um negócio para as receitas geradas. Para investidores de ações, essa é a razão preço/vendas (em inglês, *price/sales* - PS), em que o valor de mercado das ações é dividido pelas receitas

geradas pela empresa. (...) essa razão varia amplamente conforme o segmento, muito em função das margens de lucro. A vantagem de utilizar múltiplos de receitas, entretanto, é que isso facilita bastante a comparação entre empresas de mercados diferentes, com sistemas contábeis diferentes, em vez da comparação entre lucros ou múltiplos de valor contábil.

2.2.2 Fluxo de caixa descontado

Além do supracitado, adiciona-se que o método do Fluxo de Caixa Descontado, FCD ou DCF (do inglês, *Discounted Cash Flow*), apresenta maior rigor técnico e conceitual para definir o valor de um ativo. Isto porque este método é capaz de incorporar em um único momento os preceitos econômicos fundamentais da avaliação: fluxos esperados de caixa; taxa de desconto (taxa mínima de atratividade); horizonte de tempo das projeções; e risco (ASSAF NETO; LIMA, 2010).

No que se refere a avaliar empresas sob a égide do Fluxo de Caixa Descontado, Assaf Neto e Lima postulam que

(...) uma empresa é avaliada por sua riqueza econômica expressa a valor presente, dimensionada pelos benefícios de caixa esperados no futuro e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos vários provedores de capital. Em resumo, pode-se colocar que uma empresa é avaliada pelos princípios fundamentais inseridos no método do fluxo de caixa descontado (ASSAF NETO; LIMA, 2010, p. 323).

Damodaran (2004) compreende a empresa como uma entidade que congrega tanto investidores em dívida quanto em patrimônio líquido. De forma que os fluxos de caixa devem contemplar esses dois detentores direitos. Isto posto, há dois tipos de fluxos de caixa para avaliação de empresas: Fluxo de Caixa Disponível do Acionista (FCDA), do inglês *Free Cash Flow to Equity* (FCFE); e o Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE), ou *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) ou, ainda, *Free Operating Cash Flow* (FOCF) como encontrado na literatura em inglês (ASSAF NETO; LIMA, 2010).

2.2.2.1 Fluxo de Caixa Disponível do Acionista

O Fluxo de Caixa Disponível do Acionista (FCDA, ou como conhecido em inglês, FCFE, *Free Cash Flow to Equity*) corresponde ao resultado de caixa disponível aos acionistas após dedução das necessidades de investimentos em ativo fixo e capital de giro a fim de financiar o crescimento após os pagamentos de juros e amortizações do principal e dívidas aos credores. Em suma é o caixa que pode ser destinado aos acionistas como dividendos ou para

recompra de ações. Não é o modelo de avaliação de empresas mais utilizado (ASSAF NETO; LIMA, 2010).

Damodaran (2012, p. 352) apresenta a fórmula a seguir para expressar o Fluxo de Caixa Disponível do Acionista (*Free Cash Flow to Equity - FCFE*):

$$\text{FCDA} = \text{Lucro Líquido} - (\text{Dispêndios de Capital} - \text{Depreciação}) - \text{Var. no Capital de Giro} + (\text{Novas dívidas} - \text{Pagamento de dívidas})$$

A Tabela 1 apresenta sua representação vertical, calculado a partir do lucro líquido.

Tabela 1 - Fluxo de Caixa Disponível do Acionista

(+)	Lucro Líquido
(+)	Depreciação e Amortização
(-)	CAPEX
(-)	Δ Investimento em Giro
(+)	Novas dívidas líquidas
=	Fluxo de Caixa Disponível do Acionista

Fonte: Damodaran (2012, p. 352)

2.2.2.2 Fluxo de Caixa Disponível da Empresa

Assaf Neto e Lima (2010) definem o Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE ou FCFE, do inglês *Free Cash Flow to the Firm*) como o resultado operacional deduzido do caixa da empresa e que pode ser acessado pelos credores e acionistas após excluir a dívida, como juros e amortizações, e Imposto de Renda. Este cálculo também é conhecido como NOPAT, do inglês *Net Operating Profit After Taxes*. E abrange em suas deduções todos os investimentos necessários ao crescimento da organização, conhecidos como CAPEX (*Capital Expenditures*), explorado em subseção adiante. Em caso de resultado positivo, o valor é destinado a remunerar credores e acionistas a partir de juros e dividendos. Quando negativo, a empresa deve buscar financiamento no mercado.

Estes fluxos de caixa de detentores da firma que englobam os resultados dos detentores de capital, são descontados pelo Custo Médio Ponderado de Capital, ou WACC, em inglês, *Weighted Average Cost of Capital*.

Damodaran (2004, p. 612) expressa o FCDE através do cálculo a seguir:

$$\text{FCDE} = \text{LAJIR} \times (1 - \text{IR}) + \text{Depreciação e Amortização} - \text{CAPEX} - \Delta \text{ Capital de Giro}$$

2.2.2.3 Riscos

Risco é uma palavra amplamente difundida com acepção negativa, no entanto, em finanças corresponde à expectativa de resultados inesperados, que abrangem tanto os ruins, quanto os bons. Para a avaliação de empresa há alguns desdobramentos importantes e que serão abordados nos parágrafos seguintes: taxa livre de risco, beta (β), prêmio pelo risco de mercado e risco país.

Damodaran (2004) define que para uma taxa ser considerada livre de risco deve contemplar duas condições. A primeira é não apresentar risco de inadimplência, o que acontece, frequentemente, em títulos de governo que têm no Estado seu respaldo. A segunda condição é que não haja risco de reinvestimento. Alguns ativos fazem pagamentos periódicos e o ideal é que só haja pagamento ao final do período investido.

Copeland, Koller e Murrin (2000) sobressaltam a complexidade de definir a taxa livre de risco em países emergentes justamente por suas economias e tensões políticas, geralmente, não serem estáveis o suficiente para os isentarem de risco. E idealizam que o ideal seria o retorno de beta zerado, no entanto, devido à complexidade de desenvolver tal estrutura, sugerem como parâmetro as taxas de títulos do tesouro estadunidense, com horizonte de 10 e 30 anos, com ênfase para a referência de 10 anos.

Riscos apresentam diferentes abordagens, que partem de perspectivas mais amplas, como o risco econômico e o risco financeiro. No risco econômico está contido o risco de negócio, em que não há a decisão de financiamento com capital de terceiros. E o risco financeiro quando a organização decide captar recursos de terceiros (ASSAF NETO, 2010). De acordo com Santos (2005) o beta reflete o risco sistemático tanto da empresa quanto do setor em que esta se insere. Este risco é inerente aos agentes do mercado e não é possível eliminá-lo pela diversificação. Quanto maior o índice, mais volatilidade, conseqüentemente, mais risco ao investimento. De modo que avalia a relação de volatilidade entre o investimento e o mercado de forma geral.

Este índice se estrutura de forma que o beta do mercado é igual a 1; o ativo com maior volatilidade que a média do mercado, terá beta maior que 1, o investimento com menor volatilidade que a carteira de referência do mercado será menor que 1 e o investimento livre de risco tem beta igual a zero. Este tem, na prática, efeito apenas conceitual, uma vez que calculá-lo envolve alto grau de complexidade (DAMODARAN, 1997).

No que tange o prêmio pelo risco de mercado, Copeland, Koller e Murrin (2000) o definem enquanto a diferença entre a média de retorno de ativos referenciais e a taxa livre de

risco. Como postula Damodaran (2004, p. 174) “deve ser uma função do grau de aversão ao risco dos investidores e de quão arriscados eles percebem que sejam (...) investimentos (...) em relação a um investimento sem risco.”.

O prêmio pelo risco de mercado sofre influência de três condições fundamentais: variância na economia subjacente, quanto mais volátil a economia, maior o prêmio de risco; risco político, corrobora com a condição anterior, quanto mais instável a nação, maior é a aversão a riscos, conseqüentemente, maior prêmio pelo risco; e, por fim, a estrutura do mercado, em que mercados com empresas mais estáveis apresentam menor prêmio de risco e naqueles com empresas mais arrojadas ou que apresentem maior risco de negócio, implicará maior prêmio de risco (DAMODARAN, 1997).

Em contexto de país emergente, é levado em consideração outra dimensão de risco: o risco país. Um prêmio adicional pelo maior risco à exposição de investimentos em outros países que não os Estados Unidos, que apresenta baixíssimo risco. De acordo com Santos (2005), o risco país corresponde à percepção do mercado em relação ao risco que o país atrela a investimentos ao longo do tempo. Este índice é obtido através da diferença entre o retorno dos títulos de dívida pública brasileira em dólar e os títulos de dívida pública estadunidense que contemple as condições supracitadas.

2.2.2.4 Custo de capital próprio

O custo de capital próprio, refere-se ao retorno esperado pelos acionistas em relação às decisões financeiras de utilizar o capital da empresa, sendo utilizado principalmente o CAPM – Capital Asset Pricing Model para sua obtenção. Assaf Neto (2010, p. 432) diz que “(...) o CAPM estabelece uma relação linear entre o retorno de um ativo e o retorno de mercado” e o discrimina na seguinte expressão:

$$K_e = R_F + \beta \times (R_M - R_F)$$

Onde:

K_e = custo de capital próprio ou taxa de retorno mínima;

R_F = taxa livre de risco;

β = coeficiente beta, medida do risco do ativo em relação ao risco sistemático da carteira de mercado;

R_M = rentabilidade do mercado.

Assaf Neto e Lima (2010, p. 231) ponderam que o custo de “capital próprio é mais caro para a empresa que capital de terceiros”. E atribui a isso duas razões: o retorno do acionista é

vinculado ao sucesso do negócio, de forma que esse assume o risco do negócio, o que implica em maior prêmio pelo risco; e o benefício fiscal, ao passo que a remuneração paga ao credor são os juros, que reduzem o cálculo do imposto de renda, enquanto a remuneração dos acionistas é o lucro líquido após a dedução do imposto de renda.

