

Universidade Federal do Rio de Janeiro

Análise Econômico-financeira

Um estudo de caso sobre o desempenho da empresa Natura S.A.

Tomás Edson Alves Lourenço

Rio de Janeiro
2017

Universidade Federal do Rio de Janeiro

Análise Econômico-financeira

Um estudo de caso sobre o desempenho da empresa Natura S.A.

Monografia apresentada à
Universidade Federal do Rio de
Janeiro, Campus Praia Vermelha, como
exigência parcial para obtenção de
título bacharelado em Ciências
Contábeis sob a orientação do prof.
Domênico Mandarino.

Rio de Janeiro
2017

Resumo

Este estudo procura analisar o desempenho econômico e financeiro exibido pela empresa Natura S.A. no período 2011 / 2016, sob a ótica de uma Gestão Baseada em Valor (GBV). Essa análise leva em conta um conjunto de indicadores extraídos de demonstrações financeiras da empresa, informações sobre o histórico da empresa e as características do setor em que ela atua e, ainda, estatísticas de mercado.

De acordo com os dados obtidos, o estudo conclui que a empresa tem uma estratégia operacional focada no desenvolvimento de novos produtos. A sua lucratividade, porém, foi prejudicada pela conjuntura econômica do País, nos últimos anos do período analisado, fato que também enfraqueceu a sua situação financeira. Contudo, com uma melhoria do cenário macroeconômico nos anos seguintes, ela poderá crescer, agregando valor para os seus *stakeholders*.

Palavras Chave: Análise Econômico-financeira, demonstrações contábeis, Natura S.A., empresas do ramo de varejo, setor cosméticos

Abstract

This study seeks to analyze the economic and financial performance exhibited by the company Natura S.A. in the period 2011/2016, from the perspective of Value Based Management (VBM). This analysis takes into account a set of indicators extracted from the company's financial statements, information about the company's history and the characteristics of the sector in which it operates, as well as market statistics.

According to the data obtained, the study concludes that the company has an operational strategy focused on the development of new products. However, its profitability was adversely affected by the country's economic situation in the last years of the analyzed period, which also weakened its financial situation. However, with an improvement in the macroeconomic scenario over the next few years, it could grow, adding value to its stakeholders.

Keywords: Economic-financial analysis, financial statements, Natura S.A., retail companies, cosmetics sector

Lista de Abreviações

AC – Ativo Circulante
ACC – Ativo Circulante Cíclico
ACF – Ativo Circulante Financeiro (ou T)
AE – Ativo Econômico
ANC – Ativo Não Circulante
AP – Ativo Permanente
AT – Ativo Total
CCL – Capital Circulante Líquido
CFL – Custo Financeiro Líquido
DFL – Dívida Financeira Líquida
EAT – Earning After Taxes ou Lucro Líquido (LL)
EBIT – Earning Before interest and taxes (lucro antes dos impostos e taxas)
EVA – Economic Value Added (valor econômico agregado)
g – Grau de crescimento
GA – Giro do Ativo
GAF – Grau de Alavancagem Financeira
GEO – Grau de Endividamento Oneroso
GO – Grau de Endividamento
HPPC – Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos
ML – Margem Líquida
MLOP – Margem Líquida Operacional
NCG – Necessidade de Capital de Giro
NOPAT – Net Operating Profit After Taxes (lucro após impostos)
PCC – Passivo Circulante Cíclico
PCF – Passivo Circulante Financeiro (ou T)
PL – Patrimônio Líquido
PNC – Passivo Não Circulante
PO – Passivo Oneroso
ROE – Return On Equity (retorno sobre o patrimônio líquido)
ROIC – Return On Invested Capital (retorno sobre o capital investido)
ROL – Receita Operacional Líquida
T – Tesouraria
ST – Saldo em Tesouraria

Lista de Figuras

Figura 1 - Grupos do BP.....	9
Figura 2 - Estrutura Legal do DRE.....	10
Figura 3 - Fórmula do Cálculo do WACC	14
Figura 4 - Gráfico Evolução do Mercado Consumidor Brasileiro	20
Figura 5 – Investimentos	23
Figura 6 – Empréstimos e Investimentos	24
Figura 7 – Tipos de empréstimos	24
Figura 8 – Grau de Endividamento Oneroso	25
Figura 9 – Impostos, custos e despesas	25
Figura 10 – Receitas	26
Figura 11 – Giro Operacional e Margem Op. Líquida	26
Figura 12 – NOPAT	27
Figura 13 – EBIT	27
Figura 14 – ROIC	27
Figura 15 – EAT, Payout e LLR.....	28
Figura 16 – ROE e g.....	28
Figura 17 – Análise do Capital de Giro.....	29
Figura 18 – EVA	30

Lista de Tabelas

Tabela 1 - DFC Resumida	11
Tabela 2 - Setor x Economia	21
Tabela 3 - Consolidação de Contas	22
Tabela 4 – Conta Obrigações Tributárias.....	22

Lista de Apêndices

Apêndice A – DFC Natura S.A.	37
Apêndice B – BP da Natura S.A.	39
Apêndice C – DRE da Natura S.A.	41
Apêndice D – Balanço Ajustado	42
Apêndice E – DRE e Distribuição de Lucros Reclassificados	44
Apêndice F – Cálculos.....	46

Lista de Anexos

Anexo 1 - Top 10 Consumidores Mundiais de HPPC.....	35
---	----

Sumário

1. Introdução:.....	7
2. Revisão Teórica	8
2.1 Balanço Patrimonial	8
2.1.1 Ativo Econômico e Passivo Oneroso	9
2.2 Demonstração de Resultado do Exercício	9
2.4 Demonstração do Fluxo de Caixa.....	10
2.5 Notas Explicativas	11
2.6 NCG, ST e CCL	12
2.7 Custos de Capital	13
2.7.1 O Coeficiente Beta (β) e o WACC	13
2.8 EBIT e NOPAT amplos ou restritos.....	14
2.8.1 ROIC e ROE.....	14
2.9 EVA.....	15
2.10 GEO e g	15
3. Metodologia:.....	16
3.1 Quanto ao Objetivo.....	16
3.2 Quanto aos Procedimentos	16
3.3 Quanto à Abordagem do Problema	17
4. A História da Natura.....	18
5. Setor Varejista e HPPC	20
6. Análise de Desempenho da Empresa.....	22
Fonte: Próprio autor.....	22
7. Conclusão	31
Bibliografia.....	32
ANEXOS	34
APÊNDICES	36

1. Introdução:

Com a evolução do capitalismo no mundo contemporâneo, as empresas privadas passaram a priorizar o objetivo de criação de valor para todos os agentes econômicos com os quais interagem – os seus *stakeholders*. A consecução desse objetivo, na prática, se resume na busca de maximização da riqueza dos sócios e, para isto, deve-se levar em conta a lucratividade, a geração de caixa, as perspectivas de crescimento e o risco do capital investido nessas organizações, como fatores determinantes de sua viabilidade econômica.

Para darem suporte à análise econômico-financeira de uma empresa que adota um modelo de Gestão Baseada em Valor (GBV), as demonstrações contábeis se tornaram mais detalhadas e complexas. A interpretação correta dessas demonstrações nos permite obter um conjunto de indicadores inter-relacionados que contribuem para o aumento da eficácia do processo decisório gerencial e para a avaliação da empresa pelos seus *stakeholders*. Isto inclui a:

- análise do desempenho da empresa no passado;
- formação de expectativas de retornos da empresa no futuro;
- estimação do valor intrínseco da empresa e do seu capital próprio;
- tomada de decisões estratégicas, tais como aquisições, fusões e cisões.

Este estudo se propõe a analisar o desempenho econômico e financeiro da empresa Natura S.A. no período compreendido entre 2011 e 2016. Inicialmente será feita uma breve revisão teórica dos indicadores requeridos para essa análise e a descrição da metodologia a ser nela utilizada. Em seguida, será apresentado um resumo do histórico da empresa e do setor em que ela atua, tendo em vista a compreensão do seu ambiente interno e externo.

Após essas etapas, o desempenho da empresa será analisado com base nos indicadores extraídos de suas demonstrações financeiras e em outras informações obtidas para o período considerado. Finalmente, na conclusão desse estudo, será apresentado um diagnóstico da situação econômica e financeira da empresa e a relação dessa situação com o seu potencial de criação de valor.

2. Revisão Teórica

Este trabalho tem como base o modelo conhecido como Gestão Baseada no Valor (GBV) ou *Value Based Management* (VBM), em inglês, onde a empresa tem como foco a geração de valor para seus acionistas. Segundo ASSAF N. (2014, p.01):

“A empresa agrega valor (...) quando o retorno dos investimentos é maior que a remuneração exigida pelos fornecedores de capital. O excesso de lucro em relação ao custo de oportunidade é o que se denomina de valor econômico agregado [EVA].”

O objetivo da contabilidade é fornecer informações sobre os aspectos financeiros e econômicos do patrimônio da empresa, sendo a partir da análise destas demonstrações ser possível estudar o passado e presente e projetar o futuro da empresa.

DOS SANTOS, Cleônimo; BARROS, Sidney F (2005, p26.) diz:

“Em termos práticos, a aplicação da Contabilidade na empresa tem por finalidade fornecer aos usuários informações sobre aspectos de natureza econômica, financeira e física do patrimônio e suas mutações. Para tanto, são feitos registros, demonstrações, análises, diagnósticos e prognósticos expressos sob a forma de relatos, pareceres, tabelas, planilhas e outros meios.”

Para que se possa entender a análise realizada neste projeto, é preciso conhecer os princípios básicos das demonstrações financeiras analisadas. Para isto, a seguir, teremos uma breve síntese das mesmas.

2.1 Balanço Patrimonial

O BP é a demonstração completa do patrimônio da empresa, dividida entre Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido. O ativo é dividido entre circulante e não circulante e é onde são demonstrados os bens e direitos da empresa de curto (até um ano) e longo prazo (superior a um ano), respectivamente. Já o passivo, também dividido entre circulante e não circulante demonstram as obrigações e exigíveis da empresa com terceiros. O patrimônio líquido é a diferença entre o ativo e passivo e demonstra o capital próprio investido na empresa.

Segundo MATARAZZO (2008, p.41):

“O Balanço Patrimonial é a demonstração que apresenta todos os bens e direitos da empresa – Ativo –, assim como as obrigações – Passivo Exigível – em determinada data. A diferença entre Ativo e Passivo é chamada Patrimônio Líquido e representa o capital investido pelos proprietários da empresa, quer através de recursos trazidos de fora da empresa, quer gerados por esta em suas operações e retidos internamente.”

O Ativo e o Passivo são divididos em grupos, como demonstrados abaixo na Figura 1:

Figura 1 - Grupos do BP

BALANÇO PATRIMONIAL	
ATIVO	PASSIVO
CIRCULANTE São contas que estão constantemente em giro – movimento –, sendo que a conversão em dinheiro ocorrerá, no máximo, no próprio exercício social.	CIRCULANTE São obrigações exigíveis que serão liquidadas nos próximos 360 dias após o levantamento do Balanço Patrimonial.
NÃO CIRCULANTE a) Realizável a Longo Prazo: São bens e direitos que se transformarão em dinheiro um ano após o levantamento do BP. b) Investimentos: São as inversões financeiras de caráter permanente que geram rendimentos e que não são necessárias à manutenção da atividade fundamental da empresa. c) Imobilizado: São itens de natureza permanente que serão utilizados para a manutenção da atividade básica da empresa. d) Intangível: Bens e direitos que tenham por objeto bens incorpóreos destinados à manutenção da empresa ou exercidos com essa finalidade.	NÃO CIRCULANTE Exigível a Longo Prazo São as obrigações (dívidas de longo prazo) que serão liquidadas com prazo superior a um ano após o levantamento do Balanço Patrimonial.
	PATRIMÔNIO LÍQUIDO São os recursos dos proprietários aplicados na empresa. Tais recursos significam o Capital mais o seu rendimento (lucros) e reservas.

Fonte: IMPERATORE (2012, P.25)

2.1.1 Ativo Econômico e Passivo Oneroso

Necessários para a interpretação dos dados do BP, o AE é basicamente o investimento da empresa, formado por PO (capital de terceiros que incorrem juros) e PL (capital próprio), uma vez que o AT não demonstra o capital investido no negócio. Segundo ASSAF NETO (2014, p. 31):

“Investimento (Capital Investido) – É todo capital proveniente de investidores – credores e acionistas – que demanda uma remuneração pelo risco incorrido.”

2.2 Demonstração de Resultado do Exercício

O DRE apresenta o resultado obtido pela empresa no determinado período, sendo ele lucro ou prejuízo. Ele expressa o resultado econômico da empresa (monetário ou não)

derivado de sua atividade fim e outras atividades de investimento, contemplando as receitas, custos e despesas, bem como variações causadas ao patrimônio líquido.

Vale ressaltar que as contas contábeis que são apresentadas no DRE são conhecidas como contas de resultado e as mesmas são transitórias, ou seja, são encerradas ao final do período, e não aparecem diretamente no BP, mas, ao final de sua apuração geram alterações no patrimônio líquido.

O resultado do DRE pode ser retido o lucro (reinvestindo na companhia) ou absorvido o prejuízo, ou pode também ser distribuído aos acionistas como dividendos e/ou participações nos lucros extraordinárias (quando excede a proposta de dividendos da empresa).

Na Figura 2 a seguir podemos ver a estrutura básica de um DRE a ser apresentado pela empresa.

Figura 2 - Estrutura Legal do DRE

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO
RECEITA OPERACIONAL BRUTA
(-) Vendas canceladas
(-) Abatimentos sobre vendas
(-) Impostos sobre vendas
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA
(-) Custo dos produtos, mercadorias ou serviços vendidos
LUCRO BRUTO
(-) Despesas com vendas
(-) Despesas administrativas
(-) Despesas gerais
(-/+) Outras despesas e/ou receitas operacionais
RESULTADO DAS ATIVIDADES DA EMPRESA
(+/-) Resultado da equivalência patrimonial
RESULTADO ANTES DAS DESPESAS E RECEITAS FINANCEIRAS
(+/-) Despesas e/ou receitas financeiras (variação)
RESULTADO ANTES DOS TRIBUTOS SOBRE O LUCRO
(-) Despesas com tributos sobre os lucros
(-) Participações
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO
LUCRO LÍQUIDO POR AÇÃO

Fonte: PEREIRA (2010, p.126)

2.4 Demonstração do Fluxo de Caixa

A DFC apresenta o fluxo de capital monetário circulado pela empresa no período, ou seja, o caixa líquido gerado ou utilizado (entradas e saídas de caixa), segmentando-o entre fluxos financeiros operacionais, de investimento e de financiamento. Segundo ASSAF N. (2008, p 97), ela:

“(…) permite que se analise, principalmente, a capacidade financeira da empresa em honrar seus compromissos perante terceiros (empréstimos e

financiamentos) e acionistas (dividendos), a geração de resultados de caixa futuros e das operações atuais, e a posição de liquidez e solvência financeira”.

