

## 4

### Estudo de Caso: Natura Cosméticos S.A.

#### 4.1

##### Panorama da Empresa

###### Introdução

A Natura é a maior companhia de cosméticos de capital brasileiro, ostentando um resultado de R\$ 1.910 milhões em termos de receita bruta em 2003. A companhia desenvolve, fabrica, distribui e comercializa cosméticos, fragrâncias e produtos de higiene pessoal, possuindo uma marca que está entre as mais reconhecidas no mercado de cosméticos no país.

As vendas diretas representam o principal canal de distribuição dos produtos Natura, composta por uma rede de 355.000 revendedoras<sup>35</sup> autônomas no Brasil em 2003 sem relação empregatícia com a empresa, atingindo mais de 5.000 municípios. A empresa está presente na Argentina, Peru e Chile, alcançando a marca de aproximadamente 26.000 revendedores no exterior no final de 2003. Na Bolívia, a empresa vende seus produtos através de um distribuidor independente.

A estratégia definida pela Natura envolve o crescimento do mercado brasileiro e latino-americano de cosméticos através do canal de vendas diretas. Para isso, a empresa busca o crescimento, capacitação e a retenção da rede de consultoras. A renovação contínua da carteira de produtos através de investimentos em inovação, assim como na eficiência operacional (que resulta no aumento da escala de produção) são outros pontos que compõem sua estratégia na construção da imagem, competitividade e crescimento da marca. A missão da Natura é criar e comercializar produtos e serviços que promovam o bem-estar/estar-bem.

---

<sup>35</sup>Uma característica das revendedoras, também conhecidas como Consultoras Natura, é o fato de serem em sua grande maioria mulheres.

## Histórico

A empresa foi criada em 1969, quando Antonio Luiz da Cunha Seabra, abriu uma loja e um laboratório em São Paulo. No ano de 1974 foi feita a escolha pelo modelo de vendas diretas. Em 1989, as quatro empresas que compunham o sistema Natura, originárias de parcerias com outros empreendedores, foram incorporadas à Natura Cosméticos. Em 1983, a Natura tornou-se uma das primeiras fábricas de bens de consumo contínuo a comercializar produtos com recargas ou refil. No período de 1990 a 1992 a empresa ganhou competitividade para enfrentar o mercado global com a integração de veteranos de multinacionais na diretoria.

A expansão na América Latina se iniciou em 1994 através do Chile, Peru e Argentina. Em 1999, a Natura comprou o fabricante de produtos fitoterápicos Flora Medicinal para aquisição de tecnologia na produção de produtos à base de plantas, seguindo sua estratégia de desenvolvimento de produtos baseados na biodiversidade brasileira. A aquisição também visava o ganho de conhecimento dos canais de venda de varejo – considerável potencial de distribuição de cosméticos a médio e longo prazo.

A empresa passou a década de noventa reorientando a carteira de produtos para linhas com base nos conceitos de biodiversidade. Em 2001, inaugurou o complexo industrial de Cajamar no estado de São Paulo para pesquisa, desenvolvimento, treinamento e logística de suas operações. A conclusão da fábrica permitiu a fabricação de produtos de alta qualidade, proporcionou flexibilidade e eficiência produtiva, além de baixas necessidades de investimento para futuras expansões.

O ano de 2005 marca o início das operações no México, apesar de há dois anos já vender seus produtos nos *free shops* do país e ter há pouco iniciado as vendas em *free shops* de Cancun e Aruba. Seguindo a estratégia de internacionalização, abre sua primeira loja na Europa, em Paris, com investimentos previstos de US\$ 21 milhões. Para mercados fora da América Latina, a empresa tem em andamento o projeto chamado *Ekos International*, com a estratégia de vender apenas produtos desta linha, explorando a imagem da biodiversidade brasileira com produtos compostos unicamente de ingredientes naturais. Em 2006, planeja ingressar nos demais mercados latino-americanos, como Colômbia, Venezuela, Equador, Costa Rica e Uruguai.

As vendas no mercado internacional, em especial no mercado latino-americano, ainda representam uma pequena fatia de 2,5% do faturamento total da Natura em 2003, indicando um desafio de crescimento no mercado internacional.

### **Vantagens competitivas**

Segundo Copeland *et alii*<sup>36</sup>, as empresas devem sempre desenvolver e explorar suas vantagens competitivas para que consigam render mais do que apenas seu custo de capital. Seguindo esta perspectiva, é apresentada uma análise onde são relacionadas as vantagens competitivas identificadas na Natura e que auxiliaram na projeção dos fluxos financeiros. Também são listadas suas fraquezas, oportunidades e riscos inerentes ao negócio.

### **Forças**

- Sólida geração de fluxo de caixa livre e solidez financeira;
- Política agressiva e bem definida de dividendos;
- Baixo nível de intensidade de capital para investimento em infraestrutura;
- Estar listada no Novo Mercado garante altos padrões de governança corporativa, trazendo mais confiança aos investidores e ao mercado;
- Sistema de distribuição bem estruturado e em crescimento. A rede de venda direta é a segunda maior do Brasil;
- Logística eficiente, que permite receber pedidos a qualquer hora do dia pela internet e atender a 98% deles dentro das 24 horas seguintes do seu recebimento;
- Forte marca, com nome conhecido e admirado no mercado, imagem associada à responsabilidade social, ao desenvolvimento sustentável e à qualidade de seus produtos;
- Foco na inovação de produtos com altos investimentos em pesquisa e desenvolvimento;

---

<sup>36</sup>COPELAND, T.; KOLLER, T., MURRIN, J. Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas. Trad. Allan Vidigal Hastings. São Paulo: Makron Books, 2005, p. 239.

**Fraquezas**

- Necessidade contínua de investimentos em marketing, pesquisa e desenvolvimento para atrair e reter os consumidores;
- Total dependência dos representantes de vendas diretas;
- Dependência do mercado brasileiro, pois 97,5% da sua receita bruta vem deste mercado;
- Os produtos da companhia são mais caros que a média dos equivalentes nacionais;
- A penetração em regiões remotas aumenta os custos de logística;

**Oportunidades**

- Expansão nos mercados brasileiro e internacional;
- A variedade demográfica e sócio-econômica brasileira permite a empresa desenvolver produtos diferenciados para atender a necessidades específicas desses vários nichos;
- Com a abertura de uma loja em Paris, a empresa tem a oportunidade de exportar a biodiversidade brasileira presente em seus produtos pela Europa;

**Riscos**

- Alto nível de exposição às flutuações da economia e da política brasileira, já que o consumo de seus produtos está relacionado ao poder de compra;
- A nova legislação global e local, preocupada com o acesso e utilização da biodiversidade, é um fator que acarretaria em maiores custos;
- Alterações na lei trabalhista quanto ao *status* legal das consultoras poderia afetar os resultados operacionais já que atualmente não há relação de emprego entre as consultoras e a empresa;
- A entrada dos competidores nos canais de venda direta afetaria os resultados da Natura.

## 4.2

### Estratégia de Negócios

#### 4.2.1

##### Linhas e Produtos

A empresa oferece ampla variedade de cosméticos, fragrâncias e produtos de higiene pessoal, sempre se empenhando no lançamento e desenvolvimento de novos produtos. Segundo a empresa, em média 20% das vendas anuais são de produtos lançados nos dois últimos anos, estimulando o contínuo investimento nos programas de pesquisa e desenvolvimento.

A atual carteira de produtos é composta por aproximadamente 510 produtos<sup>37</sup> e produzidas mais de 130 milhões de unidades. A empresa está presente em oito categorias do mercado de cosméticos, predominantemente fragrâncias e perfumes, cremes e loções e maquiagem e desodorantes. As principais linhas de produto podem ser visualizadas na figura 1.

- Fragrâncias: a empresa oferece quinze fragrâncias de perfumes femininos e sete masculinas, além de fragrâncias para bebês e crianças;
- Cremes e loções: são oferecidas três linhas de creme facial e várias loções para o corpo;
- Maquiagem: comercializam um grande portfólio de produtos de maquiagem sob as marcas Natura Única e Faces de Natura;
- Desodorantes: são três as marcas oferecidas, além de óleos para banho;
- Produtos capilares: competem no mercado com o apelo da biodiversidade sob as marcas Natura Ekos e Plants;
- Sabonetes: são oito os tipos sob as marcas Erva Doce e Natura Ekos;
- Protetores solares: oferecem produtos para adultos e crianças destacando-se a marca Fotoequilíbrio;
- Produtos para barbear: oferece cremes de barbear e produtos pós-barba, que são extensões das linhas de fragrâncias masculinas.

---

<sup>37</sup>Em termos de unidades em estoque (SKU), em que diferentes cores ou tamanhos de qualquer produto são contados como produtos diferentes.

Figura 1: Linha de produtos da Natura

Foto	Linha de produtos	Descrição
	Chronos	A linha <i>Chronos</i> oferece opções para tratamento da pele do rosto, desenvolvidas para mulheres com mais de 30 anos. Esta linha inclui uma variedade de produtos de limpeza, tonificação e hidratação da pele além de produtos anti-sinais, divididos em categorias para mulheres de 30 a 45, 45 a 60 e 60 ou mais.
	Natura Ekos	A linha <i>Natura Ekos</i> utiliza recursos biodiversidade. Os produtos <i>Natura Ekos</i> são biodegradáveis e utilizam vidros e embalagens que contêm material reciclado e refis que além da diminuição do impacto ambiental, oferecem economia e aproveitamento de embalagens. <i>Natura Ekos</i> cobre a maior parte dos segmentos de mercado nos quais atuam, incluindo sabonetes, xampus, condicionadores, hidratantes e perfumes.
	Mamãe e Bebê	A linha <i>Mamãe e Bebê</i> de produtos para higiene pessoal foi desenvolvida para afirmar o valor do vínculo existente entre mãe e filho. Os ingredientes, texturas, fragrâncias, cores, formas e funções desses produtos são desenvolvidos para o bebê e para a mulher grávida.
	Fragrâncias e perfumes	Uma variada seleção oferece alternativas para ambos os sexos, todas as idades e estilos, contemplando as diferenças nas preferências dos consumidores. Fragrâncias, perfumes, desodorantes e emulsões hidratantes perfumadas, com ampla variação de preço, embalagem e modo de usar.
	Natura Única	A linha de produtos de maquiagem <i>premium Natura Única</i> contém ingredientes que tratam e protegem a pele, e usam fórmulas testadas. A linha <i>Natura Única</i> inclui produtos para o rosto, os olhos e os lábios.
	Faces de Natura	Faces de Natura é uma linha completa de cosméticos e produtos de higiene pessoal destinada a um mercado mais jovem. Oferecem produtos para tratamento de pele, cosméticos e fragrâncias.
	Tododia	A linha <i>Tododia</i> oferece uma grande variedade de produtos desenvolvidos para uso diário em diversos segmentos. Esta linha segue uma tendência mundial no uso cosmético de ingredientes naturais como o leite, o açúcar e o mel.