2.2.2.5 Custo Médio Ponderado de Capital

Mais conhecido pela sigla em inglês WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) é o custo de capital da empresa como um todo. O custo de capital também é conhecido como taxa de desconto ou taxa mínima de atratividade, pois desempenha o papel de taxa de juros utilizada para trazer os fluxos de caixa descontados ao valor presente. E “(...) indica a remuneração mínima que deve ser exigida na alocação de capital, de forma a maximizar seu valor de mercado.” (ASSAF NETO; LIMA, 2010, p. 445).

De acordo com a Associação de Analistas e Profissionais de Investimentos no Mercado de Capitais - APIMEC e Comissão de Valores Mobiliários (2017, p. 162) “é a taxa mais usualmente aplicada como taxa de desconto.”.

Entende-se que a empresa não dispõe de “dinheiro próprio”, pois, na prática, seus recursos provêm de duas fontes: do capital investido pelos acionistas e pelo dinheiro de seus credores. Portanto, para calcular o custo de capital da empresa é necessário realizar uma média entre a taxa de desconto dessas duas fontes.

Em Assaf Neto e Lima (2010) observa-se que uma das possíveis fontes analisadas corresponde ao custo de capital próprio (K_e), que representa o custo de oportunidade do dinheiro investido pelos acionistas na empresa. E a outra, é o custo de capital de terceiros (K_d), o custo de oportunidade daqueles que emprestaram dinheiro para a organização. De modo que, cada custo de capital terá um peso diferente.

Quanto maior o patrimônio líquido, maior será o peso do custo de capital próprio, por outro lado, quanto maior a dívida da empresa, mais pesará o custo de capital de terceiros. Como há diferentes pesos, é calculado pela média ponderada dos custos de capital próprio e de terceiros, em valores de mercado e não contábeis, para que não haja distorções na ponderação (SOUTE *et al.*, 2008).

Assaf Neto (2010, p. 684) apresenta o Custo Médio Ponderado de Capital na seguinte expressão:

$$WACC = [K_e \times W_{PL}] + [K_d \times W_P]$$

Onde:

K_e = custo de oportunidade do capital próprio;

K_d = custo explícito do credor;

W_{PL} = proporção de capital próprio investida;

W_P = proporção de capital de terceiros investida.

Há ainda a versão da fórmula com a inclusão do imposto de renda no cálculo, como a seguir:

$$WACC = K_e \times \frac{S}{(B+S)} + K_i \times \frac{B}{(B+S)} \times (1 - IR)$$

K_e = custo de Capital Próprio;

S = valor de mercado da ação;

B = valor de mercado da dívida;

K_d = custo de capital de terceiros;

IR = Alíquota do Imposto de Renda.

2.2.2.6 Custo de Capital de Terceiros

Assaf Neto sugere que

O custo de capital de terceiros é definido de acordo com os passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pela empresa (...) representa (...) um custo explícito obtido pela taxa de desconto que iguala, em determinado momento, os vários desembolsos previstos de capital e de juros, com o principal liberado para a empresa (ASSAF NETO, 2010, p. 428).

O autor ainda destaca a inclusão no cálculo da variável imposto de renda, ao passo que o custo de capital permite a dedução fiscal de tal encargo. Assaf Neto (2010, p. 428) apresenta o seguinte cálculo para o custo de capital de terceiros:

$$K_d = Risk Free + Risco País + Spread de Risco da Empresa$$

Sendo:

K_d = Custo de capital de terceiros

Este custo é definido a partir de três fatores. O primeiro fator abordado é o risco de inadimplência da empresa, quanto maior o risco de insolvência, maior será o custo para captar recursos de terceiros. Outro fator é o nível corrente das taxas de juros, que quanto maiores, mais aumentam o custo de tomar dinheiro emprestado. Por fim, os benefícios fiscais associados aos

empréstimos, por ser uma fonte de capital passível de dedução de obrigações fiscais, o custo da dívida é menor (DAMODARAN, 1997).

2.2.2.7 Valor presente

É a base da abordagem da Avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado, o valor estimado de um ativo corresponde ao valor presente dos seus fluxos de caixa. Em Damodaran (2007, p.

6) valor presente pode ser representado pela expressão:

$$\text{Valor do ativo} = \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n}$$

Onde:

$E(CF_t)$ = Fluxo de caixa previsto no período t ;

r = Taxa de desconto que reflete o risco dos fluxos de caixa estimados;

n = vida do ativo.

2.2.2.8 Gastos (Dispêndios) de Capital

Assaf Neto e Lima (2010) conceituam os gastos de capital, conhecidos também por CAPEX – *Capital Expenditures*, como os acréscimos necessários de investimentos em ativos fixos previstos em determinado horizonte de tempo. Tratam desde investimentos adicionais em edificações, pesquisa e desenvolvimento, equipamentos, máquinas, entre outros. As organizações apresentam alto fluxo de gastos de capital em períodos de expansão ou implementação de novos projetos e, em períodos de maior estabilidade, o oposto é verdadeiro.

2.2.2.9 Perpetuidade

Póvoa (2012) situa a perpetuidade enquanto o período mais importante para a avaliação de empresas, que geralmente é negligenciado pelos profissionais. Assaf Neto (2010) explica que o tempo no *Valuation* é, geralmente, dividido em duas esferas. A primeira é a do período explícito, em que os fluxos de caixa são projetados com previsibilidade. E a segunda compreende o período residual, a perpetuidade, em que não há a disponibilidade com o mesmo grau de previsibilidade que no período explícito.

Conforme apresentado acima, o período residual é o período mais importante para a avaliação e isso ocorre devido sua relevância na composição do valor da empresa. As empresas

têm um ciclo de vida, e, durante todo o processo, há a premissa da expectativa de que ela não irá falir, ou seja, de que será permanente.

Compreende-se em Assaf Neto (2010) e Póvoa (2012) que, comumente, quando começam as operações, as organizações apresentam elevadas taxas de crescimento, por conta das necessidades de investimento para ganhar espaço e consolidarem-se. A partir de então, com ganho de escala, suas margens se expandem, apresenta lucro e, após um período, suas taxas de crescimento não serão as mesmas do início e seus resultados passam a ser mais previsíveis. É neste momento de maior consolidação que se dá perpetuidade. No caso de não atingir este momento, é projetado o período que espera-se atingir tal estabilidade.

Deste modo soma-se seus fluxos de caixa perpetuamente através da soma da progressão geométrica infinita. Para tanto é importante não projetar períodos muito extensos, buscando os menores possíveis, para maior acurácia (ASSAF NETO, 2010; PÓVOA, 2012).

3 METODOLOGIA

A fim de aplicar este trabalho, foi desenvolvida uma avaliação, em formato de estudo de caso. Os próximos parágrafos apresentam as fórmulas, o período selecionado para a análise e as fontes das bases de dados utilizadas para a avaliação da empresa Natura &CO Holding S.A., a partir do método de Fluxo de Caixa Descontado.

A data base é 30 de setembro de 2021, considerando o último dia útil do exercício com dados disponibilizados até o fechamento deste trabalho de conclusão de curso. Em Damodaran (2004) os horizontes de projeção e dados históricos têm, frequentemente, o período de 4 e 5 anos. Deste modo, as projeções para efeito da presente análise foram feitas para os 5 anos subsequentes ao exercício social completo mais próximo ao período de data base, até 2025. E a base de dados utilizada como referência apresenta o histórico de 4 anos, desde 2017.

Os dados financeiros das demonstrações contábeis Balanço Patrimonial, Demonstração de Resultado do Exercício, Demonstração dos Fluxos de Caixa e do Formulário de Referência provém das informações públicas presentes no site institucional de Relação com Investidores da Natura &CO Holding S.A. em conformidade com os normativos legais brasileiros (BRASIL, 1976, 2007, 2011). O site institucional da bolsa de valores oficial do Brasil, a B3, serviu de fonte comparativa para as mesmas demonstrações financeiras e documentos regulatórios supracitados. As informações referentes à organização e ao setor provém do Formulário de Referência supramencionado.

Estão relacionados nos tópicos a seguir índices, taxas e tabelas relevantes ao processo de avaliação utilizados na presente análise.

3.1 Fórmulas

Para avaliar a companhia Natura &CO Holding aplicou-se as seguintes fórmulas: Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE), custo de capital próprio (CAPM) com risco país, custo de capital de terceiros, custo médio ponderado de capital (WACC), perpetuidade, beta alavancado, paridade de juros e capital de giro. As quais estão dispostas abaixo. Seus conceitos foram abordados detalhadamente na seção de Revisão Bibliográfica.

3.1.1 Custo de capital próprio (CAPM) com Risco País

Para efeito desta análise o custo de capital próprio (CAPM) conforme apresentado na seção 2.2.2.5 desta monografia será adicionado ao risco país. Conforme a fórmula proposta por Assaf Neto (2010, p. 432) disposta a seguir:

$$K_e = R_F + \beta \times (R_M - R_F) + R_{\text{país}}$$

Onde:

K_e = custo de capital próprio ou taxa de retorno mínima;

R_F = taxa livre de risco;

β = coeficiente beta, medida do risco do ativo em relação ao risco sistemático da carteira de mercado;

R_M = rentabilidade do mercado;

$R_{\text{país}}$ = Risco país.

