

**“Nesse Negócio Vale a Pena Investir?”: O Caso Natura S.A**

**Henrique Rodrigues** – henrique.rodriguesr@outlook.com

Universidade Federal de Uberlândia

**Sabrina Rafaela Pereira Borges** – sabrinarpb@yahoo.com.br

Universidade Federal de Uberlândia

**Tamires Sousa Araújo** – tamiresousa124@hotmail.com

Universidade Federal de Mato Grosso do Sul

**Lísia de Melo Queiroz** – lisia@ufu.br

Universidade Federal de Uberlândia

**Moisés Ferreira da Cunha** – moises.cunha2807@gmail.com

Universidade Federal de Goiás

**Resumo**

A ST Investimentos é uma empresa formada há 5 meses, localizada em Uberlândia/MG. A empresa surgiu a partir de um sonho de 3 jovens universitários, que tinham um espírito empreendedor, queriam ter o seu próprio negócio, e uniram suas reservas financeiras para investir em ações de outras empresas consolidadas no mercado. Com uma ideia de um dos jovens, surgiu a questão de se investir na empresa Natura Cosméticos S.A, assim solicitaram um laudo da situação econômica da empresa para a HTS Contabilidade e Consultoria. O caso resgata a história de jovens empreendedores, apresenta o panorama de uma avaliação de empresa, evidenciando as particularidades que os investidores precisam saber para usarem seus recursos da melhor forma. O dilema envolve a tomada de decisão financeira de investimento no mercado de ações brasileiro, em meio a um cenário econômico instável. O caso foi elaborado para debater questões relativas à avaliação de empresas, com ênfase na discussão nos procedimentos que devem ser utilizados para uma avaliação eficiente. Especificamente, o caso objetiva: (a) evidenciar que as mudanças do cenário econômico impactam a avaliação de uma empresa; (b) identificar os desafios de se realizar uma avaliação de uma empresa; (c) apresentar para os alunos uma situação que eles devem tomar a decisão de investir ou não em uma empresa; (d) apresentar detalhes de como se realizam as estimativas financeiras.

Palavras-chave: Valuation; Natura; Consultoria; Mercado de Ações; Investimento.

## 1. Introdução

Investir, atualmente, no mercado de ações brasileiro passou a ter um grau de dificuldade maior, pois o Brasil perdeu o grau de investimento, sendo considerado como um país de nível de investimento arriscado. Em meio a esse cenário, investir em uma empresa brasileira, que tem sua produção alicerçada em recursos naturais pode ser um perigo para investidores iniciantes.

Mesmo assim, três universitários da Universidade Federal de Uberlândia resolveram abrir uma empresa. Os jovens nasceram visionários, sempre buscando mais ensinamentos, se conheceram na pós-graduação. Com alguns anos de amizade, um sonho os uniu, decidiram juntar suas economias e criar a empresa ST Investimentos. A empresa tem como objetivo investir em ações no mercado financeiro.

Escolheram, de início, investir na Natura Cosméticos S.A. Porém, faltava conhecimento de mercado. Mas surgiu o seguinte questionamento: Comprar ações da Natura Cosméticos S.A é uma boa opção de investimento diante do cenário apresentado?

Para auxiliar neste dilema, no dia 29 de fevereiro de 2016, a ST Investimentos contratou a HTS Consultoria e Contabilidade e pediu um relatório de avaliação econômico-financeira da Natura Cosméticos S.A em meio à crise política e econômica do país, para investimentos em ações, conforme contrato de prestação de serviços para a empresa ST Investimentos, e assim, conhecerem o real valor da empresa Natura. A HTS apresentou o relatório aos investidores.

## 2. A Empresa

A Natura atua há 40 anos no mercado, presente em sete países da América Latina e na França. Ela é considerada a 6ª maior empresa do mundo de venda direta de produtos de perfume, cosméticos e higiene pessoal. Ela conta com um faturamento médio de aproximadamente 7 bilhões, que tem sido impulsionado por sua participação na América Latina, com um portfólio com 34 marcas, e é considerada a 8ª marca brasileira mais valiosa (R\$826 milhões em 2016).

A Natura possui oito centros de distribuição no Brasil e mais de sete mil colaboradores, sendo 80% no Brasil e o restante na Argentina, Chile, Peru, México, Colômbia, França e Nova Iorque. São 100 milhões de consumidores; 1,5 milhão de consultoras; 1500 produtos e 5 mil fornecedores. O desenvolvimento da empresa tem sido baseado na estratégia multicanal: vendas através de consultoras, site e experimentação.

A empresa foi fundada em 1969; e em 1982 começou o seu processo de internacionalização, primeiramente no Chile. Em 1983, a Natura se tornou pioneira na venda de refis. Em 1994, se expande para a Argentina e o Peru. No ano de 2001, inaugura o espaço Cajamar em São Paulo, que é a atual sede da companhia e onde fica o seu centro de pesquisa.

A abertura do capital aconteceu em 2004. Em 2005, a empresa abre a Casa Natura (loja de experimentação) e começa atuar na capital da França e no México. E em 2007, inicia as operações na Colômbia e na Venezuela. A partir de 2016 a empresa está focada na estratégia de abertura de lojas físicas nas capitais, especialmente em grandes *shoppings centers*, com vista a expandir suas vendas no país.

Ela trabalha com o conceito de valor de sustentabilidade em relação à qualidade das relações, mudanças climáticas, sóciobiodiversidade, resíduos sólidos e gestão da água. Desse modo, a empresa ganhou em 2014 a certificação BCorp e um prêmio ambiental da ONU em 2015.

Em 2013 a Natura adquiriu a empresa australiana AESOP pelo valor de R\$149 milhões; e desde então, vem apresentando uma queda no seu valor de mercado, que passou de R\$25,6 bilhões em 2013, para R\$11,8 bilhões em 2015.

A Natura possui em sua estrutura acionária 40% das ações em circulação no mercado e 60% em posse dos controladores. O fato é que a maior parte das ações da empresa em circulação se encontra com pessoas jurídicas no exterior.

## **2.1 Mercado de Cosméticos no Brasil**

O mercado de cosméticos possui um faturamento em torno de 40 bilhões de reais, o que representa mais de 1,8% do PIB (Produto Interno Bruto) do Brasil. De acordo com a Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (ABIHPEC), o mercado de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos registrou uma retração nos últimos 23 anos; e uma retração de 8% em 2015. Contudo, pesquisas mostram que o setor não tem sentido muito a crise, já que os consumidores continuam consumindo produtos, mesmo que busquem por similares mais acessíveis (MINTEL, 2015).

