

5

Resultados da Pesquisa

Este capítulo apresenta os resultados encontrados com a pesquisa. Os dados estimados para a Natura serão comparados com aqueles efetivamente realizados. O real valor da ação ao final de 2004 e sua flutuação também serão abordados.

Adicionalmente, de forma a enriquecer a avaliação financeira, os múltiplos implícitos da Natura serão comparados aos múltiplos das empresas internacionais atuantes no setor.

5.1

Análise de Mercado

A participação histórica da Natura no mercado de cosméticos vem mostrando um desempenho muito expressivo. De 13,9% em 2000, a empresa cresceu seu *market share* nacional nas categorias em que opera para 14,3%, 14,5%, 17,1%, 18,9% e 20,5% respectivamente em 2001, 2002, 2003, 2004 e primeiro semestre de 2005⁴⁷. Quanto a receita líquida, enquanto o mercado alvo apresenta uma taxa de crescimento anual composta (CAGR) de 16,6% de 2000 a 2004, a Natura apresenta um CAGR de 26,6% para o mesmo período.

Enquanto o mercado alvo nacional⁴⁸ cresceu 14% em 2003 em termos de receita líquida, movimentando R\$7,2 bilhões e 21% em 2004 movimentando R\$8,7 bilhões, a Natura cresceu 30% em 2003 com receita líquida de R\$1,3 bilhões e 39% em 2004 com receita de R\$1,8 bilhões (exatamente o valor projetado no estudo de caso para 2004). Estes resultados mostram a eficiente administração da empresa para gerar o crescimento dos negócios e confirmam as premissas adotadas na projeção para continuidade do crescimento da empresa ao longo dos próximos anos.

Espera-se ainda que a empresa se beneficie com as mudanças incrementais na renda per capita do brasileiro, já que o consumo de cosméticos é altamente

⁴⁷Dados ABIHPEC

⁴⁸Considera somente os segmentos nos quais a Natura opera. Exclui fraldas, itens de higiene oral, tintura para cabelo, esmaltes, absorventes dentre outros.

influenciado pelo desenvolvimento econômico. Como nas projeções macroeconômicas projetou-se um aumento do PIB para os próximos anos, acredita-se que também haja o aumento do poder de consumo do trabalhador estimulando as vendas. A grande participação da mulher no mercado de trabalho (45,1% em 2004⁴⁹) e a faixa etária média da população brasileira (53% da população está na idade alvo do mercado) são outras variantes que impulsionam o crescimento da Natura.

Da mesma forma, o crescimento da rede de vendas diretas e a produtividade incremental devem alavancar sua performance. A Natura tem contabilizado excelentes resultados de vendas – crescimento no volume de consultoras de 15,6% em 2003 e aumento nas vendas de 5,5% em 2002 e 24,8% em 2003.

Observou-se que a Natura, com dados de 2003 do mercado nacional de cosméticos fragrâncias e artigos de toalete (CF&T), já possuía sólida participação de 33% no segmento de perfumes, 20% no segmento de maquiagem, e 17% em produtos para pele, ao passo que sua presença nos segmentos de produtos para cabelos e banho era de apenas 2%. Isso demonstra que a Natura segue o padrão clássico de uma empresa de cosméticos que usa as revendas diretas como seu principal canal, sendo mais forte nos segmentos em que o aconselhamento ou consulta é mais necessário e mais fraca em produtos tradicionalmente vendidos no mercado a varejo (supermercados, farmácias etc) e onde uma assistência personalizada para a escolha do produto não é exigida. Levando em conta o bem-sucedido histórico e sua forte posição competitiva, estima-se que a empresa continuará ampliando sua participação de mercado mais rápido para as categorias de produto nas quais tem atualmente menor penetração e mais lento nas três categorias em que já se encontra bem estabelecida.

5.2

Análise Financeira

O estudo do mercado de cosméticos, o enfoque no mercado brasileiro e as premissas da avaliação financeira, foram as bases para construção do estudo de caso da Natura. Com a projeção das Demonstrações do Resultado do Exercício

⁴⁹Fonte: IBGE.