3.1.2 Beta alavancado (β_L)

Esta avaliação de empresa seguirá o coeficiente beta alavancado, quando a empresa usa alavancagem financeira, o que representa os riscos financeiro e econômico. Assaf Neto (2010, p. 442) exprime o cálculo do beta alavancado, incluindo o benefício fiscal da dívida, na expressão a seguir:

$$\beta_L = \beta_U \times \left[1 + \left(\frac{D}{E} \right) \times (1 - IR) \right]$$

Sendo:

β_L = coeficiente beta de uma empresa que usa alavancagem financeira;

β_U = coeficiente beta de uma empresa sem dívidas, reflete o risco do negócio;

D = custo da dívida;

E = patrimônio líquido (capital próprio);

IR = alíquota de Imposto de Renda.

3.1.3 WACC

A fórmula abaixo, apresentada por Assaf Neto (2010, p. 684), será utilizada como taxa de desconto para trazer a valor presente o fluxo de caixa projetado:

$$WACC = K_e \times \frac{D}{(D+E)} + K_d \times \frac{E}{(D+E)} \times (1 - IR)$$

K_e = custo de Capital Próprio;

D = valor de mercado da dívida;

E = valor de mercado do capital próprio;

K_d = custo de capital de terceiros;

IR = Alíquota do Imposto de Renda.

Para a análise desenvolvida em contexto nacional, a alíquota do imposto de renda utilizada é a vigente no Brasil, 34%, e o custos de capitais próprio e de terceiros estão apresentados em real.

3.1.4 Custo de Capital de Terceiros

Esmiuçado na subseção 2.2.2.7 desta monografia o cálculo será realizado conforme Assaf Neto (2010, p. 428) apresenta:

$$K_d = Risk Free + Risco País + Spread \text{ de Risco da Empresa}$$

$$K_d \text{ (após IR)} = K_d \text{ (antes IR)} \times (1 - IR)$$

Onde:

K_d = custo de capital de terceiros

IR = Imposto de Renda

Como evidenciado anteriormente, os custos de capitais próprio e de terceiros

3.1.5 Paridade de Juros

Os valores de alguns indicadores são calculados em dólares, para tanto é necessária a correção de câmbio para que não haja distorções e o modelo mantenha a sua confiabilidade. A fórmula está posta a seguir:

$$(1 + Taxa \text{ em BRL}) = (1 + Taxa \text{ em USD}) \times \frac{(1 + Infl. Brasil)}{(1 + Infl. EUA)}$$

3.1.6 Capital de Giro

Em avaliação de empresas utiliza-se o Capital de Giro Não-Monetário conforme proposto por Damodaran:

$$(\text{Ativo Circulante} - \text{Caixa e Aplicações}) - (\text{Passivo Circulante} - \text{Dívida de Curto Prazo})$$

3.1.7 Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE)

Damodaran (2004, p. 612) expressa o FCDE através do cálculo a seguir:

$$FCDE = LAJIR \times (1 - IR) + \text{Depreciação e Amortização} - CAPEX - \Delta \text{Capital de Giro}$$

A Tabela 2 indica a representação vertical da conta.

Tabela 2 - Fluxos de Caixa Disponível da Empresa

	EBIT (1 - alíquota de impostos)
+	Depreciação
-	Desembolsos de Capital
(+/-)	Necessidades de Capital de Giro
=	Fluxos de Caixa da Empresa

Fonte: Damodaran (2004)

3.1.8 Perpetuidade

A fórmula da perpetuidade utilizada nesta avaliação de empresa será a proposta por Martins (2001) expressa a seguir:

$$\text{Perpetuidade} = \frac{FCL_t \times (1 + g)}{WACC - g}$$

Onde:

FCL_t = fluxo de caixa livre do último período da projeção;

WACC = custo médio ponderado de capital;

g = taxa de crescimento.

Em que o crescimento é calculado a partir do proposto por Gordon, no modelo de crescimento perpétuo, que corrobora as premissas de que as organizações terão duração eterna e o crescimento seguirá crescendo, ainda que em níveis diferentes.

4 APLICAÇÃO

O presente capítulo apresentará os dados e premissas utilizados como base para o *Valuation* desenvolvido neste estudo de caso, as informações sobre a companhia objeto deste estudo, bem como do setor em que está inserida. Por fim, a avaliação da empresa Natura &CO Holding S.A., a partir do método de Fluxo de Caixa Descontado propriamente dito.

4.1 Natura &CO Holding S.A.

A Natura &CO Holding S.A., também chamada pelo seu nome do pregão na bolsa de valores brasileira de Grupo Natura (B3, 2022) ou, como figura por vezes em seu site oficial, apenas Natura &CO. Foi constituída em 21 de janeiro de 2019, no entanto as origens da companhia datam de 1969. Quando Antonio Luiz da Cunha Seabra fundou, em sociedade com Jean Pierre Berjeaut, a Indústria e Comércio de Cosméticos Berjeaut Ltda., meses mais tarde a empresa passa a se chamar Natura. Em 1970 abre a primeira loja em São Paulo. Que é fechada 4 anos após quando a venda direta é adotada como modelo de negócios, direcionando seu foco estratégico às relações, forte tática do grupo até hoje.

Atualmente com mais de 50 anos de experiência, atua no setor de consumo não cíclico. Especificamente em produtos de uso pessoal, no segmento de higiene pessoal, perfumaria, cosméticos e beleza. É um conglomerado constituído por quatro marcas: Natura, Avon, *The Body Shop* e *Aesop*.

Iniciou sua expansão para além das fronteiras nacionais em 1982, a partir de um distribuidor local no Chile. Em 2006 abriu a primeira loja no exterior, neste mesmo país. Percebeu uma grande oportunidade de ampliar seus negócios através da internacionalização, crescimento por meio de aquisições e seu domínio do conhecimento processual em vendas diretas. Consolidou-se como referência nacional e relevante participante no cenário global, disposto, em 31 de dezembro de 2020, como o quarto maior grupo do mundo exclusivamente de produtos de beleza (*EUROMONITOR INTERNATIONAL* apud NATURA&CO, 2022).

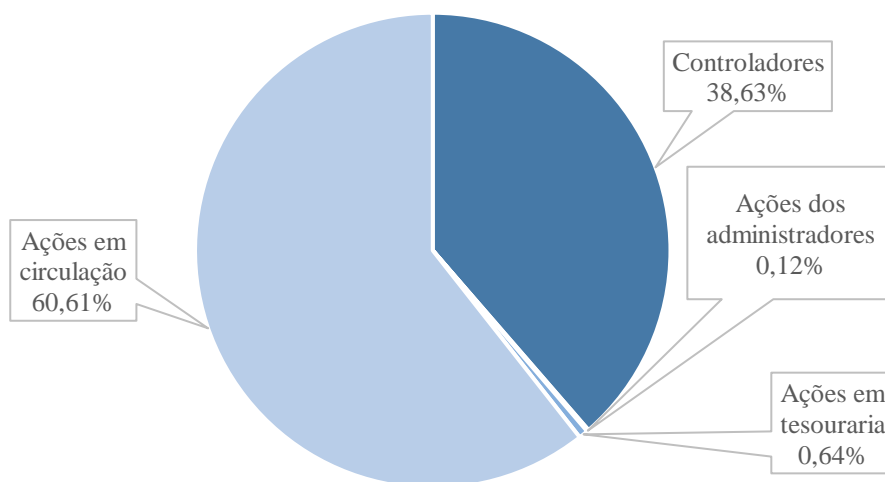
Em consonância com sua estratégia de internacionalização e otimização de seu alcance, em 2013 adquiriu 65% da empresa de cosméticos de luxo australiana, *Aesop*. E concluiu a aquisição integral da companhia em 2016. No ano seguinte, adquiriu a *The Body Shop*, uma desenvolvedora, distribuidora e vendedora de produtos de beleza e cosméticos com aspiração natural, provinda do Reino Unido. Em julho de 2020 concluiu a aquisição da Avon, empresa

centenária e pioneira no modelo de venda direta de cosméticos, que conferiu à Natura &CO grande alcance global, adicionando 100 milhões de cliente em 73 países.

De acordo com o Formulário de Referência (NATURA &CO, 2022, p. 129), a *holding* segmenta suas operações em 4 categorias: Natura &CO Latam, com todas as operações de suas quatro marcas no Brasil e América Latina; Avon Internacional, com as operações da Avon excluindo as da condição anterior; *The Body Shop International*, todas as operações da marca com exceção daquelas da América Latina; e a *Aesop International*, com as operações da marca fora da América Latina.

O grupo abriu capital na Bolsa de Valores de São Paulo, atual B3, em 2004. O Gráfico 1 apresenta a atual composição acionária da *holding*. Sendo que as ações dos administradores referem-se às pertencentes ao conselho de administração e diretoria estatutária. E as ações em circulação tem a Dynamo Administração de Recursos Ltda/Dynamo Internacional Gestão de Recursos Ltda com participação relevante, que detém 5,138% de todas as ações.

Gráfico 1 - Composição Acionária da Natura &CO Holding S.A.



Fonte: autoria própria através de dados disponíveis no site da empresa.

As marcas do grupo promovem sinergia ao passo que compartilham mesma visão e valores conciliáveis. De forma a pautar suas atividades em prol da ética, compromisso com sustentabilidade e na inovação tanto científica, quanto social.

Trata-se de uma companhia sólida e global, que é expoente em produtos de beleza direto ao consumidor, possui aproximadamente 8,1 milhões de consultores e representantes ativos(as), desconsideradas sobreposições entre suas marcas. Dos quais, 2,1 milhões são da natura e 6,4 milhões da Avon. O que confere pujante capilaridade à empresa. Apresenta relevante presença

em países emergentes e em partes da Europa e Ásia. Para tanto, conta com 3.700 lojas entre próprias e franqueadas no mundo (dados consolidados de 31 de dezembro de 2020). Presente em mais de 100 países, com mais de 35.000 empregados e colaboradores e alcança mais de 200 milhões de consumidores.