O Brasil é o 3º maior mercado mundial do setor de higiene pessoal, perfumaria e cosmética, em receita gerada por vendas ao consumidor, ficando atrás apenas dos Estados Unidos (2º lugar) e China (1º lugar). É o primeiro mercado em desodorantes, produtos infantis e perfumaria; segundo mercado em produtos de higiene oral, proteção solar, masculinos, cabelo e banho e terceiro em produtos de cosméticos de maquiagem (ABIHPEC, 2012).

Os brasileiros consomem R\$86 bilhões por ano de cosméticos. Apesar de 70% das compras serem feitas por mulheres, é o terceiro segmento mais vendido do e-commerce, e em 2013 gerou mais de 55 bilhões de compras. O principal fator que impulsiona as vendas é o lançamento de produtos. Portanto, as empresas desse segmento investem continuamente em inovação e pesquisa e desenvolvimento (P&D) (ABIHPEC, 2012).

As principais empresas de cosméticos e produtos de higiene que atuam no Brasil são: Natura, Avon, Mary Kay, O Boticário, Unilever, L'oreal, Vult Cosmética, BeautyColor, Nívea, Maybelline, P&G, Johnson & Johnson e Contém Ig.

## **2.2 Análise de Indicadores Históricos**

A primeira análise que a HTS apresenta é a análise dos indicadores econômicos e financeiros, que possibilitou a conclusão de ela vem se endividando mais com capital de terceiros a curto prazo, apresentando uma tendência de manutenção a queda da liquidez e diminuição da rentabilidade. Esses aspectos estão refletidos nas projeções realizadas, principalmente nas estimativas da taxa de desconto, taxa de crescimento e no valor da empresa.

Do mesmo modo, os indicadores de atividade da empresa mostraram que ela é totalmente dependente de terceiros para o financiamento do seu giro e que este vem aumentando, o que será refletido na projeção do crescimento da empresa. Além do mais, através da análise horizontal e vertical das demonstrações contábeis da empresa notou-se que a maior parte das receitas de vendas é absorvida pelas despesas e receitas operacionais.

A data-base da avaliação econômica e financeira da Natura Cosméticos S.A foi 31 de dezembro de 2015. Utilizou-se como base para a avaliação as informações das Demonstrações Contábeis Auditadas nos anos de 2013, 2014 e 2015 coletadas no próprio site da empresa; bem como Press Release informado pela Natura Cosméticos S.A nos anos de 2014, 2015 e 2016; dados e informações de mercado sobre o setor de atuação da empresa; e informações obtidas do mercado financeiro e da empresa.

### 2.3 Premissas adotadas e informações importantes

A análise das demonstrações contábeis da Natura com os dados históricos foi realizada a partir de 2013, uma vez que em 2013 a empresa adquiriu 66,21% da Emeis Holdings PtyLtd, o que modificou suas estruturas de ativo e passivo, e, portanto, não justifica, em termos de avaliação, a consideração de períodos anteriores a esses. Além do mais, em 2013 a empresa começou a ter resultados de vendas em decorrência do lançamento da marca Sou.

Para a análise do valor da empresa foram utilizados os métodos dos Fluxos de Caixa Descontado e Múltiplos por EBITDA. Para a projeção dos fluxos de caixa da Natura são consideradas as premissas de crescimento da receita e custos variáveis, os investimentos necessários e a necessidade de capital de giro da empresa.

O cálculo da taxa de desconto foi realizado tomando como base as dívidas de curto e longo prazo e do custo de capital exigido pelos acionistas, ou seja, a taxa de atratividade mínima. Além do mais, as projeções levaram em consideração também os efeitos do risco cambial, de juros e de crédito das consultoras da empresa (2% do faturamento em inadimplência).

Quanto ao custo de capital de terceiros tem um grande impacto na empresa, já que historicamente a composição do endividamento mostra que a Natura vem dependendo muito de terceiros e suas dívidas têm sido mais de curto prazo. Portanto, esses aspectos foram levados em consideração para a expectativa de projeção do custo da dívida. Para os próximos períodos, ela não dependerá de mais financiamentos de curto prazo para financiar o seu giro, contudo, ela possui dívidas a serem pagas, já que emitiu debêntures em 2014 e 2015 com vencimento no período de 2018 a 2020.

O Custo de Capital Próprio foi estimado a partir do modelo CAPM (Modelo de Precificação de Ativos de Capital) ajustado para o risco-país. Além disso, foi utilizado o WACC (Custo Médio Ponderado de Capital) como parâmetro para calcular a taxa de desconto a ser aplicada aos fluxos de caixa da empresa. A Natura possui participações em diversas empresas estrangeiras, contudo, para esta avaliação adotou-se premissas voltadas para o mercado local.

As projeções foram feitas em moeda brasileira e em termos nominais (levando em conta os efeitos inflacionários), na data-base de 31 de dezembro de 2015. As premissas macroeconômicas utilizadas estão baseadas nas estimativas divulgadas IBGE, Banco Central e agências de rating. O fato é que a empresa sofre influências de variáveis econômicas como o PIB (Produto Interno Bruto) e a Inflação que estão relacionados ao poder de consumo das pessoas para a compra de produtos de cosméticos. Além disso, a empresa sofre efeitos das variações da taxa de câmbio, pois suas transações em moeda estrangeira são convertidas para a moeda nacional. E por fim, é importante destacar que a empresa adota a metodologia de *hedge accounting*, utilizando instrumentos derivativos (contratos de *Swaps*) com o objetivo de proteção dos seus fluxos de caixas operacionais em termos de variações de câmbio e taxa de juros, o que possibilita com que ela não tenha possíveis surpresas nas variações dos seus resultados esperados.

Em comparação a metodologia do fluxo de caixa descontado, a avaliação por múltiplo considerou apenas os dados de 2015 como referência; enquanto que o fluxo de caixa descontado está mais atrelado ao comportamento operacional da empresa, e, portanto, foram considerados os últimos três períodos para a avaliação.

### 3. Valuation

Para a realização do Valuation foi escolhida a metodologia do fluxo de caixa descontado, por considera-la mais completa, utilizando-se o comportamento operacional da empresa, e foram considerados os últimos três períodos para a avaliação. A premissas são descritas a seguir.

### 3.1. Estimativa do Custo de Capital de Terceiros

Para a projeção do custo da dívida foi utilizado o modelo empírico, pois conforme Pereira (2001) esse modelo considera o risco de inadimplência da empresa e a taxa livre de risco mais o risco-país, que juntos refletem a visão de terceiros sobre o risco da empresa. A fórmula do modelo empírico é assim representada:

$$K_i = R_f + R_c + R_p$$

Sendo:

$K_i$  = Custo do Capital de Terceiros;

$R_f$  = Taxa Livre de Risco (Retorno dos títulos do governo norte-americano – T note 10 anos);

$R_c$  = Prêmio pelo risco de inadimplência (Rating de dívidas da Standard & Poor's ou S&P);

$R_p$  = Prêmio pelo risco país (Risco Brasil).