Fonte: [www.natura.net.br](http://www.natura.net.br)

## 4.2.2

### Cadeia Produtiva

#### Produção

As operações industriais e logísticas da Natura se concentram no “Espaço Natura”, o centro integrado de pesquisa, desenvolvimento, produção e logística. A fábrica que fica no município de Cajamar em São Paulo é a maior da América do Sul, instalada em uma área de 678 mil metros quadrados (77 mil dos quais de área construída).

A capacidade de produção anual instalada em 2003 era de 170 milhões de itens, com planos de expansão para 450 milhões de unidades. Apesar da empresa ainda não ter apresentado um cronograma, os custos da expansão já foram orçados em R\$ 400 milhões.

Com investimentos de aproximadamente R\$ 205 milhões, o centro de operações da empresa é um dos mais modernos deste tipo na América Latina, composto por doze edifícios, quatro fábricas (perfumes, cremes, maquiagens e xampus), um armazém vertical de última geração, laboratórios e centros de pesquisa, áreas administrativas e operacionais, centro de treinamento, centro de serviços (com restaurante, banco, berçário e lojas de conveniência), biblioteca, estação de tratamento de efluentes e clube poliesportivo. A fabricação de alguns produtos, como sabonetes, produtos contendo aerossol e alguns cosméticos, têm sido terceirizados, representando em 2003, 5,7% da receita bruta.

#### Matéria-Prima

A Natura compra matéria-prima de diversos fornecedores, sendo os domésticos responsáveis por aproximadamente 90% dos custos em 2003. Os dez principais fornecedores representaram 42,8% do total de custos com matéria-prima no ano passado. A empresa também possui contratos de longo prazo com os fornecedores mais importantes e possui alguns custos de matéria-prima atrelados ao dólar.

Para os produtos elaborados com recursos da biodiversidade brasileira, particularmente a linha Ekos, a Natura compra os ingredientes necessários de fornecedores que cultivam esses produtos ou de intermediários que os compram de comunidades que extraem tais recursos. A empresa não depende de uma única

empresa ou fornecedor para a produção de qualquer de suas linhas de produto como pode ser visto na tabela 4.

Tabela 4: Percentual de matéria-prima por fornecedores

Tipos de matéria-prima	% de custos com matéria-prima em 2003	Número de Fornecedores
Embalagens Plásticas	24%	29
Fragrâncias	17%	8
Embalagens de Vidro	12%	9
Tampas de aerossol	11%	7
Rótulos e Caixas	8%	13
Outros	28%	128
Total	100%	

Fonte: Natura

### **Pesquisa e Desenvolvimento**

A subsidiária Natura Inovação é a responsável pela análise mercadológica e pesquisa de novas tecnologias e matérias-primas, assim como pelo desenvolvimento de produtos. Existem 11 laboratórios no complexo fabril que realizam pesquisas microbiológicas, se encarregam da aplicação de tecnologia, do desenvolvimento de embalagens e de outras áreas.

A Natura investiu, em 2001, R\$ 27,2 milhões, em 2002 R\$ 28,8 milhões e em 2003 R\$ 35,5 milhões, o que representa, respectivamente, 3,3%, 2,9% e 2,7% da receita líquida em pesquisa e desenvolvimento de novos produtos e matérias-primas, novas embalagens e pesquisa de mercado. A empresa anuncia que esses investimentos de 2,7% da receita líquida deverão ser uma constante nos próximos anos.

As parcerias através de associações com universidades e centros de pesquisa particulares também contribuem para alavancar sua capacidade de pesquisa e desenvolvimento. Enquanto em 2002 e 2003 o número de novos produtos criados foi de 91 e 117 respectivamente. Em 2004 há expectativas de que esse número aumente para aproximadamente 180.

### **Vendas**

A Natura fechou 2003 com aproximadamente 355.000 representantes de venda no Brasil e 26.000 no exterior, enquanto em 2002 esse número no país era



de 307.000 e de 287.000, em 2001<sup>38</sup>. Para as projeções dos resultados financeiros, o time de consultoras no Brasil foi estimado para 2004 com o mesmo percentual de crescimento observado em 2003. Para os demais anos acredita-se que esse crescimento seja mais lento, pois nas premissas utilizadas espera-se um aquecimento da economia, o que influencia no mercado formal de trabalho, reduzindo a atratividade do consultor autônomo. Espera-se, com o aumento da produtividade projetada, uma redução das despesas com vendas e consecutivamente das despesas operacionais próprias.

Tabela 5: Projeção dos representantes de vendas no Brasil e produtividade

Consultoras Natura	2002	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Consultoras Brasil	307.000	355.000	410.505	469.351	530.532	592.791	654.650	714.454	770.432	820.781	863.751	897.741
Crescimento consultoras %		15,6%	15,6%	14,3%	13,0%	11,7%	10,4%	9,1%	7,8%	6,5%	5,2%	3,9%
unidades / consultora ano		401	446	460	473	488	502	517	533	549	565	582
Aumento produtividade por consultora %			11,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Aumento produtividade / Receita Líq		0,03%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%

Atualmente, 97% dos representantes de venda são mulheres e, por não terem vínculo empregatício com a empresa, não recebem salários. Dessa forma são caracterizados por vendedores autônomos, treinados e registrados, habilitados a comprar os produtos para revenda. A rede de consultoras Natura é a segunda maior rede de venda direta do Brasil e possivelmente a mais produtiva em termos de valor de vendas por revendedora para as companhias de seu porte. A empresa foi a segunda no Brasil a adotar o sistema de venda direta em 1969, sendo a Avon a pioneira em dez anos de antecedência.

Os produtos são comercializados em ciclos de 3 semanas, sendo impressos a cada ciclo cerca de 800.000 exemplares do catálogo Vitrine Natura, revista com todos os produtos vendidos e com as ofertas promocionais. Pelo menos um exemplar é enviado para cada representante, que fazem suas encomendas através do *site* da empresa (30% do total de encomendas feitas em 2003) ou através de uma central de atendimento terceirizado.

Os representantes de venda geralmente têm 21 dias para pagar pelos produtos e podem fazê-lo em duas prestações iguais, em 21 e 42 dias durante os ciclos de pico de vendas do Natal e Dia das Mães. O catálogo da Natura contém

<sup>38</sup> Dados retirados do prospecto de emissão pública da Natura, p. 30.

preços de referência para o consumidor que incorporam um aumento de 30%. Contudo, cada representante é livre para estabelecer seu preço para o consumidor.

A estrutura de venda da empresa consiste em 6 gerências de mercado que cobrem regiões específicas do país e 27 gerentes de vendas responsáveis pela supervisão do trabalho das 680 promotoras de venda. Estas por sua vez são a principal ligação com os revendedores, acompanhando-os, recrutando-os e treinando-os.

### **Distribuição**

Os produtos são distribuídos por representantes de vendas em todo o território nacional e redes de pequena escala na Argentina, Peru e Chile. Caso haja receptividade no mercado europeu com a abertura de sua loja na França, a empresa considerará a expansão da distribuição na Europa.

O canal exclusivo de vendas diretas associado à força de sua marca geram boas margens de crescimento das vendas, conquistando o *market share* dos canais de distribuição convencionais. Apesar do canal ser diferente, concorre de forma equitativa com os seguintes gigantes do setor de cosmético global que atuam no Brasil: Avon, L'Oréal e Nívea. Apesar da Johnson & Johnson, Unilever, Colgate-Palmolive também atuarem no país, o nicho de mercado explorado por estas é um pouco diferente do mercado alvo da Natura.

A empresa recebeu em 2003, em média 22.000 encomendas por dia, das quais aproximadamente 98% foram encaminhadas em 24 horas. A logística de transporte dos produtos para as residências dos representantes de venda envolve a utilização de vinte e seis diferentes empresas e serviço postal e o tempo de entrega nas poucas regiões classificadas como de difícil acesso leva até dez dias.

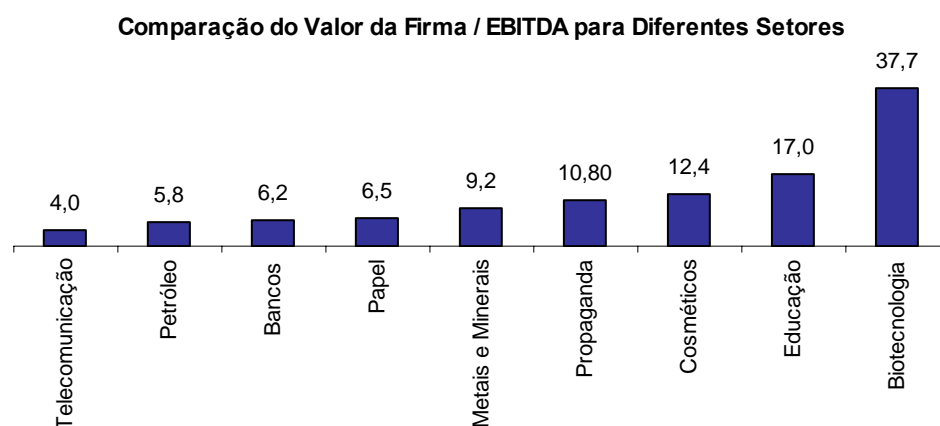
## **4.3**

### **Visão Geral do Setor de Cosméticos**

Em uma análise global, as empresas do setor de cosméticos vêm apresentando um crescimento significativamente superior à média dos demais setores. A análise do múltiplo Valor da Firma (VF) por EBITDA de diferentes setores que pode ser visualizado no gráfico 1 evidencia que o mercado de

cosméticos está entre aqueles com maiores expectativas de geração de caixa futura e possibilidade de crescimento<sup>39</sup>.

Gráfico 1: Comparação do Valor da Firma / EBITDA para Diferentes Setores



Fonte: Damodaran

Nos últimos cinco anos, a indústria mundial de cosméticos, fragrâncias e produtos de higiene pessoal tem crescido a uma média anual de 2%, com vendas em 2002 de aproximadamente US\$ 180 bilhões e gastos per capita de US\$ 29<sup>40</sup>, ultrapassando o desempenho de outros setores de produtos de consumo. A tabela 6 ilustra o valor das vendas para 2002 segmentado por produto e o percentual de mercado preenchido por cada um.