A Tabela 3 apresenta a participação das vendas das operações nacionais e por subsidiárias do grupo no Brasil e mundo nos exercícios completos de 2018, 2019 e 2020.

Tabela 3 - Participação das vendas por região

Região	2018	2019	2020
Ásia	5,0%	5,4%	7,9%
América do Norte	6,9%	12,1%	13,9%
México	4,6%	5,3%	8,7%
Outros	2,3%	6,8%	5,2%
América do Sul	63,7%	57,7%	44,6%
Brasil	45,4%	43,8%	30,1%
Argentina	5,3%	5,5%	5,4%
Outros	13,0%	8,5%	9,1%
Europa, Oriente Médio e África (EMEA)	19,9%	20,1%	31,4%
Reino Unido	14,0%	14,6%	11,2%
Outros	5,8%	5,5%	20,2%
Oceania	4,6%	4,6%	2,2%
Consolidado	100,0%	100,0%	100,0%

Fonte: Natura &CO (2022)

Intitula-se como um grupo orientado por propósitos e, como sobredito, formado por quatro marcas que estendem sua atuação guiadas ao forte compromisso com os princípios de ESG (sigla em inglês para *Environmental, Social and Governance*, em síntese, princípios que norteiam as atividades da organização em direção aos regulamentos de boas práticas nos âmbitos de governança socioambiental e corporativa). De forma que fundamenta, efetivamente, seu modelo de negócios a partir dos compromissos designados. Entre os quais, assumiu o “Visão 2030 Compromisso com a Vida”, que estipula acordos e ações que incluem: enfrentar as mudanças climáticas e proteger a Amazônia; defender os direitos humanos; e abraçar a circularidade e a regeneração.

A Natura &CO (2022) foca sua estratégia de criação de valor através dos seis pontos: modo multimarcas, alavancagem da escala do grupo, forte governança corporativa, crescimento *omnichannel* em todo o mundo, inovação e sustentabilidade. Nessa conformidade, acelera seu

modelo multicanal e direto ao consumidor, com foco em plataformas online em todas as marcas e com maior atenção à presença nas redes sociais especialmente na Natura e Avon.

Suas estratégias para os modelos de negócios de suas marcas estão representadas na figura abaixo:

Figura 1 - Modelo de negócios por marcas do Grupo Natura



Fonte: Formulário de Referência da Natura &CO (2022, p. 116)

Adiciona-se ainda o fato de a companhia não ser dependente de nenhum fornecedor, no Brasil há pouca concentração de fornecedores tanto de matérias-primas, quanto de embalagens, o que torna a empresa competitiva tanto em território nacional, quanto na região da América Latina.

4.1.1 Setor

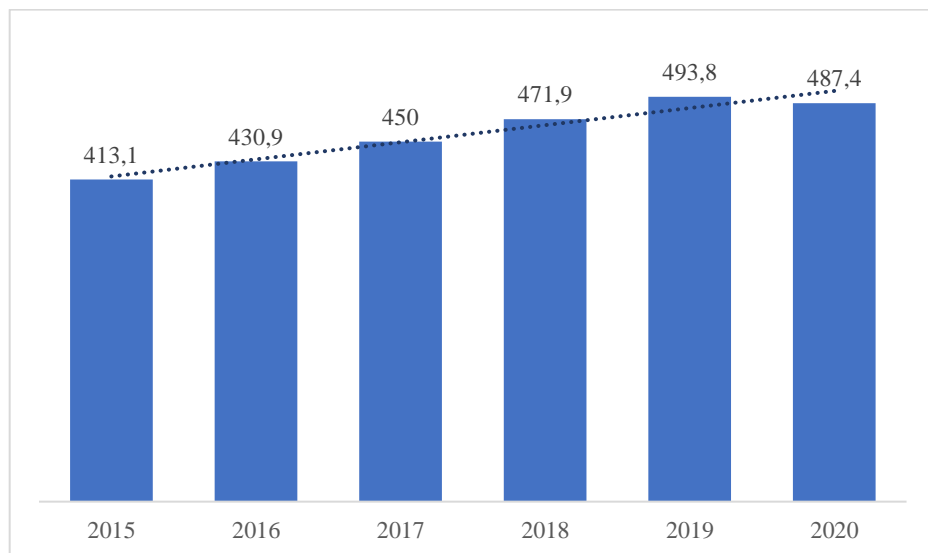
A Natura &CO está inserida no setor de consumo não cíclico e varejista, subsetor de produtos de uso pessoal, no segmento de higiene pessoal, perfumaria, cosméticos (HPPC). A ANVISA (2022, p.2) estabelece que

Produtos de higiene são definidos como produtos para uso externo, destinados ao asseio ou à antissepsia corporal (ex.: sabonetes, xampus, dentifrícios, desodorantes); perfumes são produtos de composição aromática obtida à base de substâncias naturais ou sintéticas, cuja principal finalidade é a odorização de pessoas ou ambientes (ex.: extratos, águas perfumadas, perfumes cremosos, odorizantes de ambientes); cosméticos são produtos para uso externo, destinados à proteção ou ao embelezamento das diferentes partes do corpo (ex.: pós faciais, talcos, cremes de beleza, bronzeadores e maquiagem).

De acordo com a ABIHPEC (2021), Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos, o Brasil é o quarto maior mercado consumidor do mundo no setor, atrás apenas dos EUA, China e Japão. Com os dados consolidados de 2020 verifica-se o crescimento real de 2,2% neste mercado. No que tange a inovação e lançamento de novos produtos, o Brasil figura no 3º lugar mundial, com EUA e China nos primeiros postos, respectivamente. A produção local predomina, sendo um setor que gera bastante empregos. Argentina, Chile e Colômbia são os três primeiros, nesta ordem, destinos das exportações brasileiras de HPPC. No que toca as importações, China, França e EUA são os três primeiros, também na ordem apresentada, parceiros nacionais.

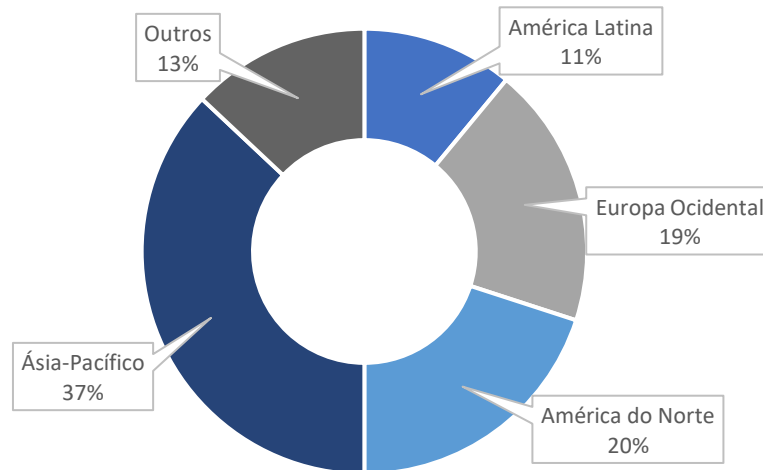
No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2020 o mercado de produtos de uso pessoal do segmento em que a Natura &CO atua somou US\$487,4 bilhões em todo mundo (*EUROMONITOR INTERNATIONAL* apud NATURA &CO, 2022). Os gráficos abaixo apresentam o tamanho deste mercado ao redor do globo de 2015 a 2020 e a participação de cada região.

Gráfico 2 - Mercado Global de Beleza e Cuidados Pessoais (US\$ Bilhões)



Fonte: elaboração própria através de dados disponíveis no site da empresa.

Gráfico 3 - Participação no Mercado Global de HPPC por região.



Fonte: elaboração própria através de dados disponíveis no site da empresa.

A companhia é a primeira, no segmento, do Brasil e América Latina a figurar entre as três maiores companhias em países de relevante projeção internacional, como: Rússia, Filipinas, Turquia, África do Sul, Polônia, Reino Unido e Ucrânia (EUROMONITOR INTERNATIONAL apud NATURA &CO, 2022).

Este mercado coordena diferentes modelos de distribuição, calcado nas especificidades culturais regionais. A Tabela 3 mostra a relação entre os diferentes canais das vendas do varejo e o mercado regional total. Na América Latina a venda direta tem presença relevante, ao passo que na Europa e América do Norte a predominância pelo varejo especializado é notável. Enquanto o *e-commerce* apresenta a maior relevância na Ásia-Pacífico. Já as vendas em varejistas alimentares são mais significativas na América Latina e Oriente Médio e África, sendo nesta última região os responsáveis por quase metade de todo o montante.

O segmento de produtos de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos indicam oportunidades em diferentes regiões à medida que o poder de compra da classe média aumenta e na independência feminina, assim como a expressividade menos relevante (em relação a mercados mais desenvolvidos) das vendas *online* na América Latina.

Tabela 4 - Distribuição de canais por região (2020)

Distribuição de canais por região	América Latina	América do Norte	Ásia-Pacífico	Australásia	Europa Ocidental	Europa Oriental	Oriente Médio e África	Mundo
Varejistas especializados em saúde e beleza	25,3%	26,4%	24,6%	33,8%	43,2%	40,1%	32,1%	30,1%
Varejistas alimentares	38,3%	23,8%	27,8%	37,7%	34,6%	33,2%	46,8%	31,1%
E-commerce	4,4%	20,2%	22,9%	10,4%	10,5%	12,3%	7,8%	16,2%
Varejistas mistos	3,2%	18,7%	13,8%	14,3%	5,6%	1,0%	5,2%	10,9%
Venda direta	26,4%	6,3%	6,6%	2,3%	2,5%	10,1%	2,8%	7,7%
Outros	2,4%	4,6%	4,2%	1,4%	3,6%	3,2%	5,2%	3,9%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: *Euromonitor International* (apud NATURA &CO, 2022).