A taxa livre de risco foi obtida no site valor econômico, sendo de 1,71 o t-note de 10 anos, cuja estimativa corresponde ao dia 03 de junho de 2016, projeções do Tesouro dos EUA.

Para o prêmio pelo risco de inadimplência, também conhecido como *default spread*, foi utilizada a classificação de risco da Natura realizada pela S&P em fevereiro de 2016, que classificou a empresa na categoria BBB -, o que significa que há um grau médio baixo de risco da empresa “dar calote”, considerando a escala global. Contudo, a empresa manteve sua classificação de AAA na escala nacional, que representa o mais alto *rating*, ou seja, das empresas de menor risco. Para esta avaliação, optou-se pelo *rating* escala global, uma vez que a empresa possui alta quantidade de investidores externos. Essas informações da classificação foram obtidas em Carranço (2016).

Por meio do site de Damodaran (2016), adotou-se como *default spread* da Natura a taxa de 2,25%, que se refere ao rating BBB da S&P que indica grau médio-baixo de risco.

Como foi utilizado como taxa livre de risco o *benchmarking* de um título norte-americano, acrescentou-se o risco-país do Brasil para o cálculo do custo da dívida da Natura, que é uma empresa brasileira. O risco-país do Brasil foi obtido no site do Damodaran (2016), cujo valor é de 3,28% (*Country Risk Premium*) na estimativa de janeiro de 2016.

Para Pereira (2006) há vários ajustes que devem ser realizados no risco-país; e o lambda ( $\lambda$ ) é a abordagem de ajuste ao risco-país mais expressiva, pois reconhece as diferenças significativas na exposição ao risco-país entre empresas. Ajustou-se, assim, o risco-país utilizado considerando a participação da Natura nesse risco através do lambda.

Nesse sentido, Damodaran (2003) acrescenta que a análise de receitas é uma das formas de se estimar o lambda, que pode ser calculado através da proporção das receitas geradas em um país comparadas à proporção das receitas geradas pela média das empresas naquele país, conforme se observa na equação apresentada pelo autor:

$$\lambda = \frac{\text{Proporção das receitas no país empresa}}{\text{Proporção das receitas no país empresa média}}$$

Em média, a Natura Cosméticos S.A possui 80,12% de suas receitas brutas dependentes do mercado interno (2013 a 2015). Os outros 19,57% correspondem às participações da empresa na América Latina (México e Colômbia), França, Holanda, Estados Unidos e da aquisição da Australiana Emeis Holdings PtyLtd. (“Aesop”). Já para a proporção das receitas geradas pela média das empresas naquele país foi considerada a proporção média das receitas das cinco maiores empresas de cosméticos e produtos de higiene pessoal que atuam no Brasil (Natura:

80,12%; Unilever: 12,8%; Avon: 20%; P&G: 23%; Boticário: 90,8%). Logo, o lambda encontrado é de 1,77, que será ajustado ao risco-país.

Segundo Copeland et al. (2002), quando o título local não for denominado em dólar, é necessário fazer um ajuste do diferencial de inflação. Sendo assim, posteriormente excluiu-se a inflação do mercado dos Estados Unidos e depois se adicionou a taxa da inflação brasileira (pelo IPCA) para se chegar ao custo da dívida. A escolha do IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor) como taxa de inflação brasileira se deve ao fato desse indicador ser o mais utilizado em trabalhos de avaliação de empresas. Assim, a mediana da projeção do IPCA brasileiro para os próximos doze meses pelo Relatório Focus do Banco Central é de 5,96%, considerando a data de 27 de maio de 2016. Já para a inflação americana do IPC, o Banco Central dos Estados Unidos (FED) prevê uma inflação de 1,2% para os próximos doze meses, na data de março de 2016.

E por fim, calculou-se o custo da dívida líquida, considerando como tributo a taxa de 34%, composta de 25% da alíquota do Imposto de Renda e 9% de Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido, por ser a taxa utilizada pela própria empresa analisada. Assim, o custo da dívida líquida é de 9,52%, cujo cálculo é demonstrado na Tabela 1, conforme modelo apresentado por Assaf Neto (2014).

TABELA 1 - Cálculo custo de capital de terceiros

Taxa Livre de Risco	1,71%
Default Spread	2,25%
Risco-País	3,28%
Participação da Natureza no Risco-País	1,77
Risco-País Ajustado	5,80%
Ki Nominal em US\$	9,76%
Inflação EUA	1,20%
Ki Real em US\$: (1,0976 dividido por 1,012)-1	8,46%
Inflação Brasil	5,96%
Ki Nominal em R\$: Ki real em US\$ + Inflação Brasil	14,42%
Ki líquido do IR	<b>9,52%</b>

Fonte: Elaboração Própria (2016)

O Quadro1 apresenta uma síntese das premissas adotadas no cálculo do Ki.

QUADRO1 - Premissas custo de capital de terceiros

<b>Aspecto</b>	<b>Premissa Adotada</b>
<i>Modelo</i>	Empírico
<i>Taxa livre de risco</i>	T-bond 10 anos norte-americano
<i>Rating de risco</i>	Classificação S&P
<i>Risco de inadimplência</i>	Base de dados Damodaran
<i>Risco-país</i>	Base de dados Damodaran
<i>Ajuste Risco-país</i>	Lambda

Fonte: Elaboração Própria (2016)

### 3.2 Estimativa do Custo de Capital Próprio

A estimativa do custo de capital próprio requer um modelo. Assim, optou-se pelo modelo do CAPM (Modelo de Precificação de Ativos Financeiros) pelo fato de ser o modelo mais aplicado, conforme Pereiro (2006), apesar das críticas à simplicidade e eficiência do CAPM quando aplicado a determinados ambientes econômicos. Assim, de acordo com esse mesmo

autor, o risco-país é normalmente adicionado ao modelo do CAPM para o cálculo da taxa de desconto. Logo, a fórmula utilizada para o cálculo do custo de capital próprio foi:

$$Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf) + \text{Risco-país}$$

Sendo:

Ke = Custo do Capital Próprio

Rf = Taxa Livre de Risco (Retorno dos títulos do governo norte-americano – T note 10 anos)

$\beta$  = Beta: Risco não diversificável (média do setor de atividade formado por empresas comparáveis do mercado global)

Rm = Retorno da carteira de mercado (retorno médio da carteira de mercado do Índice da Standard & Poor's 500 - S&P 500)

Considerou-se como taxa livre de risco o mesmo t-note de 10 anos norte-americano utilizado no cálculo do custo de capital de terceiros.