(DRE) foi possível montar o fluxo de caixa livre da empresa e identificar a geração de caixa anual. A seguir serão demonstrados os resultados encontrados na pesquisa e o que sucedeu com a empresa nos meses subsequentes à abertura.

As projeções sugerem que a empresa continuará a crescer devido a alta geração de caixa, baixa alavancagem e contínuo investimentos na produção.

Para 2004 foi estimado um EBITDA de R\$ 401 milhões e margem EBITDA de 22%, acompanhando a tendência de crescimento histórico da companhia impulsionado pelo fortalecimento da posição de mercado e ganhos de produtividade. O EBITDA realizado pela empresa ao final de 2004 foi de R\$ 432 milhões e margem 24%, surpreendendo as expectativas e mostrando que a estimativa foi relativamente conservadora.

O lucro líquido estimado de R\$ 285,6 milhões para 2004, 347% maior que o lucro de 2003 e margem líquida de 15,8% ficaram próximos dos R\$ 300 milhões e margem líquida de 17% realizados pela Natura no final do exercício de 2004.

As projeções ainda indicam um fluxo de caixa da firma de R\$ 893 milhões e fluxo de caixa para o acionista de R\$ 895 milhões para 2013 como pode ser visto nas tabelas 22 e 23. Observando o fluxo de caixa para o acionista nota-se de que a empresa não necessita de novas captações até o final de 2013 para realizar os investimentos pretendidos, havendo uma variação na dívida negativa ao longo dos anos e levando seu peso sobre a estrutura de capital a 1%, ou seja, praticamente zero no final das projeções.

Tabela 22: Fluxo de Caixa do Acionista em BRL

Fluxo de Caixa (Reais Mil)	2002	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Lucro Operacional (EBIT)	165.451	260.542	363.478	453.941	565.064	700.906	806.651	927.365	1.055.406	1.195.200	1.336.717	1.487.424
Depreciação (+)	28.263	33.673	37.686	45.451	56.483	60.487	64.920	69.996	74.937	79.485	83.965	88.333
EBITDA	193.714	294.215	401.164	499.392	621.547	761.393	871.570	997.361	1.130.344	1.274.686	1.420.682	1.575.757
Impostos sobre Lucro Operacional (-)	71.847	94.514	80.947	103.204	140.986	187.172	223.125	264.168	307.702	406.368	454.484	505.724
Aumento do Capital de Giro (-)	37.707	21.547	69.533	60.533	73.789	82.427	60.911	68.557	70.707	75.256	79.552	83.498
Investimentos(-)	25.230	23.891	80.000	105.710	70.074	75.813	83.075	86.377	88.281	91.761	95.028	93.029
Fluxo de Caixa Livre para Firma - FCFE	58.930	154.263	170.685	229.945	336.699	415.981	504.459	578.259	663.653	701.300	791.619	893.507
Variação na Dívida (+)	(33.202)	(96.033)	32.809	(21.570)	(29.272)	(19.758)	(16.438)	(5.028)	(4.711)	(4.404)	-	-
Resultado Financeiro (+)	(44.344)	(30.100)	3.151	(78)	215	912	1.462	1.630	1.787	1.934	1.934	1.934
Fluxo de Caixa Livre para Acionistas - FCFE	(18.616)	28.130	206.645	208.297	307.641	397.136	489.482	574.861	660.729	698.830	793.554	895.441
Recompra Debentures (+)	4.080	98.090	(232.826)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aumento de Capital Social (+)	-	-	174.375	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos(-)	9.308	33.717	28.748	128.557	157.797	190.932	231.591	263.244	299.172	337.271	355.845	397.875
Dividendos Extraordinários (-)	-	-	31.942	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Geração de Caixa do ano	(23.844)	92.503	87.504	79.740	149.845	206.204	257.892	311.616	361.557	361.560	437.709	497.565