O Brasil é um mercado de grande relevância mundial e com grande potencial de crescimento. Em 31 de dezembro de 2020 o mercado movimentou US\$23,7 bilhões. Com população de 212 milhões de habitantes, de acordo com informações do IBGE em 2020, o mercado se posiciona como promissor.

A PWC (2021) indica que a pandemia acelerou tendências de comportamento do consumidor e indicam que estes padrões devem perdurar e impactar cada vez mais o setor de varejo. Ainda segundo a consultora e auditora, no Brasil, as compras via celular suplantaram àquelas realizadas em lojas físicas, muito em decorrência do engajamento dos brasileiros nas plataformas de mídia social. Dos quais, mais de 80% interagem diariamente nas quatro maiores plataformas e, destes, mais da metade clicam em anúncios. De forma que a PWC (2021) aponta quatro tendências de consumo que já moldam o setor em que o Grupo Natura atua: a loja do futuro será *omnichannel* e com integração entre os espaços físico e digital; a marca terá ainda mais relevância, de modo que os consumidores buscam aquelas alinhadas a seus valores, o papel das redes sociais impacta sobremaneira a percepção e relevância da marca e sua reputação; a cadeia de suprimentos usará cada vez mais de inteligência artificial em seus processos; e há forte pressão por reestruturação a fim de incluir no cerne da sociedade, consequentemente das organizações também, iniciativas ambientais, sociais e corporativas (ESG).

4.1.2 Fatores de impacto aos resultados operacional e financeiro

Natura &CO (2022) informa que seus resultados têm sido afetados principalmente pelo cenário econômico no Brasil e no Reino Unido. O Brasil é maior economia da América Latina,

de acordo com seu Produto Interno Bruto. A região apresenta grande instabilidade econômica e política, o que se aplica diretamente ao Brasil, em que o cenário é de grande volatilidade e incertezas políticas que afetam diretamente a disponibilidade de crédito, renda disponível e taxas de emprego.

O Brasil viveu períodos promissores enquanto o mundo enfrentava e se recuperava da Crise Financeira de 2008. No entanto, tal cenário não se sustentou por muito tempo e as instabilidades política e econômica culminaram na queda da confiança no mercado nacional, contribuem também a atual deterioração política e a extensão da pandemia da COVID-19. A demanda pelos produtos do grupo é diretamente afetada pelas alterações nas taxas de juros, nível de desemprego, o nível de preços da economia que cerceiam a disponibilidade para gastar dos consumidores (NATURA &CO, 2022).

Natura &CO (2022) ressalta entre fatores de risco de impacto direto na demanda pelos produtos da companhia: a inflação, que repassa aumentos dos custos aos consumidores, diminuindo sua receita bruta; o câmbio estrangeiro, uma vez que a companhia tem atuação global, é intrínseco à suas operações políticas de proteção cambial para mitigar os impactos da desvalorização das moedas de países emergentes perante o dólar; a taxa de juros suprarreferida, uma vez que impactam diretamente as aplicações financeiras e empréstimos; aquisições e reestruturações societárias; demandas por cosméticos; sazonalidade; barreiras comerciais, principalmente, na América do Norte e Europa; as políticas tributárias nos territórios em que opera; regulamentos comerciais estrangeiros; e o principal fator de impacto atualmente que é a evolução da pandemia do COVID-19, que atinge diretamente o modelo de vendas diretas e lojas físicas, principais modelos de distribuição da companhia, assim como a demanda por cosméticos, uma vez que os orçamentos familiares são rearranjados e a percepção de necessidade diante de certos produtos é alterada.

4.2 Dados históricos

A seguir localizam-se os dados contábeis históricos referentes aos exercícios sociais de 2017, 2018, 2019, 2020 encerrados em 31 de dezembro de seus respectivos anos e 2021 consolidado até o 3º trimestre (até 30 de setembro), com projeção de seu quarto trimestre quando se fez necessário, devidamente indicado. Os dados foram obtidos nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), divulgadas e auditadas, disponíveis no site de Relações com

Investidores da Natura &CO Holding S.A. (NATURA &CO, 2018; 2019; 2020; 2021) e no site institucional da bolsa de valores oficial do Brasil, a B3 (B3, 2022).

Tabela 5 - Balanço Patrimonial Histórico

Balanço Patrimonial - Natura &CO Holding S.A.					
(R\$000)	2017	2018	2019	2020	3T21
Ativo Total	14.957.462	15.379.549	21.184.512	60.917.597	58.635.276
Ativo Circulante	7.056.309	6.455.759	9.430.057	18.734.820	17.080.431
Ativo Não Circulante	7.901.153	8.923.790	11.754.455	42.182.777	41.554.845
Passivo Total	14.957.462	15.379.549	21.184.512	60.917.597	58.635.276
Passivo Circulante	6.912.005	4.566.881	7.518.423	16.159.586	12.747.056
Passivo Não Circulante	6.410.711	8.238.566	10.303.744	17.370.903	18.023.661
Patrimônio Líquido Consolidado	1.634.746	2.574.102	3.362.345	27.387.108	27.864.559

Fonte: Natura &CO (2021)

Tabela 6 - Demonstração do Resultado do Exercício

Demonstração do Resultado do Exercício - Natura &CO Holding S.A.				
(R\$000)	2017	2018	2019	2020
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	9.852.708	13.397.419	14.444.690	36.921.980
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-2.911.077	- 3.782.843	- 4.033.454	-13.229.715
Lucro Bruto	6.941.631	9.614.576	10.411.236	23.692.265
Despesas/Receitas Operacionais	-5.582.990	- 8.357.883	- 9.059.988	-22.902.668
Despesas com Vendas	-3.965.019	- 5.828.713	- 6.395.586	-15.702.787
Despesas Gerais e Administrativas	-1.535.945	- 2.251.341	- 2.405.576	- 5.955.996
Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos	- 233.714	- 237.884	- 209.515	- 727.695
Outras Receitas/Despesas Operacionais	151.688	- 39.945	- 49.311	- 516.190
Resultado Antes do R. Financeiro e dos Tributos	1.358.641	1.256.693	1.351.248	789.597
Resultado Financeiro	- 387.449	- 583.288	- 1.046.682	- 1.035.419
Receitas financeiras	604.392	2.056.421	1.955.784	4.738.391
Despesas financeiras	- 991.841	- 2.639.709	- 2.795.874	- 5.773.810
Impostos sobre a formação da companhia	-	-	- 206.592	-
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	971.192	673.405	304.566	- 245.822
Imposto de renda e contribuição social	- 300.941	- 125.026	- 149.099	- 274.744
Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	-	-	-	- 143.112
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	670.251	548.379	155.467	- 663.678

Fonte: Natura &CO (2021)

Tabela 7 – Demonstração do Fluxo de Caixa

Fluxo de Caixa - Natura &CO Holding S.A.				
(R\$000)	2017	2018	2019	2020
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	9.852.708	13.397.419	14.444.690	36.921.980
EBIT	1.358.641	1.256.693	1.351.248	789.597
Depreciação e Amortização	383.352	589.911	1.117.416	2.718.856
CAPEX	- 364.372	- 485.016	- 586.395	- 674.211
Capital de Giro	550.537	640.312	- 273.438	- 1.961.437
Varição do Capital de Giro	459.977	89.775	- 913.750	- 1.687.999
Fluxo de Caixa Disponível da Empresa	455.706	844.537	509.095	877.780

Fonte: elaborado pelo auto com dados de Natura &CO (2021)

A partir das informações apresentadas sobre a Natura &CO e seu setor parte-se nas próximas subseções para a aplicação do método de avaliação de empresas propriamente dito.

4.3 Beta Alavancado e Desalavancado

De suma importância ao processo de *Valuation*, o Beta Alavancado (β_L) será calculado de acordo com a fórmula apresentada na seção 3.1.2 do presente trabalho e rememorada abaixo. Os dados utilizados seguem a data base padrão de 30 de setembro de 2021. O Beta Desalavancado (β_U) considerado foi 1,06. Valor estipulado por Damodaran (2022) em 5 de janeiro de 2022 com base nos mercados emergentes do setor de produtos de uso pessoal (*Household Products - Emerging Markets*). Para realavancar o beta também é imperativo levar o Imposto de Renda em consideração, desta forma, a alíquota considerada foi a marginal brasileira de 34%.

$$\beta_L = \beta_U \times \left[1 + \left(\frac{D}{E} \right) \times (1 - IR) \right]$$

Portanto,

$$\beta_L = 1,06 \times \left[1 + \left(\frac{12.693.821.000}{62.861.901.425} \right) \times (1 - 34\%) \right]$$

Tabela 8 – Beta alavancado (β_L)

Beta alavancado (β_L)	
PU Ação (R\$)	45,57
Quantidade ações	1.379.458.008
Valor de mercado (R\$) (E)	62.861.901.425
Dívida (R\$) (D)	12.693.821.000
Beta desalavancado (β_U)	1,06
Imposto de Renda (IR)	34%
Beta alavancado (β_L)	1,21

Fonte: ITR Natura &CO (2021); Damodaran (2022). Elaborado pelo autor (2022).

Logo, conclui-se que o valor estimado para o Beta alavancado é 1,21.

4.4 Taxa Livre de Risco (R_f)

Conforme explicitado na seção 2.2.2.3 sobre riscos, a taxa livre de risco é aquela relacionada a ativos que não apresentam risco de inadimplência e reinvestimento. Portanto, a referência utilizada é a taxa de juros do título estadunidense de 10 anos (*T-Bond 10 Years*) consultada no site oficial do Departamento do Tesouro dos EUA (*US Department of the Treasury*). Na data base utilizada, esta taxa livre de risco era de 1,52%.