O coeficiente beta ( $\beta$ ) dessa avaliação foi obtido na base de dados Damodaran (2016), que produzem e comercializam cosméticos, perfumes e produtos de higiene pessoal, assim como a Natura, setor *Household Products* na base de dados consultadas. A escolha do mercado global para a comparação é justificada pela existência de poucas empresas de fato comparáveis no mercado emergente. Assim, o beta médio desalavancado do setor encontrado foi de 0,96. Esse beta é inferior a 1, o que significa que as empresas desse setor possuem uma volatilidade baixa em relação ao mercado. Posteriormente, o cálculo do beta alavancado foi feito pela seguinte fórmula:

$$Bl = \beta u \times [1 + (D/PL) \times (1-IR)]$$

Sendo: Bl, o Beta alavancado; Bu, o Beta desalavancado; D/PL, a proporção entre dívidas e capital próprio; e, IR a alíquota de Imposto de Renda de 34%.

A partir da estrutura média de capital (dívida onerosa por patrimônio líquido) da Natura dos últimos três anos (Média de 2,48 em 2013; 3,47 em 2014 e 5,14 em 2015), obteve-se o valor de 2,97 (0,96x [(1+3,69) x (1-0,34)]) para o beta alavancado da Natura. Observa-se que a empresa vem apresentando maior utilização de capital de terceiros, comportamento observado desde o ano de 2013.

Para o cálculo do prêmio pelo risco do mercado considerou-se o retorno médio dos últimos três anos da carteira de mercado do Índice da Standard & Poor's 500 (S&P 500). Esses retornos foram retirados da base dados de Assaf Neto (2016). Dessa forma, obteve-se o retorno médio de 8,38% (Média geométrica de 32,15%, 13,48% e 1,36%, que se refere ao Índice S&P500 de 2013, 2014 e 2015, respectivamente), que foi subtraído da taxa livre de risco de 1,71% e se encontrou o prêmio pelo risco de 6,67%.

O próximo passo foi incluir o risco-país de 3,28% ajustado à participação da Natura, como já mencionado anteriormente no cálculo do custo de capital de terceiros. E por último, é necessário fazer um ajuste do diferencial de inflação, assim como foi feito no custo de capital de terceiros. Logo, retirou-se a inflação norte-americana e acrescentou a inflação do Brasil (com os mesmos valores utilizados no custo de capital de terceiros) e chegou-se ao valor do custo do capital próprio nominal de 31,78%, como é demonstrado na Tabela 2.

TABELA 2 - Cálculo custo de capital próprio

Taxa Livre de Risco	<b>1,71%</b>
Beta Desalavancado do Setor	0,96
Beta Alavancado Natura	2,97
Prêmio pelo Risco	6,67%
Retorno Esperado	8,38%
Risco-País Ajustado	5,80%
Ke Nominal em U\$\$ (1,71 + 4,30 x 6,67 + 5,80)	27,33%
Inflação EUA	1,20%
Ke Real em U\$\$	25,82%
Inflação Brasil	5,96%
Ke Nominal em R\$	<b>31,78%</b>

Elaboração Própria (2016)

O Quadro 2 apresenta uma síntese das premissas adotadas no cálculo do Ke.

QUADRO 2 - Premissas custo de capital próprio

Aspecto	Premissa Adotada
Modelo	CAPM ajustado ao risco-país
Taxa livre de risco	T-bond 10 anos norte-americano
Risco de mercado	Beta setorial
Beta Desalavancado	Setor <i>HouseholdProducts</i> do mercado global – Base de dados Damodaran
Beta Alavancado	Estrutura de Capital da Natura
Retorno de mercado	Média geométrica do S&P500 de 2013 a 2015
Risco-país	Base de dados Damodaran
Ajuste Risco-país	Lambda

Fonte: Elaboração Própria (2016)

### 3.3 Estimativa do Custo de Capital Total

O Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC ou WACC) é o custo de capital total da empresa. Assim, a taxa de desconto a ser utilizada deve representar o custo global de capital, de modo a considerar a proporção de fato de cada custo de financiamento no custo total da empresa, o que justifica a aplicação do WACC como taxa de desconto.

Para Assaf Neto (2014), Copeland et al. (2002, p. 206) e Fernández (2007), o WACC é estimado de acordo com a seguinte fórmula:

$$WACC = \left( \frac{PL}{PL+D} \times Ke \right) + \left( \frac{D}{PL+D} \times Ki \times (1-IR) \right)$$

Sendo:

PL= Patrimônio Líquido avaliado pelo mercado (Nº Ações x valor de mercado da ação)

D = Dívida avaliada no mercado (Considera apenas o passivo oneroso)

Ke = Custo do capital próprio

Ki= Custo da dívida

IR= Alíquota de imposto de renda

O PL foi calculado a valor de mercado, considerando apenas as ações em circulação pela média da cotação diária da ação da Natura nos últimos três anos. Atualmente a empresa possui 171.975.777 de ações em circulação; e o valor médio das ações dos anos de 2013 a 2015 foi de R\$ 34,05. Assim, o valor do PL calculado foi de R\$5.855.775,21 milhões.



Para a dívida foi considerado apenas empréstimos e financiamentos a curto e longo prazo que geram encargos financeiros para a empresa, cuja média foi de R\$4.136.998,67 milhões (Média do valor das dívidas de 2013, 2014 e 2015 que foi de R\$2.893.906 milhões; R\$3.981.210 milhões; e R\$5.535.880 milhões, respectivamente). Dessa forma, o total médio do capital investido na empresa foi de R\$9.992.773,88 milhões.

Percebe-se que a participação do capital de terceiros é de 41,40%; enquanto que a participação do capital próprio na estrutura de capital é de 58,60%.

E por fim, obteve-se como custo médio ponderado de capital o valor de 22,56% ( $WACC = [(0,5860 \times 0,3178) + (0,4140 \times 0,0952)] \times 100$ ).

O Quadro 3 apresenta uma síntese das premissas adotadas no cálculo do WACC.

