



Marcella Koeler Alves

**Abertura de capital no Brasil: O estudo de caso da Natura
Cosméticos S.A.**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-
graduação em Administração de Empresas do
Departamento de Administração da PUC-Rio.

Orientador: Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta

Rio de Janeiro
Fevereiro de 2006



Marcella Koeler Alves

**Abertura de capital no Brasil: O estudo de caso da Natura
Cosméticos S.A.**

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-
graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio.
Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Antonio Carlos Figueiredo Pinto

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Marco Antonio Cunha de Oliveira

IBMEC

Prof. João Pontes Nogueira

Vice-Decano de Pós-Graduação do CCS

Rio de Janeiro, 22 de fevereiro de 2006

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, da autora e do orientador.

Marcella Koeler Alves

Graduou-se em Economia pela PUC-Rio e pela mesma instituição fez Mestrado em Administração de Empresas no IAG. Atuou em empresas de Telecomunicação, Petróleo e Mineração, sempre ligada a áreas de finanças. Atualmente trabalha como analista na área de Planejamento Financeiro da Companhia Vale do Rio Doce.

Ficha Catalográfica

Alves, Marcella Koeler

Abertura de capital no Brasil: o estudo de caso da Natura Cosméticos S.A. / Marcella Koeler Alves; orientador: Luiz Felipe Jacques da Motta. - Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Administração, 2006.

122 f. ; 30 cm

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração.

Inclui referências bibliográficas.

1. Administração – Teses. 2. Abertura de capital. 3. Oferta pública inicial. 4. Avaliação de empresas. 5. Fluxo de caixa descontado. 6. Natura Cosméticos S.A. I. Motta, Luiz Felipe Jacques da. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Para André, o amor da minha vida.

Agradecimentos

Em primeiro lugar agradeço aos meus queridos pais, Maria Lucia e Paulo Roberto, por toda a educação e incentivo aos estudos, além da imprescindível presença nos momentos mais importantes da minha vida. Obrigada pela força e motivação desde o início!

À minha querida Pat, irmã e amiga, pela torcida e todo o amor.

Ao meu marido Dequinha, pela leitura, revisão e compreensão nos momentos de maior ansiedade.

Estendo os agradecimentos ao Prof. Luiz Felipe Motta, meu dedicado orientador, pela parceria e estímulo para a realização deste trabalho.

Agradeço aos eminentes professores da Comissão Examinadora pelas oportunas observações e sugestões formuladas, todas incorporadas ao texto.

Agradeço por fim à minha querida avó Zezé e todos os familiares que sempre tiveram palavras de apoio e estímulo.

Resumo

Alves, Marcella Koeler; Motta, Luiz Felipe Jacques (Orientador). **Abertura de capital no Brasil: O estudo de caso da Natura Cosméticos S.A.** Rio de Janeiro, 2006. 122p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O recente crescimento do volume de abertura de capital das empresas nacionais promoveu o aquecimento do mercado brasileiro de valores mobiliários. A estabilização político-econômica, a reforma da Lei das Sociedades por Ações, a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, além do retorno dos investidores estrangeiros no país, constituíram um cenário favorável àquelas companhias que viam a abertura de capital como alternativa ao escasso financiamento bancário, como forma de investimento ou mesmo como oportunidade para reestruturação societária. O objetivo da pesquisa é estudar o mercado brasileiro de capitais, em especial as etapas do processo de oferta pública inicial, identificando seus custos e benefícios, finalizando com o estudo de caso da Natura Cosméticos, a primeira empresa de cosméticos da América Latina a abrir o capital. O modelo utilizado para a avaliação da empresa é o fluxo de caixa descontado, que permite comparar os resultados estimados com os efetivamente realizados pela empresa. Alguns múltiplos também foram calculados para comparação com as competidoras internacionais atuantes no setor. Os resultados obtidos com a pesquisa permitem concluir que a abertura de capital da Natura foi um caso de sucesso, com contínua valorização das ações e expectativa de crescimento constante devido à alta geração de caixa, baixa alavancagem e constantes investimentos. Assim como os benefícios da abertura foram identificados, foi possível encontrar alguns custos, reforçando a necessidade de uma avaliação criteriosa pelas empresas para que os custos não inviabilizem o sucesso da operação.

Palavras-chave

Abertura de capital; Oferta pública inicial; Avaliação de empresas; Fluxo de caixa descontado; Natura Cosméticos S.A.

Abstract

Alves, Marcella Koeler; Motta, Luiz Felipe Jacques (Advisor). **Going public in Brazil: A study case of Natura Cosméticos S.A.** Rio de Janeiro, 2006. 122p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The recent increase of national firms going public allowed the growth of the brazilian stock exchange market. The political and economic stabilization, the edition of new laws on the capital market, aside the return of foreign investors to the country, created a good environment for those companies interested on going public as an alternative to the scarce bank finance, as well as on an investment or as a good chance for its internal reorganization. The scope of the research is to study the brazilian stock market, especially in the stages of the initial public offering, identifying its costs and benefits, concluding with the Natura Cosméticos study case, the first Latin American cosmetic company to go public. The discounted cash flow was the model elected to the company's evaluation, because it allows comparing the estimated results to the consummated ones by the company. Some multiples were also calculated to compare with the international competitors in the same line of business. The research's results show that Natura was a case of success with continuous stocks valorization and expectancy of constant growth because of the high cash flow generation, low leverage and constant investments. Besides the benefits of going public, some costs were found, intensifying the need of a criterial analysis by the companies so that the costs don't overcome the success of the operation.