4.5 Custo de Capital Próprio

A fórmula para o custo de capital próprio apresentada na seção 3.1.1 figura a seguir:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_M - R_f) + R_{\text{país}}$$

Onde:

K_e = custo de capital próprio ou taxa de retorno mínima;

R_f = taxa livre de risco;

β = coeficiente beta, medida do risco do ativo em relação ao risco sistemático da carteira de mercado;

$(R_M - R_f)$ = prêmio de risco de mercado;

$R_{\text{país}}$ = Risco país.

De forma que a taxa livre de risco e beta alavancado utilizados foram apresentados nas subseções anteriores. O prêmio de risco de mercado considerado é 4,24%, valor definido por Damodaran em suas análises de *Risk Premium* para os Estados Unidos. Por fim, o prêmio de

risco país usado é 3,27%, conforme relatório do IPEADATA do EMBI-BR em 30 de setembro de 2021.

$$K_e = R_F + \beta \times (R_M - R_F) + R_{\text{país}}$$

$$K_e = 1,52\% + 1,21 \times 4,24\% + 3,27\%$$

Portanto,

Tabela 9 - Custo de Capital Próprio (K_e) em dólar

Custo de Capital Próprio (K_e) (USD)	
Taxa Livre de Risco (R_f)	1,52%
Beta Alavancado (β)	1,21
P. Risco de Mercado ($R_m - R_f$)	4,24%
$R_{\text{país}}$	3,27%
Custo de Capital Próprio (K_e) (USD)	9,90%

Fonte: elaborado pelo autor (2022)

Para obter o valor em moeda brasileira é necessário aplicar a paridade de juros. Para tanto a inflação no Brasil considerada para os cálculos, foi a média do acumulado a cada ano de acordo com o Índice de Preços ao Consumidor (traduzido do inglês, CPI, *Consumer Price Index*), disponibilizado pelo site *Inflation.eu* (2022), de 2016 até 2021, valor consolidado em 5,31%. Para a inflação estadunidense, ao seguir o mesmo procedimento, o valor encontrado é 2,80%. As Tabelas 10 e 11 pormenorizam o processo para a obtenção da inflação utilizada nesta análise. Já a Tabela 12 apresenta o processo de paridade de juros de fato.

Tabela 10 – Inflação média brasileira

Índice	Inflação acum. Anual
<i>CPI Brazil 2021</i>	10,06%
<i>CPI Brazil 2020</i>	4,52%
<i>CPI Brazil 2019</i>	4,31%
<i>CPI Brazil 2018</i>	3,75%
<i>CPI Brazil 2017</i>	2,95%
<i>CPI Brazil 2016</i>	6,29%
Média	5,31%

Fonte: elaborado pelo autor (2022) a partir dos dados de *Inflation.eu* (2022).

Tabela 11 - Inflação média estadunidense

Índice	Inflação acum. Anual
<i>CPI United States 2021</i>	7,04%
<i>CPI United States 2020</i>	1,36%
<i>CPI United States 2019</i>	2,29%
<i>CPI United States 2018</i>	1,91%
<i>CPI United States 2017</i>	2,11%
<i>CPI United States 2016</i>	2,07%
Média	2,80%

Fonte: elaborado pelo autor (2022) a partir dos dados de Inflation.eu (2022).

Tabela 12 - Custo de Capital Próprio (Ke) em reais

Custo de Capital Próprio (Ke) (BRL)	
Custo de Capital Próprio (Ke) (USD)	9,90%
Inflação Brasil (média)	5,31%
Inflação EUA (média)	2,80%
Custo de Capital Próprio (Ke) (BRL)	12,59%

Fonte: elaborado pelo autor (2022)

4.6 Custo de Capital de Terceiros

Conforme a fórmula apresentada nas seções 2.2.2.6 e 3.1.4 da presente monografia, o Custo de Capital de Terceiros (K_d) é expresso a partir do seguinte cálculo:

$$K_d = R_f + R_{\text{país}} + \textit{Spread de Risco da Empresa}$$

Para definir o *spread* de risco da empresa é necessário ter conhecimento de seu *rating* de crédito, definido por companhias especializadas em classificação de risco. De acordo com o site da própria empresa Natura &CO (2022) a renomada agência de classificação de risco *Standard & Poor's*, a avalia enquanto BB em escala global e AAA em escala nacional. A partir da relevância do cenário nacional para sua estrutura de capital, o *rating* considerado para a análise será o nacional. Damodaran (2022) disponibiliza em seu site *Damodaran Online*, a relação entre o *rating* e o índice de *spread*. De acordo com o autor, em países emergentes, para uma empresa AAA o *spread* é 0,67%.

Desta forma o custo de capital de terceiros em dólar é:

Tabela 13 - Custo de Capital de Terceiros (K_d) em dólar

Custo de Capital de Terceiros (K_d)	
Taxa Livre de Risco (R_f)	1,52%
Rpaís	3,27%
<i>Spread</i>	0,67%
Custo de Capital de Terceiros (K_d) (USD)	5,46%

Fonte: elaborado pelo autor (2022)

Para o valor do custo de capital de terceiros em moeda nacional é necessário aplicar os parâmetros de paridade de juros apresentados na subseção 3.1.7, em conformidade com o aplicado na seção imediatamente anterior, disposto abaixo.

$$(1 + K_d \text{ em BRL}) / (1 + \text{Inflação Brasil}) = (1 + K_d \text{ em USD}) / (1 + \text{Inflação EUA})$$

A inflação considerada para o Brasil segue as premissas dispostas no cálculo do custo de capital próprio. Estabelecida em 5,19%. Para os Estados Unidos, 2,26%, na média para o mesmo período, através definida pelo *Consumer Pricing Index* (CPI) do mesmo período.

Portanto:

$$(1 + K_d \text{ em R\$}) / (1 + 5,19) = (1 + 5,46\%) / (1 + 2,26\%)$$

Tabela 14 - Custo do Capital de Terceiros (K_d) em reais

Custo de Capital de Terceiros (K_d) (BRL)	
Custo de Capital de Terceiros (K_d) (USD)	5,46%
Inflação Brasil	5,31%
Inflação EUA	2,80%
Custo de Capital de Terceiros (K_d) (BRL)	8,04%

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

4.7 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

A partir dos valores definidos anteriormente e das premissas e fórmulas apresentadas na subseção 3.1.3, segue o cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC):

$$WACC = K_e \times \frac{E}{(D+E)} + K_d \times \frac{D}{(D+E)} \times (1 - IR)$$

Onde:

K_e = custo de Capital Próprio;

D = valor de mercado da dívida;

E = valor de mercado do capital próprio;

Kd = custo de capital de terceiros;

IR = Alíquota do Imposto de Renda.

De forma que,

Tabela 15 - Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) em dólar

WACC (USD)	
Custo de Capital Próprio (Ke) (USD)	9,90%
Valor de mercado da dívida (D)	12.693.821.000
Valor de mercado do capital próprio (E)	62.861.901.425
Custo de Capital de Terceiros (Kd) (USD)	5,46%
Imposto de Renda (IR)	34%
Custo de Médio Ponderado de Capital (WACC) (USD)	8,84%

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

Assim como desenvolvido nos custos de capitais próprio e de terceiros, abaixo segue o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) com a paridade de juros para obter o valor da taxa em reais.

Tabela 16 - Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) em reais

WACC (BRL)	
Custo de Médio Ponderado de Capital (WACC) (USD)	8,84%
Inflação Brasil	5,31%
Inflação EUA	2,80%
Custo de Médio Ponderado de Capital (WACC) (BRL)	11,51%

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

4.8 Cálculo do Capital de Giro

A partir da fórmula abaixo, calcula-se o Capital de Giro, apresentado na Tabela 17.

(Ativo Circulante - Caixa e Aplicações) - (Passivo Circulante - Dívida de Curto Prazo)

Tabela 17 - Capital de Giro

Capital de Giro - Natura &CO Holding S.A.				
(R\$000)	2017	2018	2019	2020
Ativo Circulante	7.056.309	6.455.759	9.430.057	18.734.820
Caixa e Equivalentes de Caixa	1.693.131	1.215.048	4.513.582	5.821.672
Aplicações Financeiras	1.977.305	1.215.377	1.025.845	2.520.648
Passivo Circulante	6.912.005	4.566.881	7.518.423	16.159.586
Empréstimos e Financiamentos	4.076.669	1.181.859	3.354.355	3.805.649
Capital de Giro	550.537	640.312	(273.438)	(1.961.437)
Varição do Capital de Giro	459.977	89.775	(913.750)	(1.687.999)

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

4.9 Projeções

Os próximos parágrafos apresentarão as tabelas com os resultados da empresa projetados até 2025.

Para a realização desta etapa, preliminarmente, a Receita Líquida foi projetada para o 4º trimestre de 2021, haja vista a Tabela 18. Uma vez que os dados oficiais da Natura &CO estão consolidados até o 3º trimestre daquele ano, até o fechamento deste trabalho de conclusão de curso. Para sua projeção, foi realizada a relação da participação do 4º trimestre do exercício social completo anterior ao da data base, o ano de 2020. Então o valor incremental foi utilizado como referência para completar o 4º trimestre ausente do exercício social em questão.

Tabela 18 - Projeção Receita Líquida 4T21

Projeções - Natura &CO Holding S.A. (em R\$000)			
3T20 consolidado	4T20	4T/3Tconso. 2020	2020 Consolidado
24.924.704	11.997.276	48,13%	36.921.980
3T21 consolidado	Projeção crescimento (%)	4T21E	2021 Estimado
28.521.464	48,13%	13.728.543	42.250.007

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

Para a projeção da Receita Líquida, foi considerada média de crescimento nos anos de 2017 até 2021 estimado. A Tabela 19 apresenta as análises de crescimento histórico da empresa.