O primeiro segmento, operacional, apresenta elementos que foram registrados na DRE, partindo do Lucro líquido são realizados ajustes para conciliar o lucro com o caixa líquido gerado pelas operações da empresa, como depreciação e provisões, após estes ajustes são contabilizados as variações nos ativos e passivos circulantes operacionais, resultando no valor do caixa gerado pelas atividades operacionais da companhia.

A segunda parte trata das atividades de investimento da empresa, que são determinadas basicamente pelas variações nos ativos não circulantes, e investimentos que tem relação com a operacionalidade da empresa, tais como, aplicações financeiras, investimentos em controladas, etc. Esta seção gera o caixa líquido utilizado nas atividades de investimento.

A terceira e última seção da DFC trata do fluxo utilizado nas atividades de financiamento da empresa, ou seja, suas operações com seus credores e investidores, como, emissões de debêntures, pagamento de dividendos, etc.

O somatório dessas três etapas da DFC totaliza a variação ocorrida no caixa líquido da empresa, ou seja, o quanto variou a conta “caixa e equivalentes de caixa” de um ano para o outro. Abaixo como exemplo, uma tabela com os dados resumidos da DFC da empresa Natura S.A., para a DFC completa, vide Apêndice B.

Tabela 1 - DFC Resumida

DFC Resumida	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Lucro líquido do exercício	830.901	874.376	842.608	732.818	513.513	296.699
Ajustes	350.415	432.509	605.524	491.937	521.066	455.490
Subtotal	1.181.316	1.306.885	1.448.132	1.224.755	1.034.579	752.189
(AUMENTO) REDUÇÃO DOS ATIVOS						
Subtotal	-270.340	106.189	-206.634	-154.588	-39.383	-141.541
AUMENTO (REDUÇÃO) DOS PASSIVOS						
Subtotal	126.107	80.769	10.317	-73.784	-88.726	155.531
OUTROS FLUXOS DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERAC.	-255.103	-409.948	-302.546	-307.327	82.485	-229.016
CAIXA LÍQUIDO GERADO PELAS ATIVIDADES OPERAC.	781.980	1.083.895	949.269	689.056	988.955	537.163
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTO	-361.674	-1.365.013	-80.561	-553.143	-752.619	252.011
CAIXA LÍQUIDO UTILIZADO NAS ATIV. DE INVEST.	-361.674	-1.365.013	-80.561	-553.143	-752.619	252.011
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE FINAN.	-460.424	187.878	-841.940	-168.462	-236.857	-780.870
CAIXA LÍQUIDO GERADO (UTILIZADO) NAS AT. DE FINAN.	-460.424	187.878	-841.940	-168.462	-236.857	-780.870
AUMENTO (REDUÇÃO) NO CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA	-40.118	-93.240	26.768	-32.549	-521	8.304

Fonte: Adaptado pelo autor das demonstrações financeiras da empresa Natura S.A. de 2011 a 2016.

2.5 Notas Explicativas

Obrigatórias para companhias abertas, as notas explicativas são um complemento das demonstrações contábeis e são necessárias para o detalhamento e melhor entendimento

das informações prestadas pela companhia, ou seja, ela deve apresentar uma informação adicional que seja relevante para que seja possível compreender da melhor forma os dados apresentados ou uma informação relevante sobre algum fato que não aparece nas demonstrações, como por exemplo, passivos contingentes (são despesas que a empresa espera ter que ainda não ocorreram de fato, tais como decisões de processos judiciais que a empresa sabe que a probabilidade de perder é alta).

Além dos conceitos contábeis já explicados, é necessário também conhecer os indicadores de lucratividade que serão utilizados para realização da análise. A seguir teremos uma síntese dos mesmos:

2.6 NCG, ST e CCL

A partir da análise destes 3 indicadores em conjunto, podemos estruturar o capital de giro da empresa, ou seja, sua capacidade de pagamento do curto prazo. Podemos dividir o AC total em ACC e ACF (ou AT) e o PC total em PCC e PCF (ou PT) de forma que possamos tirar conclusões tanto sobre a capacidade financeira e operacional da empresa, como do conjunto como um todo, como veremos a seguir.

A NCG demonstra o valor que é necessário para que a empresa financie o giro de suas atividades operacionais, ou seja, o quanto financeiramente é necessário para o ciclo operacional da empresa. A NCG é encontrada pela diferença entre o ACC e o PCC. Entende-se como ACC e PCC a soma total das contas contábeis diretamente ligadas ao ciclo operacional da empresa, sendo do ativo as duplicatas, estoques, impostos, etc. e do passivo os fornecedores, salários, impostos, etc.

$$NCG = ACC - PCC$$

A partir dessa diferença podemos perceber que caso a NCG seja positiva a empresa precisa de capital para financiar seu giro, caso seja nula, não há necessidade e se for negativa demonstra que há excesso de recursos ociosos que podem ser investidos pela empresa.

Já o ST que é a diferença entre o ACF e o PCF demonstra a utilização do capital de terceiro de curto prazo para financiar o capital de giro da empresa. Entendem-se como ACF todos os ativos financeiros de curto prazo da empresa, tais como disponibilidades, fundos de investimentos, etc. e como PCF os passivos financeiros de mesmo prazo, como empréstimos, duplicatas, etc.

$$ST = ACF - PCF$$

Pelo resultado deste cálculo é possível perceber se há um excesso de recursos ($ST > 0$) no curto prazo, ou seja, há uma folga financeira nos recursos da empresa, ou, se há uma falta de recursos ($ST < 0$), onde a empresa utiliza de recursos financeiros de curto prazo para financiar suas atividades operacionais.

Já o CCL calcula a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante da empresa, demonstrando se ela tem capacidade de pagamento total no curto prazo ($CCL > 0$) ou não ($CCL < 0$), ou seja, a capacidade financeira que a empresa possui ou não no curto prazo. Por uma simplificação de fórmulas entre o SD, a NCG e o CCL podemos também chegar a conclusão que o CCL é a soma dos outros dois índices.

$$CCL = AC - PC$$

$$CCL = SD + NCG$$

A partir da análise individual e em conjunto dos três indicadores citados, podemos chegar à conclusão sobre a saúde da empresa. Como, por exemplo, partindo do resultado do cálculo do CCL, temos como uma situação excelente e recomendada para uma empresa ter seu CCL positivo, sua NCG negativa e seu ST positivo, pois assim a empresa prova que seu giro se autofinancia e há sobra de recursos operacionais e financeiros. Vale enfatizar que essa seria uma situação excelente, que é difícil de ocorrer, mas não impossível.

2.7 Custos de Capital

Como vimos anteriormente no balanço, a empresa pode ser financiada por capital de terceiros ou capital próprio. O custo do capital próprio é basicamente o retorno mínimo aceito por um investidor para investir na empresa. Esta taxa de atratividade (K_e) é calculada de forma estimada analisando quanto um investidor receberia de juros livre de risco, somado ao risco da empresa. O custo de capital de terceiros é a dívida financeira que a empresa se sujeita a pagar ao contratar um empréstimo ou um financiamento de terceiros sob um taxa de juros específica (remuneração do prestador do capital).

2.7.1 O Coeficiente Beta (β) e o WACC

$$K_e = R_F + \beta[R_M - R_F]$$

$$R_F = \text{taxa de juro livre de risco}$$

$$R_M = \text{retorno da carteira de mercado}$$

Para o cálculo da taxa de atratividade ou custo de capital próprio (K_e), usando a fórmula acima, é necessário se conhecer ou estimar o Beta (β) da empresa que é um

coeficiente que mede o risco da empresa em relação ao risco de mercado. Esse coeficiente é estimado (de empresas na bolsa) a partir de um cálculo em relação do retorno histórico das ações da companhia e o retorno de mercado (retorno do índice Bovespa).

Para o cálculo do custo total da empresa é utilizado uma fórmula (figura 3) conhecida como WACC, que mede o custo médio ponderado de ambos capitais investidos na empresa, ou seja, o retorno mínimo aceito pela empresa para se agregar valor e continuar no mercado.

Figura 3 - Fórmula do Cálculo do WACC

$$WACC = \left(K_e \times \frac{PL}{P + PL} \right) + \left[K_i \times (1 - IR) \times \frac{P}{P + PL} \right]$$

onde:

WACC = custo total de capital (custo médio ponderado de capital);

K_e = custo de oportunidade do capital próprio. Taxa mínima de retorno exigida pelos acionistas considerando o risco do capital investido, conforme estudado no Capítulo 4;

K_i = custo explícito de capital de terceiros (dívidas onerosas), amplamente estudado no Capítulo 3;

IR = alíquota de imposto de renda;

P = capital oneroso de terceiros (passivos com juros) a valor de mercado

PL = capital próprio a valor de mercado: quantidade de ações emitidas × preço (cotação) de mercado de cada ação;

P+PL = total do capital investido na empresa a valor de mercado;

$\frac{P}{P + PL}$ = participação do capital de terceiros onerosos no montante investido no negócio;

$\frac{PL}{P + PL}$ = participação do capital próprio (patrimônio líquido) no total investido no negócio.

Fonte: ASSAF N. (2014, p.95)

2.8 EBIT e NOPAT amplos ou restritos

O EBIT Amplo ou Resultado Operacional Global é o lucro da companhia que restringe somente as despesas financeiras como extra operacionais, já o EBIT Restrito ou Resultado Operacional Restrito é mais gerencial e permite a análise do resultado restrito a atividade fim da empresa, desconsiderando despesas e receitas extra operacionais. O NOPAT é o resultado final da empresa após o cálculo dos impostos, também podendo ser dividido entre amplo e restrito.

2.8.1 ROIC e ROE

A partir do NOPAT e do EAT podemos calcular os indicadores de desempenho da companhia. O ROIC mede a relação entre o resultado e o montante total investido no negócio (ativo econômico), ou seja, ele mede a remuneração da empresa. O ROIC restrito

mede especificamente o retorno do capital investido na atividade fim, ou seja, o retorno operacional da empresa. Já o ROE mede unicamente o retorno do capital próprio, ou seja, a remuneração do acionista que se dá através da relação entre o resultado da empresa e o patrimônio líquido do período anterior.

$$ROIC \text{ Amplo} = \frac{NOPAT \text{ Amplo}_t}{Ativo \text{ Econômico}_{t-1}}$$

$$ROE = \frac{EAT \text{ ou Lucro Líquido}_t}{Patrimônio \text{ Líquido}_{t-1}}$$

$$ROIC \text{ Restito} = \frac{NOPAT \text{ Restrito}_t}{Ativo \text{ Restrito}_{t-1}}$$

$$ROIC \text{ Restito} = GiroOp \times Margem \text{ Nopat}$$

2.9 EVA

O EVA expressa o valor agregado pela empresa a seu capital, ou seja, o quanto a empresa conseguiu gerar acima do seu custo de capital (WACC). Segundo ASSAF NETO (2014, p. 112):

“O fundamento do conceito de EVA é o lucro residual, lucro que resta após serem deduzidos todos os custos e encargos de capital, inclusive o custo de capital próprio.”

$$EVA = NOPAT - CC$$

$$CC = WACC \times Ativo \text{ Econômico}$$

2.10 GEO e g

O Grau de Endividamento Oneroso é um indicador que demonstra o nível de endividamento da companhia em relação ao seu patrimônio líquido.

A Taxa de crescimento do PL (g) ilustra o percentual de crescimento do patrimônio líquido em relação ao período anterior, ou seja, o quanto a empresa retém de capital para continuar sua evolução ao longo do tempo.

$$GEO = \frac{Passivo \text{ Oneroso}_{t-1}}{Patrimônio \text{ Líquido}_{t-1}}$$

$$g = \frac{Lucro \text{ Líquido Retido}_t}{Patrimônio \text{ Líquido}_{t-1}}$$

3. Metodologia:

3.1 Quanto ao Objetivo

A primeira parte do trabalho a pesquisa foi descritiva, onde foram apresentados os conceitos dos indicadores a serem utilizados na próxima etapa, pois de acordo com MARION (2012, p.36), “objetiva descrever as características de determinado fenômeno ou população, correlacionar fatos ou fenômenos (variáveis) sem, no entanto, manipulá-los”. A monografia se desdobrará sobre esta ótica, uma vez que serão reunidas e analisadas diversas informações sobre o assunto em questão, proporcionando uma nova ótica sobre o assunto e sua aplicação no cotidiano.

Na segunda parte do projeto, o estudo de caso, a pesquisa será exploratória, e tratará sobre a empresa Natura S.A., onde serão utilizados os conceitos abordados na primeira etapa para realização da análise de desempenho. De acordo com GIL:

“Estas pesquisas têm como objetivo proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a constituir hipóteses. Pode-se dizer que estas pesquisas têm como objetivo principal o aprimoramento de ideias ou a descoberta de intuições”. (2002, p.41)

3.2 Quanto aos Procedimentos

O trabalho terá como procedimentos a pesquisa bibliográfica e documental, e também o estudo de caso. A primeira é desenvolvida sobre material já elaborado como livros, notícias e artigos científicos. Já na documental serão analisados os dados e demonstrações contábeis das empresas, diferenciando da primeira pelo fato de os dados não serem comentados por outros autores.

Para GIL (2002, p.45),

“A pesquisa documental assemelha-se muito à pesquisa bibliográfica. A diferença essencial entre ambas está na natureza das fontes. Enquanto a pesquisa bibliográfica se utiliza fundamentalmente das contribuições dos diversos autores sobre determinado assunto, a pesquisa documental vale-se de matérias que não recebem ainda um tratamento analítico ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetos de pesquisa”.

No estudo de caso, será abordada a empresa Natura S.A.. Será feita a coleta de dados (demonstrativos financeiros), análise e estudo da situação da empresa no período de 2011 a 2016, bem com comentar seu desempenho neste período. Segundo ANDRE¹, citado por MARION (2002, p.62):

¹ ANDRÉ, M. E. D. A. *Etnografia da prática escolar*. Campinas: Papyrus, 1995.

“foca-se um caso/fenômeno contemporâneo que esteja ocorrendo na vida real, para descrever a totalidade do contexto onde se dão as relações, privilegiando o processo em detrimento dos resultados, na tentativa de captar a evolução do evento, do projeto ou do programa estudado. O estudo de caso é indicado quando se deseja retratar o dinamismo de uma situação...”

3.3 Quanto à Abordagem do Problema

O projeto contará com os dois tipos de abordagem: abordagem qualitativa e quantitativa. A contabilidade é uma ciência social, o que justifica o fato de poderem ser aplicados ambos os tipos de abordagem.

A abordagem qualitativa trabalha sobre uma ótica analítica mais profunda e detalhada, descrevendo resultados complexos e analisando interações entre variáveis não quantitativas. De acordo com RAUPP (2004, p.92):

“Na pesquisa qualitativa concebem-se análises mais profundas em relação ao fenômeno que está sendo estudado. A abordagem qualitativa visa destacar características não observadas por meio de um estudo quantitativo, haja vista a superficialidade deste último”.