Keywords

Going public; Initial public offering; Valuation; Discounted cashflow; Natura Cosméticos S.A.

Sumário

1. O Problema da Pesquisa	13
1.1. Introdução	13
1.2. Objetivo	14
1.3. Delimitação do Estudo	15
1.4. Relevância do Estudo	15
1.5. Organização do Trabalho	17
2. Referencial Teórico	18
2.1. Componentes de uma Avaliação de Empresas	18
2.1.1. Modelo de Fluxo de Caixa Descontado	18
2.1.2. Custo Médio Ponderado de Capital	22
2.1.3. Método CAPM (<i>Capital Asset Price Model</i>)	23
2.1.4. Múltiplos	26
2.2. Mercado de Valores Mobiliários	27
2.2.1. Comissão de Valores Mobiliários	28
2.2.2. Bolsa de Valores	30
2.2.3. Mercado de Balcão Organizado	31
2.3. A Abertura de Capital	32
2.3.1. Vantagens e Custos da Abertura	34
2.3.2. Instrumentos de Abertura	41
2.3.3. Abertura de Capital por Emissão de Ações	42
2.4. Governança Corporativa	48
2.5. A Evolução do Mercado de Capitais	53
3. Metodologia	59
3.1. Tipo de Pesquisa	59
3.2. Universo e Amostra	60
3.3. Coleta de Dados	60
3.4. Tratamento dos Dados Coletados	61
3.5. Limitações do Método	61
4. Estudo de Caso: Natura Cosméticos S.A.	63
4.1. Panorama da Empresa	63
4.2. Estratégia de Negócios	67
4.2.1. Linhas e Produtos	69
4.2.2. Cadeia Produtiva	69
4.3. Visão Geral do Setor de Cosméticos	72
4.4. Principais Competidores	76
4.5. Motivação para abrir o Capital	81
4.6. Termos e Condições de Oferta	82
4.7. Premissas da Avaliação Financeira	86

5. Resultados da Pesquisa	99
5.1. Análise de Mercado	99
5.2. Análise Financeira	100
6. Conclusão	109
7. Referências Bibliográficas	113
8. Anexos	117

Lista de tabelas

Tabela 1: Empresas listadas nos níveis da Bovespa	52
Tabela 2: Performance de empresas listadas nos índices da Bovespa	53
Tabela 3: Emissões primárias e secundárias em 2004 e 2005	55
Tabela 4: Percentual de matéria-prima por fornecedores	70
Tabela 5: Projeção dos representantes de vendas no Brasil e produtividade	71
Tabela 6: Vendas mundiais de cosméticos por segmento em 2002	73
Tabela 7: Vendas mundiais e consumo per capita de cosméticos em 2002	74
Tabela 8: Porcentagem de vendas por canal de distribuição em 2002 (%)	77
Tabela 9: Segmento de mercado (R\$ MM) e <i>market share</i> por companhia (%)	78
Tabela 10: Capital social da Natura antes e após a abertura de mercado	84
Tabela 11: Colocação das ações por tipo de investidor	85
Tabela 12: Projeção da Receita Bruta	87
Tabela 13: Projeção do Volume de Vendas	87
Tabela 14: Reajuste dos preços	88
Tabela 15: Custo dos Produtos Vendidos	89
Tabela 16: Despesas Operacionais	89
Tabela 17: Despesas Operacionais com vendas	90
Tabela 18: Despesas Operacionais administrativas	91
Tabela 19: Impacto da amortização de ágio sobre os impostos	92
Tabela 20: Investimento e Depreciação	94
Tabela 21: Posição da Dívida	98
Tabela 22: Fluxo de Caixa do Acionista em BRL	101
Tabela 23: Fluxo de Caixa do Acionista em USD	102
Tabela 24: Evolução do WACC	102
Tabela 25: Premissas do Cálculo do WACC	104
Tabela 26: Valor Econômico da Empresa em USD e Preço da Ação	105
Tabela 27: Análise de sensibilidade do WACC para o risco país	106
Tabela 28: Análise de sensibilidade do WACC para estrutura de capital	107
Tabela 29: Múltiplos de empresas de cosméticos para 2004	108

Lista de gráficos

Gráfico 1: Comparação do Valor da Firma / EBITDA para Diferentes Setores	73
Gráfico 2: Investimento e Capacidade de Produção	95
Gráfico 3: Variação do capital de giro	96
Gráfico 4: Apreciação das Ações Natura e Ibovespa	106
Gráfico 5: Evolução dos Preços em US\$ das Ações Natura e Competidoras	107

Lista de figuras

Figura 1: Linha de produtos da Natura	68
Figura 2: Estrutura societária da Natura	83