QUADRO 3 - Premissas custo de capital total

Aspecto	Premissa Adotada
Modelo	WACC
Proporção Capital Próprio	PL a valor de mercado sobre o capital total investido
Proporção Capital de Terceiros	Passivo oneroso sobre o capital total investido

Fonte: Elaboração Própria (2016)

### 3.4 Estimativa da Taxa de Crescimento

Copeland et al. (2002); e Damodaran (2007) colocam que para se ter um crescimento, é necessário investir, ou seja, é fundamental o estabelecimento do investimento necessário para cada nível de crescimento da empresa. Desse modo, primeiramente foi avaliado o crescimento histórico da Natura, que foi obtido pela taxa de reinvestimento e o ROI (lucro operacional sobre o capital investido). Assim, a fórmula utilizada foi, conforme Assaf Neto (2014):

$$g = \text{Taxa de Reinvestimento}(b) \times \text{Retorno do Investimento (ROI)}$$

Onde:

$$b = \frac{\text{CAPEX} - \text{Depreciação} + \text{Variação do Capital de Giro}}{\text{NOPAT}}$$

$$\text{ROI} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Investimento}}$$

As Tabelas 3 e 4 apresentam o histórico da taxa de reinvestimento e o ROI. O cálculo foi baseado no modelo de Assaf Neto (2014, p.249). É importante ressaltar que se utilizou como CAPEX (Despesa de Capital) o valor apresentado pela empresa nas suas demonstrações contábeis; e a Necessidade de Investimento em Giro (NIG) é apresentada em anexo.

TABELA 3 - Histórico taxa de reinvestimento da Natura (em milhares de R\$)

	2013	2014	2015
<b>1. EBITDA</b>	1.609.000	1.554.500	1.495.900
<b>2. Depreciação e Amortização</b>	191.821	189.811	239.197
<b>3. EBIT (1-2)</b>	1.417.179	1.364.689	1.256.703
<b>4. NOPAT: EBIT – IR (34%)</b>	935.338,14	900.694,74	829.423,98
<b>5. Depreciação e Amortização</b>	191.821	189.811	239.197
<b>6. Fluxo de Caixa Operacional (4+5)</b>	1.127.159,14	1.090.505,74	1.068.620,98
<b>7. CAPEX</b>	553.900	505.700	383.000
<b>8. NIG</b>	137.230	190.790	260.420
<b>9. Fluxo de Caixa Disponível (6-7-8)</b>	436.029,14	394.015,74	425.200,98
<b>10. Reinvestimento Total Líquido (7+8-2)</b>	499.309	506.679	404.223
<b>11. Taxa de Reinvestimento (10/4)</b>	53,38%	56,25%	48,74%

Fonte: Demonstrações Financeiras Natura 2013, 2014 e 2015; Elaboração Própria (2016)

TABELA 4 - Histórico ROI da Natura (em milhares de R\$)

	2013	2014	2015
<b>A. Capital Investido (D+PL)</b>	4.062.156	5.129.889	6.613.647
<b>B. NOPAT</b>	935.338,14	900.694,74	829.423,98
<b>C. ROI (B/A)</b>	23,03%	17,56%	12,54%

Fonte: Demonstrações Financeiras Natura 2013, 2014 e 2015; Elaboração Própria (2016)

Com base na média histórica apresentada nos últimos três anos, observou-se que a Natura possui um reinvestimento em torno de 52,79% e que o seu ROI médio é de 17,71%. Proporcionando então, uma taxa de crescimento de 9,35% para os próximos períodos. Contudo, Copeland et al. (2002); e Damodaran (2007) apontam que os dados históricos não são necessariamente um bom indicador para se fazer projeções a longo prazo.

É importante ressaltar que, apesar de a empresa estar diminuindo o investimento em CAPEX (a empresa faz uma projeção para 2016 de R\$350 milhões), para os próximos períodos a Natura necessita manter uma taxa elevada de reinvestimento por dois motivos: através dos indicadores de atividade da empresa, viu-se que ela vem aumentando a sua necessidade de investimento em giro; e segundo pelo fato dela precisar financiar o seu crescimento acelerado em um das suas participações na América Latina e sustentar a abertura das lojas Natura no país, que começam a partir de 2016. Dessa forma, a taxa de reinvestimento deverá se manter acima de 50% pelo menos nos próximos três anos, o que justificaria a adoção da taxa de crescimento 9,35% no período explícito de 2016 a 2018, com a realização de alguns ajustes.

De acordo com dados da Euromonitor (2012), o setor de cosméticos apresenta um crescimento em torno de 5%. Além disso, na América Latina, o mercado segue em crescimento com taxas superiores à média global até 2022, e a Natura, com um desenvolvimento acima de 30% ao ano, de acordo com dados da Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (ABIHPEC, 2012). Dessa forma, considerando os dados do mercado, a empresa deveria crescer uma taxa de 6,5% (5% de crescimento do Mercado de Cosméticos mais os 30% de expectativa de crescimento da Natura na América Latina) até 2022.

Nesse sentido, para o período explícito de 2019 até 2021 é utilizada como base a taxa de crescimento de 6,5%, que considera a expectativa do setor e da empresa. Optou-se por essas estimativas da taxa ao invés do PIB (Produto Interno Bruto), uma vez que o setor de cosméticos tem demonstrado não ser tão suscetível às oscilações econômicas, conforme dados da pesquisa da Pesquisa Global de Mercado e *Insights* de Mercado (MINTEL) em 2015.

E o último estágio do período explícito de 2022 a 2025 envolve a incorporação dos ganhos de sinergias à taxa de crescimento. De acordo com Felix (2012), a aquisição da empresa australiana AESOP pela Natura tinha como intuito a expansão da AESOP na América Latina e a internacionalização da Natura, principalmente em mercados altamente competitivos, como Europa, Ásia e Estados Unidos. Esses aspectos se enquadram em ganhos de sinergias do tipo operacionais, conforme Rappaport (2001), pela ligação de diferentes forças funcionais das duas companhias para se chegar a novas faixas de mercado.

Através da análise das demonstrações consolidadas da Natura, viu-se que apesar de a Natura ter tido uma retração no lucro líquido após a aquisição da empresa, a AESOP nos três anos após a aquisição pela Natura conseguiu triplicar o faturamento e dobrar a quantidade de lojas ao redor do mundo, o que trará retornos futuros para a Natura.

Em suma, pela análise histórica, nota-se que a AESOP de 2013 a 2015 teve um crescimento de 95% (proveniente da abertura de 135 lojas), que foram refletidos em um aumento médio de

7,6% nos resultados operacionais da Natura nesse período. O fato é que a expectativa é que a Natura irá comprar maiores percentuais da AESOP nos próximos períodos, como aconteceu em 2015, e, portanto, maiores poderão ser os ganhos futuros para a empresa adquirente.

Considerando esses aspectos evidenciados pela aquisição da AESOP, são incluídos 7% nas taxas de crescimento dos períodos projetados, como referência aos ganhos de sinergia até a finalização dos pagamentos da aquisição, ou seja, até 2021. A partir desse período, a expectativa da Natura é ter crescimentos que se assemelham aos resultados da sua expansão na América Latina, ou seja, na casa dos 30% com “os frutos” da sinergia.

Em suma, a Tabela 5 apresenta uma síntese das taxas de crescimento utilizadas no período explícito.