No estudo de caso os números serão avaliados na abordagem quantitativa, partindo da análise de dados com o uso de indicadores econômico-financeiros para melhor entendimento do processo até a conclusão e detalhamento da interação entre os mesmos, dando qualidade e relevância aos números apresentados.

RAUPP (2004, p.93) diz:

“Destaca sua importância ao ter a intenção de garantir a precisão dos resultados, evitar distorções de análise e interpretação, possibilitando uma margem de segurança quanto às inferências feitas. Assim, a abordagem quantitativa é frequentemente aplicada nos estudos descritivos, que procuram descobrir e classificar a relação entre variáveis e a relação de causalidade entre fenômenos.”

4. A História da Natura

A Natura foi fundada por Luiz Seabra em 1969 com a abertura de uma pequena loja em São Paulo com foco em cosméticos e em 1974 adota o modelo de venda direta de seus produtos, desistindo de loja física e focando na relação interpessoal para crescimento e sucesso da companhia.

Já em 1983, foi pioneira no uso de produtos com refil e teve um aumento de 30 vezes na receita bruta nesta década, permitindo haver menos desperdícios de seus produtos e ter um foco maior na sustentabilidade.

Na década de 90 a Natura começa sua expansão pela América Latina e amplia sua responsabilidade social no Brasil, lançando o programa social Crer para Ver, em parceria com a Fundação Abrinq, com foco no apoio da qualidade de ensino público no país. No final desta década, em 1999, seu foco sustentável ganha importância mais uma vez com uma inovação no uso de compostos ativos de plantas da flora brasileira no desenvolvimento de produtos, lançando posteriormente a famosa linha Ekos.

Já desde 2000 a empresa produzia e divulgava, mesmo sem obrigação, suas demonstrações financeiras dentro do modelo de companhia aberta, mesmo ainda sendo uma companhia fechada, recebendo diversos prêmios devido a esta responsabilidade voluntária até que em 2004, a companhia decide abrir seu capital na BM&FBovespa, com suas ações listadas no Novo Mercado, o mais alto nível de governança corporativa da Bolsa, conseguindo arrecadar o montante de 160 milhões de reais.

Em 2005 começa uma expansão internacional, inaugurando uma loja em Paris e no México. Neste mesmo ano a empresa recebeu diversos prêmios empresa mais admirada no Brasil e quarta marca mais valiosa do país, dentre vários outros.

Em 2006 a companhia encerra os testes em animais, passando ao uso de materiais sintéticos em acordo com as mais rígidas normas de segurança internacionais e em 2007, investe aproximadamente 108 milhões de reais na área de desenvolvimento, se tornando a líder de investimento nesse setor na América Latina.

Em 2008, visando melhorar a relação entre seus consultores, a Natura implanta o modelo Consultora Natura Orientadora ou CNO, que também significa Criando Novas Oportunidades “orientadas para relacionamento e negócios, oferecendo a chance para mais e mais pessoas participarem da comunidade Natura, e assim criar elos entre os consumidores, consultoras e promotoras.” (CONSULTORIA, 2008)

Continuando seu apoio educacional já iniciado na década de 90, a Natura cria em 2010 o Instituto Natura que passa a administrar os recursos arrecadados no programa Crer para Ver. Este instituto “acredita no poder transformador da Educação e investe em projetos educacionais para professores, gestores públicos, comunidade escolar e consultoras Natura em todo o Brasil.” (NATURA, 2017a). Também neste ano ela aumenta sua atuação internacional e inicia produção local em alguns países da América Latina e lança um modelo comercial no México onde seus consultores evoluem por meio de ações socioambientais.

Seguindo sua visão de evolução sustentável, em 2011, ela lança o Programa Amazônia e em 2012 inaugura o Núcleo de Inovação Natura na Amazônia, o NINA, para desenvolver ciência e tecnologia, bem como avança na construção da sua fábrica no Pará com foco no investimento no desenvolvimento de tecnologias e sustentabilidade. Também em 2012 ela amplia sua participação internacional, adquirindo a marca Aesop, presente nos EUA, Europa e Ásia.

Já em 2013 a companhia criou a linha SOU, com objetivo de promover a reflexão sobre o consumo consciente desde a criação do produto e seus processos até o consumidor final. Também conseguiu atingir o objetivo traçado em 2007 em relação a redução de um terço das emissões de gases de Efeito Estufa.

Em 2014 é finalizada e inaugurada sua fábrica no Ecoparque no Pará, complexo este que geraria empregos e investimento na região local, bem como seguiria o foco da empresa na criação de produtos sustentáveis e exploração da biodiversidade amazônica. Neste mesmo ano a natura foi a 17ª empresa de um total de 50 no setor de cosméticos, e única brasileira, mais valiosa do mundo na lista emitida pelo site Brand Finance, avaliada em quase dois bilhões e meio de dólares.

A empresa segue com sucesso dentro de seu modelo de negócio seguindo a sua missão:

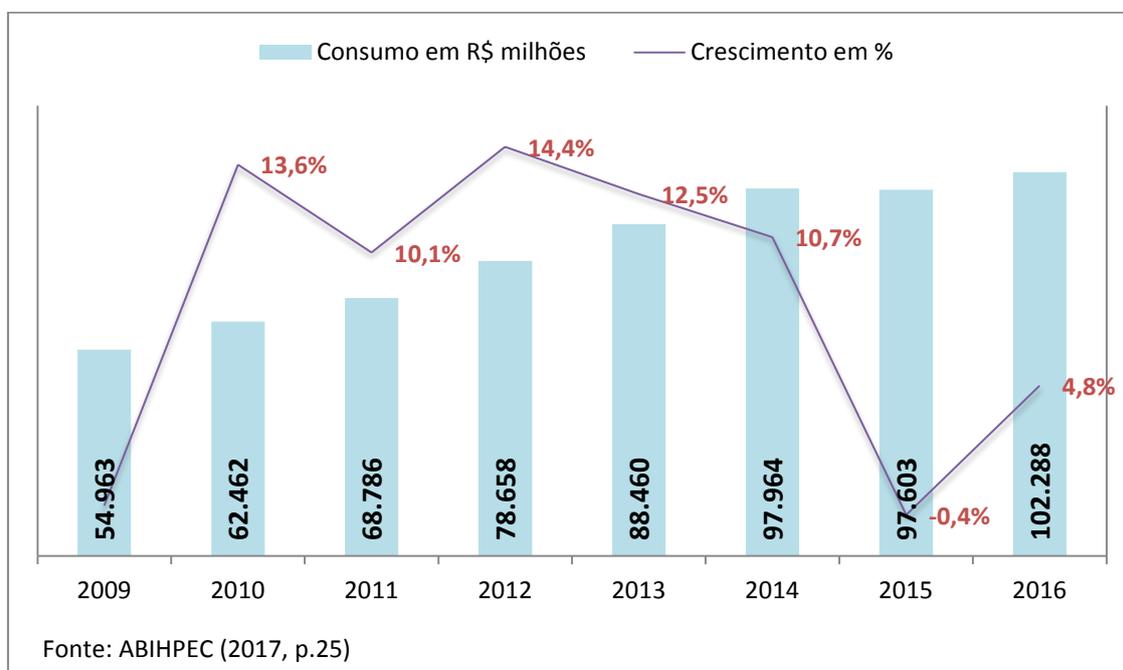
“Inspirados por nossa essência e com a proximidade que temos com a natureza, com a ciência e com a tecnologia, nós nos propomos a ampliar e mobilizar nossa rede de relações em busca de soluções criativas que promovam uma vida com beleza, prazer e sustentabilidade ao mesmo tempo” (Natura, 2017b)

5. Setor Varejista e HPPC

A Natura, com seu foco em desenvolvimento, fabricação e venda de seus produtos se enquadra no setor varejista e no de produtos de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos (HPPC).

O Brasil vem passando por um grande momento de recessão com baixo crescimento e alta inflação, mas, desde a crise de 2008 o país vem tentando se reerguer e, independente das adversidades o consumo da população no setor de cosméticos, conforme podemos observar na Figura 4, se manteve firme e em crescimento constante. Segundo a ABIHPEC (2017, p.22) o Brasil em 2016 ficou na 4ª posição no lista dos 10 maiores consumidores de produtos HPPC no mundo, vide Anexo 1.

Figura 4 - Gráfico Evolução do Mercado Consumidor Brasileiro



Pode-se justificar esse crescimento devido ao

“ciclo virtuoso da economia nacional e a melhor distribuição de renda no País, verificados nos últimos anos, estão levando mais pessoas ao consumo de xampus, cremes capilares e faciais, desodorantes, escovas de dente, entre outros produtos do setor.” (Redação, 2009)

Já o setor em si, se manteve, acima da inflação do país e do crescimento da indústria em geral, vide Tabela 2, com exceção dos anos de 2015 e 2016 onde um aumento nos impostos ligados diretamente ao varejo (IPI e ICMS) gerou uma queda no crescimento.

Como podemos perceber pela Tabela 2 abaixo, entre 2007 e 2016 a média de crescimento do Brasil foi de 1,6%, enquanto a indústria em geral -0,6% e o setor de HPPC 4,5%.

Tabela 2 - Setor x Economia

VARIAÇÃO ANUAL (%)			
Ano	PIB	Indústria Geral	Setor Deflacionado
2007	6,10	6	9,4
2008	5,20	3,1	5,5
2009	-0,30	-7,4	9,6
2010	7,50	10,5	10,5
2011	2,70	0,4	6,3
2012	0,90	-2,5	8,8
2013	2,30	1,2	5,3
2014	0,10	-1,2	7
2015	-3,80	-8,3	-9,3
2016	-3,60	-6,6	-6,3
Médio Composto 10 anos	1,6	-0,6	4,5

Fonte: Próprio autor adaptado de ABIHPEC (2017, p.14)

Segundo PWC (2016, p.7):

“Na corrida para evitar os impactos irremediáveis da crise econômica, as empresas de varejo e consumo estão adotando abordagens diferentes para superar as dificuldades. Entre essas medidas estão racionalizar custos, otimizar investimentos, renovar portfólios de produtos e identificar propostas de valor que levem os consumidores a voltar a gastar, retomando um ciclo positivo de crescimento impulsionado pelo consumo”

6. Análise de Desempenho da Empresa

A primeira etapa necessária para o começo da análise de desempenho é organizar o BP e o DRE de forma que as informações fiquem mais próximas ao estado real da empresa, gerando resultados mais precisos na análise.

Começamos pelas consolidações de contas de mesmo nome ou relacionadas ao mesmo assunto, que se apresentam no ativo e no passivo, tendo sua soma se positiva mantida no ativo ou se negativa, no passivo.

Tabela 3 - Consolidação de Contas

Contas do Ativo consolidadas ao Passivo:						
AC						
Impostos a recuperar	69.417	23.417	23.800	73.733	124.953	71.845
Partes relacionadas	37.908	25.908	9.369	6.995	9.026	7.972
ANC						
Impostos a recuperar	12.299	12.952	24.660	19.884	31.055	32.252

Fonte: Próprio autor

É necessário também classificar os ativos e passivos circulantes em ACC/PCC e ACF/PCF (ou tesouraria (T)) para que posteriormente sejam calculados os indicadores. Nesse caso também foi necessária a separação da conta “obrigações tributárias”, pois parte dela era relacionada a impostos relativos à atividade fim (ICMS, IPI, ISS, PIS e COFINS) e parte referente à tesouraria (IRPJ, CSLL, IRRF e INSS). Como não havia disponível exatamente o valor referente ao CP e LP, foi feita uma aproximação do valor, tratando toda a parte referente a atividade fim (PCC) como CP, como mostra a Tabela 4 abaixo.

Tabela 4 – Conta Obrigações Tributárias

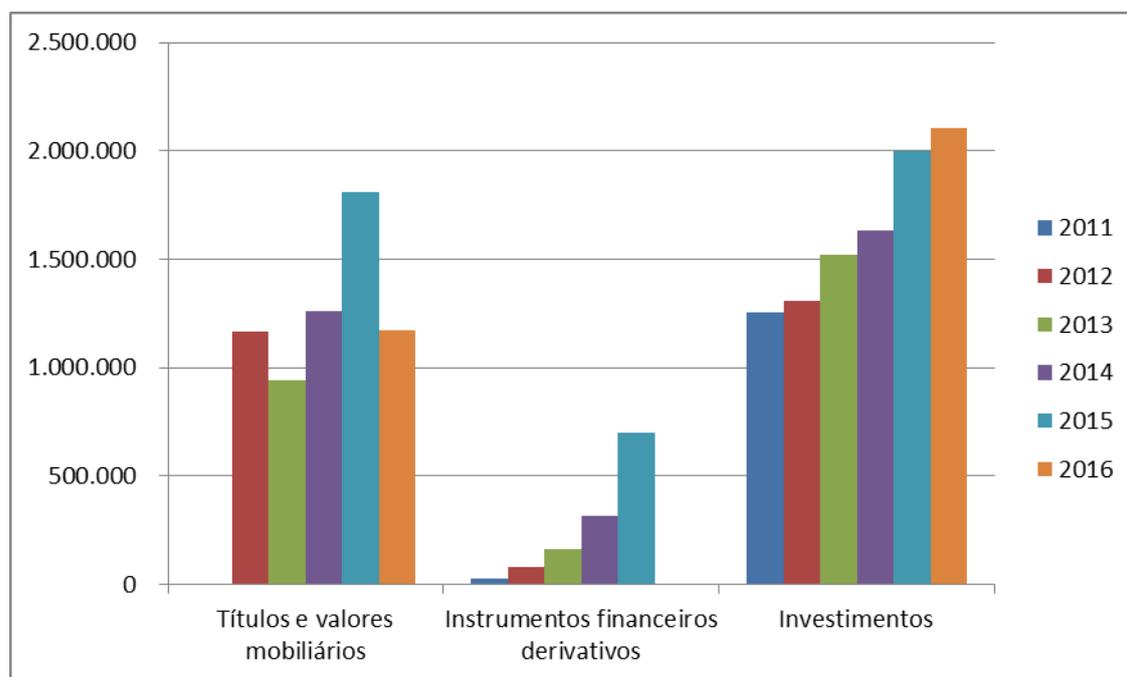
Obrigações Tributárias	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ICMS e IPI	149.195	197.594	249.588	184.642	293.667	446.836
Correção UFIR	6.361	6.809	3.110	3.089	2.102	0
PIS e COFINS	4.313	7.581	3.614	5.781	17.318	18.800
ISS	364	530	347	804	525	398
PCC	160.233	212.514	256.659	194.316	313.612	466.034
IRPJ e CSLL	187.055	186.181	265.330	242.065	385.992	393.286
IRRF	7.621	8.844	11.413	12.309		
INSS	3.073	3.222	5.651	6.030	8.271	8.393
	197.749	198.247	282.394	260.404	394.263	401.679
PT	99.794	91.319	140.983	197.080	315.762	221.189
	(PC-PCC)	(PC-PCC)	(PC-PCC)	(PC-PCC)	(PC-PCC)	(PC-PCC)

Fonte: Próprio autor

Depois de finalizada a reclassificação do BP, é necessário fazer o mesmo no DRE, de forma a separar as operações que são restritas a atividade fim da empresa, bem como ajustes referente a emissão de dividendos extras (vide apêndice E e F).