Tabela 23: Fluxo de Caixa do Acionista em USD

Fluxo de Caixa (Dólar Mil)	2002	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Lucro Operacional (EBIT)	56.671	84.702	123.226	149.446	181.693	220.418	248.101	278.966	310.505	343.913	376.190	409.409
Depreciação (+)	9.681	10.947	12.776	14.963	18.162	19.022	19.967	21.056	22.047	22.871	23.630	24.313
EBITDA	66.352	95.649	136.002	164.409	199.854	239.439	268.068	300.021	332.552	366.784	399.821	433.722
Impostos sobre Lucro Operacional (-)	24.609	30.726	27.442	33.977	45.333	58.861	68.626	79.466	90.527	116.930	127.905	139.199
Aumento do Capital de Giro (-)	12.916	7.005	23.573	19.928	23.726	25.921	18.734	20.623	20.802	21.655	22.388	22.982
Investimentos(-)	8.642	7.767	27.121	34.802	22.532	23.841	25.551	25.984	25.973	26.404	26.743	25.606
Fluxo de Caixa Livre para Firma - FCFE	20.185	50.151	57.865	75.702	108.263	130.816	155.156	173.949	195.250	201.796	222.784	245.935
Variação na Dívida (+)	(11.372)	(31.220)	11.123	(7.101)	(9.412)	(6.213)	(5.056)	(1.512)	(1.386)	(1.267)	-	-
Resultado Financeiro (+)	(15.189)	(9.785)	1.068	(26)	69	287	450	490	526	557	544	532
Fluxo de Caixa Livre para Acionistas - FCFE	(6.376)	9.145	70.056	68.575	98.920	124.889	150.550	172.927	194.389	201.085	223.329	246.467
Recompra Debentures (+)	1.397	31.889	(78.932)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aumento de Capital Social (+)	-	-	59.116	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos(-)	3.188	10.961	9.746	42.323	50.738	60.043	71.230	79.188	88.018	97.048	100.145	109.514
Dividendos Extraordinários (-)	-	-	10.829	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Geração de Caixa do ano	(8.167)	30.073	29.665	26.252	48.182	64.846	79.320	93.739	106.372	104.037	123.184	136.953
VP do Fluxo de Caixa - FCFE		50.151	51.401	59.059	73.797	77.777	80.452	78.820	77.317	69.845	67.451	65.089
VP da Perpetuidade - FCFE		787.738										

Em contrapartida, vale destacar que a não renovação de financiamentos elevará, ao longo dos anos, o custo médio ponderado de capital de 12,6% estimado em 2004 para 14,2% em 2013, conforme pode ser visto na tabela 24. Sendo assim, conforme os valores futuros do fluxo de caixa da firma forem trazidos a valor presente, descontados pelos diferentes valores de WACC para cada ano, o valor presente do fluxo de caixa da firma e perpetuidade terão um valor menor do que se na projeção as dívidas tivessem sido mantidas.

Tabela 24: Evolução do WACC

Dívida (R\$ mil)	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Dívida início Ano	140.897	140.897	119.327	90.055	70.297	53.859	48.831	44.120	39.716	39.716
Vencimentos	-	(21.570)	(29.272)	(19.758)	(16.438)	(5.028)	(4.711)	(4.404)	-	-
Novas dívidas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida Total (D)	140.897	119.327	90.055	70.297	53.859	48.831	44.120	39.716	39.716	39.716
Patrimônio Líquido (E)	420.897	613.759	847.120	1.130.176	1.451.919	1.817.574	2.229.794	2.664.715	3.151.007	4.134.642
D / E	0,33	0,19	0,11	0,06	0,04	0,03	0,02	0,01	0,01	0,01
D / E+D	0,25	0,16	0,10	0,06	0,04	0,03	0,02	0,01	0,01	0,01
E / E+D	0,75	0,84	0,90	0,94	0,96	0,97	0,98	0,99	0,99	0,99
WACC nominal em US\$	12,6%	13,2%	13,6%	13,9%	14,0%	14,1%	14,1%	14,2%	14,2%	14,2%

O aumento do custo médio ponderado de capital observado no caso da Natura está em linha com o estudo de Pagano, Panetta e Zingales (1998), abordado na seção “Vantagens e Custos da Abertura de Capital” deste trabalho, no qual há constatação de que o custo de capital a médio prazo e longo prazo aumenta. Esta verificação, contudo, não seria o movimento esperado das empresas que abrem o capital; afinal, a possibilidade de redução deste custo também foi abordada como um dos benefícios para uma empresa buscar a abertura.