Tabela 19 - Taxa de crescimento histórico

Crescimento histórico - Natura &CO Holding S.A.							
(R\$000)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	7.899.002	7.912.664	9.852.708	13.397.419	14.444.690	36.921.980	42.250.007
Taxa de crescimento em %	-	0,17%	24,52%	35,98%	7,82%	155,61%	14,43%
Média de crescimento em %				39,75%			
Taxa de crescimento ao ano				6,63%			

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

Na presente análise, o cálculo da projeção da Receita Líquida parte da premissa de que o crescimento se manterá constante até atingir a perpetuidade. A fim de contemplar as premissas adotadas pela organização de acordo com seu plano estratégico proposto na 9ª versão de seu Formulário de Referência de 2021 (NATURA &CO, 2022), projeta-se que a companhia crescerá linearmente em 6,63% ao ano até 2025. Conforme descrito na Tabela 19, para definir a taxa de crescimento a partir dos dados históricos consolidados, foram realizadas médias geométricas. Com o propósito de amenizar distorções decorrentes de recentes aquisições e adequar a reestruturação das operações, foi ampliado o período de análise para efeito desta projeção, a partir de 2015.

Tabela 20 - Projeção - Receita Operacional Líquida

Projeção - Receita Operacional Líquida (R\$000)				
2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
42.250.007	45.049.364	48.034.197	51.216.797	54.610.266

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

As projeções do EBIT, Depreciação e Amortização, CAPEX e Capital de Giro, partem da premissa de sua composição perante a Receita Líquida. Conforme estabelecido na Tabela 21. Já para auferir a variação do Capital de Giro, foram realizadas as subtrações entre os períodos projetados.

Tabela 21 - Componentes do Fluxo de Caixa % Receita Líquida

Fluxo de Caixa em relação à Receita Líquida (%)				
Componentes/Receita	2017	2018	2019	2020
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	100%	100%	100%	100%
EBIT	13,8%	9,4%	9,4%	2,1%
Depreciação e Amortização	3,9%	4,4%	7,7%	7,4%
CAPEX	3,7%	3,6%	4,1%	1,8%
Capital de Giro	5,6%	4,8%	-1,9%	-5,3%
Fluxo de Caixa Disponível da Empresa	4,6%	6,3%	3,5%	2,4%

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

Tabela 22 - Projeção do EBIT

(R\$000)	2017	2018	2019	2020
EBIT	1.358.641	1.256.693	1.351.248	789.597
Média % da Receita	8,67%			

(R\$000) - Projeção	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EBIT	3.661.261	3.903.845	4.162.502	4.438.297	4.732.365

Fonte: elaborado pelo autor (2022), a partir de Natura &CO (2021).

Tabela 23 - Projeção da Depreciação e Amortização

(R\$000)	2017	2018	2019	2020
Depreciação e Amortização	383.352	589.911	1.117.416	2.718.856
Média % da Receita	5,85%			

(R\$000) - Projeção	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Depreciação e Amortização	2.470.951	2.634.668	2.809.233	2.995.364	3.193.828

Fonte: elaborado pelo autor (2022), a partir de Natura &CO (2021).

Tabela 24 - Projeção do CAPEX

(R\$000)	2017	2018	2019	2020
CAPEX (Investimentos)	- 364.372	- 485.016	- 586.395	- 674.211
Média % da Receita	3,30%			

(R\$000) - Projeção	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
CAPEX (Investimentos)	1.394.677	1.487.084	1.585.614	1.690.672	1.802.691

Fonte: elaborado pelo autor (2022), a partir de Natura &CO (2021).

Tabela 25 - Projeção do Capital de Giro

(R\$000)	2017	2018	2019	2020
Capital de Giro	550.537	640.312	- 273.438	-1.961.437
Média % da Receita	0,79%			

(R\$000) - Projeção	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Capital de Giro	333.950	356.077	379.669	404.825	431.647
Δ Capital de Giro	2.295.387	22.127	23.593	25.156	26.822

Fonte: elaborado pelo autor (2022), a partir de Natura &CO (2021).

4.10 Fluxo de Caixa Descontado

Fundamentado nas projeções desenvolvidas anteriormente, é possível projetar o Fluxo de Caixa Disponível da Empresa para os próximos períodos. A alíquota do Imposto de Renda é a padrão utilizada ao longo deste trabalho, de 34%.

Tabela 26 - Projeção do Fluxo de Caixa Disponível da Empresa

(R\$000) - Projeção	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EBIT	3.661.261	3.903.845	4.162.502	4.438.297	4.732.365
EBIT x (1 - IR)	2.416.432	2.576.538	2.747.251	2.929.276	3.123.361
(+) Depreciação e Amortização	2.470.951	2.634.668	2.809.233	2.995.364	3.193.828
(-) CAPEX	1.394.677	1.487.084	1.585.614	1.690.672	1.802.691
(-) Δ Capital de Giro	2.295.387	22.127	23.593	25.156	26.822
(=) FCDE/FCFF	1.197.319	3.701.995	3.947.278	4.208.813	4.487.676

Fonte: elaborado pelo autor (2022), a partir de Natura &CO (2021).

Conforme apresenta a Tabela 27, ao aplicar a taxa de desconto WACC (apurada na subseção 4.7) nos fluxos projetados, obtém-se os fluxos de caixa futuros em valor presente.

Tabela 27 - Valor Presente do Fluxo de Caixa Projetado

VPL do FCDE (R\$000)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
NPER	1	2	3	4	5
Fluxo de Caixa da Empresa	1.197.319	3.701.995	3.947.278	4.208.813	4.487.676
WACC	11,51%				
Fator de Desconto	1,115	1,243	1,387	1,546	1,724
Fluxo de Caixa Descontado	1.073.740	2.977.243	2.846.856	2.722.178	2.602.961
Valor Presente do FCD	12.222.978				

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

4.11 Perpetuidade

Em concordância com reflexões anteriores, a perpetuidade ocorre no momento de consolidação da organização, quando atinge certa maturidade e seus resultados passam a apresentar maior acurácia em sua previsibilidade. Empresas maduras apresentam determinadas características, entre elas, destaca-se que o crescimento é baixo, sua estrutura de capital também não se altera tanto. Isto posto, a perpetuidade representa o fluxo de caixa eterno da organização, mantidas suas premissas.

A fórmula utilizada para obter os fluxos de caixa dos períodos futuros não explícitos é apresentada a seguir:

$$\text{Perpetuidade} = \frac{FCL_t \times (1 + g)}{WACC - g}$$

O termo g no cálculo representa o crescimento da perpetuidade, obtido neste estudo de caso através da adição entre a média inflacionária dos períodos históricos utilizados como referência que resulta em 5,31%, vide Tabela 10, e da média de crescimento histórico e projetado do PIB brasileiro para o período de 2017 a 2025, que corresponde a 1,19%, conforme a Tabela 28. Por conseguinte, o crescimento na perpetuidade estipulado é 6,50%.

Tabela 28 – Crescimento histórico e estimado do PIB

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Cresc. PIB (%)	1,30%	1,80%	1,20%	-3,90%	4,50%	0,30%	1,50%	2,00%	2,00%
Média	1,19%								

Fonte: elaborado pelo autor (2022), a partir de dados do Banco Central do Brasil (2021; 2022), IBGE (2021).

Portanto,

$$\text{Perpetuidade} = \frac{\text{Fluxo de Caixa}_{2025} \times (1 + 6,50\%)}{11,51\% - 6,50\%}$$

Tabela 29 - Valor da Perpetuidade

FC último ano do FCDE (R\$000)	4.487.676
WACC (BRL)	11,51%
Crescimento na Perpetuidade (g)	6,50%
Fator de Desconto = $(1+WACC)^n$	1,724
Valor da Perpetuidade (R\$000)	95.456.004
Valor Presente da Perpetuidade (R\$000)	55.366.807

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

4.12 Valor da Empresa

Em conclusão, para apurar o valor final da empresa, soma-se aos valores presentes dos fluxos de caixa e perpetuidade, o disponível em caixa e aplicações, então, subtrai-se o valor da dívida. Ao dividir esse valor pela quantidade de ações em circulação, obtém-se o valor estimado de R\$ 43,68 por ação.

Tabela 30 - Valor da Empresa

(R\$000)	
Fluxo de caixa descontado	12.222.978
(+) Perpetuidade	55.366.807
(=) Valor operacional	67.589.785
(+) Caixa/Aplicações	5.358.947
(-) Dívida total	12.693.821
(=) Valor da Empresa	60.254.911
Quantidade de ações (000)	1.379.458
Valor por ação	R\$ 43,68

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

Os resultados auferidos nesta etapa ratificam o exposto na subseção 2.2.2.9 acerca da expressividade do período residual na composição do valor da empresa. Haja vista que a perpetuidade representa 82% de seu valor operacional.

O presente trabalho objetiva expor os principais modelos e conceitos de avaliação de empresas e, a partir da aplicação prática, se aprofunda no método de fluxo de caixa descontado. Não figura entre os objetivos posicionar-se enquanto indicação de investimentos. No Gráfico 4 é possível observar que o valor estimado é coeso aos praticados pelo mercado nos meses após a divulgação dos resultados do terceiro trimestre de 2021. Este desencadeou reações negativas no mercado pelas expectativas frustradas diante da recuperação do cenário pandêmico e consequente corrosão dos fundamentos macroeconômicos brasileiros. O valor da ação NTCO3 em 18/02/2022, ao fechamento deste trabalho, é de R\$ 23,89.

Gráfico 4 – Preço unitário ação NTCO3 (jan. 2021 – fev. 2022)



Fonte: *Fundamentus* (2022).