A partir destes dados reclassificados foram calculados os indicadores econômicos financeiros para que seja possível realizar a análise de desempenho (vide apêndice H).

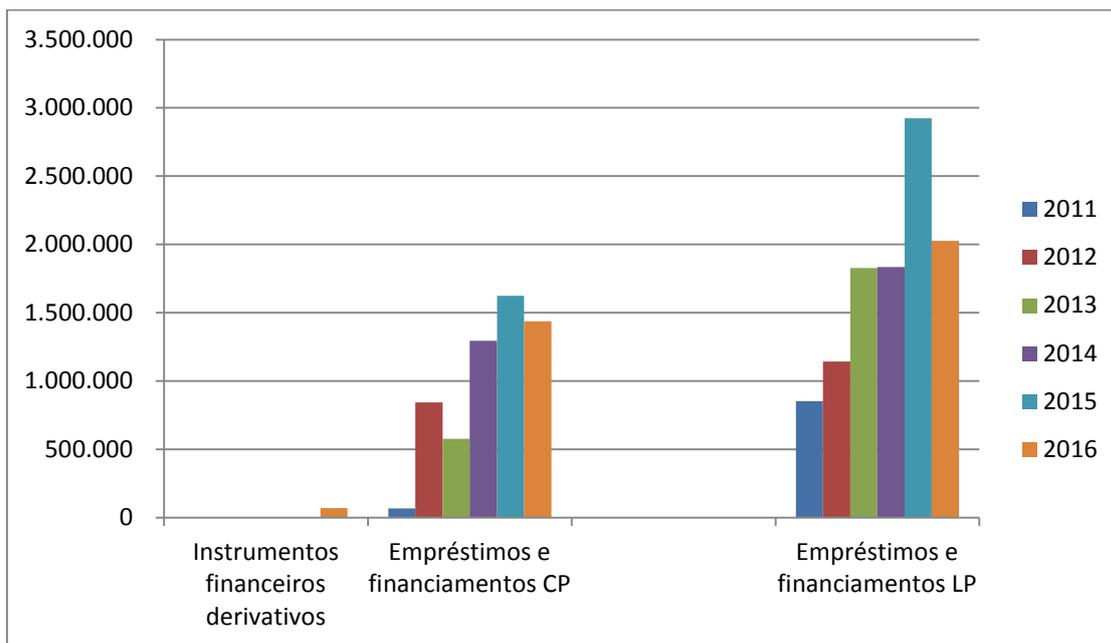
Figura 5 – Investimentos



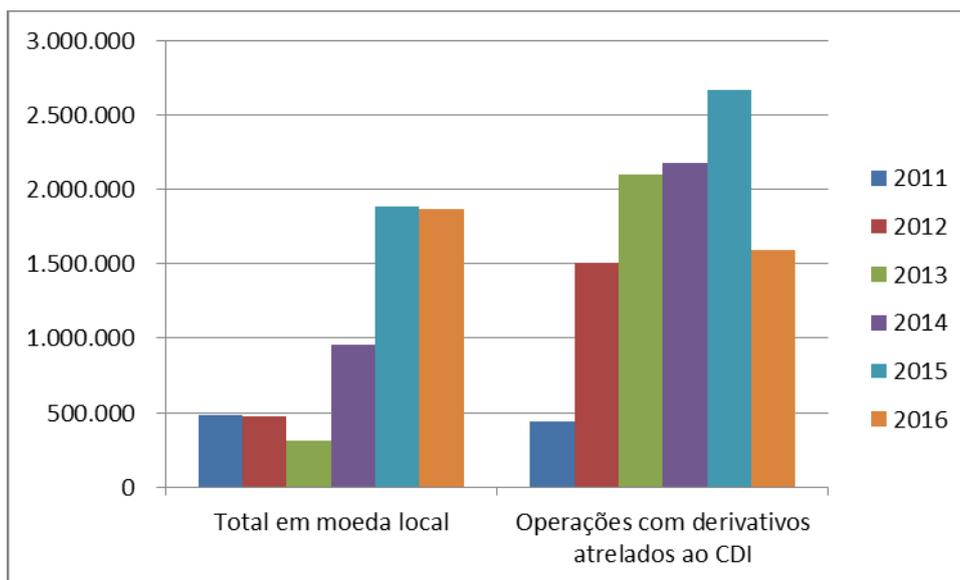
Fonte: Próprio autor

Pode-se notar que os investimentos (Figura 5) em títulos e valores mobiliários quase sempre foram constantes, exceto em 2015 onde houve um aporte mais elevado, principalmente devido à variação do câmbio neste mesmo período, requerendo a empresa uma aversão ao risco (investimentos em ativos de menor risco). Já em 2016 com o câmbio mais baixo em relação ao último ano, a empresa resgata este excedente investido, bem como encerra seus aportes em derivativos (dólar), atualizando a valor justo (atualização ao valor real atual no final do exercício) seu montante, o que gera uma redução nos ativos no montante de R\$ 697.761, valor este transferido ao passivo de R\$ 69.864 (Figura 6). Vale ressaltar que a empresa possui empréstimos e financiamentos em dólar, o que faz que seja necessário possuir investimentos neste mesma moeda para se proteger das variações cambiais que geram consequentemente aumento em suas despesas financeiras.

Percebemos um aumento considerável na conta Investimentos de 22,6% 2014 para 2015, variação essa resultante do resultado de equivalência patrimonial e variação cambial sobre seus investimentos em suas controladas.

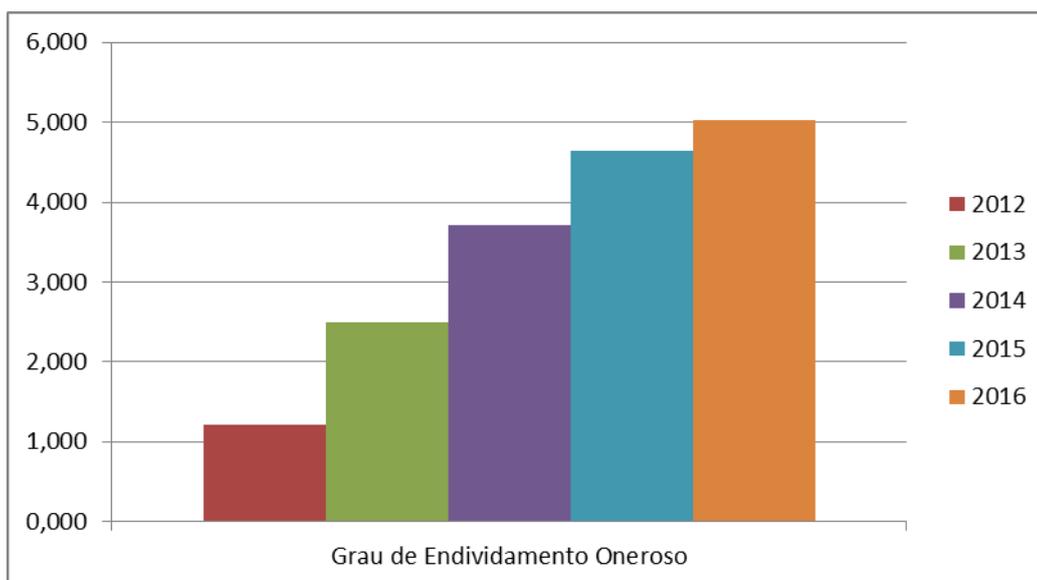
Figura 6 – Empréstimos e Investimentos

Fonte: Próprio autor

Figura 7 – Tipos de empréstimos

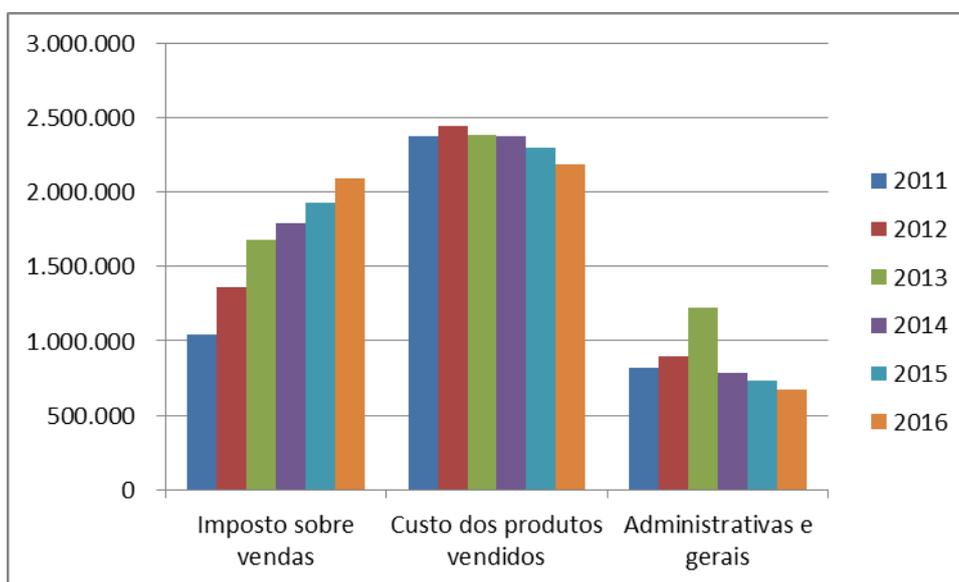
Fonte: Próprio autor

No ano de 2014 a empresa aumentou em 209% seus empréstimos em moeda local e de 2015 em mais 96%, fazendo suas dívidas em real saltarem 509% de 2013 a 2015, mas em 2016 ela liquidou boa parte de sua dívida em dólar (figura 7), mas ainda assim sua dívida neste período é 43% maior que em 2013, mas em nenhum período a mesma ficou insolvente e seus ativos continuam maiores que seus passivos, suas receitas constantes e prosseguindo na diminuição de suas dívidas. Este aumento pode ser percebido mais facilmente pelo grau de endividamento oneroso (relação da dívida sobre o PL) da companhia (figura 8).

Figura 8 – Grau de Endividamento Oneroso

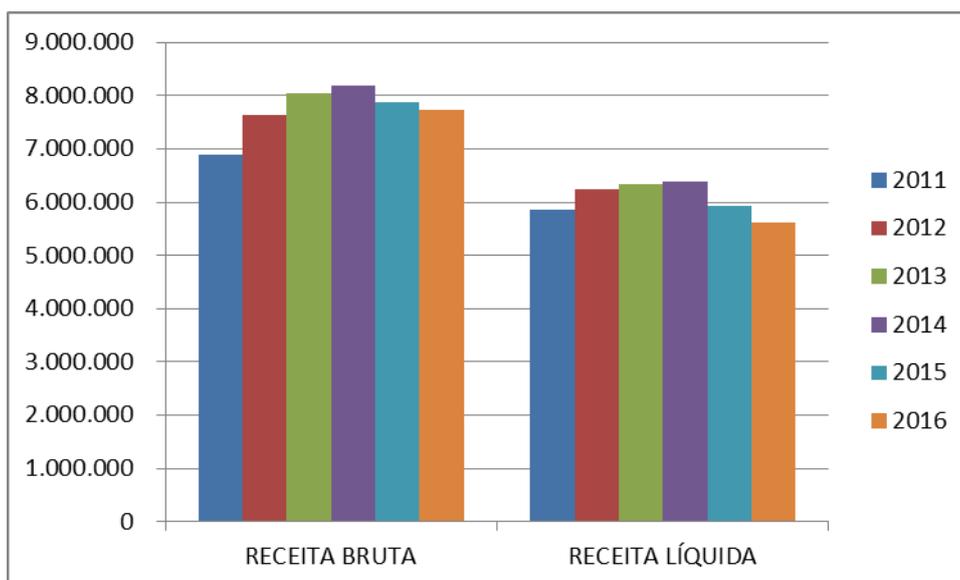
Fonte: Próprio autor

Vale lembrar que em 2013 foi o ano em que ela começou um grande projeto (SOU), que necessitou de recursos e impactou inclusive no resultado do próprio ano, visto que incorreu em despesas de marketing (figura 9) para divulgação do mesmo.