A empresa vem reduzindo sua alavancagem nos últimos anos – em 2001 a participação da dívida sobre a estrutura de capital era de 75%; 2002 69%; 2003

47% e 2004 fechou em 24%, enquanto esperava-se nas projeções 25% para o mesmo período. Entre os anos de 2001 e 2002 a empresa apresentou um maior grau de endividamento líquido, principalmente como consequência dos investimentos na construção da fábrica em São Paulo. No final de 2001, a Natura tinha uma dívida líquida de R\$179 milhões, equivalente a 1,5 vezes o EBITDA. Em 2003 a empresa começou a ter dívida líquida negativa, ou seja, tinha mais dinheiro em caixa do que dívida no mercado. Mantendo a curva de redução da alavancagem financeira, a projeção da dívida para 2004 foi baseada na posição bruta do primeiro trimestre de 2004, que era de R\$140,8 milhões, tornando a razão dívida líquida/EBITDA negativa em 0,2 vezes o EBITDA.

Apesar do aumento do WACC para a Natura ao longo dos anos em razão da redução da participação da dívida na estrutura de capital, a empresa apresenta condições de, com a própria geração de caixa, conseguir realizar os investimentos pretendidos durante todo o período de projeção e ser vista pelos investidores e pelo próprio mercado como uma empresa sólida e atrativa a investimentos dadas as possibilidades de altos pagamentos de dividendos e baixa necessidade de captação para expansão da produção. Além disso, por estar listada no Novo Mercado da Bovespa, tem um compromisso com o mercado de excelência na divulgação das informações financeiras ou sobre qualquer outro assunto que impacte nas suas operações ou flutuações do preço das ações. Ao longo desta seção será realizada uma sensibilidade do WACC com a variação da estrutura de capital, detalhando um pouco mais esta questão.

Os dividendos propostos para 2004 na projeção, de forma que fosse esperada uma geração de caixa de R\$ 87,5 milhões, consideraram a distribuição de 95% do lucro líquido, uma vez que os outros 5% são destinados por lei para reserva legal até que esta atinja 20% do capital social. Para os demais anos foi considerada a distribuição de 45% do lucro líquido; mínimo que a empresa está disposta a pagar, conforme o estatuto.

O preço da ação encontrado para o fluxo de caixa descontado da firma para todos os anos já era esperado. Sua explicação está em linha com as observações feitas por Ross, Weaterield e Jaffe⁵⁰. Para os autores existem algumas formas pelas quais as empresas podem criar VPL positivos e que se aplicam exatamente

⁵⁰Ross, p. 171.

aos resultados encontrados na Natura. A firma compõe um seletor grupo que estimula a constante introdução de novos produtos (sabe-se que estes correspondem a aproximadamente 20% das vendas anuais da empresa). Seu alto gasto com pesquisa e desenvolvimento produzem bens a custo menores que os concorrentes (a empresa estimula parcerias com universidades, além de contar com uma fábrica de última geração que permitiu eficiência produtiva) e introduzem variações de produtos existentes, aproveitando-se das demandas não atendidas.

Para calcular o custo médio ponderado de capital para cada ano, foram consideradas as premissas de taxa livre de risco de 5%, que corresponde a média dos últimos cinco anos da T-Bond de 10 anos; prêmio pelo risco país de 6%, obtido no site <www.damodaran.com> para 2004; prêmio pelo risco de mercado de 4% obtido na Bloomberg ainda no primeiro semestre de 2004 e beta alavancado de 0,8 conforme primeira coluna da tabela 25.

Apenas para ilustrar as premissas utilizadas pelas instituições financeiras pesquisadas, alguns dados disponíveis também foram transcritos.