5 CONCLUSÃO

Este trabalho apresenta as principais metodologias de avaliação de empresas utilizadas para estimar o valor justo de empresas ou outros ativos. Através da aplicação prática do método de *Valuation* do fluxo de caixa descontado para avaliar a empresa Natura &CO Holding S.A., é possível entrar em contato e compreender os principais conceitos e técnicas envolvidos neste processo.

A aplicação dos métodos apresenta diferentes finalidades. Seja no âmbito pessoal, para pensar ferramentas e práticas auxiliares às decisões de pessoas físicas, seja no profissional, para auxílio de decisões gerenciais no que tange finanças corporativas. No entanto, configura-se enquanto uma referência teórica de perspectiva acadêmica. Não propõe-se a sugerir influências de investimentos ou qualquer outra determinação. Esta análise não considera diferentes externalidades e cenários futuros que alteram possíveis conclusões.

A análise apresentada finda no valor do fluxo de caixa descontado estimado a partir de premissas e expectativas de mercado fundamentados em dados históricos da companhia e do setor em que se insere. Resulta no preço unitário por ação de R\$ 43,68. O estudo identificou diferentes fatores que influenciam o valor da ação encontrar-se em queda e atualmente estar abaixo do identificado para efeito deste trabalho de conclusão de curso. Entre os quais, destaca-se os impactos da pandemia de COVID-19. No entanto, a empresa apresenta solidez, planos estratégicos e governança que sustentam sua posição enquanto referência nacional e mundial no setor de produtos de uso pessoal.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABIHPEC. **Panorama do Setor janeiro 2022**. São Paulo, 10 abr. 2021. Disponível em: https://abihpec.org.br/site2019/wp-content/uploads/2022/02/Panorama_do_Setor_Atualizado_Janeiro22.pdf. Acesso em: 8 fev. 2022.

ANVISA. **Biblioteca de Cosméticos**. São Paulo, 18 fev. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/anvisa/pt-br/assuntos/regulamentacao/legislacao/bibliotecas-tematicas/arquivos/cosmeticos#:~:text=Produtos%20de%20higiene%20s%C3%A3o%20definidos,a%20odoriza%C3%A7%C3%A3o%20de%20pessoas%20ou>. Acesso em: 8 fev. 2022.

APIMEC; CVM. **Análise de investimentos: histórico, principais ferramentas e mudanças conceituais para o futuro**. 1.ed. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ASSAF NETO, A; LIMA, F. **Fundamentos de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2010.

ASSAF NETO, A; SILVA, C. **Administração do capital de giro**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2010.

B3. **Site Institucional**. [S. l.], 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/>. Acesso em: 10 fev. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Focus - Relatório de Mercado: Expectativas de Mercado**. [S. l.], 24 dez. 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20211224.pdf>. Acesso em: 17 fev. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Focus - Relatório de Mercado: Expectativas de Mercado**. [S. l.], 11 fev. 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20220211.pdf>. Acesso em: 17 fev. 2022.

BRASIL. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm#art1. Acesso em: 1 fev. 2022.

BRASIL. Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011. Regula o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5º, no inciso II do § 3º do art. 37 e no § 2º do art. 216 da Constituição Federal; altera a Lei nº 8.112, de 11 de dezembro de 1990; revoga a Lei nº 11.111, de 5 de maio de 2005, e dispositivos da Lei nº 8.159, de 8 de janeiro de 1991; e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12527.htm. Acesso em: 1 fev. 2022.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm. Acesso em: 1 fev. 2022.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 1 fev. 2022.

COPELAND, T; KOLLER, T; MURRIN, J. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 3.ed. [s.l.]: John Wiley & Sons, Inc., 2000.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas**: teoria e prática. 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. 2.ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

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

DAMODARAN, A. *Beta, Unlevered beta and other risk measures / Emerging Markets*. [S. l.], 5 jan. 2022. Disponível em: <https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fpages.stern.nyu.edu%2F~adamodar%2Fpc%2Fdatasets%2Fbetaemerg.xls&wdOrigin=BROWSELINK>. Acesso em: 14 fev. 2022.

DAMODARAN, A. *Betas by Sector (US)*. [S. l.], 5 jan. 2022. Disponível em: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html. Acesso em: 13 fev. 2022.

DAMODARAN, A. *Useful Data Sets*. [S. l.], 5 jan. 2022. Disponível em: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#discrate. Acesso em: 14 fev. 2022.

DAMODARAN, A. *Working capital in valuation*. *Damodaran Online*, [s.d]. Disponível em: < https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/noncashwc.htm > Acesso em: 7 fev. 2022.

DAMODARAN, A. *Ratings and Spread*. [S. l.], 20-. Disponível em: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm. Acesso em: 13 fev. 2022.

FUNDAMENTUS. **NTCO3**. [S. l.], 2022. Disponível em: <https://www.fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=NTCO3>. Acesso em: 17 fev. 2022.

HOPPEN, N. Resolução de problemas, tomada de decisão e sistemas de informação. Caderno de Administração Geral Programa de Eficácia Gerencial, Porto Alegre, 1992.

MARTELANC, R; PASIN, R; CAVALCANTE, F. **Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

IBGE. **SCNT - Sistema de Contas Nacionais Trimestrais: PIB a preços de mercado - Taxa acumulada em 4 trimestres (%)**, 1º trimestre 1996 - 3º trimestre 2021. [S. l.], 2022. Disponível em: https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=series-historicas&utm_source=landing&utm_medium=explica&utm_campaign=pib#evolucao-taxa. Acesso em: 17 fev. 2022.

INFLATION.EU. **Historic inflation Brazil - CPI inflation**. [S. l.], 2022. Disponível em: <https://www.inflation.eu/en/inflation-rates/brazil/historic-inflation/cpi-inflation-brazil.aspx>. Acesso em: 17 fev. 2022.

INFLATION.EU. **Historic inflation United States - CPI inflation**. [S. l.], 2022. Disponível em: <https://www.inflation.eu/en/inflation-rates/united-states/historic-inflation/cpi-inflation-united-states.aspx>. Acesso em: 17 fev. 2022.

IPEA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **EMBI+ Risco-Brasil**. [S. l.], 17 fev. 2022. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>. Acesso em: 15 fev. 2022.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MINTZBERG, H.; RAISINGHANI, D.; THÉORÊT, A. *The structure of "unstructured" decision processes*. Administrative Science Quarterly, Ithaca (NY), v. 21, n. 2, p. 146-174, 1976.

NATURA &CO. **Relação com Investidores**. [S. l.], 2022. Disponível em: <https://ri.naturaeco.com/>. Acesso em: 15 jan. 2022.

NATURA &CO. **Demonstrações Financeiras: ITR | 4T 2018**. 2. [S. l.], 21 fev. 2019. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/67c3b7d4-64ea-4c2f-b380-6596a2ac2fbf/36c99b03-b1de-aa64-32cd-fcd657009c87?origin=1>. Acesso em: 11 fev. 2022.

NATURA &CO. **Demonstrações Financeiras: ITR | 4T 2019**. 1. [S. l.], 5 mar. 2020. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/67c3b7d4-64ea-4c2f-b380-6596a2ac2fbf/7961a0eb-7be4-42f7-59da-34287ce43d0d?origin=1>. Acesso em: 11 fev. 2022.

NATURA &CO. **Demonstrações Financeiras: ITR | 4T 2020**. 1. [S. l.], 4 mar. 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/67c3b7d4-64ea-4c2f-b380-6596a2ac2fbf/679a9474-ee3f-b3f5-721a-7f136de6749e?origin=1>. Acesso em: 11 fev. 2022.

NATURA &CO. **Formulário de Referência | 2021**. 10. [S. l.], 20 maio 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/67c3b7d4-64ea-4c2f-b380-6596a2ac2fbf/9cdb8f58-56e3-f282-e970-074a37231a70?origin=1>. Acesso em: 10 fev. 2022.

NATURA &CO. **Demonstrações Financeiras: ITR | 3T 2021**. 2. [S. l.], 11 nov. 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/67c3b7d4-64ea-4c2f-b380-6596a2ac2fbf/bbaa6879-7445-6f4d-a546-ceb04d30d3df?origin=1>. Acesso em: 11 fev. 2022.

NATURA &CO. **Formulário de Referência | Natura &Co Holding | 2022**. 9. [S. l.], 17 jan. 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/67c3b7d4-64ea-4c2f-b380-6596a2ac2fbf/a2243769-709f-91fe-215f-b2185313dded?origin=1>. Acesso em: 8 fev. 2022.

PÓVOA, A. **Valuation**: como precificar ações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

PWC (Brasil). **Prepare-se hoje para os consumidores de amanhã**: O futuro dos mercados consumidores. [S. l.], 2021. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividade/produtos-consumo-varejo/2021/prepare-se-hoje-para-os-consumidores-de-amanha.html>. Acesso em: 9 fev. 2022.

PWC (Brasil). **Quatro tendências globais de segmentação dos consumidores**: Global Consumer Insights Pulse Survey. [S. l.], abril 2021. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividade/produtos-consumo-varejo/2021/global-consumer-insights-2021.html>. Acesso em: 9 fev. 2022.

SANTOS, J. **Avaliação de empresas**: cálculo e interpretação do valor das empresas – um guia prático. São Paulo: Saraiva, 2005.

SOUTE, D. O.; MARTINS, E.; SCHVIRCK, E.; MACHADO, M. R. **Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento**. Contabilidade, Gestão e Governança, v. 11, n. 1-2, p. 1-17, 2008.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY (EUA). *Daily Treasury Par Yield Curve Rates*. [S. l.], 2022. Disponível em: https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value=2021. Acesso em: 16 fev. 2022.