Figura 9 – Impostos, custos e despesas

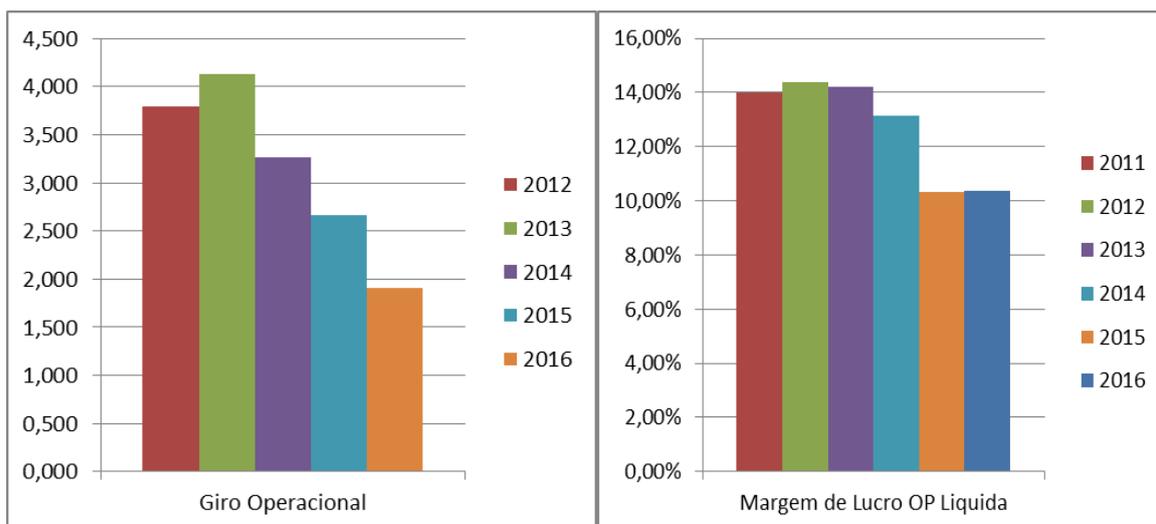
Fonte: Próprio autor

Figura 10 – Receitas



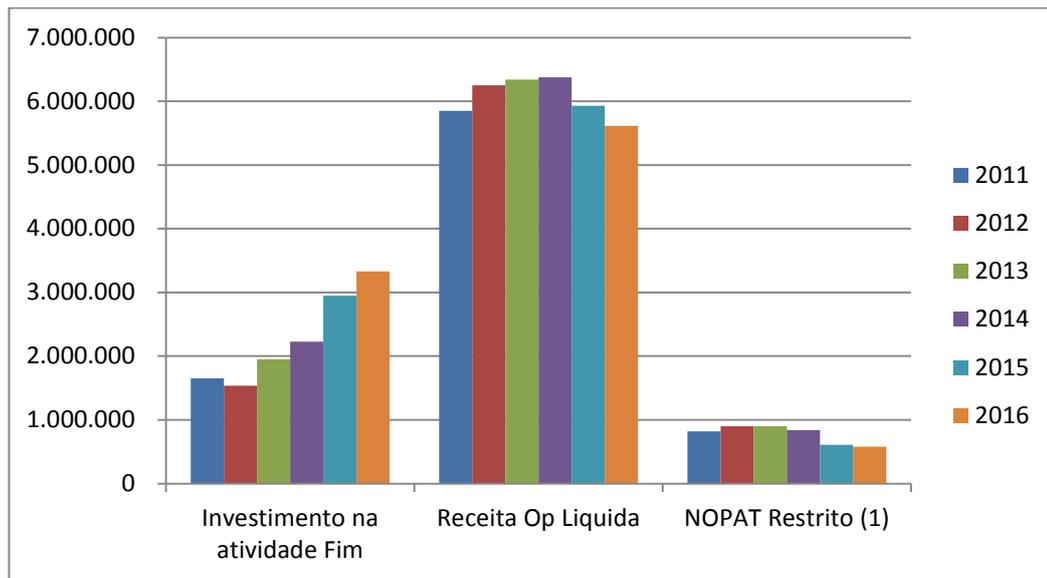
Fonte: Próprio autor

Figura 11 – Giro Operacional e Margem Op. Líquida

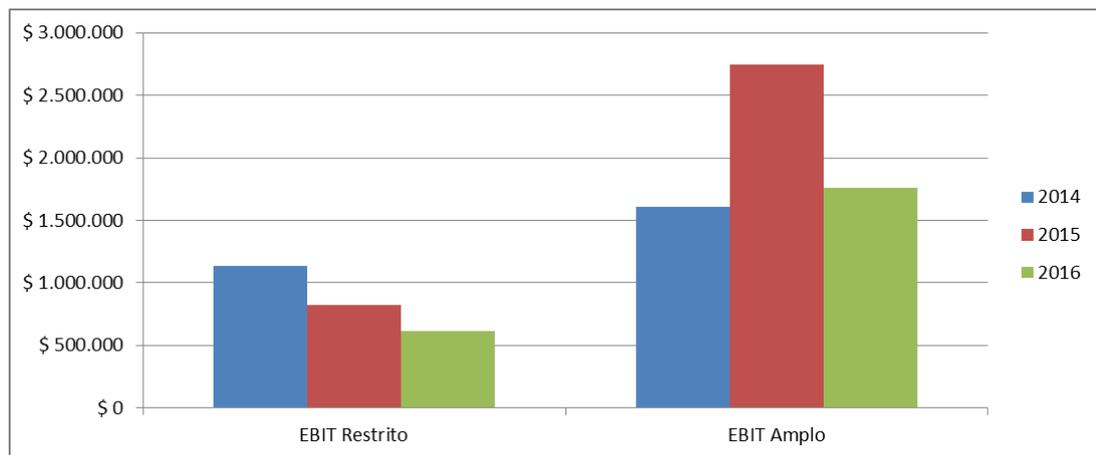


Fonte: Próprio autor

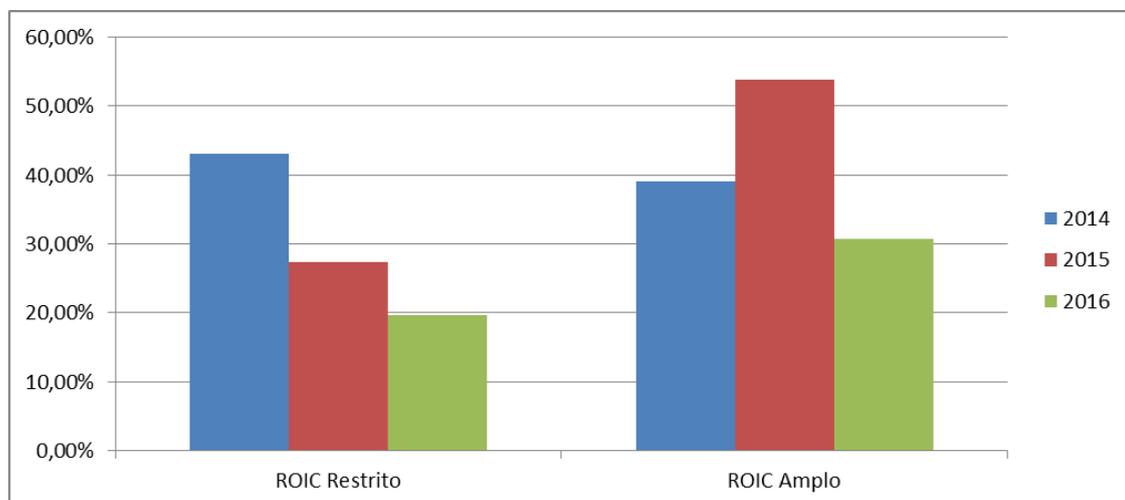
Um fato importante a ser comentado sobre o resultado da empresa é devido à queda da receita líquida nos períodos de 2015 e 2016, intervalo este difícil para todo o setor, notado também pelo grande queda no giro operacional da empresa, mas não só impactado pela redução da demanda, mas sim também pelo aumento nos impostos sobre vendas (figura 9), saltando de 21,8% em 2014 para 27% em 2016 devido ao aumento da carga tributária pelo governo. Isso fica claro também na queda do EBIT Restrito e no NOPAT Restrito (figura 12 e 13), onde em 2014 ele correspondia a 17,8% da receita líquida e em 2016 este percentual cai para 10,89%, mas ainda assim mantendo suas margens dentro da média do setor, entre 59 e 62% (segundo dados do IBGE).

Figura 12 – NOPAT

Fonte: Próprio autor

Figura 13 – EBIT

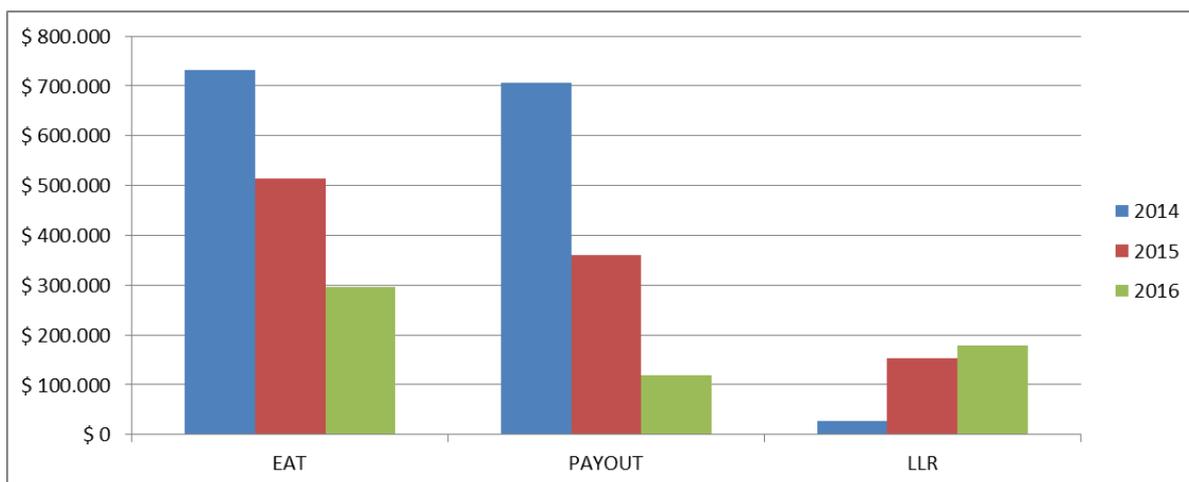
Fonte: Próprio autor

Figura 14 – ROIC

Fonte: Próprio autor

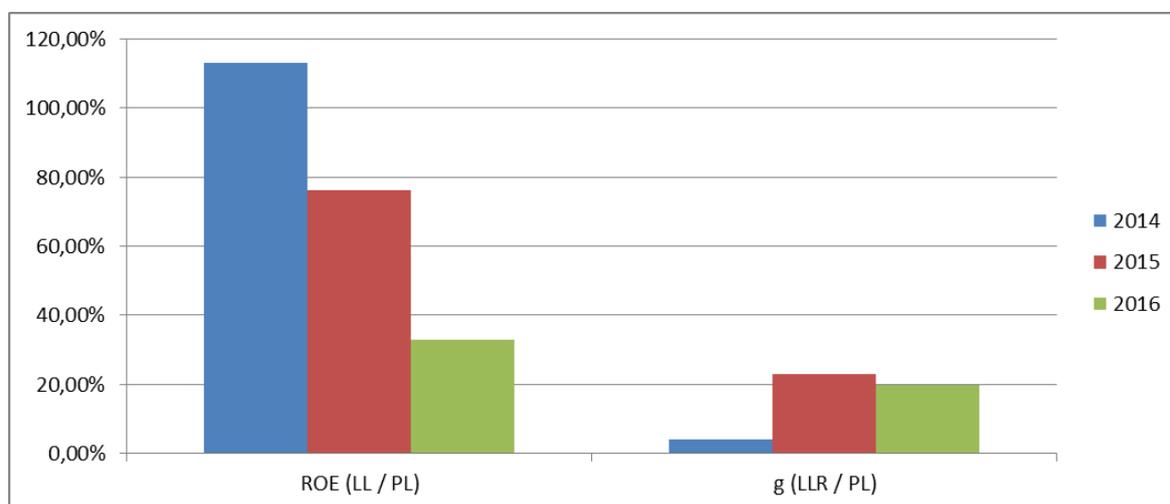
Nota-se também uma queda considerável no ROIC Restrito (figura 14), este diretamente afetado pela redução do giro operacional (figura 11), bem como no ROE (figura 16), devido a empresa passar a reter um montante maior dos lucros no período de 2015 e 2016 (vide figura 15 e 16), mudando sua postura dos períodos anteriores, onde pelo menos 99% dos lucros foram distribuídos e assim gerando um maior crescimento do PL (g).

Figura 15 – EAT, Payout e LLR



Fonte: Próprio autor

Figura 16 – ROE e g

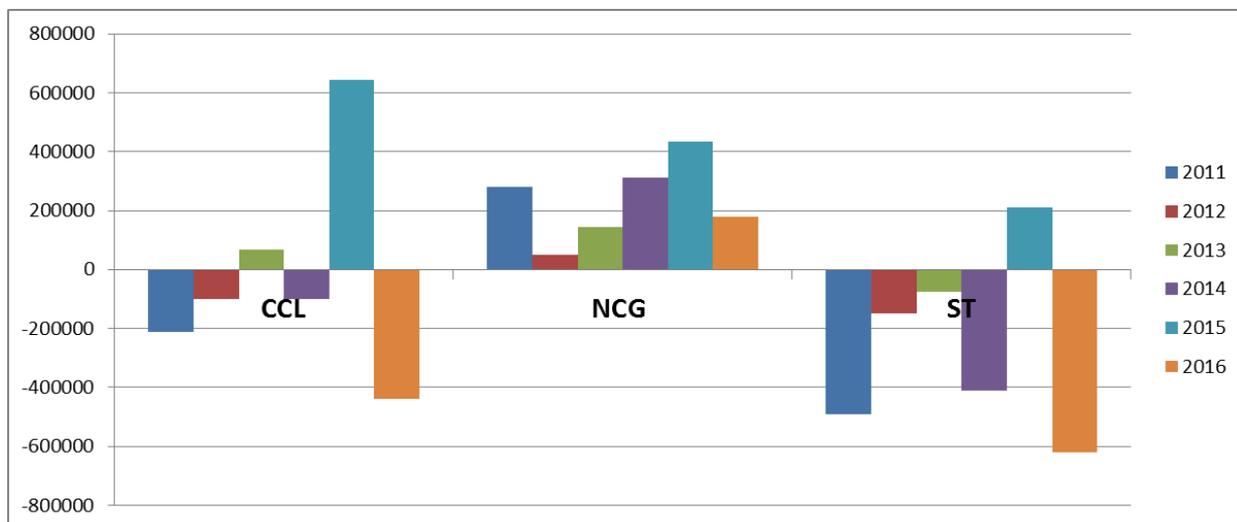


Fonte: Próprio autor

Podemos notar a queda na receita bruta e os aumentos nos impostos que causaram um impacto negativo na receita líquida (figura 9), foram percebidos no EAT e no EBIT Restrito (Figura 13 e 15) do período de 2015 e 2016, com uma queda de 30% em 2015 e 40% em 2016, em relação a 2014, porém, o EBIT amplo (Figura 13) evoluiu devido ao aumento das receitas financeiras, e, vale enfatizar que o maior impactante na queda do

EAT foram os aumentos nas despesas financeiras do período visto que a empresa quitou grande parte de suas dívidas em moeda estrangeira. Conseqüentemente ao impactos percebidos

Figura 17 – Análise do Capital de Giro



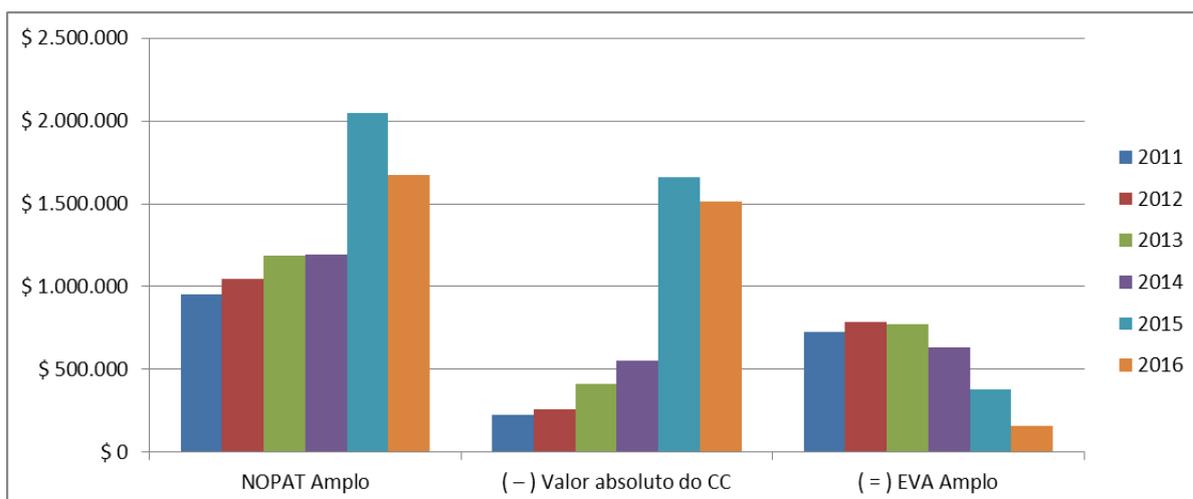
Fonte: Próprio autor

Sobre o capital de giro da empresa, percebemos que em 4 dos 6 anos avaliados seu CCL foi negativo, ou seja, tem mais obrigações de curto prazo do que recursos de curto prazo. Repare que parte do Ativo não Circulante da entidade é financiada com recursos oriundos do Passivo Circulante, impactado principalmente pela alta distribuição de dividendos, nessa situação, o giro operacional necessita de capital para financiamento. Ou seja, o prazo para pagamento das compras (componente principal do PCC) é inferior ao prazo de venda e recebimento (determinante do ACC). Percebemos que em todos os períodos a NCG foi positiva, demonstrando $ACC > PCC$, ou seja, o capital necessário para a atividade fim da empresa.