Tabela 6: Vendas mundiais de cosméticos por segmento em 2002

Segmento	Valor das Vendas em 2002	Porcentagem do Mercado total em 2002	Taxa composta de crescimento anual
	(bilhões de US\$) (1)	(%) (2)	(%)
Produtos para cuidado do cabelo	37,3	20,7	1,3
Produtos para tratamento da pele	33,6	18,7	3,3
Maquiagem	25,3	12,1	2,8
Fragrâncias	20,4	11,4	0,7
Produto para banho	19,1	10,7	-
Higiene Bucal	19	10,6	0,3
Produtos Masculinos	13,9	7,8	2,7
Desodorantes	8	4,5	0,4
Proteção Solar	3,5	1,9	3,2
Produtos para o Bebê	3,1	1,7	1,3
Depiladores	2,3	1,3	7,7

(1) A soma excede as vendas totais do setor em 2002 devido à dupla contagem de alguns itens na categoria de produtos masculinos em outras categorias.

(2) A soma das porcentagens excede 100% devido à dupla contagem de alguns itens na categoria de produtos masculinos e em outras categorias.

Fonte: Natura e Euromonitor International

<sup>39</sup>Dados referentes a 2003 extraídos do site <www.damodaran.com>.

<sup>40</sup>Segundo relatório publicado pela Euromonitor International em julho de 2003, extraído do prospecto da Natura p. 93.

As condições econômicas e aumento da renda per capita mundial disponível são os fatores fundamentais no desempenho do mercado global e por isso não é surpresa observar que os países mais ricos são aqueles com maior participação na venda e consumo do mercado global de cosméticos. A tabela 7 apresenta os EUA e Japão como os dois mercados mais valiosos, estando o Brasil em sétima colocação<sup>41</sup>. Enquanto os produtos com maior valor agregado e altas margens de lucro têm sustentado o crescimento nos mercados desenvolvidos, os países emergentes da América Latina, África e Oriente Médio têm apresentado um crescimento caracterizado pela mudança no comportamento dos consumidores. A crescente demanda por produtos sofisticados nas áreas urbanas, apesar da fragilidade, em geral, das moedas frente ao dólar, tem levado os produtores a apostar em uma maior taxa de crescimento futura do consumo per capita nesses países.

Tabela 7: Vendas mundiais e consumo per capita de cosméticos em 2002

País	Valor das Vendas (bilhões de US\$)	Porcentagem do Mercado Mundial (%)	Consumo Per Capita (US\$)
Estados Unidos	45,2	25,1	162
Japão	19,4	10,8	153
França	9,8	5,4	165
Alemanha	9,5	5,3	117
Reino Unido	8,7	4,8	146
Itália	6,9	3,8	119
Brasil	6,3	3,5	37
China	5,5	3,0	4,0
Coréia do Sul	4,9	2,7	102
México	4,5	2,5	55
Espanha	4,5	2,5	113
Rússia	4,3	2,4	30
Canadá	3,6	2,0	117
Índia	2,9	1,6	3,0
Polônia	2,1	1,1	53
Outros	41,6	23,1	n.a.
Total	179,7	100	29*

\* Consumo per capita mundial médio

Fonte: Natura e Euromonitor International

<sup>41</sup> Idem.

Enquanto o crescimento mundial de cosméticos gira em torno de 2% ao ano, a indústria brasileira de cosméticos tem crescido na média 13% nos últimos cinco anos, passando de um faturamento líquido de R\$ 7,5 bilhões em 2000 para R\$ 13,1 bilhões em 2004<sup>42</sup>. Segundo a Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (ABIHPEC), apesar dos problemas político-sociais e baixa renda per capita, o setor nacional apresentou crescimento médio deflacionado de 8,2% (de 2000 a 2004) sendo mais significativo que o crescimento do Produto Interno Bruto de 2,6% e da Indústria Geral 2,4% para esse período.

Com o crescimento esperado do PIB no Brasil, acredita-se no efeito positivo no consumo per capita de cosméticos. A idade da população brasileira também representa um bom indicativo para o crescimento do setor. Segundo o IBGE a concentração da população está em uma faixa entre 18 e 49 anos, representando 53% da população total e grande parte do consumidor alvo. Além disso, 51% dessa população total é composta por mulheres, principal mercado alvo.

Outros fatores favoráveis ao crescimento do mercado nacional de cosméticos são o aumento da expectativa de vida, maior segmentação de produtos atendendo diferentes nichos de mercado (raças, climas, poder aquisitivo variado, etc.), a substituição de produtos importados pelos nacionais permitindo o fortalecendo e competitividade da indústria nacional e fortes estratégias de marketing e publicidade.

O mercado brasileiro aos poucos também vem ganhando espaço no mercado internacional. As exportações do setor cresceram 97,5% nos últimos cinco anos, com expectativa de aumento de mais 20% até o fim de 2005. Em 2004 as vendas externas de cosméticos brasileiros atingiram US\$ 332 milhões, alta de 36% em relação a 2003. A América do Sul representava em 2001 o destino de 70% das exportações brasileiras com valores de US\$ 140 milhões. Contudo, a conquista de novos mercados, ampliando de 99 para 132 os países destino, fez com que as

---

<sup>42</sup>Fonte: Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (ABIHPEC). O crescimento do faturamento em dólares foi pequeno, US\$ 4,1 bilhões em 2000 para US\$ 4,5 bilhões em 2004, refletindo, neste período, a má desvalorização vivida no país, sendo parcialmente compensada pela apreciação do Real em 2004.

exportações para América Latina fossem reduzidas para 56,6% em 2004, movimentando, contudo, US\$ 187,8 milhões<sup>43</sup>.

Finalmente vale destacar as tendências e estratégias das empresas no mercado de cosméticos atual. Considerado como um segmento altamente globalizado, já que as grandes marcas estão presentes em todo o mundo e os produtos assemelham-se na maioria dos países, as empresas precisam sempre buscar novas formas de se fortalecer e estarem competitivas. O maciço investimento em inovação, otimização de carteiras de produtos e fusões de empresas são as práticas mais comumente encontradas. Um dos maiores exemplos de fusão foram a incorporação bilionária da Neutrogena pela Johnson & Johnson e compra da Max Factor pela Procter & Gamble nos EUA.

#### 4.4

#### Principais Competidores

A forte marca, produtos de qualidade, as estratégias promocionais, o marketing agressivo, lançamentos sucessivos de novos produtos e seu porte, são alguns dos fatores que transformaram a Natura na maior empresa de capital nacional entre os fabricantes de cosméticos. Apesar de vice-líder entre os fabricantes nacionais de cosméticos, compete de forma equitativa com os concorrentes solidamente estabelecidos no país.

O sistema de vendas diretas utilizado no Brasil principalmente pela Natura e Avon consiste na manutenção de uma ampla rede de consultores. Os produtos têm a característica de serem geralmente vendidos a um preço maior que no segmento de varejo, sendo compensados, contudo, pelos menores volumes.

A maior vantagem competitiva da Natura representa o sistema de vendas diretas, livrando-se das negociações em torno de questões como preço e política comercial que os concorrentes de varejo são submetidos. A prática de baixos estoques com o qual o varejo trabalha, implica em trabalhar apenas com os itens de maior rotatividade, deixando o restante da linha de produtos fora do mercado, o que não ocorre quando há utilização dos consultores como representantes de vendas. Segundo a ABIHPEC, a participação da Natura no mercado de

---

<sup>43</sup>Fonte: Abihpec.

cosméticos, fragrâncias e produtos de higiene pessoal no canal de venda direta foi de 48% em 2003.

Além da competição com a Avon no mercado de vendas diretas, a Natura também encontra concorrência nas empresas com sistemas de vendas varejistas e franqueadas como L'Oréal, Nívea, Johnson & Johnson, Unilever, Colgate-Palmolive e O Boticário. As empresas deste setor vendem seus produtos através das cadeias de distribuição de supermercados, lojas de departamento e farmácias, com exceção do O Boticário, que trabalha com lojas de franquias, sendo normalmente produtos oriundos de produções em massa, com preços mais acessíveis e altas quantidades vendidas.

A tabela 8 ilustra a divisão mundial dos canais de distribuição, onde é possível constatar que em 2002 o canal de vendas mais utilizado na América Latina era o hipermercado, seguido pelas vendas diretas. A participação de 26,2% para vendas diretas na América Latina representa o maior do mundo, sendo o melhor lugar para desenvolvimento desse tipo de negócio. Para 2004 espera-se que a performance do setor de vendas diretas no Brasil continue crescendo, impulsionada pelo crescimento do PIB, renda per capita, produtividade dos revendedores e aumento da diversidade dos produtos de maior valor agregado.

Tabela 8: Porcentagem de vendas por canal de distribuição em 2002 (%)

Região	Farmácias	Hiper-mercados	Redes de desconto	Lojas de Departamento	Lojas Especializadas	Vendas Diretas	Mercados ao ar livre	Outros
Europa Ocidental	27	37,7	2,8	10,3	14,8	4,9	0,3	2,2
América do Norte	17	17,1	24,2	16,2	7,9	8,1	0,4	9
Ásia/Pacífico	15,5	30,7	2	18,8	17,4	12,2	1,7	1,6
América Latina	12,3	43,1	0,1	4	11,6	26,2	0,9	1,8
África/Oriente Médio	19	41,4	4	15,6	13,2	2,7	2,1	1,9
Australásia	12,4	53,5	7,9	12,6	2,1	5,7	0	5,8
Europa Oriental	11,4	20,2	1	28,7	16,7	9,5	11	1,5

Fonte: Natura e Euromonitor Internacional

A tabela 9 a seguir apresenta a Receita total das principais competidoras da Natura no mercado nacional (R\$ MM) e a distribuição do *market share* (%) para o mercado de cosméticos e produtos de toalete em 2003. A receita com produtos para homens está considerada em mais de um segmento, implicando em um resultado de receita maior do que o realizado pelas empresas.