TABELA 5 - Taxas de crescimento para o período explícito

Taxa de Crescimento (g)	Taxa de Crescimento ajustada a Sinergia (g)	Período
9,35%	10% (9,35% + 7% de sinergia com AESOP)	2016 a 2018
6,5%	6,96% (6,5% + 7% de sinergia com AESOP)	2019 a 2021
6,5%	8,45% (6,5% + 30% de sinergia na América Latina)	2022 a 2025

Fonte: Elaboração Própria (2016)

E por último, o crescimento no período da perpetuidade, de 2026 em diante, foi obtido pela expectativa de crescimento do mercado de cosméticos de se manter na casa dos 5% até 2030, de acordo com dados da ABIHPEC (2014), onde se espera que o mercado cresça com muitas exportações de produtos. É importante ressaltar que não se considerou nenhum ganho de sinergia na perpetuidade.

O Quadro 4 apresenta um resumo das premissas adotadas para a Taxa de Crescimento (g).

QUADRO 4 - Premissas para a taxa de crescimento (g)

Aspecto	Premissa Adotada
Modelo utilizado	ROI x Reinvestimento e Setor
Quantidade	4 taxas diferentes: 3 taxas diferentes para o período explícito e 1 para a perpetuidade
Ajustes realizados	Sinergia: apenas no período explícito

Fonte: Elaboração Própria (2016)

### 3.5 Valor da Natura pelo Fluxo de Caixa Descontado

O método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) foi considerado como o melhor modelo de avaliação por Fernández (2002) e o único conceitualmente correto pela coerência nos cálculos. Assim, dentre os modelos baseados no fluxo de caixa descontado, foi-se escolhido o fluxo de caixa livre da firma por ser o mais abordado, conforme o mesmo autor. Damodaran (2007) traz que o fluxo de caixa livre não é adequado a ser utilizado em empresas com graves problemas financeiros ou com resultados cíclicos, o que não se encaixa no caso da Natura.

Damodaran (2007) aponta três importantes aspectos na projeção de fluxos de caixa: a duração do período de crescimento extraordinário da empresa; os fluxos de caixa durante o período de alto crescimento e o cálculo do valor terminal.

Para Ross et al. (2000), os períodos de projeções de fluxo de caixa mais utilizados são de 5, 7, 10 e 12 anos. Nesse mesmo sentido, Martelanc et al. (2010) coloca que uma projeção deve ser

realizada dentre 5 a 10 anos no máximo, pois fora desse intervalo, há uma grande probabilidade de ocorrência de erros nas previsões. Pereiro (2006) também aponta que no contexto de mercados emergentes, os períodos de projeção explícita devem ser menores em razão da alta volatilidade das variáveis macro e microeconômicas.

Desse modo, o período projetado nessa avaliação foi de 10 anos (2016 a 2025), que foram divididos em três estágios: 2016 a 2018; 2019 a 2021; e 2022 a 2025, pelo motivo de que a empresa possui reconhecimento de certas obrigações cujo vencimento máximo data 2021 no primeiro momento; além do fato de haver expectativas de diferentes ganhos de sinergias, o que caracteriza potenciais taxas de crescimentos diferenciadas ao longo do período projetado, conforme evidenciada na seção anterior.

Nesse sentido, adotou-se o modelo de três estágios, no qual a empresa é avaliada com um período inicial de crescimento que ainda é refletido pela aquisição; um período que ela cresce mais próximo do nível do setor e um período que a empresa cresce acima do setor pela incorporação da maior parte das sinergias.

Há vários modos de se fazer projeção dos fluxos de caixa para a perpetuidade. Assaf Neto (2014) traz que uma das formas amplamente indicadas na literatura é a que adota um crescimento constante nos fluxos de caixa disponíveis por toda a perpetuidade, que é dependente do comportamento previsto de direcionadores de valor, como o retorno do investimento (ROI), o custo médio ponderado de capital (WACC) e o crescimento das operações. Contudo, só se deve adotar uma taxa de crescimento constante quando o negócio avaliado tiver indícios de estabilidade. Assim, após o período de crescimento extraordinário da Natura, pressupõe que a empresa irá crescer a uma taxa estável, ou seja, a partir de 2026 foi calculado o valor residual com base em um fluxo de caixa futuro perpétuo e uma taxa de crescimento baseada no crescimento estimado para o setor de cosméticos.

Nesse contexto, projetou-se o fluxo de caixa livre da Natura. De acordo com Fernández, (2007), o cálculo desse fluxo de caixa tem como base o resultado operacional (EBIT), como de observa nas Tabelas 6 e 7, que posteriormente, são descontados ao WACC para se calcular ao valor da empresa.

TABELA 6 - Projeção fluxo de caixa da Natura de 2016 a 2021 (em milhares de R\$)

Período	Explícito						
	Ano	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT		1.382.373,30	1.520.610,63	1.672.671,69	1.789.089,64	1.913.610,28	2.046.797,55
IR (34%)		470.006,92	517.007,61	568.708,38	608.290,48	650.627,49	695.911,17
NOPAT		912.366,38	1.003.603,02	1.103.963,32	1.180.799,16	1.262.982,78	1.350.886,39
Reinvestimento		481.638,21	529.802,03	582.782,24	464.052,07	496.350,09	530.896,06
FC		430.728,17	473.800,98	521.181,08	716.747,09	766.632,69	819.990,32
<b>FCD</b>		<b>351.442,70</b>	<b>315.426,70</b>	<b>283.101,64</b>	<b>317.666,14</b>	<b>277.232,14</b>	<b>241.944,76</b>

Fonte: Elaboração Própria (2016)

TABELA 7 - Projeção fluxo de caixa da Natura de 2022 a 2026 (em milhares de R\$)

Período	Explícito				Perpetuidade
	Ano	2022	2023	2024	
EBIT	2.219.751,94	2.407.320,98	2.610.739,61	2.831.347,10	2.972.914,46
IR (34%)	754.715,66	818.489,13	887.651,47	962.658,01	1.010.790,91
NOPAT	1.465.036,28	1.588.831,85	1.723.088,14	1.868.689,09	1.962.123,54
Reinvestimento	699.015,05	758.081,82	822.139,74	891.610,55	553.959,22
FC	766.021,23	830.750,02	900.948,40	977.078,54	1.408.164,33
<b>FCD</b>	<b>184.416,40</b>	<b>163.185,04</b>	<b>144.397,99</b>	<b>127.773,84</b>	<b>1.048.675,94</b>

Fonte: Elaboração Própria (2016)

O Quadro 5 apresenta um resumo das premissas adotadas para a projeção do FC da Natura.