Tabela 25: Premissas do Cálculo do WACC

Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital - WACC					
	mar/04	ago/04	abr/04	jul/04	set/04
	Estimativa	Unibanco	Pactual	UBS	dit Suisse
Taxa livre de risco	5,0%	4,5%		4,6%	5,0%
Prêmio pelo risco país	6,0%	5,5%		6,2%	6,0%
Prêmio pelo risco de mercado	4%	6%		4%	5%
Beta alavancado	0,8	0,7		1,0	0,8
Ks - Custo do capital próprio US\$	14,3%	14,2%	13,0%	14,8%	15,0%
Kd - Custo da Dívida US\$	11,3%	8,0%		10,3%	
Alíquota de IR	34%	34%	34%	34%	34%
Dívida / Equity	33,5%	20,0%			
Dívida / Capital Total	25,1%	16,7%			
Equity / Capital Total	74,9%	83,3%			
Custo Médio de Capital em US\$ para 2004	12,6%	12,7%	13,0%	13,9%	16,0%

Conforme pode ser visto na tabela 26, o valor presente do fluxo de caixa da Natura (VP do Fluxo de Caixa – FCFF) somado ao valor presente da perpetuidade (VP da Perpetuidade – FCFF) projetada em 5,5%, corresponde ao valor da empresa de US\$1.539 milhões, que descontado a dívida de US\$ 48 milhões do primeiro trimestre de 2004, equivale a US\$ 1.490 milhões. Com as 85,45 milhões

de ações chega-se ao preço final estimado de US\$ 17,44/ação ou R\$ 51,46/ação; potencial de valorização de 41% com relação ao preço de R\$36,50 do lançamento.

Tabela 26: Valor Econômico da Empresa em USD e Preço da Ação

Fluxo de Caixa Descontado	Estimativa mar/04	Pactual abr/04	Itaú jul/04	UBS jul/04	Unibanco ago/04	Credit Suisse set/04
WACC (%)	12,6%	13,0%	16,0%	13,9%	14,7%	16,0%
Crescimento na Perpetuidade (%)	5,5%	4,0%	4,4%	6,5%	4,5%	5,0%
VP do Fluxo de Caixa (US\$ milhões)	751	967				
VP da Perpetuidade (US\$ milhões)	788	899				
Valor da Empresa (US\$ milhões)	1.539	1.866				
(-) Dívida Total 2004E (US\$ milhões)	48					
Valor do Equity (US\$ milhões)	1.490					
Número de Ações (milhões)	85					
Preço Alvo (US\$ / Ação)	17,44	21,83	23,29	18,54	23,32	22,71
Preço Alvo (R\$ / Ação)	51,46	64,40	68,70	54,69	68,78	67,00
Preço em 25/05/2004	36,50	41%	76%	88%	50%	88%
Preço em 31/05/04	40,97					
Preço em 31/12/04	75,84	47% sobre estimativa				
Preço em 29/12/05	102,98	100% sobre estimativa				

Potencial de crescimento da ação

As ações fecharam o ano de 2004 cotadas a R\$ 75,84/ação, valor 47% superior ao estimado na projeção e 108% maior do que o preço de lançamento. Em 2005 as ações fecharam a R\$102,98/ação, valorizando 182% sobre o preço de lançamento. O valor encontrado na projeção para as ações em 2004 também pode ser comparado com aqueles estimados pelas instituições financeiras que acompanharam a abertura, que também utilizaram a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado.

O preço de R\$ 51,46/ação para a Natura foi encontrado com premissas baseadas nos indicadores financeiros do final de 2003 e primeiro semestre de 2004, que foram diferentes do cenário econômico de 2005. Uma sensibilidade interessante para o estudo consiste em atualizar o prêmio pelo risco país utilizado de 6% para 3%. Em janeiro de 2006 o risco-Brasil, que mede a confiança dos investidores estrangeiros no país e que já apresentava uma curva decrescente desde maio de 2005, atingiu 284 pontos centesimais, o menor nível desde que o indicador começou a ser calculado em 1994. Considerando um risco de 300 pontos na sensibilidade, como pode ser visto na tabela 27, o preço estimado para a ação subiria para R\$ 81,81, valor esse bem mais próximo aos R\$ 102,98 da última cotação do ano de 2005; indicando a idoneidade das premissas utilizadas no modelo.