Tabela 9: Segmento de mercado (R\$ MM) e *market share* por companhia (%)

Segmentos 2003	Cuidados para bebê	Banho	Desodorantes	Produtos para cabelo	Cosméticos	Produtos para homem	Higiene Oral	Fragrâncias	Cuidados da pele	Produtos solares	produtos depilatórios	Total
Unilever	37	925	542	1224		248	366	17	124			3.483
Participação de Mercado	7%	45%	32%	21%		10%	17%	0%	5%			15%
Avon	7	17	163	86	528	75		740	426,4	28		2.070
Participação de Mercado	1%	1%	10%	1%	30%	3%		19%	19%	5%		9%
Nivea	19		131		7	50		23	177	69		476
Participação de Mercado	4%		8%		0%	2%		1%	8%	12%		2%
Natura	27,4	47,5	128,4	97,5	353	85	7	1290	380,4	47,4		2.464
Participação de Mercado	5%	2%	8%	2%	20%	3%	0%	33%	17%	8%		11%
L'Oreal	40		11	908		157		27	93	28		1.264
Participação de Mercado	7%		1%	15%		9%		1%	4%	5%		5%
J&J	111	17	33	80			172		32	168		613
Participação de Mercado	21%	1%	2%	1%			8%		1%	30%		3%
Colgate	78	281,4	23	332,4		4,9	1036,4					1.756
Participação de Mercado	14%	14%	1%	6%		0%	49%					7%
Boticário	14	51	137	22	149	17		849	137	34		1.410
Participação de Mercado	3%	2%	8%	0%	8%	1%		22%	6%	6%		6%
Gillette			10			1344	131	18			101	1.604
Participação de Mercado			1%			54%	6%	0%			73%	7%
Outros	207	736	530	3111	584	656	394	959	917	187	38	8.319
Participação de Mercado	38%	35%	31%	53%	33%	26%	19%	24%	40%	33%	27%	35%
<b>Total</b>	<b>540</b>	<b>2.075</b>	<b>1.708</b>	<b>5.861</b>	<b>1.778</b>	<b>2.480</b>	<b>2.106</b>	<b>3.923</b>	<b>2.287</b>	<b>561</b>	<b>139</b>	<b>23.459</b>

Fonte: Pactual e Euromonitor International

### Avon

A Avon é líder mundial em vendas diretas de cosméticos, com 3,9 milhões de revendedores independentes espalhados em mais de cem países. Os revendedores Avon vendem os produtos nos Estados Unidos desde 1886. A empresa está presente no Brasil há 44 anos, possui uma rede de aproximadamente 800.000 representantes de vendas e possui no país sua segunda maior unidade mundial.

Atualmente é líder do setor nacional de vendas diretas de cosméticos e a maior competidora global da Natura. Aproximadamente 90% das vendas diretas do país são oriundas destas duas companhias.

O posicionamento de preço da Avon é diferente do praticado pela Natura. Enquanto sua estratégia envolve ganhar participação de mercado com a venda de produtos mais baratos (destinado à classe C e D), a Natura foca na venda de produtos que possuam alto valor de percepção, permitindo-lhe estipular preços mais altos (classe A e B).

Sabe-se que as duas empresas possuem planos de conquistar novos segmentos de mercado. A Natura pretende aumentar a exposição para a classe C enquanto a Avon pretende alcançar a classe B e A. Apesar de abrir oportunidade para crescimento adicional de ambas, há riscos inerentes nesta decisão pois, as empresas passariam a competir em preço, produtos e clientes, e caso venham realmente a implementar essa estratégia, sinalizariam ao mercado que enxergam um crescimento limitado no atual nicho de atuação.



A Avon, assim como a Natura, também está focada no desenvolvimento de novos produtos com a diferença que grande parte das pesquisas são realizadas no exterior. Outra diferença entre as competidoras está no tipo de produto vendido. Apesar de vender os mesmos produtos que a Natura, como ilustrado na tabela 9, a Avon apresenta nos catálogos de venda uma vasta diversidade de produtos terceirizados como CDs, lingerie, sapatos, utensílios domésticos, chás, entre outros, que também são comercializados por suas consultoras.

### **Nívea**

Em 2000, a Nívea Brasil, parte do grupo alemão Beiersdorf, anunciou investimentos de R\$24 milhões para o lançamento da sua linha de maquiagem *Nívea Beauté*, já vendida na época na Europa. Em 2003 concluiu a construção de sua primeira fábrica no Brasil, com investimentos de R\$55 milhões e capacidade de produção de 10.000 toneladas ao ano.

A empresa é uma das maiores companhias de cosméticos e indústria de higiene pessoal, que utiliza o setor de varejo como canal de distribuição de seus produtos. Os preços praticados são próximos dos competidores no segmento de varejo e da Avon.

Como base para inovação de produtos, a empresa também investe em pesquisa e desenvolvimento. A Nívea atualmente possui uma linha de produtos mais extensa do que a apresentada no tabela 9 para 2003, entrando também no segmento de banho. Assim como a Natura, a empresa apresenta uma boa parcela das vendas oriundas de novos produtos, apresentando similaridade com as estratégias da Natura.

### **L'Oréal**

A empresa francesa possui extenso portfólio permitindo-na operar em diferentes nichos de mercado. Possui marcas mais acessíveis ou de massa como *Garnier* e *Maybelline* assim como marcas de alto valor como: *Biotherm*, *Helena Rubinstein*, e *Lancôme Paris*, que juntamente com Chanel, Estée Lauder e L'Occitane não representam ameaça à Natura por destinarem-se a outro público.

A estratégia é diferente dos outros competidores globais como Avon e Nívea, que possuem fortes nomes no mercado. Fiel à segmentação de produtos que opera, a empresa é uma das mais eficientes na segmentação e diferenciação

dos produtos de acordo com as características do mercado ou nicho que pretende operar. Devido ao seu potencial, mais do que sua atual presença no Brasil, pode ser considerada um perigoso competidor, tendo forças para alterar o atual cenário de cosméticos, principalmente no segmento de fragrâncias, maquiagem e tratamento de pele, que são os mais importantes para Natura. Um dos indicativos de que a empresa acredita no potencial do mercado brasileiro é a presença de duas fábricas – uma no Rio de Janeiro e outra em São Paulo.

### **O Boticário**

Para não deixar de mencionar uma competidora nacional, O Boticário foi escolhido por ser o competidor mais próximo da Natura. Contudo opera com o sistema de franquia, no qual representa um dos líderes de mercado na indústria de perfumes. A empresa surgiu no final dos anos 70 em Curitiba, no estado do Paraná. A empresa como marca tornou-se forte quando as grandes cidades começaram a se interessar pelo negócio, resultando no sistema de franquias.

Atualmente sua rede é composta por 2.200 lojas no Brasil e 520 lojas e pontos de venda em outros países (Peru, Paraguai, México, Portugal e Japão). Em 2004, a empresa passou a investir na triplicação de sua produção na fábrica com investimentos de R\$ 35 milhões.

Os preços praticados pela empresa são similares aos da Natura, assim como os produtos, com estratégias de vendas com o conceito de produtos ligados à natureza, ecologicamente corretos. A empresa já sinalizou que poderia operar com um sistema híbrido; varejo e vendas diretas, apesar de não ser fácil nem barato replicar um sistema de distribuição maduro como o da Natura.

A Unilever, Johnson & Johnson e Colgate-Palmolive possuem um portfólio de produtos de cosméticos e artigos de toalete muito mais amplo do que as outras competidoras mencionadas. O volume de faturamento, perfil de clientes e estratégias de mercado são diferentes do nicho explorado pela Natura e portando não serão detalhadas.

## 4.5

### Motivação para abrir o Capital

A Natura optou pela abertura de capital através da oferta secundária de ações porque os acionistas controladores acreditavam que tal movimento permitiria a criação de liquidez para os seus investimentos, além de consolidar a posição da companhia no mercado interno e também facilitar a expansão internacional a longo prazo. Desta forma, a abertura de capital foi motivada pela busca da execução da estratégia, crenças e valores da companhia, além da busca por liquidez para os ativos, que teve um peso muito maior para a decisão do que a necessidade de captação.

A negociação das ações em bolsa, o que não pode-se deixar de mencionar, também era vista pelos controladores como uma oportunidade de exposição do negócio aos investidores internacionais, uma vez que depois da oferta pública inicial, a empresa tende a melhorar seu grau de risco de crédito. Dessa forma, o acesso ao mercado de capitais para futuras e possíveis captações a melhores taxas de financiamento, também foram uma motivação, já que a abertura de capital aumenta a transparência pela divulgação de relatórios financeiros trimestrais.

Além destes fatores, a empresa esperava a valorização e liquidez das ações uma vez que serão negociadas em bolsa e existe um compromisso com a governança corporativa, assegurado pela listagem nos níveis de governança da Bovespa.

Desde 1999 a Natura já adotava práticas de governança corporativa, valorizando a relação com seus acionistas e colaboradores. Enquanto companhia fechada, já produzia um relatório anual que obedecia aos parâmetros da Associação Brasileira das Companhias Abertas, ABRASCA, ainda que não fosse obrigada a fazê-lo. Em 2003, seu Relatório Anual recebeu diversas premiações, sendo considerado o melhor relatório anual de companhia fechada pela ABRASCA, ganhou o primeiro lugar em prêmio concedido pela Associação Brasileira de Comunicação Empresarial, ABERJE, além de ter recebido o prêmio Balanço Social, na categoria regional São Paulo, da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais, APIMEC, ABERJE, Fundação Instituto de Desenvolvimento Empresarial e Social, FIDES, e Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas, IBASE.

A empresa também foi a primeira companhia brasileira a adotar, na íntegra, os métodos de divulgação recomendados pelo *Global Reporting Initiative* (GRI), uma organização criada por diversas instituições multilaterais para o desenvolvimento de um padrão comum global para a divulgação voluntária dos impactos econômico, social e ambiental das organizações.

Observados os níveis de informações disponibilizadas pela empresa enquanto companhia fechada, pode-se dizer que o processo de abertura de capital da Natura foi de certa forma um movimento natural, já que há anos se preocupava e elaborava relatórios em conformidade aos exigidos ou valorizados pelo mercado. Dessa forma, não foi surpresa que tenha, com a abertura, aderido ao Novo Mercado da Bovespa, compondo o seleto grupo de empresas com governança corporativa extremamente avançada.

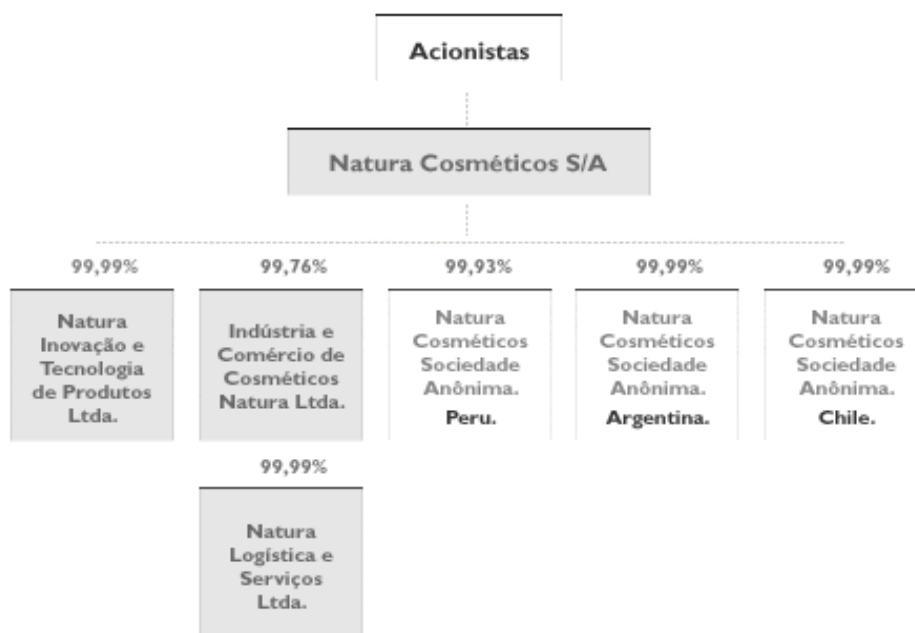
#### 4.6

#### **Termos e Condições de Oferta**

Nos anos de 2000, 2001 e 2002, o capital social da Natura Cosméticos era de R\$56.387 mil. Em 2004 foram realizados três aumentos de capital: o primeiro com a capitalização dos créditos dos acionistas, obtidos com o resgate das debêntures e com sua remuneração, aumentando para R\$194.955 mil.