QUADRO 5 - Premissas para projeção do fluxo de caixa

Aspecto	Premissa Adotada
<i>Modelo utilizado</i>	Fluxo de Caixa Livre
<i>Quantidade de estágios</i>	Três
<i>Período da projeção</i>	10 anos: 2016 a 2025
<i>Período da perpetuidade</i>	FC futuro perpétuo e taxa de crescimento baseada no crescimento do setor

Fonte: Elaboração Própria (2016)

Copeland et al. (2002) coloca que o valor econômico de uma empresa é obtido pela soma dos fluxos de caixa trazidos a valor presente, considerando tanto o período de previsão explícita, quanto o período não-explícito (perpetuidade).

$$\text{Valor da Empresa} = \sum \frac{\text{Fluxo de Caixa Esperado}}{(1+WACC)^t} + \frac{\text{Valor Residual}}{(1+WACC)^n}$$

A sinergia é um aspecto importante a ser considerado no valor de uma empresa. Desse modo, essa será acrescentada ao valor do patrimônio líquido encontrado da Natura. De acordo com Rappaport (2001), o valor criado pela sinergia em uma fusão ou aquisição é o valor da sinergia menos o ágio pago; sendo que o valor da sinergia é representado pelo valor presente dos benefícios incrementais de caixa. Contudo, tratando sobre a Natura, a aquisição da empresa AESOP, por enquanto, só gerou destruição de valor.

Ao realizar a somatória do valor presente dos fluxos de caixa do período explícito e do residual, retirar o valor dívida e somar os ativos financeiros e o valor criado pela sinergia, chegou-se ao valor do patrimônio líquido da Natura de R\$1.423.769,51 milhões, ou seja, de aproximadamente 1,4 bilhões de reais pelo método do fluxo de caixa descontado. Todos esses aspectos são demonstrados na Tabela 8.

TABELA 8 - Valor da empresa (em milhares de R\$)

1. Valor Presente Período Explícito	2.406.587,34
2. Valor Presente Período da Perpetuidade	1.048.675,94
3. Valor da Empresa (1+2)	3.455.263,28
4. Valor Dívida Bruta (2015)	5.535.880
5. Ativos Financeiros	3.513.058
6. Valor Criado pela Sinergia	-8.671,78
<b>7. Valor do PL (3-4+5+6)</b>	<b>1.423.769,51</b>

Fonte: Elaboração Própria (2016)

Para os Ativos Financeiros foi considerado os Derivativos Financeiros e Derivativos Swap de Juros (729.379) + Caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários (2.783.679). O Valor Criado pela Sinergia foi de 7,6% do NOPAT corrente da Natura – ágio de 71.708. O valor patrimonial de 1.423.769,51 dividido por 171.975,78 ações. Sendo assim, considerando a metodologia do FCD, o valor da ação da Natura encontrado foi de R\$8,28, tomando como base o valor patrimonial da empresa e apenas a quantidade de ações em circulação.

#### **4. Considerações finais e possíveis cenários**

À luz dos estudos realizados pela HTS Contabilidade e Consultoria, concluiu-se que o valor econômico da Natura é de aproximadamente R\$1,4 bilhões pela abordagem do fluxo de caixa descontado.

##### **4.1 Cenário Pessimista**

De acordo com dados da Pesquisa Mintel (2015), a perspectiva é que a partir de 2017 o mercado de maquiagens e esmalte no Brasil cresça 5,6%. Assim, para estar mais próxima do setor de atuação da empresa poderia ser adotada esta taxa de crescimento para o período explícito, ao invés dos 10% adotados, já que o mercado espera crescer algo bem abaixo.

Observou-se que a Natura vem perdendo rentabilidade, o que poderá se refletir nos resultados futuros da companhia. Além desses aspectos, nos indicadores de atividade, observou-se que a empresa é totalmente dependente de terceiros para o financiamento do seu giro, e, portanto, considerando o cenário atual da economia e a sua perda de liquidez, há um maior risco para o seu negócio, que deve ser levado em consideração nas projeções a serem realizadas. Nesse sentido, poderia se fazer ajustes na taxa de desconto de modo a refletir esses riscos.

##### **4.2 Cenário Otimista**

O projeto de abertura de lojas físicas da empresa está começando no ano de 2016, o que gera maiores perspectivas para o aumento das receitas de vendas nos próximos períodos. Sendo assim, há boas expectativas em termos de crescimento para a empresa não só no cenário nacional, mas também internacional.

Diante do cenário de desvalorização do real, aumentos dos impostos e pela concorrência mais acirrada, as projeções efetuadas para os próximos dez anos teriam um impacto negativo no lucro, e, portanto, de acordo com o presidente da empresa, a mesma irá diminuir suas despesas administrativas, como viagens nos próximos períodos. Através da Análise Horizontal e Vertical realizada, viu-se que as despesas operacionais são as principais responsáveis pela absorção das receitas de vendas da empresa. Assim, com a diminuição desse tipo de custo, espera-se um possível aumento ou pelo menos permanência no resultado operacional para os próximos períodos.

#### **5. Notas para o ensino**

##### **5.1 Objetivos Educacionais do Caso**

O caso foi elaborado para debater questões relativas à avaliação de empresas, com ênfase na discussão nos procedimentos que devem ser utilizados para uma avaliação eficiente. Especificamente, o caso objetiva: (a) evidenciar que as mudanças do cenário econômico impactam a avaliação de uma empresa; (b) identificar os desafios de se realizar uma avaliação de uma empresa; (c) apresentar para os alunos uma situação que eles devem tomar a decisão de investir ou não em uma empresa; (d) apresentar detalhes de como se realizam as estimativas financeiras.

Espera-se que o (a) aluno (a) se identifique no papel dos avaliadores da HTS e, assim, seja capaz de reconhecer e descrever os problemas enfrentados por eles quando estão na fase de decisão das premissas de avaliação; bem como no papel dos investidores da ST Investimentos no momento de recebimento do relatório de avaliação.

A partir desses objetivos, o professor pode levar os alunos a refletirem sobre as implicações do cenário econômico do Brasil; evidenciar na prática como é feita uma *valuation*, considerando uma gama de questões econômicas, financeiras; e mostrar também como a decisão de investir ou não em uma empresa deve ser bem pensada.