E, para piorar a situação, o saldo em tesouraria é negativo, revelando que não há sobra de recursos financeiros financiados por obrigações financeiras de longo prazo ou por capitais próprios, para garantir o capital de giro necessário. Assim, a entidade tem que financiar seu giro com recursos oriundos de passivos financeiros de curto prazo.

Somente em 2015 sua situação foi sólida, onde o giro operacional necessita de capital para financiamento, porém, a empresa tem um CCL positivo, ou seja, tem sobra de recursos de curto prazo, em relação às obrigações de curto prazo. E, adicionalmente há saldo positivo em tesouraria, revelando uma sobra de recursos financeiros não financiados por obrigações financeiras de curto prazo, para utilização, se necessário.

Figura 18 – EVA



Fonte: Próprio autor

Para cálculo do custo do capital próprio (K_e) foram usados os retornos médios anuais do CDI e do Ibovespa no período de 1995 a 2016, bem como o Beta já calculado pela Reuters (<<https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/NATU3.SA>>. Acesso em 10/06/2018). Com isto, foi obtido um K_e de 14,22%. (vide Apêndice H)

A empresa agrega valor ano após ano de maneira bastante satisfatória (figura 18), compensando seu investimento e obtendo altos retornos, com exceção de 2015 e 2016, que além dos problemas já avaliados, a companhia sofreu com grandes valores em swaps cambiais, o que fez suas despesas financeiras elevarem, aumentando consequentemente seu custo líquido do passivo oneroso e seu WACC.

7. Conclusão

Observamos a importância do conhecimento das demonstrações contábeis e dos indicadores econômico financeiros para o entendimento e análise da situação da empresa. Percebemos o quão complexo pode ser realizar uma análise individual e em conjunto dos indicadores e como cada mudança reflete no resultado da empresa e em cada indicador analisado.

Sobre a empresa avaliada, podemos notar sua preocupação com proteção em relação ao câmbio, aumentando sua exposição em 2015 devido a fortes variações, e já em 2016 encerrando essas posições e posteriormente reduzindo suas dívidas em moeda estrangeira aproveitando o momento de redução do valor cambial. Seu grau de endividamento oneroso nos últimos anos aumentou como consequência a necessidade de capital para novos investimentos, como o projeto “SOU” em 2013 que gerou um forte impacto nas suas despesas, mas que trouxe um grande retorno nos anos posteriores.

Sofridos os últimos 2 anos para a companhia e para o setor, 2015 e 2016 foram marcados por uma redução da demanda causando queda nas receitas, simultaneamente ao aumentos nos impostos que impactaram diretamente o giro operacional e a margem operacional líquida da companhia, resultando em uma redução do retorno sobre atividade fim. Estes percalços fizeram a empresa passar a reter mais seus lucros nestes anos mais complicados, diminuindo consequentemente o retorno do capital investido.

Podemos notar que a Natura é uma empresa focada no desenvolvimento e evolução de seus produtos, mantendo suas receitas e lucros constantes durante os anos, e conseguindo sobreviver nos períodos mais complicados da economia, diminuindo sua exposição à variação cambial e ampliando seus investimentos, mesmo que isto tenha levado ao aumento de seu endividamento oneroso de curto prazo, prejudicando a sua situação financeira.

Mas, com uma possível melhoria no cenário macro econômico e aumento do consumo, tudo leva a crer que a empresa está no caminho certo para continuar seu crescimento operacional e redução de seus passivos onerosos de modo a criar valor no futuro.

Bibliografia

ABIHPEC. *Panorama do Setor 2017* <<https://abihpec.org.br/publicacao/panorama-do-setor-2017/>> acesso em 05/09/2017

ANDRÉ, M. E. D. A. *Etnografia da prática escolar*. Campinas: Papirus, 1995.

ASSAF NETO, Alexandre *Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas*. São Paulo: Atlas, 2014.

ASSAF NETO, Alexandre *Estrutura e Análise de Balanços: um enfoque econômico financeiro*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. *Projeto de pesquisa-apresentação*: NBR 15287. Rio de Janeiro, 2011.

CASTRO, Denise Maria Fanhani de. Criação de valor em fusões e aquisições. 2005. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-03112010-194441/publico/D_Final.pdf>. Acesso em 25/12/2015.

CONSULTORIA, B. *O que é CNO?* 2008 <<http://blogconsultoria.natura.net/o-que-e-cno/>>. Acesso em 12/09/2017

COSTA, Luiz Guilherme Tinoco Aboim; COSTA, L. R. T. A.; ALVIM, Marcelo Arantes. *Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas*. São Paulo: Atlas, 2010.

Dados BETA <<https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/NATU3.SA>>. Acesso em 10/06/2018

Dados Crescimento Ibovespa <<http://bvmf.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoTaxaMediaCrescimento.aspx?Indice=IBOV&idioma=pt-br>>. Acesso em 10/06/2018

Dados CDI <http://www.portalbrasil.net/indices_cdi.htm>. Acesso em 10/06/2018

Dados média do setor <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/economicas/comercio/9075-pesquisa-anual-de-comercio.html?=&t=resultados>> acesso em 10/06/2018

Demonstrações Contábeis Empresa Natura S.A <<http://natu.infoinvest.com.br/ptb/s-20-ptb-2011.html>>. Acesso em: 22/03/2017

Demonstrações Contábeis Empresa Natura S.A <<http://natu.infoinvest.com.br/ptb/s-20-ptb-2012.html>>. Acesso em: 22/03/2017

Demonstrações Contábeis Empresa Natura S.A <<http://natu.infoinvest.com.br/ptb/s-20-ptb-2013.html>>. Acesso em: 22/03/2017

Demonstrações Contábeis Empresa Natura S.A <<http://natu.infoinvest.com.br/ptb/s-20-ptb-2014.html>>. Acesso em: 22/03/2017

Demonstrações Contábeis Empresa Natura S.A <<http://natu.infoinvest.com.br/ptb/s-20-ptb-2015.html>>. Acesso em: 22/03/2017

Demonstrações Contábeis Empresa Natura S.A <<http://natu.infoinvest.com.br/ptb/s-20-ptb-2016.html>>. Acesso em: 22/03/2017

DOS SANTOS, Cleônimo; BARROS, Sidney F. *Estrutura e análise de balanço*. São Paulo: IOB Thomson, 2005.

GIL, Antonio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002

IMPERATORE, Simone Loureiro Brum *Estrutura e análise das demonstrações contábeis*. Canoas: ULBRA, 2012.

MARION, José Carlos. *Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial* 7. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MARION, José Carlos; DIAS, Reinaldo; TRALDI, Maria Cristina. *Monografia para os cursos de administração, contabilidade e economia*. São Paulo: Atlas, 2002.

MATARAZZO, Dante C. *Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial*. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2008.

NATURA. *A Missão da Natura*. 2017b <<https://www.natura.com.br/relatorio-anual/2015/nossa-cultura/a-missao-da-natura>> acesso em 12/09/2017

NATURA. *Crer para Ver*. 2017a < <https://www.natura.com.br/crer-para-ver>> acesso em 12/09/2017

PEREIRA, José da Silva. *Análise financeira das empresas*. São Paulo: Atlas, 2010.

PWC. *O setor de varejo e consumo no Brasil*. Como enfrentar a crise. 2016 <<https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/setores-atividade/assets/produtos-consumo-varejo/2016/pwc-o-setor-varejo-brasil-16.pdf>> Acesso em: 05/09/2017

RAUPP, Fabiano Maury, and Ilse Maria Beuren. "Caracterização da pesquisa em contabilidade." *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática* 3 (2004).

REDAÇÃO. 10/12/2009. *Setor de cosméticos é um dos que mais cresce no País* <<http://empreendedor.com.br/noticia/setor-de-cosmeticos-e-um-dos-que-mais-cresce-no-pais/>> acesso em 05/09/2017

ANEXOS

Anexo 1 - Top 10 Consumidores Mundiais de HPPC



Fonte: ABIHPEC (2017, p.22)

APÊNDICES

Apêndice A – DFC Natura S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Lucro líquido do exercício	830.901	874.376	842.608	732.818	513.513	296.699
Ajustes para reconciliar o LL com o caixa líquido gerado pelas ativ. oper.:						
Depreciações e amortizações	27.565	63.594	99.415	84.098	86.392	100.896
Provisão (Reversão) decorrente dos contratos de operações com derivativos	-16.442	-52.087	-73.210	-48.037	-685.877	637.960
Provisões (Reversão) para riscos tributários, cíveis e trabalhistas	-2.866	-5.176	19.385	12.295	5.574	15.687
Atualização monetária de depósitos judiciais	-28.841	-17.371	-14.614	-22.405	-16.516	-14.344
Imposto de renda e contribuição social	330.890	352.515	330.880	258.697	176.106	15.597
Resultado na venda e baixa de ativo imobilizado e intangível	1.559	-2.098	9.406	22.141	-17.959	851
Resultado de equivalência patrimonial	-54.789	-59.912	-99.537	-84.637	-235.603	-216.182
Juros e variação cambial sobre empréstimos e financiamentos	94.985	145.660	281.576	263.545	1.095.978	-170.831
Variação cambial sobre outros ativos e passivos	22	691	1.507	-1.363	-5.034	661
Provisão (reversão) com planos de outorga de opções de compra de ações	6.359	2.712	7.331	-816	-4.325	8.203
Provisão (reversão) para perdas com imobilizado	-	-	-	4.526	-217	316
Provisão (Reversão) para créditos de liquidação duvidosa	-492	2.776	20.676	8.761	8.262	18.972
Provisão (Reversão) para perdas nos estoques	9.801	-1.460	464	-1.412	-2.452	-4.925
Provisão com plano de assistência médica e créditos carbono	10.012	10.691	24.981	-3.459	5.403	4.558
Lucro líquido do período atribuível a não controladores	-	-	-	-	-	-
Reconhecimento de crédito tributário extemporâneo	-15.461	-7.311	-2.736	-3.822	-	-
Reconhecimento de crédito tributário de processo judicial	-11.887	-715	-	-	-	-
Provisão para aquisição de participação de não controladores	-	-	-	3.825	111.334	58.071
Subtotal	1.181.316	1.306.885	1.448.132	1.224.755	1.034.579	752.189
(AUMENTO) REDUÇÃO DOS ATIVOS						
Contas a receber de clientes	-41.125	2.500	-159.546	-30.415	5.178	-170.076
Estoques	-42.615	61.363	-4.751	-38.443	-3.516	9.680
Impostos a recuperar	-14.648	55.394	-9.355	-41.335	-62.391	51.911
Outros ativos	-171.952	-13.068	-32.982	-44.395	21.346	-33.056
Subtotal	-270.340	106.189	-206.634	-154.588	-39.383	-141.541
AUMENTO (REDUÇÃO) DOS PASSIVOS						
Fornecedores nacionais e estrangeiros	69.443	68.310	17.894	-32.394	-5.019	39.016
Salários, participações nos resultados e encargos sociais, líquidos	-5.218	39.800	896	2.381	-6.048	7.670
Obrigações tributárias	28.692	1.623	709	-58.969	44.600	15.282
Outros passivos	34.006	-23.028	-2.168	23.933	-113.302	103.780

Pagamentos relacionados a riscos/processos tributários, cíveis e trabalhistas	-816	-5.936	-7.014	-8.735	-8.957	-10.217
Subtotal	126.107	80.769	10.317	-73.784	-88.726	155.531
CAIXA GERADO PELAS ATIVIDADES OPERACIONAIS	1.037.083	1.493.843	1.251.815	996.383	906.470	766.179
OUTROS FLUXOS DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS						
Pagamentos de imposto de renda e contribuição social	-255.182	-293.751	-178.703	-235.136	-10.324	-105.364
Levantamentos (pagamentos) de depósitos judiciais	72.973	-5.289	-39.302	125.788	-3.851	7.083
Recebimentos (pagamentos) de recursos por liquidação de op. com derivativos	-15.082	-23.428	-10.251	-104.607	305.876	127.319
Pagamento de juros sobre empréstimos e financiamentos	-57.812	-87.480	-74.290	-93.372	-209.216	-258.054
CAIXA LÍQUIDO GERADO PELAS ATIVIDADES OPERACIONAIS	781.980	1.083.895	949.269	689.056	988.955	537.163
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTO						
Adições de imobilizado e intangível	-277.036	-215.929	-216.965	-184.658	-139.630	-146.141
Recebimento pela venda de ativo imobilizado e intangível	2.535	2.098	1.913	-	37.880	15.933
Aplicação em títulos e valores mobiliários	-	-3.015.724	-3.387.585	-3.483.173	-4.369.795	-4.295.494
Resgate de títulos e valores mobiliários	-	1.847.237	3.628.870	3.165.517	3.819.663	4.933.913
Recebimento de dividendos de controladas	34.000	66.148	96.080	17.000	-	79.739
Aumento de capital em controladas	-121.173	-48.843	-202.874	-67.829	-100.737	-335.939
CAIXA LÍQUIDO UTILIZADO NAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTO	-361.674	-1.365.013	-80.561	-553.143	-752.619	252.011
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO						
Amortização de empréstimos e financiamentos - principal	-425.383	-462.885	-898.279	-583.869	-1.539.523	-1.277.488
Captações de empréstimos e financiamentos	822.047	1.474.413	937.147	1.138.159	1.988.265	619.751
Utilização de ações em tesouraria pelo exercício de opções de compra de ações	1.240	30.834	35.540	33.784	0	0
Pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio eferentes ao exercício	-430.079	-490.951	-491.343	-496.393	-685.599	-123.133
Antecipação de dividendos e juros sobre capital próprio referentes ao exercício	-332.809	-363.533	-364.833	-260.143	0	0
Compra de ações em tesouraria	-104.452	-	-60.172	-	-	-
Aumento de capital por subscrição	9.012	-	-	-	-	-
CAIXA LÍQUIDO GERADO (UTILIZADO) NAS ATIVIDADES DE	-460.424	187.878	-841.940	-168.462	-236.857	-780.870
AUMENTO (REDUÇÃO) NO CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA	-40.118	-93.240	26.768	-32.549	-521	8.304

Apêndice B – BP da Natura S.A.