O segundo por conta da reorganização societária na qual a Natura Cosméticos incorporava a Natura Empreendimentos e a Natura Participações, passando para R\$196.370 mil. Essas modificações simplificaram sua estrutura organizacional, colocando todas as subsidiárias sob apenas uma companhia. A figura 2 representa a estrutura societária apenas das empresas operacionais.

Figura 2: Estrutura societária da Natura



Fonte: [www.natura.net.br](http://www.natura.net.br)

O terceiro e último aumento de capital até a abertura, ocorreu por conta da conversão das debêntures conversíveis da BNDESPAR, realizando o aumento de capital para R\$ 230.762 mil.

O capital social da Natura no momento da abertura era, portanto, R\$230.761.985,57 (duzentos e trinta milhões, setecentos e sessenta e um mil, novecentos e oitenta e cinco reais e cinquenta e sete centavos) representado por 85.438.611 (oitenta e cinco milhões, quatrocentas e trinta e oito mil e seiscentos e onze) ações ordinárias.

As negociações das ações da Natura na Bovespa começaram em 25 de maio de 2004. Inicialmente foram ofertadas 18.582.856 (dezoito milhões, quinhentas e oitenta e duas mil, oitocentas e cinquenta e seis) ações ordinárias, em mercado de balcão não organizado com esforços de venda das ações também no exterior.

O lote suplementar de ações ordinárias destinadas a atender o eventual excesso de demanda no decorrer da distribuição pública, equivalente a 13,25% das ações objeto da emissão também foi integralmente distribuído. Ao todo foram emitidas 21.044.401 (vinte e um milhões, quarenta e quatro mil, quatrocentas e

uma) ações, no valor total de R\$768.120.636,50 (setecentos e sessenta e oito milhões, cento e vinte mil, seiscentos e trinta e seis reais e cinquenta centavos).

A distribuição do capital social da Companhia entre seus acionistas, antes e após a abertura de mercado, pode ser visualizada na tabela 10.

Tabela 10: Capital social da Natura antes e após a abertura de mercado

Acionistas	Em 24 maio de 2004		Após a Oferta (2)	
	Ações (1)	(%)	Ações	(%)
Lisis Participações S.A. (3)	24.175.984	28,30%	24.175.984	28,30%
Utopia Participações S.A. (4)	23.070.076	27,00%	23.070.076	27,00%
Passos Participações S.A. (5)	5.690.291	6,66%	5.690.291	6,66%
ANP Participações S.A. (")	5.690.445	6,66%	5.690.445	6,66%
RM Futura Participações S.A. (7)	4.011.086	4,69%	4.011.086	4,69%
Antonio Luiz da Cunha Seabra (*)	7.281.431	8,52%	2	-
Guilherme Peirão Leal (*)	6.950.978	8,14%	1	-
Pedro Luiz Barreiros Passos (*)	1.715.489	2,01%	1	-
Anizio Pinotti (*)	1.715.335	2,01%	-	-
Ronuel Macedo de Mattos (*)	1.208.622	1,41%	-	-
BNDESPAR (**)	2.172.550	2,54%	-	-
Outros Conselheiros e Diretores	880.100	1,03%	880.100	1,03%
Outros Acionistas	188.375	0,22%	21.232.776	24,85%
Ações em tesouraria	687.849	0,81%	687.849	0,81%
<b>Total</b>	<b>85.438.611</b>	<b>100%</b>	<b>85.438.611</b>	<b>100%</b>

(1) Os números de opções de compra ou subscrição de ações não maduras dos Planos de Opção de Ações de 2002, 2003 e 2004 é de 607.608, 763.878 e 380.292 respectivamente.

(2) Considerando o exercício integral da Opção de Ações Adicionais.

(3) Empresa controlada por Antonio Luiz da Cunha Seabra.

(4) Empresa controlada por Guilherme Peirão Leal.

(5) Empresa controlada por Pedro Luiz Barreiros Passos.

(6) Empresa controlada por Anizio Pinotti.

(7) Empresa controlada por Ronuel Macedo de Mattos.

(\*) Acionistas Vendedores

(\*\*) A BNDESPAR venderá Ações nesta Oferta.

Fonte: Natura

As ações foram colocadas no mercado em regime de garantia firme de aquisição através do Banco UBS S.A., instituição líder da operação, auxiliado pelas instituições intermediárias Banco Pactual S.A. e Banco Itaú BBA S.A. As instituições subcontratadas para participação da distribuição pública foram o Banco Merrill Lynch de Investimentos S.A., BB Banco de Investimento S.A. e Unibanco – União de bancos Brasileiros S.A., que auxiliaram na colocação das ações no mercado.

Um dado interessante sobre a abertura envolve o percentual de 20% das ações – não incluídas as ações adicionais – que foram destinadas à investidores não institucionais (investidores pessoas físicas e jurídicas, residentes e

domiciliadas no Brasil, clubes de investimento registrados na BOVESPA). A empresa preocupou-se com a pulverização das ações para esse tipo de investidor, que acabou ficando com 13,3% da oferta, enquanto os investidores estrangeiros tiveram participação de 67,2%, a maior participação. Os dados finais de colocação podem ser visualizados na tabela 11.

Tabela 11: Colocação das ações por tipo de investidor

Tipo de Investidor	Número de Investidores	Quantidade de Ações Ordinárias de Emissão da Companhia
Pessoas Físicas	4.376	2.802.821
Clubes de Investimento	69	161.622
Fundos de Investimento	137	1.340.194
Entidades de Previdência Privada	66	409.062
Companhias Seguradoras	1	33.840
Investidores Estrangeiros Qualificados	400	14.148.340
Instituições Intermediárias	1	19.214
Instituições Subcontratada	-	-
Participantes Especiais	-	-
Instituições Financeiras Ligadas à Companhia e/ou às Instituições Intermediárias e/ou Instituições Subcontratadas e/ou Participantes Especiais	-	-
Demais Instituições Financeiras	3	1.401.445
Demais Pessoas Jurídicas Ligadas à Companhia e/ou às Instituições Intermediárias e/ou Instituições Subcontratadas e/ou Participantes Especiais	1	547
Demais Pessoas Jurídicas	88	459.474
Sócios, Administradores, Empregados, propostos e demais pessoas ligadas à Companhia e/ou às Instituições Intermediárias e/ou Instituições Subcontratadas e/ou Participantes Especiais	318	267.842
Outros	-	-
<b>Total</b>	<b>5.460</b>	<b>21.044.401</b>

Fonte: Natura

O Preço de Distribuição das Ações foi fixado com base na apuração do resultado do Procedimento de *bookbuilding* realizado pelas Instituições Intermediárias a partir da faixa de preço por ação indicada no Prospecto Preliminar, a qual foi estabelecida tendo em vista a avaliação da Companhia elaborada pelas Instituições Intermediárias com base no método de fluxo de caixa descontado e na comparação por múltiplos, a partir de informações obtidas junto a Companhia; e os relatórios independentes produzidos pelas equipes de mercado de capitais das Instituições Intermediárias.

Finalmente, o preço de distribuição foi de R\$36,50 por ação ordinária, dos quais R\$1,14 por ação foi destinado à comissão. Sendo uma operação por meio de distribuição secundária, a empresa não recebeu qualquer recurso em decorrência

da realização da oferta, sendo o valor líquido resultante da venda das ações ordinárias repassado integralmente aos acionistas vendedores.

#### 4.7

#### **Premissas da Avaliação Financeira**

Esta seção será destinada ao detalhamento das premissas utilizadas para a elaboração das projeções financeiras da Natura. Como a avaliação da companhia será realizada com base na metodologia de Fluxo de Caixa Descontado, serão projetados os dados do DRE para composição do fluxo de caixa da firma e acionista e projeção do balanço patrimonial. Com estes dados, será possível apreçar a companhia e comparar o valor da ação encontrado com os resultados estimados das instituições financeiras, além de comparar com o efetivo ocorrido no período.

#### **Receita Bruta**

As projeções de crescimento da receita bruta da Natura são baseadas em duas principais premissas: a expectativa de um alto crescimento do mercado de cosméticos mundial e especialmente brasileiro e a expectativa de que o crescimento da Natura supere o crescimento do mercado brasileiro, conforme visto na seção “Visão Geral do Setor de Cosméticos”. O crescimento projetado da receita bruta para 2004 será de 36,5%, acompanhando o histórico de crescimento de 21% em 2002 e 35% em 2003. Contudo, ao longo dos anos não acredita-se na manutenção destes altos valores de crescimento, havendo uma gradual redução até chegar a 10% em 2013 conforme tabela 12.

Em 2003 as vendas internacionais da Natura correspondiam às operações na Argentina, Chile e Peru, representando apenas 2,5% da receita bruta. Será projetado um aumento da participação externa nos resultados, chegando a 7,1% em 2013 devido aos planos de expansão das operações para outros países da América Latina e a entrada da marca no mercado Europeu.



Tabela 12: Projeção da Receita Bruta

Projeção de Crescimento da Receita por Mercado										
	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Receita Bruta	2.607.742	3.191.219	3.903.090	4.699.097	5.288.840	5.953.007	6.638.716	7.369.158	8.141.953	8.953.798
% Variação	36,5%	22,4%	22,3%	20,4%	12,6%	12,6%	11,5%	11,0%	10,5%	10,0%
Rec Bruta Merc Interno	2.535.323	3.087.550	3.757.945	4.502.215	5.042.065	5.646.594	6.264.720	6.917.812	7.602.881	8.316.110
Rec Bruta Merc Externo	72.419	103.669	145.145	196.883	246.774	306.412	373.996	451.346	539.072	637.688
Crescimento Receita Bruta %	36,5%	22,4%	22,3%	20,4%	12,6%	12,6%	11,5%	11,0%	10,5%	10,0%
Receita MI %	97,2%	96,8%	96,3%	95,8%	95,3%	94,9%	94,4%	93,9%	93,4%	92,9%
Receita ME %	2,8%	3,2%	3,7%	4,2%	4,7%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%

O **volume de vendas** da Natura foi projetado a partir de 2005 em função do PIB uma vez que há correlação das vendas do setor de cosméticos com o poder de compra da população. Para 2004 os itens vendidos foram estimados em função dos resultados do primeiro trimestre de 2004 e 2003. No primeiro trimestre de 2003 a Natura vendeu no mercado interno (MI) 29.000 unidades, enquanto no mesmo período de 2004 as vendas no MI foram de 37.400. Dessa forma o crescimento anual para 2004 foi projetado em 29%.