Tabela 27: Análise de sensibilidade do WACC para o risco país

	Risco País bps				
	250	300	500	600	650
WACC	10,0%	10,3%	11,8%	12,6%	12,9%
Preço alvo	90,28	81,81	58,93	51,46	48,34

Os gráficos abaixo apresentam respectivamente a evolução do preço das ações da Natura desde a abertura comparada à evolução do Ibovespa no mesmo período e sua evolução comparada às cotações de algumas competidoras internacionais. A curva ascendente de valorização da Natura explicita a receptividade do mercado à emissão. Do ponto de vista do acionista e da empresa, a abertura de capital trouxe, até o momento, um dos maiores benefícios, que é a confiança dos investidores no papel, refletindo na valorização contínua e crescente das ações, da companhia e melhora dos seus indicadores financeiros.

Gráfico 4: Apreciação das Ações Natura e Ibovespa

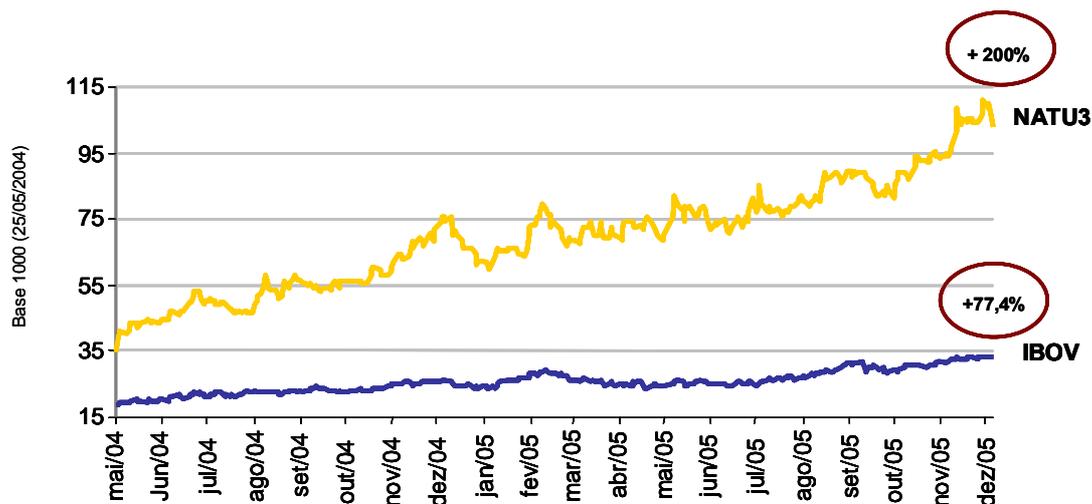
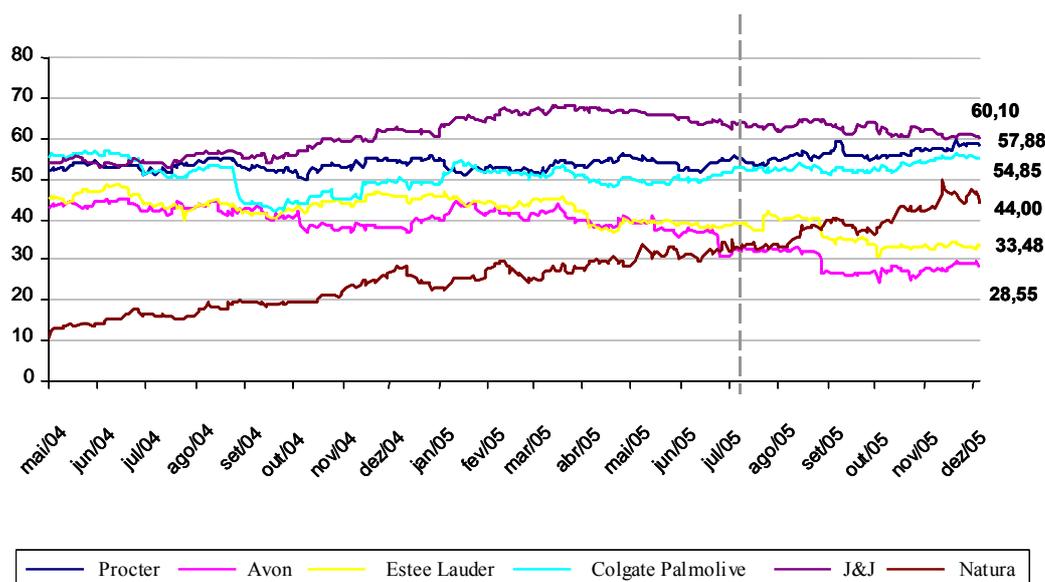