<u>ATIVOS</u>						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Circulantes						
Caixa e equivalentes de caixa	166.007	72.767	86.197	53.648	53.127	61.431
Títulos e valores mobiliários	-	1.168.487	940.540	1.258.196	1.808.328	1.169.909
Contas a receber de clientes	535.309	530.033	668.903	690.557	677.117	828.221
Estoques	217.906	158.003	162.290	202.145	208.113	203.358
Impostos a recuperar	69.417	23.417	23.800	73.733	124.953	71.845
Partes relacionadas	37.908	25.908	9.369	6.995	9.026	7.972
Instrumentos financeiros derivativos	28.184	80.271	163.732	316.377	697.761	-
Outros ativos circulantes	115.328	130.532	184.185	177.396	202.780	228.629
Total dos ativos circulantes	1.170.059	2.189.418	2.239.016	2.779.047	3.781.205	2.571.365
<u>NÃO CIRCULANTES</u>						
Realizável a longo prazo:						
Impostos a recuperar	12.299	12.952	24.660	19.884	31.055	32.252
Imposto de renda e contribuição social diferidos	80.145	94.813	56.038	6.222	48.525	278.300
Depósitos judiciais	244.938	267.598	321.514	218.131	238.498	249.889
Outros ativos não circulantes	4.562	23.187	19.057	60.673	7.500	15.760
Investimentos	1.253.721	1.311.364	1.522.921	1.631.882	2.001.232	2.104.217
Imobilizado	332.215	357.443	551.696	540.933	558.105	576.494
Intangível	78.929	206.036	303.866	396.672	500.491	508.549
Total dos ativos não circulantes	2.006.809	2.273.393	2.799.752	2.874.397	3.385.406	3.765.461

<u>PASSIVOS E PATRIMÔNIO LÍQUIDO</u>	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Empréstimos e financiamentos	66.424	844.261	576.841	1.294.241	1.624.686	1.437.203
Fornecedores e outras contas a pagar	183.317	252.318	271.722	237.965	230.100	268.080
Fornecedores - partes relacionadas	293.024	254.535	276.518	304.105	149.393	242.083
Salários, participações nos resultados e encargos sociais	58.551	98.351	99.247	101.628	95.580	103.250
Obrigações tributárias	260.027	303.833	397.642	391.396	629.374	687.223
Dividendos e juros sobre o capital próprio a pagar	0	0	0	0	-	79.739
Provisão para aquisição de participação de não controladores	0	0	0	48.221	190.658	-
Instrumentos financeiros derivativos	0	0	0	0	-	69.864
Outras obrigações	29.359	44.820	52.775	50.881	94.230	94.298
Total dos passivos circulantes	890.702	1.798.118	1.674.745	2.428.437	3.014.021	2.981.740
<u>NÃO CIRCULANTES</u>						
Empréstimos e financiamentos	852.549	1.144.421	1.828.351	1.834.195	2.922.983	2.025.484
Obrigações tributárias	97.955	106.928	141.411	63.324	78.501	180.490
Imposto de renda e contribuição social diferidos	0	0	0	0	-	-
Provisão para perda com investimentos em controladas	0	0	0	0	21.519	-
Provisão para riscos tributários, cíveis e trabalhistas	49.600	38.488	50.859	54.418	51.035	64.561
Provisão para aquisição de participação de não controladores	0	0	141.640	97.244		
Outras provisões	35.818	68.760	56.125	52.126	50.366	88.166
Total dos passivos não circulantes	1.035.922	1.358.597	2.218.386	2.101.307	3.124.404	2.358.701
<u>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</u>						
Capital social	427.073	427.073	427.073	427.073	427.073	427.073
Ações em tesouraria	-102.849	-66.105	-83.984	-37.851	-37.851	-37.149
Reservas de capital	160.313	155.905	150.442	137.278	134.706	142.786
Reservas de lucros	292.457	311.669	162.612	189.277	488.796	666.815
Dividendo adicional proposto	490.885	491.343	496.393	449.273	123.133	29.670
Reserva para aquisição de participação de não controladores	0	0	0	0	-79.324	-
Ágio / deságio em transações de capital	0	0	0	0	-65.159	-92.066
Ajustes de avaliação patrimonial	-17.635	-32.450	-6.899	-41.350	36.812	-140.744
Total do patrimônio líquido dos acionistas controladores	1.250.244	1.287.435	1.145.637	1.123.700	1.028.186	996.385

Apêndice C – DRE da Natura S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
RECEITA LÍQUIDA	5.848.777	6.249.086	6.342.870	6.374.138	5.929.000	5.616.985
Custo dos produtos vendidos	-2.375.514	-2.438.873	-2.379.802	-2.377.727	-2.294.896	-2.188.578
LUCRO BRUTO	3.473.263	3.810.213	3.963.068	3.996.411	3.634.104	3.428.407
(DESPESAS) RECEITAS OPERACIONAIS						
Com vendas	-1.503.069	-1.642.380	-1.479.892	-2.076.516	-2.081.047	-2.143.235
Administrativas e gerais	-816.818	-898.082	-1.221.500	-785.107	-732.241	-673.343
Participação dos colaboradores nos resultados	-3.765	-29.555	-26.083			
Remuneração dos administradores	-9.443	-20.739	-18.554			
Resultado de equivalência patrimonial	54.789	59.912	99.537	84.637	235.603	216.182
Outras receitas (despesas) operacionais, líquidas	43.579	15.472	-17.168	-12.285	6.594	-9.285
LUCRO OP. ANTES DO RES. FIN.	1.238.536	1.294.841	1.299.408	1.207.140	1.063.013	818.726
Receitas financeiras	86.502	129.831	309.274	410.599	1.692.298	952.447
Despesas financeiras	-163.247	-197.781	-435.194	-626.224	-2.065.692	-1.458.877
LUCRO ANTES DO IR E CSLL	1.161.791	1.226.891	1.173.488	991.515	689.619	312.296
Imposto de renda e contribuição social	-330.890	-352.515	-330.880	-258.697	-176.106	-15.597
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	830.901	874.376	842.608	732.818	513.513	296.699
ATRIBUÍVEL A						
Acionistas da Sociedade	830.901	874.376	842.608	732.818	513.513	296.699
Não controladores		-	-	-	-	-
		874.376	842.608	732.818	513.513	296.699
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO POR AÇÃO - R\$						
Básico	1,9320	2,0388	1,9618	1,7064	1,1934	0,6895
Diluído	1,9278	2,0285	1,9586	1,7020	1,1928	0,6875

Apêndice D – Balanço Ajustado

ATIVOS							
<u>CIRCULANTES</u>	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Caixa e equivalentes de caixa	166.007	72.767	86.197	53.648	53.127	61.431	T
Títulos e valores mobiliários	0	1.168.487	940.540	1.258.196	1.808.328	1.169.909	T
Contas a receber de clientes	535.309	530.033	668.903	690.557	677.117	828.221	ACC
Estoques	217.906	158.003	162.290	202.145	208.113	203.358	ACC
Instrumentos financeiros derivativos	28.184	80.271	163.732	316.377	697.761	0	T
Outros ativos circulantes	115.328	130.532	184.185	177.396	202.780	228.629	ACC
Total dos ativos circulantes	1.062.734	2.140.093	2.205.847	2.698.319	3.647.226	2.491.548	
<u>NÃO CIRCULANTES</u>							
Imposto de renda e contribuição social diferidos	80.145	80.632	56.038	6.222	48.525	278.300	
Depósitos judiciais	244.938	267.598	321.514	218.131	238.498	249.889	
Outros ativos não circulantes	4.562	23.187	19.057	60.673	7.500	15.760	
Investimentos	1.253.721	1.306.884	1.522.921	1.631.882	2.001.232	2.104.217	
Imobilizado	332.215	357.443	551.696	540.933	558.105	576.494	
Intangível	78.929	206.036	303.866	396.672	500.491	508.549	
Total dos ativos não circulantes	1.994.510	2.241.780	2.775.092	2.854.513	3.354.351	3.733.209	

<u>PASSIVOS E PATRIMÔNIO LÍQUIDO</u>	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Empréstimos e financiamentos	66.424	844.261	576.841	1.294.241	1.624.686	1.437.203	T
Fornecedores e outras contas a pagar	183.317	252.318	271.722	237.965	230.100	268.080	PCC
Fornecedores - partes relacionadas (-) Partes Relacionadas	255.116	228.627	267.149	297.110	140.367	234.111	PCC
Salários, participações nos resultados e encargos sociais	58.551	98.351	99.247	101.628	95.580	103.250	PCC
Obrigações tributárias (-) Impostos a recuperar AC	90.816	189.097	232.859	120.583	188.659	394.189	PCC
Dividendos e juros sobre o capital próprio a pagar	0	0	0	0	0	79.739	PCC
Obrigações tributárias tesouraria	99.794	91.319	140.983	197.080	315.762	221.189	T
Dividendos Adicionais a Pagar	490.885	491.343	496.393	449.273	123.133	29.670	T
Provisão para aquisição de participação de não controladores	0	0	0	48.221	190.658	0	T
Instrumentos financeiros derivativos	0	0	0	0	0	69.864	T
Outras obrigações	29.359	44.820	52.775	50.881	94.230	94.298	T
Total dos passivos circulantes	1.274.262	2.240.136	2.137.969	2.796.982	3.003.175	2.931.593	
<u>NÃO CIRCULANTES</u>							
Empréstimos e financiamentos	852.549	1.143.495	1.828.351	1.834.195	2.922.983	2.025.484	
Obrigações tributárias (-) Impostos a recuperar ANC	85.656	93.976	116.751	43.440	47.446	148.238	
Imposto de renda e contribuição social diferidos	0	0	0	0	0	0	
Provisão para perda com investimentos em controladas	0	0	0	0	21.519	0	
Provisão para riscos tributários, cíveis e trabalhistas	49.600	38.488	50.859	54.418	51.035	64.561	
Provisão para aquisição de participação de não controladores	0	0	141.640	97.244	0	0	
Outras provisões	35.818	69.686	56.125	52.126	50.366	88.166	
Total dos passivos não circulantes	1.023.623	1.345.645	2.193.726	2.081.423	3.093.349	2.326.449	
<u>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</u>							
Capital social	427.073	427.073	427.073	427.073	427.073	427.073	
Ações em tesouraria	-102.849	-66.105	-83.984	-37.851	-37.851	-37.149	
Reservas de capital	160.313	155.905	150.442	137.278	134.706	142.786	
Reservas de lucros	292.457	311.669	162.612	189.277	488.796	666.815	
Reserva para aquisição de participação de não controladores	0	0	0	0	-79.324	0	
Ágio / deságio em transações de capital	0	0	0	0	-65.159	-92.066	
Ajustes de avaliação patrimonial	-17.635	-32.450	-6.899	-41.350	36.812	-140.744	
Total do patrimônio líquido dos acionistas controladores	759.359	796.092	649.244	674.427	905.053	966.715	

Apêndice E – DRE e Distribuição de Lucros Reclassificados

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
RECEITA BRUTA	6.898.727	7.627.373	8.039.383	8.180.850	7.874.269	7.735.567
Devol. E Cancel.	-11.514	-19.145	-17.755	-20.390	-17.847	-24.397
Imposto sobre vendas	-1.038.436	-1.359.142	-1.678.758	-1.786.322	-1.927.422	-2.094.185
RECEITA LÍQUIDA	5.848.777	6.249.086	6.342.870	6.374.138	5.929.000	5.616.985
Custo dos produtos vendidos	-2.375.514	-2.438.873	-2.379.802	-2.377.727	-2.294.896	-2.188.578
LUCRO BRUTO	3.473.263	3.810.213	3.963.068	3.996.411	3.634.104	3.428.407
(DESPESAS) RECEITAS OPERACIONAIS						
Com vendas	-1.503.069	-1.642.380	-1.479.892	-2.076.516	-2.081.047	-2.143.235
Administrativas e gerais	-816.818	-898.082	-1.221.500	-785.107	-732.241	-673.343
Remuneração dos administradores	-9.443	-20.739	-18.554			
Lucro Op restrito (ebit restrito)	1.143.933	1.249.012	1.243.122	1.134.788	820.816	611.829
Resultado de equivalência patrimonial	54.789	59.912	99.537	84.637	235.603	216.182
Outras receitas operacionais	43.579	15.472	2.795	4.121	17.329	32.253
Outras Despesas operacionais	0	0	-19.963	-23.212	-19.390	-51.736
Receitas financeiras	86.502	129.831	309.274	410.599	1.692.298	952.447
Lucro OP Global ou amplo (ebit amplo)	1.328.803	1.454.227	1.634.765	1.610.933	2.746.656	1.760.975
Despesas financeiras	-163.247	-197.781	-435.194	-626.224	-2.065.692	-1.458.877
Despesas de juros de empréstimos subsidiados	0	0	0	6.806	8.655	10.198
LAIR	1.165.556	1.256.446	1.199.571	991.515	689.619	312.296
Imposto de renda e contribuição social	-330.890	-352.515	-330.880	-258.697	-176.106	-15.597
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	834.666	903.931	868.691	732.818	513.513	296.699
Participação dos colaboradores nos resultados	-3.765	-29.555	-26.083			

Distribuição Dos lucros	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Reserva Incentivo Fiscal	3677	6346	0	0	0	0
Antecipação de Dividendos (minimo)	332.809	363.533	364.833	260.143	236.326	0
Dividendos declarados	467.261	469.512	474.004	428.956	105.733	51.276
Juros Sobre CP	23.624	21.831	22.389	20.317	17.400	67.404
Reserva p/ aquisição de part. Não cont.	0	0	0	-3.825	0	0
Lucro Retido	3.530	13.154	-18.618	27.227	154.054	178.019
Participação dos colaboradores nos	3.765	29.555	26.083			
Lucro Líquido	834.666	903.931	868.691	732.818	513.513	296.699

Apêndice F – Cálculos

$$Ke = 0,1796 + 0,76 (0,1304 - 0,1795)$$

$$Ke = 14,493\%$$

Ativo Econômico: (PO+PL)	1.678.332	2.783.848	3.054.436	3.802.863	5.452.722	4.499.266
Passivos Onerosos	918.973	1.987.756	2.405.192	3.128.436	4.547.669	3.532.551
Patrimônio Líquido	759.359	796.092	649.244	674.427	905.053	966.715
Ativo Operacional Restrito:	3.029.060	3.133.115	3.876.667	3.978.259	4.495.488	5.054.848
Caixa e equivalentes de caixa	166.007	72.767	86.197	53.648	53.127	61.431
Contas a receber de clientes	535.309	530.033	668.903	690.557	677.117	828.221
Estoques	217.906	158.003	162.290	202.145	208.113	203.358
Outros ativos circulantes	115.328	130.532	184.185	177.396	202.780	228.629
Imobilizado	332.215	357.443	551.696	540.933	558.105	576.494
Intangível	78.929	206.036	303.866	396.672	500.491	508.549
Depósitos judiciais	244.938	267.598	321.514	218.131	238.498	249.889
Outros ativos não circulantes	4.562	23.187	19.057	60.673	7.500	15.760
Imposto de renda e contribuição social diferidos	80.145	80.632	56.038	6.222	48.525	278.300
Investimentos	1.253.721	1.306.884	1.522.921	1.631.882	2.001.232	2.104.217
Outros Ativos:	28.184	1.248.758	1.104.272	1.574.573	2.506.089	1.169.909
Títulos e valores mobiliários	0	1.168.487	940.540	1.258.196	1.808.328	1.169.909
Instrumentos financeiros derivativos	28.184	80.271	163.732	316.377	697.761	-
CCL (AC - PC)	-211.528	-100.043	67.878	-98.663	644.051	-440.045
NCG (ACC - PCC)	280.743	50.175	144.401	312.812	433.304	180.839
ST (ACF - PCF)	-492.271	-150.218	-76.523	-411.475	210.747	-620.884