O crescimento de 29% em 2004 observado na tabela 13 corresponde a 7,9 vezes o crescimento projetado do PIB. Segundo dados da ABIHPEC de 2003, o crescimento anual médio deflacionado do setor corresponde a 8,2 vezes o crescimento real do PIB. Dessa forma, a relação encontrada de 7,9 não está muito longe da realidade. As projeções de 2005 foram mais conservadoras, adotando metade do crescimento o ano anterior. Para os anos seguintes acredita-se no contínuo espaço para crescimento do setor de cosméticos, contudo, convergindo em 2013 para a relação de uma vez o crescimento do PIB.

Espera-se que a participação do mercado externo (ME) nas vendas da Natura aumentem de 1,9% em 2004 para 4,6% em 2013 dados os grandes investimentos previstos em operações fora do país.

Tabela 13: Projeção do Volume de Vendas

Quantidade de itens vendidos ('000)										
	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Total Itens vendidos	186.742	217.667	254.300	292.445	314.378	337.957	359.924	381.519	402.503	422.628
% Variação	29,0%	16,6%	16,8%	15,0%	7,5%	7,5%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%
Vendas MI %	98%	98%	98%	97%	97%	97%	96%	96%	96%	95%
Vendas ME %	1,9%	2,2%	2,5%	2,8%	3,1%	3,4%	3,7%	4,0%	4,3%	4,6%
Crescimento Vendas em função do PIB %	29,0%	16,6%	16,8%	15,0%	7,5%	7,5%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%
x PIB	7,9	4,0	3,7	3,0	1,5	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0

Vale destacar que o aumento na quantidade de itens vendidos também está em relacionado ao crescimento do número de consultoras e sua produtividade conforme visto na tabela 5. Os esforços de marketing e o lançamento de novos produtos (em média, 20% das vendas anuais são de produtos lançados nos dois últimos anos), assim como o aumento de eficiência na linha de produção, também colaboram para o crescimento anual das vendas.

A Natura normalmente aumenta o **preço de seus produtos** uma vez ao ano. Como o histórico mostra que na média esse reajuste está alinhado com a inflação acumulada dos últimos 12 meses, os preços projetados foram corrigidos pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e pela inflação americana para o percentual correspondente a receita projetada para o mercado externo. Não será considerada nenhuma mudança no mix de venda da empresa.

Tabela 14: Referência de preço médio da Natura

Aumento de Preços	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Preço Merc Interno (R\$)	13,8	14,5	15,2	15,8	16,6	17,3	18,1	18,9	19,7	20,6
Preço Merc Externo (R\$)	20,4	21,6	22,8	24,0	25,3	26,7	28,1	29,6	31,1	32,8

Para estimativa da receita líquida, as mudanças recentes nos cálculos do PIS/Cofins (eliminando o efeito cascata de sua cobrança) não devem afetar a Natura, já que o setor de Cosméticos e Produtos de Toaletes (CPT) foi classificado como exceção, por conta da natureza monofásica da arrecadação desses impostos no setor. Dessa forma, não espera-se uma mudança na taxa média de dedução das receitas brutas de 2003, sendo mantido o valor de 30,5% na projeção.<sup>44</sup>

### Custo dos Produtos Vendidos

Os principais componentes do custo de produtos vendidos (CPV) são a matéria-prima 80% e os remanescentes 20% são relacionados a mão-de-obra e outros custos fixos. A matéria-prima é utilizada para produtos de embalagens, em especial plásticos, materiais químicos e fragrâncias. Como a matéria prima é o principal componente da estrutura de custos da empresa, a projeção foi reajustada em 70% pela inflação nacional e 30% pela variação cambial, visto que parte da

<sup>44</sup>Informações obtidas no prospecto de emissão pública da Natura.

matéria prima é vinculada às cotações do dólar. Os custos de mão-de-obra foram reajustados pela inflação nacional.

A projeção mantém a tendência de redução da razão CPV/Receita Líquida, que de 43% em 2001, reduziu para 35% em 2002, 34% em 2003, correspondendo a 34% em 2004 e terminando 2013 em 32%.

Tabela 15: Custo dos Produtos Vendidos

Custo dos Produtos Vendidos (CPV)										
	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>CPV</b>	<b>612.317</b>	<b>745.083</b>	<b>905.620</b>	<b>1.083.269</b>	<b>1.211.350</b>	<b>1.354.681</b>	<b>1.501.000</b>	<b>1.655.434</b>	<b>1.817.281</b>	<b>1.985.650</b>
% Variação	33,6%	21,7%	21,5%	19,6%	11,8%	11,8%	10,8%	10,3%	9,8%	9,3%
CPV / Rec Líq %	33,8%	33,6%	33,4%	33,2%	33,0%	32,7%	32,5%	32,3%	32,1%	31,9%
<b>Custo unitário</b>	<b>3,28</b>	<b>3,42</b>	<b>3,56</b>	<b>3,70</b>	<b>3,85</b>	<b>4,01</b>	<b>4,17</b>	<b>4,34</b>	<b>4,51</b>	<b>4,70</b>
mão de obra	0,67	0,70	0,74	0,77	0,80	0,84	0,88	0,92	0,96	1,00
matéria prima	2,61	2,72	2,83	2,94	3,05	3,17	3,29	3,42	3,56	3,70
US\$ atrelado	0,73	0,75	0,77	0,79	0,80	0,82	0,84	0,86	0,88	0,90
R\$ atrelado	1,88	1,97	2,06	2,15	2,25	2,35	2,45	2,56	2,68	2,80

## Despesas Operacionais

As despesas operacionais são divididas em despesa com vendas, despesas administrativas, participação no lucro e remuneração dos administradores, sendo as duas primeiras correspondentes a 96% das despesas totais em 2003. Vale ressaltar que as despesas operacionais são maiores que os custos dos produtos vendidos, refletindo o fato de a Natura ser um negócio com intensidade em seu pessoal e não em seu capital.

Iniciando a análise pela Participação no Lucro e Remuneração dos Administradores, não há motivos para esperar qualquer alteração sobre o total das despesas operacionais. Portanto a razão de cada uma com relação a receita líquida correspondente a 2003 será mantida constante na projeção em 1,5% e 0,3% respectivamente.

Tabela 16: Despesas Operacionais

Despesa Operacional Própria										
	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>Receita Líquida Operac</b>	<b>1.812.381</b>	<b>2.217.897</b>	<b>2.712.647</b>	<b>3.265.873</b>	<b>3.675.744</b>	<b>4.137.340</b>	<b>4.613.907</b>	<b>5.121.564</b>	<b>5.658.658</b>	<b>6.222.890</b>
Rec Líq Oper Crescimento %	36,4%	22,4%	22,3%	20,4%	12,6%	12,6%	11,5%	11,0%	10,5%	10,0%
<b>Despesas Operac Proprias</b>	<b>798.900</b>	<b>973.422</b>	<b>1.185.480</b>	<b>1.421.211</b>	<b>1.592.823</b>	<b>1.785.298</b>	<b>1.982.564</b>	<b>2.191.445</b>	<b>2.420.695</b>	<b>2.661.483</b>
Desp Op Proprias / Rec Líq %	44,1%	43,9%	43,7%	43,5%	43,3%	43,2%	43,0%	42,8%	42,8%	42,8%
Despesas com Vendas	540.132	660.525	807.397	971.572	1.093.003	1.229.744	1.370.861	1.521.145	1.680.101	1.847.044
Despesas Administrativ	227.594	274.747	331.424	393.464	436.595	484.389	532.340	582.206	643.261	707.401
Particip colab no lucro	26.280	32.160	39.333	47.355	53.298	59.991	66.902	74.263	82.051	90.232
Remuneração dos adm	4.895	5.990	7.326	8.820	9.927	11.174	12.461	13.832	15.282	16.806
Desp Vendas / Rec Líq %	29,8%	29,8%	29,8%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%
Desp Adm / Rec Líq %	12,6%	12,4%	12,2%	12,0%	11,9%	11,7%	11,5%	11,4%	11,4%	11,4%
Participação lucro/ Rec Líq %	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Remuneração / Rec Líq %	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

As Despesas com Vendas por sua vez são compostas em 40% por força de vendas, 37% por recebimento, separação e transporte e 23% de outros. A razão força de vendas sobre receita líquida projetada apresenta uma suave redução de 12,1% em 2003 para 11,99% em 2013 por considerar um aumento na produtividade das consultoras. Estima-se que a quantidade vendida por consultora aumentará em média 3% ao ano, representando um aumento de produtividade com relação à receita líquida de 0,02% ao ano até 2006 e 0,01% ao ano até 2013. As despesas com recebimento, separação e transporte também apresentam uma leve redução sobre a receita líquida como consequência dos investimentos em eficiência produtiva, reduzindo de 11,2% em 2003 para 10,7% em 2013. A razão outros custos sobre receita líquida foram mantidos constantes em 7%.

O resultado da projeção, portanto, representa uma pequena redução das despesas de vendas de 30,3% sobre a receita líquida em 2003 para 29,7% em 2013.

Tabela 17: Despesas Operacionais com vendas

Despesas com Vendas	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Despesas com Vendas	403.018	540.132	660.525	807.397	971.572	1.093.003	1.229.744	1.370.861	1.521.145	1.680.101	1.847.044
Desp Vendas / Rec Liq %	30,3%	29,8%	29,8%	29,8%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%
Força de venda/canal	40%	12,1%	12,1%	12,09%	12,07%	12,05%	12,04%	12,03%	12,02%	11,99%	11,99%
Receb./separação/transp.	37%	11,2%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Outros	23%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
<b>Consultoras Natura</b>	<b>2003</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>	<b>2007E</b>	<b>2008E</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
Consultoras Brasil	355.000	410.505	469.351	530.532	592.791	654.650	714.454	770.432	820.781	863.751	897.741
Crescimento consultoras %	15,6%	15,6%	14,3%	13,0%	11,7%	10,4%	9,1%	7,8%	6,5%	5,2%	3,9%
unidades / consultora ano	401	446	460	473	488	502	517	533	549	565	582
Aumento produtividade por consultora %		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Aumento produtividade / Rec Liq %	0,03%	0,02%	0,02%	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%

As despesas administrativas apresentam um comportamento de queda similar e são compostas por inovações 29%, pessoal 18%, CPMF e provisões fiscais 12%, serviços terceiros 12%, depreciação 4% e outros 25%. As despesas administrativas foram projetadas de forma que seu percentual sobre a receita líquida caia de 13,8% em 2003 para 11,4% em 2013. As principais reduções estão relacionadas aos serviços contratados da Natura Inovação, cujo percentual de 3,5% da receita líquida representa uma estratégia de negócio. A manutenção deste percentual sobre a receita é fundamental para o crescimento da empresa uma vez que a participação de produtos lançados nos últimos 24 meses são responsáveis por aproximadamente 45% da receita bruta e os serviços contratados da Natura Inovação representam gastos com pesquisa e desenvolvimento.