## 5.2 Fonte de Obtenção dos Dados

Os dados apresentados para a avaliação da empresa Natura são reais e foram extraídos essencialmente das seguintes fontes secundárias:

- Base de dados do professor Damodaran: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Base de dados do professor Assaf Neto: <http://www.institutoassaf.com.br/>
- The Wall Street Journal: <http://quotes.wsj.com>
- Jornal Valor Econômico: <http://www.valor.com.br/financas>
- Análises de Setor da Euromonitor: <http://www.euromonitor.com>
- *Rating* de Risco S&P: [http://www.standardandpoors.com/pt\\_LA/ratings](http://www.standardandpoors.com/pt_LA/ratings)
- Relatório Focus do Banco Central: <http://www.bcb.gov.br/?FOCUSRELMERC>
- Dados Natura: <http://natu.infoinvest.com.br/>

## 5.3 Utilização Recomendada do Caso

O caso pode ser utilizado como ferramenta de ensino-aprendizagem para estudantes de graduação e pós-graduação, de disciplinas que tratem de temas relacionados ao mercado financeiro de investimentos, Avaliação de Empresas e outras disciplinas afins nas áreas de Administração e Ciências Contábeis.

## 5.4 Questões para Discussão

1. A ST conseguiria tomar uma decisão de investir ou não na Natura de acordo com o relatório apresentado pela HTS?
2. Se colocando no lugar dos investidores da ST Investimentos, deveria considerar o valor da Natura pelo método do Fluxo de Caixa Descontado ou o valor da empresa pela Avaliação Relativa? Por quê? *Obs: Justifique sua resposta com base na literatura.*
3. Seria um bom investimento comprar ações da Natura no momento atual?
4. Possivelmente depois de quanto tempo os investidores da ST Investimentos teriam retorno se resolverem investir na empresa?
5. Quais outros métodos ou abordagens de avaliação poderiam ter sido utilizados na avaliação da Natura?
6. Considerando que você esteja fazendo a avaliação da Natura, quais premissas utilizaria para a avaliação do Fluxo de Caixa Descontado? *Obs: Justifique sua resposta com base na literatura.*
7. Se fosse para escolher outro múltiplo na Avaliação Relativa, qual você escolheria? Por quê? *Obs: Justifique sua resposta com base na literatura.*

## 5.5 Sugestões para o Plano de Aula

- 1 – É importante que a teoria sobre métodos de avaliação de empresas já tenha sido abordada em sala de aula para que o caso de ensino seja um momento de aplicação prática do conteúdo.
- 2 – Para resolução do caso, o (a) professor (a) deve disponibilizar o material e solicitar uma leitura prévia de forma individual para os alunos em casa, uma vez que o caso é extenso.

3 – As questões propostas do caso deverão ser respondidas em sala de aula, sugere-se separar grupos de quatro a seis pessoas. O professor deverá levar os estudantes a se colocarem no lugar dos avaliadores da HTS; bem como dos investidores da ST para responderem as questões do estudo.

4 – Na primeira parte (50 minutos) os alunos deverão discutir em grupo e propor soluções para o caso. Na segunda parte (50 minutos), todos os estudantes deverão estar dispostos no formato de círculo para discussão das possíveis soluções que encontraram. É importante, que o (a) professor (a) faça um fechamento das principais ideias abordadas pelos estudantes e apresente suas considerações para as questões propostas.

## 6. Referências

ABIHPEC - Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos. **Dados do setor**. 2012. Disponível em: <<https://www.abihpec.org.br/>>. Acesso em: 20 mai.2016.

ASSAF NETO, A. **Valuation: Métricas de valor & avaliação de empresas**. São Paulo: Atlas, 2014.

CARRANÇA, T. S&P corta rating da Natura, com perspectiva negativa. **Valor Econômico**. Publicado em: 01 mar. 2016 às 19:53. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/4461632/sp-corta-rating-da-natura-com-perspectiva-negativa>>. Acesso em: 20 mai. 2016.

COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. **Avaliação de empresas- Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3 ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

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

DAMODARAN. **Base de dados**. 2016. Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>. Acesso em: 06 mai.2016.

DAMODARAN. **Measuring Company Exposure to Country Risk: Theory and Practice**. Stern School of Business. New York, 2003. Disponível em: <<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/CountryRisk.pdf>>. Acesso em 04 jun. 2016.

EUROMONITOR. **Dados pesquisa setor de Cosméticos**. 2012. Disponível em: <<http://www.euromonitor.com>>. Acesso em: 15 mai.2016.

FED. **Banco Central Estados Unidos**. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/econresdata/default.htm>>. Acesso em: 04 jun.2016.

FELIX, A. O que a Natura ganha com a compra da AESOP. **Época Negócios**. Publicado em: 21 dez. 2012 às 10:38. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Informacao/Visao/noticia/2012/12/o-que-natura-ganha-com-compra-da-aesop.html>>. Acesso em: 06 jun.2016.

FERNÁNDEZ, P. **Company valuation methods: The most common errors in valuation**. IESE Business School, Madrid. 2007. Disponível em: <<http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0449-e.pdf>>. Acesso em: 03 jun.2016.

FERNÁNDEZ, P. **Valuing companies by cash flow discounting: Ten methods and nine theories**. IESE Business School, 2002. Disponível em: <<http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0451-e.pdf>>. Acesso em: 03 jun.2016.

FOCUS. **Relatório de mercado**. Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20160527.pdf>>. Acesso em: 04 jun.2016.



INSTITUTO ASSAF. **Finanças Corporativas e Valor no Brasil**. 2016. Disponível em: <<http://www.institutoassaf.com.br/2012/indicadoresEconomicos.aspx>>. Acesso em: 05 jun. 2016.

MARTELANC, R.; PASIN, R.; PEREIRA, F. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity**. São Paulo: Pearson, 2010.

MINTEL. **Apesar da crise, algumas categorias se saíram bem**. Publicado em: 10 jun. 2015. Disponível em: <<http://brasil.mintel.com/imprensa/estilos-de-vida/brasileiros-gastarao-mais-de-r-450-tri-em-2019-representando-crescimento-de-37-entre-2014-e-2019>>. Acesso em: 22 mai. 2016.

NATURA. **Demonstrações Financeiras**. Disponível em: <<http://www.natura.com.br/relatorio-anual/2015/relatorio-anual-2015>>. Acesso em: 06 mai. 2016.

NATURA. **Institucional**. Disponível em: <<http://www.natura.com.br/>>. Acesso em: 13 mai. 2016.

PEREIRO, L. The practice of investment valuation in emerging markets: evidence from Argentina. **Journal of Multinational Financial Management**, n. 16, p.160-183, 2006. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042444X05000629>>. Acesso em: 03 jun. 2016

PEREIRO, L. The valuation of closely-held companies in Latin America. **Emerging Markets Review**, n.2, p.330-370, 2001. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1566014101000243>>. Acesso em: 03 jun. 2016

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores**. São Paulo: Atlas, 2001.

VALOR ECONÔMICO. **Taxas referenciais no mercado norte-americano**. Publicado em: 03 jun. 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-data/tabela/5803/juros-externos>>. Acesso em: 03 jun. 2016.