RESULTADO ECONÔMICO CONSOLIDADO:		2011	2012	2013	2014	2015	2016
		%	%	%	%	%	%
Giro do Investimento na atividade-fim:	RLV_t / IOP_{t-1}	-	3,787	4,132	3,269	2,661	1,906
Margem de Lucro OP Líquida	$NOPAT_t / ROL_t$	14,01%	14,38%	14,19%	13,16%	10,31%	10,35%
Retorno da atividade-fim antes do IR:	$EBIT_t / IOP_{t-1}$	-	75,69%	80,98%	58,19%	36,84%	20,76%
Retorno da atividade-fim após IR (ROIC Restrito):	$NOPAT_t / IOP_{t-1}$	-	54,45%	58,64%	43,01%	27,43%	19,73%
Retorno do Ativo antes do IR:	$EBIT_t / IAE_{t-1}$	-	86,65%	58,72%	52,74%	72,23%	32,30%
Retorno do Ativo após IR (ROIC Amplo):	$NOPAT_t / IAE_{t-1}$	-	62,34%	42,53%	38,98%	53,78%	30,68%
Retorno do Patrimônio Líquido (ROE):	LL_t / PL_{t-1}	-	119,04%	109,12%	112,87%	76,14%	32,78%
Despesa Financeira Líquida s/Passivo Oneroso:	DFL_t / PJ_{t-1}	-	15,48%	15,85%	19,03%	48,96%	30,26%
Grau de Endividamento Oneroso (GEO):	PJ_{t-1} / PL_{t-1}	-	1,210	2,497	3,705	4,639	5,025
Grau de Alavancagem Financeira (GAF):	$ROE_t / ROIC_t$	-	2,186	1,861	2,625	2,776	1,662
Taxa de Crescimento do Patrimônio Líquido (g):	LLR_t / PL_{t-1}	-	2,57%	-2,34%	4,19%	22,84%	19,67%

INVESTIMENTO E ESTRUTURA DE CAPITAL:	31/12/2011	%	31/12/2012	%	31/12/2013	%	31/12/2014	%	31/12/2015	%	31/12/2016	%
Investimento Operacional restrito à atividade-fim (IOP)	\$ 1.650.148	98,32%	\$ 1.535.090	55,14%	\$ 1.950.164	63,85%	\$ 2.228.290	58,60%	\$ 2.946.633	54,04%	\$ 3.329.357	74,00%
Investimento em outros ativos	\$ 28.184	1,68%	\$ 1.248.758	44,86%	\$ 1.104.272	36,15%	\$ 1.574.573	41,40%	\$ 2.506.089	45,96%	\$ 1.169.909	26,00%
Capital investido no Ativo Econômico (IAE):	\$ 1.678.332	100,00%	\$ 2.783.848	100,00%	\$ 3.054.436	100,00%	\$ 3.802.863	100,00%	\$ 5.452.722	100,00%	\$ 4.499.266	100,00%
Total do Passivo Oneroso (PJ)	\$ 918.973	54,76%	\$ 1.987.756	71,40%	\$ 2.405.192	78,74%	\$ 3.128.436	82,27%	\$ 4.547.669	83,40%	\$ 3.532.551	78,51%
Total do Patrimônio Líquido (PL)	\$ 759.359	45,24%	\$ 796.092	28,60%	\$ 649.244	21,26%	\$ 674.427	17,73%	\$ 905.053	16,60%	\$ 966.715	21,49%

FORMAÇÃO DO RESULTADO ECONÔMICO:	2011	%	2011	%	2011	%	2014	%	2015	%	2016	%
Receita Líquida de Vendas (RLV):	\$ 5.848.777	100,00%	\$ 6.249.086	100,00%	\$ 6.342.870	100,00%	\$ 6.374.138	100,00%	\$ 5.929.000	100,00%	\$ 5.616.985	100,00%
(-) Custo dos Produtos Vendidos	\$ 2.375.514	73,33%	\$ 2.438.873	73,33%	\$ 2.379.802	73,33%	\$ 2.377.727	73,33%	\$ 2.294.896	73,33%	\$ 2.188.578	73,33%
Lucro Bruto das Operações:	\$ 3.473.263	59,38%	\$ 3.810.213	60,97%	\$ 3.963.068	62,48%	\$ 3.996.411	62,70%	\$ 3.634.104	61,29%	\$ 3.428.407	61,04%
(-) Despesas Operacionais	\$ 2.329.330	18,67%	\$ 2.561.201	18,67%	\$ 2.719.946	18,67%	\$ 2.861.623	18,67%	\$ 2.813.288	18,67%	\$ 2.816.578	18,67%
Lucro da atividade-fim antes IR (EBIT Restrito):	\$ 1.143.933	19,56%	\$ 1.249.012	19,99%	\$ 1.243.122	19,60%	\$ 1.134.788	17,80%	\$ 820.816	13,84%	\$ 611.829	10,89%
(+) Resultado de outros ativos	\$ 184.870		\$ 205.215		\$ 391.643		\$ 476.145		\$ 1.925.840		\$ 1.149.146	
Lucro gerado p/Ativo antes do IR (EBIT Amplo):	\$ 1.328.803		\$ 1.454.227		\$ 1.634.765		\$ 1.610.933		\$ 2.746.656		\$ 1.760.975	
Lucro gerado p/Ativo antes do IR (EBIT Amplo):	\$ 1.328.803	100,00%	\$ 1.454.227	100,00%	\$ 1.634.765	100,00%	\$ 1.610.933	100,00%	\$ 2.746.656	100,00%	\$ 1.760.975	100,00%
(-) Despesa Financeira	\$ 163.247	12,29%	\$ 197.781	13,60%	\$ 435.194	26,62%	\$ 619.418	38,45%	\$ 2.057.037	74,89%	\$ 1.448.679	82,27%
Lucro antes do Imposto de Renda (EBT):	\$ 1.165.556	87,71%	\$ 1.256.446	86,40%	\$ 1.199.571	73,38%	\$ 991.515	61,55%	\$ 689.619	25,11%	\$ 312.296	17,73%
(-) Imposto de Renda e CSLL	\$ 330.890	24,90%	\$ 352.515	24,24%	\$ 330.880	20,24%	\$ 258.697	16,06%	\$ 176.106	6,41%	\$ 15.597	0,89%
Lucro Líquido após os impostos (EAT):	\$ 834.666	62,81%	\$ 903.931	62,16%	\$ 868.691	53,14%	\$ 732.818	45,49%	\$ 513.513	18,70%	\$ 296.699	16,85%
Lucro Líquido após os impostos (EAT):	\$ 834.666	100,00%	\$ 903.931	100,00%	\$ 868.691	100,00%	\$ 732.818	100,00%	\$ 513.513	100,00%	\$ 296.699	100,00%
(-) Distribuição do Lucro aos Sócios (Payout)	\$ 823.694	99,13%	\$ 884.431	99,13%	\$ 887.309	99,13%	\$ 705.591	99,13%	\$ 359.459	99,13%	\$ 118.680	99,13%
Lucro Líquido Retido no período (LLR):	\$ 10.972	1,31%	\$ 19.500	2,16%	-\$ 18.618	-2,14%	\$ 27.227	3,72%	\$ 154.054	30,00%	\$ 178.019	60,00%

OBSERVAÇÕES S/RESULTADO ECONÔMICO:

Depreciação e Amortização de ativos fixos	\$ 27.565	\$ 63.594	\$ 99.415	\$ 84.098	\$ 86.392	\$ 100.896
EBITDA gerado p/atividade-fim (EBITDA Restrito)	\$ 1.171.498	\$ 1.312.606	\$ 1.342.537	\$ 1.218.886	\$ 907.208	\$ 712.725
EBITDA gerado p/At. Econômico (EBITDA Amplo)	\$ 1.356.368	\$ 1.517.821	\$ 1.734.180	\$ 1.695.031	\$ 2.833.048	\$ 1.861.871
Despesa Financeira s/Passivo Oneroso:	17,76%	9,95%	18,09%	19,80%	45,23%	41,01%
Alíquota de Imposto s/Lucros (IR + CSLL):	28,39%	28,06%	27,58%	26,09%	25,54%	4,99%

RESULTADO ECONÔMICO CONSOLIDADO:	2011		2012		2013		2014		2015		2016	
		%										
Receita Líquida de Vendas (RLV):	\$ 5.848.777	100,00%	\$ 6.249.086	100,00%	\$ 6.342.870	100,00%	\$ 6.374.138	100,00%	\$ 5.929.000	100,00%	\$ 5.616.985	100,00%
(-) Custo dos Produtos Vendidos	\$ 2.375.514	40,62%	\$ 2.438.873	39,03%	\$ 2.379.802	37,52%	\$ 2.377.727	37,30%	\$ 2.294.896	38,71%	\$ 2.188.578	38,96%
(-) Despesas Operacionais	\$ 2.329.330	39,83%	\$ 2.561.201	40,99%	\$ 2.719.946	42,88%	\$ 2.861.623	44,89%	\$ 2.813.288	47,45%	\$ 2.816.578	50,14%
Lucro da atividade-fim antes IR (EBIT Restrito):	\$ 1.143.933	19,56%	\$ 1.249.012	19,99%	\$ 1.243.122	19,60%	\$ 1.134.788	17,80%	\$ 820.816	13,84%	\$ 611.829	10,89%
(-) Imposto s/Lucro da atividade-fim	\$ 324.751	5,55%	\$ 350.429	5,61%	\$ 342.893	5,41%	\$ 296.078	4,64%	\$ 209.609	3,54%	\$ 30.557	0,54%
Lucro da atividade-fim após IR (NOPAT Restrito):	\$ 819.182	14,01%	\$ 898.583	14,38%	\$ 900.229	14,19%	\$ 838.710	13,16%	\$ 611.207	10,31%	\$ 581.272	10,35%
Giro do Investimento na atividade-fim:	RLV / IOP0	-	RLV / IOP0	3,787	RLV / IOP0	4,132	RLV / IOP0	3,269	RLV / IOP0	2,661	RLV / IOP0	1,906
Retorno da atividade-fim antes do IR:	EBIT / IOP0	-	EBIT / IOP0	75,69%	EBIT / IOP0	80,98%	EBIT / IOP0	58,19%	EBIT / IOP0	36,84%	EBIT / IOP0	20,76%
Retorno da atividade-fim após IR (ROIC Restrito):	NOPAT / IOP0	-	NOPAT / IOP0	54,45%	NOPAT / IOP0	58,64%	NOPAT / IOP0	43,01%	NOPAT / IOP0	27,43%	NOPAT / IOP0	19,73%
Lucro gerado p/Ativo após o IR (NOPAT Amplo):	\$ 951.569	100,00%	\$ 1.046.222	100,00%	\$ 1.183.845	100,00%	\$ 1.190.623	100,00%	\$ 2.045.250	100,00%	\$ 1.673.027	100,00%
(-) Despesa Financeira líquida de Impostos (DFL)	\$ 116.903	12,29%	\$ 142.291	13,60%	\$ 315.154	26,62%	\$ 457.805	38,45%	\$ 1.531.737	74,89%	\$ 1.376.328	82,27%
Lucro Líquido após os Impostos (EAT):	\$ 834.666	87,71%	\$ 903.931	86,40%	\$ 868.691	73,38%	\$ 732.818	61,55%	\$ 513.513	25,11%	\$ 296.699	17,73%
Retorno do Ativo antes do IR:	EBIT / IAE0	-	EBIT / IAE0	86,65%	EBIT / IAE0	58,72%	EBIT / IAE0	52,74%	EBIT / IAE0	72,23%	EBIT / IAE0	32,30%
Retorno do Ativo após IR (ROIC Amplo):	NOPAT / IAE0	-	NOPAT / IAE0	62,34%	NOPAT / IAE0	42,53%	NOPAT / IAE0	38,98%	NOPAT / IAE0	53,78%	NOPAT / IAE0	30,68%
Retorno do Patrimônio Líquido (ROE):	LL / PL0	-	LL / PL0	119,04%	LL / PL0	109,12%	LL / PL0	112,87%	LL / PL0	76,14%	LL / PL0	32,78%
Despesa Financeira Líquida s/Passivo Oneroso:	DFL / PJ0	-	DFL / PJ0	15,48%	DFL / PJ0	15,85%	DFL / PJ0	19,03%	DFL / PJ0	48,96%	DFL / PJ0	30,26%
Grau de Endividamento Oneroso (GEO):	PJ0 / PL0	-	PJ0 / PL0	1,210	PJ0 / PL0	2,497	PJ0 / PL0	3,705	PJ0 / PL0	4,639	PJ0 / PL0	5,025
Grau de Alavancagem Financeira (GAF):	ROE / ROIC	-	ROE / ROIC	2,186	ROE / ROIC	1,861	ROE / ROIC	2,625	ROE / ROIC	2,776	ROE / ROIC	1,662
Taxa de Crescimento do Patrimônio Líquido (g):	LLR / PL0	-	LLR / PL0	2,57%	LLR / PL0	-2,34%	LLR / PL0	4,19%	LLR / PL0	22,84%	LLR / PL0	19,67%

CUSTOS DE CAPITAL E CRIAÇÃO DE VALOR:	2012		2013		2014		2015		2016	
		%								
Custo Líquido do Passivo Oneroso	15,4836%		15,8547%		19,0340%		48,9618%		30,2645%	
Custo do Capital Próprio investido	14,4930%									
Custo Médio Ponderado de Capital (WACC):	15,0354%		15,4653%		18,0688%		42,8488%		27,6467%	
Lucro da atividade-fim após IR (NOPAT Restrito):	\$ 898.583	100,00%	\$ 900.229	100,00%	\$ 838.710	100,00%	\$ 611.207	100,00%	\$ 581.272	100,00%
(-) Valor absoluto do Custo do Capital investido	\$ 248.107	27,61%	\$ 237.407	26,37%	\$ 352.371	42,01%	\$ 954.796	156,21%	\$ 814.646	140,15%
Valor Econômico Adicionado (EVA Restrito):	\$ 650.476	72,39%	\$ 662.823	73,63%	\$ 486.338	57,99%	-\$ 343.589	-56,21%	-\$ 233.374	-40,15%
Lucro gerado p/Ativo após o IR (NOPAT Amplo):	\$ 1.046.222	100,00%	\$ 1.183.845	100,00%	\$ 1.190.623	100,00%	\$ 2.045.250	100,00%	\$ 1.673.027	100,00%
(-) Valor absoluto do Custo do Capital investido	\$ 252.344	24,12%	\$ 430.531	36,37%	\$ 551.900	46,35%	\$ 1.629.482	79,67%	\$ 1.507.497	90,11%
Valor Econômico Adicionado (EVA Amplo):	\$ 793.877	75,88%	\$ 753.313	63,63%	\$ 638.723	53,65%	\$ 415.768	20,33%	\$ 165.530	9,89%