O gasto de pessoal foi reduzido de 2,5% em 2003 para 1,1% em 2013 visando cortes de *overhead* na fábrica e outras despesas tiveram queda de 3,4% em 2003 para 3% devido especialmente à maior automação dos processos fabris. Com relação aos demais itens administrativos, são considerados variáveis que espera-se que continuem estáveis com relação à receita líquida da empresa.

Tabela 18: Despesas Operacionais administrativas

Despesas Administrativas	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>Despesas Administrativ</b>	<b>182.890</b>	<b>227.594</b>	<b>274.747</b>	<b>331.424</b>	<b>393.464</b>	<b>436.595</b>	<b>484.389</b>	<b>532.340</b>	<b>582.206</b>	<b>643.261</b>	<b>707.401</b>
<b>Desp Adm / Rec Liq %</b>	<b>13,8%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,2%</b>	<b>12,0%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,4%</b>
Serv. Contratados Natura											
Inovação	53.038	63.433	77.626	94.943	114.306	128.651	144.807	161.487	179.255	198.053	217.801
Pessoal	32.920	41.816	47.402	53.364	58.695	59.813	60.291	59.392	57.220	63.220	69.524
CPMF e Provisões fiscais	21.947	28.998	35.486	43.402	52.254	58.812	66.197	73.823	81.945	90.539	99.566
Serviços terceiros	21.947	28.998	35.486	43.402	52.254	58.812	66.197	73.823	81.945	90.539	99.566
Depreciação	7.316	9.977	12.209	14.933	17.979	20.235	22.776	25.399	28.194	31.151	34.257
Outros	45.723	54.371	66.537	81.379	97.976	110.272	124.120	138.417	153.647	169.760	186.687
Serv. Contrat. Natura Inovação	29%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Pessoal	18%	2,5%	2,3%	2,1%	2,0%	1,8%	1,6%	1,5%	1,3%	1,1%	1,1%
CPMF e Provisões fiscais	12%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Serviços terceiros	12%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Depreciação	4%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Outros	25%	3,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

## Impostos

Em dezembro de 2000 a Natura Empreendimentos tornou-se subsidiária integral da Natura Participações. A incorporação das ações da Natura Empreendimentos na Natura Participações foi realizada com base no valor econômico da primeira, calculado através da metodologia de fluxo de caixa descontado, projetado ao longo de um período de dez anos.

A Natura Participações emitiu novas ações para os antigos acionistas da Natura Empreendimentos e reconheceu em seu balanço por conta da incorporação, um ágio equivalente à diferença entre o valor contábil e o valor econômico das ações da Natura Empreendimentos.

Em março de 2004, a Natura Cosméticos incorporou sucessivamente a Natura Participações e a Natura Empreendimentos. De acordo com a legislação tributária, estas operações permitiram à Natura amortizar fiscalmente o ágio originalmente contabilizado pela Natura Participações quando incorporou a Natura Empreendimentos e reduzir os pagamentos de impostos de renda e contribuição social sobre o lucro líquido. Dessa forma a empresa espera deduzir fiscalmente em 2004 uma parcela de ágio de R\$125,4 milhões e posteriormente R\$150,4 milhões por ano até 2010, totalizando aproximadamente R\$1.028

milhões. Esse ágio está sendo descontado nas projeções do DRE, abatendo dessa forma o imposto sobre o lucro operacional.

Tabela 19: Impacto da amortização de ágio sobre os impostos

Amortização de Ágio (R\$ mil)										
	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Lucro Operacional	363.478	453.941	565.864	701.441	806.489	927.210	1.055.258	1.195.060	1.336.584	1.488.110
Amortização de Ágio	125.400	150.400	150.400	150.400	150.400	150.400	150.400	-	-	-
Alíquota de 34% após ágio	80.947	103.204	141.258	187.354	223.070	264.116	307.652	406.320	454.439	505.957
Taxa efetiva de impostos	22%	23%	25%	27%	28%	28%	29%	34%	34%	34%

### Investimento

A empresa investiu recentemente R\$200 milhões na construção de sua fábrica em Cajamar (para o desenvolvimento, fabricação e distribuição dos seus produtos, com sistemas automatizados de gerenciamento de separação de pedidos e estoque). Inaugurada em 2001, a unidade foi projetada de modo a permitir a expansão modular das linhas de produção.

Com o atual volume de vendas girando em torno de 144,8 milhões de unidades em 2003, a Natura deve brevemente chegar a operar em capacidade máxima. A empresa produziu 136,2 milhões de unidades em 2003, com uma capacidade de produção de 170 milhões de unidades, o que representa a utilização de 80% da capacidade instalada. Com investimento de R\$ 80 milhões previstos para 2004 esperam chegar à capacidade de produção de 200 milhões de unidades por ano, correspondendo a uma utilização de 88% da capacidade fabril, além do aumento da capacidade de estocagem e separação, de manufatura entre outros investimentos (manutenção, equipamentos de informática, software, moldes e veículos).

A premissa de projeção do aumento de capacidade, com exceção de 2004, cuja premissa de investimento já foi informada pela companhia, está em linha com o crescimento projetado das vendas. Para 2004 os investimentos divulgados permitirão o aumento da capacidade para 200 milhões de unidades, o que representa 88% da utilização da capacidade instalada. Deste investimento previsto em 2004, 42% será investido em melhoria de processos e manutenção (troca de veículos de promotoras de vendas e de gerentes, novos moldes e ferramentas em virtude de lançamentos de produtos novos, software e equipamentos de informática), enquanto 58% será destinado à expansão da capacidade produtiva da empresa, isto é, armazenagem, separação e manufatura.

O principal destino deste investimento em imobilizado é a construção do novo **Armazém Vertical** da empresa, que através do investimento de R\$ 32 milhões, dos quais R\$17 milhões desembolsados ainda em 2004, permitirão aumentar a capacidade de estocagem de 24.000 pallets para 52.000 pallets em 2005. Quanto à nova linha **de separação**, esperam desembolsar em 2004 R\$8 milhões dos R\$10 milhões necessários para expansão da capacidade de separação em 125%, de 32.300 pedidos por dia para aproximadamente 72.700. A empresa ainda espera investir R\$21,0 milhões em 2004 para aumentar a **capacidade de manufatura** através da aquisição de novo maquinário ou sua atualização.

Todos estes investimentos no curto prazo permitem a Natura operar confortavelmente sua produção sem restrições nas linhas de separação, armazenagem e manufatura. Contudo, dada a alta taxa de crescimento do volume das vendas projetadas para a empresa, haverá necessidade contínua de expansão da capacidade de produção. A empresa inclusive levantou o custo, a preços atuais, de uma expansão de capacidade em todos os estágios de produção, dos 200 milhões de unidades anuais previstos em 2004 para 450 milhões de unidades por ano.

Com o investimento de R\$ 400 milhões a empresa conseguiria chegar aos 450 milhões de unidades desejadas. Deste valor, R\$50 milhões seriam destinados à expansão modular das três fábricas, R\$70 milhões para 2 armazéns verticais, R\$ 45 milhões para as 3 linhas de separação e coleta, R\$115 milhões para maquinário das novas fábricas, R\$25 milhões para administração dos edifícios, R\$30 para informática e R\$65 milhões para outros investimentos.

Apesar do cronograma para tais investimentos ainda não ter sido divulgado, estima-se nas projeções que a empresa operará com uma capacidade ociosa média de 10%, a ser utilizada durante os picos de demanda derivados da sazonalidade de vendas e promoções. Espera-se, ainda, que em 2005 o investimento em capacidade seja maior que nos anos seguintes, pela expectativa de que as operações internacionais iniciadas em 2004 (loja em Paris) e início de 2005 (entrada no México) irão provocar bons retornos no curto prazo.

O investimento em capacidade produtiva foi projetado em função da utilização da capacidade aproximada de 90%, além de considerar o cálculo de investimento por 1.000 unidades. Para expandir a capacidade de produção em 280 milhões de unidades/ano, chegando a 450 milhões de unidades/ano ao custo de

R\$400 milhões, foi calculado um índice em valores atuais de R\$ 1.429. Este valor será remunerado pela inflação anual até 2013. Os investimentos em manutenção e melhorias de processo, parte desse investimento em imobilizado, foram projetados como 58% da depreciação anual projetada.

Segundo as premissas mencionadas, pode-se dizer que a projeção total de investimentos foi elaborada, relativamente constante ao longo dos anos, salvo em 2005 quando projetou-se um investimento um pouco maior. Os investimento para aumento de capacidade até 2013 não alcançam os 450 milhões de unidades pretendidas mas, 430 milhões por acompanhar o crescimento projetado das vendas, respeitando a premissa de utilização da capacidade ociosa em torno de 10%.

Apesar do cronograma de investimento na tabela 20 para os dez anos seguintes representar consideráveis investimentos anuais, será visto mais adiante que com a própria geração de caixa seria possível desempenhar estas metas de investimento, sem necessidade de recorrer ao capital de terceiros. O gráfico 2 permite visualizar a evolução do crescimento da capacidade de produção e gastos com investimento.