Gráfico 5: Evolução dos Preços em US\$ das Ações Natura e Competidoras



Em uma outra análise de sensibilidade, se o peso da dívida sobre a estrutura de capital que era de 47% em 2003 fosse mantida para o ano seguinte, o custo médio ponderado de capital da Natura reduziria de 12,6% para 11,1%, custo este, menor do que sem a aquisição de novas dívidas em 2004. Caso fosse adotada a relação (D/D+E) da Avon de 10% referente a março de 2004 – a maior competidora da Natura – o WACC da Natura aumentaria para 13,6%, como pode ser observado na tabela 28.

A variação na estrutura de capital na tabela em questão mostra como o grau de alavancagem financeira influencia, dessa forma, o WACC. Em empresas muito alavancadas, ainda que o custo do capital próprio seja muito alto em função do beta alavancado, o custo do capital de terceiros acaba sendo o fator preponderante, resultando em um menor valor para o WACC.

Tabela 28: Análise de sensibilidade do WACC para estrutura de capital

Debt	Estrutura de Capital				
	5%	10%	25%	47%	70%
Equity	95%	90%	75%	53%	30%
WACC	13,9%	13,6%	12,6%	11,1%	9,5%
Preço Alvo R\$	51,44	51,44	51,46	51,48	51,51

Para complementar a análise dos resultados financeiros encontrados pelo fluxo de caixa descontado, foram calculados dois múltiplos frequentemente utilizados no mercado. O múltiplo Valor da Firma/EBITDA e Preço/Lucro.

A tabela 29 apresenta os índices estimados para 2004 das empresas mais significativas do segmento de cosméticos. A partir desses valores foi calculada a média do setor e comparada com os mesmos índices obtidos com os resultados encontrados na Natura.

Tabela 29: Múltiplos de empresas de cosméticos para 2004

Companhia	VF/EBITDA	P/L
AVON	15,8	26
Estee Lauder	14,5	30,8
Colgate-Palmolive	13,9	22,6
Procter & Gamble	13,3	23,9
J & J	11,2	18,2
Média	13,74	24,3
Natura 2004E	13,2	18,6

Fonte: Damodaran

O múltiplo Valor da Firma/EBITDA indica o valor da empresa em relação à sua perspectiva de geração de resultado em determinado ano. Ou seja, representa o número de vezes que a empresa vale a mais do seu EBITDA. Quanto menor no numerador, mais “barata” uma empresa está em relação à sua capacidade de gerar resultado operacional.

O índice VF/EBITDA de 13,74⁵¹ encontrado para o setor de cosméticos e artigos de toalete foi utilizado para o cálculo do valor da Natura por múltiplo. O índice multiplicado pelo EBITDA esperado para 2004 na Natura resultou em US\$1,87 bilhões, valor um pouco acima do valor da empresa encontrado de US\$1,54 bilhões pelo fluxo de caixa descontado.

A razão Preço/Lucro do setor não ficou próximo ao calculado para a Natura. A avaliação da empresa por este múltiplo resultou em um valor para a Natura de US\$2,3 bilhões, enquanto a avaliação pelo fluxo de caixa descontado foi obtido US\$1,5 bilhões.

⁵¹Fonte: Site <www.damodaran.com>.