Tabela 20: Investimento e Depreciação

Investimento (R\$ mil)											
	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Investimento em capacidade		80.000	79.349	37.314	40.730	45.422	45.779	44.817	45.659	46.328	41.796
Manutenção			26.361	32.760	35.083	37.653	40.598	43.464	46.101	48.700	51.233
<b>Total Investimento</b>	<b>23.891</b>	<b>80.000</b>	<b>105.710</b>	<b>70.074</b>	<b>75.813</b>	<b>83.075</b>	<b>86.377</b>	<b>88.281</b>	<b>91.761</b>	<b>95.028</b>	<b>93.029</b>
Investimento/Rec Liq %	1,8%	4,4%	4,8%	2,6%	2,3%	2,3%	2,1%	1,9%	1,8%	1,7%	1,5%
Utilização da capacidade	80%	88%	82%	88%	93%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
Produção/Vendas	94,1%	94,1%	94,1%	94,1%	94,1%	94,1%	94,1%	94,1%	94,1%	94,1%	94,1%
Capacidade	170.000	200.000	250.000	272.500	296.002	321.084	345.274	367.935	390.029	411.480	430.000
Produção	136.200	175.651	204.739	239.196	275.076	295.707	317.885	338.547	358.860	378.597	397.527
Vendas	144.800	186.742	217.667	254.300	292.445	314.378	337.957	359.924	381.519	402.503	422.628
Cresto vendas %		29,0%	16,6%	16,8%	15,0%	7,5%	7,5%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%
Cresto capacidade %		17,6%	25,0%	9,0%	8,6%	8,5%	7,5%	6,6%	6,0%	5,5%	4,5%
custo por item	1,429	1,514	1,587	1,658	1,733	1,811	1,892	1,978	2,067	2,160	2,257

Depreciação (R\$ mil)											
	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>Depreciação</b>	<b>33.673</b>	<b>37.686</b>	<b>45.451</b>	<b>56.483</b>	<b>60.487</b>	<b>64.920</b>	<b>69.996</b>	<b>74.937</b>	<b>79.485</b>	<b>83.965</b>	<b>88.333</b>
Deprec / Imobilizado %	12,9%	14,9%	15,4%	15,9%	16,4%	16,9%	17,4%	17,9%	18,4%	18,9%	19,4%



Gráfico 2: Investimento e Capacidade de Produção

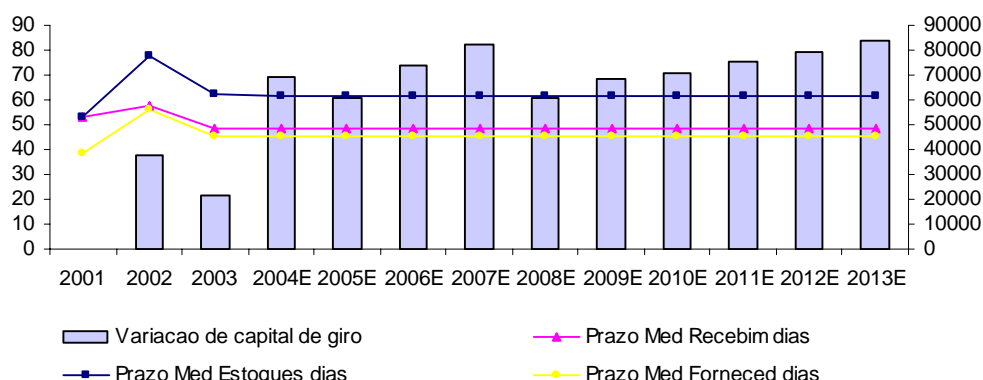


### Capital de Giro

O capital de giro é composto pelo ativo circulante subtraído do passivo circulante. O capital de giro líquido é positivo quando o ativo circulante é maior que o passivo circulante, indicando que o dinheiro disponível nos doze meses seguintes será superior ao desembolsado. Na prática, esse saldo representará uma reserva de capital necessária para que a empresa possa cumprir com suas obrigações correntes. A variação do capital de giro é a diferença entre o capital de giro de um ano com relação ao ano anterior, sendo geralmente positiva em empresas em processo de crescimento como a Natura.

Os principais itens de capital de giro da Natura são contas a receber (descontada provisão para devedores duvidosos), estoques e contas a pagar. Nota-se no gráfico 3 que apesar da empresa perder eficiência no prazo médio de estoques e recebimentos em 2002 em relação ao ano anterior, conseguiu uma recuperação em 2003. Na projeção será considerada a manutenção dos patamares de 2003 para todos os itens, apesar de considerar que os contínuos investimentos na administração de estoque e logística provavelmente permitirão maior eficiência para esta linha ao longo do tempo. Portanto, o prazo médio projetado de recebimento será de 49 dias, o estoque 62 dias e o prazo médio de fornecedores 45 dias.

Gráfico 3: Variação do capital de giro



O ciclo operacional da empresa<sup>45</sup>, caracterizado pelo prazo entre a chegada de matéria-prima para estoque e a data na qual as contas a receber são pagas pelos clientes, teve duração de 111 dias em 2003. Este ciclo, também caracterizado como soma dos prazos de estoques e contas a receber é reduzido discretamente para 110 dias a partir de 2004 refletindo uma pequena evolução esperada na eficiência de estoques e recebimentos. O ciclo de caixa ou financeiro é por sua vez iniciado quando as compras de matérias-primas são pagas, terminando quando há o recebimento efetivo do contas a receber. De maneira análoga é o período entre o pagamento e o recebimento do dinheiro, representado pelo ciclo operacional menos o prazo de contas a pagar. Em 2003 esse ciclo foi de 66 dias, reduzido nas projeções para 65 dias a partir de 2004.

### Política de Dividendos e Estrutura de Capital

Em março de 2004 o Conselho de Administração da Natura adotou uma política de dividendos que estabelece um cálculo de pagamento de dividendos mínimos de 45% do lucro líquido, apesar do dividendo obrigatório ter sido fixado no Estatuto Social em valor mínimo de 30% do lucro líquido anual conforme a Lei das Sociedades por Ações.

Seguindo a política indicativa de distribuição de dividendos da companhia, a projeção considerará a distribuição de 45% do lucro líquido para todos os anos, exceto em 2004, quando haverá a distribuição do excesso de caixa gerado no

<sup>45</sup>Ross, p. 603.

período o que significa que para este período a taxa distribuída será de 95% do lucro líquido do exercício de 2003.

A taxa de distribuição definida para 2004 ainda levou em consideração a política de caixa mínimo de 5% da Receita Líquida, estabelecida pela empresa com o objetivo de manutenção apenas de caixa operacional (para ajudar a financiar os gastos planejados, ou como reserva para gastos inesperados) devido à natureza sazonal e cíclica das atividades, minimizando o pagamento de impostos sobre receita financeira. Como os impostos sobre rendimentos financeiros da pessoa jurídica são maiores que os cobrados sobre pessoa física, a distribuição do excesso de caixa da empresa sob forma de dividendos traz mais ganhos aos acionistas do que a manutenção do dinheiro em caixa.

Dentre as vantagens do pagamento de altos dividendos podem ainda ser citados o reforço ou aumento do preço da ação e o fato de dividendos atraírem investidores institucionais e individuais, permitindo a redução do custo de captação da empresa pela pulverização no mercado. Os dividendos ainda reduzem o fluxo de caixa excedente, minimizando os possíveis custos de *agency* resultantes de conflitos entre administradores e acionistas quanto ao destino do valor em caixa. Dentre as desvantagens existe a redução da capacidade de financiamento interno e a dificuldade de reduzir a distribuição futura dos dividendos sem afetar negativamente o preço da ação<sup>46</sup>.

A composição da dívida em dezembro de 2003 era de R\$33,0 milhões em empréstimos e financiamentos de longo prazo e R\$75,1 milhões em empréstimos e financiamentos de curto prazo. Adicionalmente, em dezembro de 2003, a empresa possuía debêntures subordinadas em circulação no montante principal de R\$130,6 milhões, resgatadas integralmente em março de 2004. Os antigos detentores das debêntures realizaram uma contribuição de capital à companhia na forma dos créditos que obtiveram com o resgate das debêntures recebendo em troca ações ordinárias da emissão. Esta operação associada a abertura de capital acabou por alterar o valor do capital social da companhia, que passou de R\$56,3 milhões em 2003 para R\$230,7 milhões em 2004.

---

<sup>46</sup>Tirado de Ross p. 414 rodapé – ROZEFF, Michael. How companies set their dividend payout ratios. In: STERN, Joel M.; CHEW, Donald H. (Ed.). The revolution in corporate finance. New York: Basel Blackwell, 1986. Ver também HANSEN, Robert S.; KUMAR, Raman; SHOME, Dilip K. Dividend policy and corporate monitoring: evidence from the regulated electric utility industry. Financial Management, Spring 1994.

Em março de 2004 a posição de empréstimos de longo prazo era R\$101,1 milhões e de curto prazo R\$39,7 milhões representando principalmente obrigações com o BNDES e agências governamentais brasileiras. Apesar do percentual da dívida atrelado ao dólar ter sido 55% em 2003 e 21% no primeiro trimestre de 2004, foi projetado a partir de 2005 um percentual de participação de 30%.

Tabela 21: Posição da Dívida

Posição Dívida:	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>Financiamento CP</b>	<b>103.111</b>	<b>104.271</b>	<b>75.102</b>	<b>39.716</b>									
Moeda Estrangeira			59.730	29.548									
Moeda Nacional			3.278	10.168									
<b>Financiamento LP</b>	<b>134.212</b>	<b>99.850</b>	<b>32.986</b>	<b>101.181</b>									
Moeda Estrangeira			-	-	35.798	27.017	21.089	16.158	14.649	13.236	11.915	11.915	11.915
Moeda Nacional			45.080	101.181	83.529	63.039	49.208	37.701	34.182	30.884	27.801	27.801	27.801
<b>Total do Débito</b>	<b>237.323</b>	<b>204.121</b>	<b>108.088</b>	<b>140.897</b>	<b>119.327</b>	<b>90.055</b>	<b>70.297</b>	<b>53.859</b>	<b>48.831</b>	<b>44.120</b>	<b>39.716</b>	<b>39.716</b>	<b>39.716</b>

Estrutura da Dívida	2001	2002	2003	31/3/2004
<b>Curto Prazo (%)</b>	43,4%	51,1%	69,5%	28,2%
<b>Longo Prazo (%)</b>	56,6%	48,9%	30,5%	71,8%
<b>Moeda Estrangeira (%)</b>	73,6%	74,9%	55,3%	<b>21,0%</b>
<b>Moeda Doméstica (%)</b>	26,4%	25,1%	44,7%	<b>79,0%</b>

A redução dos empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo de R\$204,1 milhões em 2002 para R\$108,1 milhões em 2003 deveu-se, em parte, ao pagamento líquido no valor de R\$82,5 milhões do principal destas dívidas, e em parte ao efeito positivo da valorização do real frente ao dólar sobre a dívida em dólar. A mesma lógica ocorreu quanto à redução do endividamento total de curto e longo prazo para R\$204,1 milhões em 2002 comparado a R\$237,3 milhões em 2001, sendo parcialmente compensado pelo efeito negativo da taxa de câmbio entre o real e o dólar sobre o montante da dívida em dólar.

Os empréstimos e financiamentos de 2001 foram destinados especialmente para a construção da unidade em Cajamar. Desde então, por meio da própria geração de caixa, a empresa tem de modo geral, reduzido seus empréstimos e financiamentos. Dessa forma, não havendo necessidade de captação de novas dívidas, a variação anual das mesmas é representada pelos pagamentos de principal, isto é pagamento das parcelas de dívida nas datas de vencimento.

A premissa de não renovar os empréstimos da Natura fará com que, a longo prazo, seu custo médio ponderado de capital aumente. Dessa forma espera-se que o valor encontrado para as ações da Natura fique um pouco abaixo do real potencial de valorização que a empresa tem.