

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA - UFU**  
**FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS - FACIC/UFU**  
**GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**DANIELLE NASCIMENTO DE PAULO**

**ANÁLISE DO IMPACTO DA AQUISIÇÃO DA AVON PELA NATURA&CO NA  
GERAÇÃO DE VALOR: uma perspectiva utilizando o fluxo de caixa descontado e  
avaliação relativa**

**UBERLÂNDIA**  
**SETEMBRO DE 2025**

**DANIELLE NASCIMENTO DE PAULO**

**ANÁLISE DO IMPACTO DA AQUISIÇÃO DA AVON PELA NATURA&CO NA  
GERAÇÃO DE VALOR: uma perspectiva utilizando o fluxo de caixa descontado e  
avaliação relativa**

Artigo Acadêmico apresentado à Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

**Orientadora: Profa. Dra. Lísia de Melo Queiroz**

**UBERLÂNDIA  
SETEMBRO DE 2025**

## RESUMO

A fusão de empresas é uma estratégia corporativa relevante que visa ampliar a competitividade, otimizar recursos e expandir a atuação no mercado. Neste contexto, este artigo analisa a performance da Natura & Co antes e após sua transação de aquisição e fusão, com o objetivo de avaliar sua capacidade de geração de valor no longo prazo. A pesquisa busca responder se a empresa, mesmo diante de diferentes cenários econômicos, como a pandemia de COVID-19, é capaz de gerar benefícios futuros e manter sua atratividade para investidores. Para isso, são aplicados dois métodos de *Valuation*: o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), principal enfoque do estudo por sua vez, e a Avaliação por Múltiplos como métrica complementar. Com base em dados financeiros históricos extraídos da plataforma Economática entre 2019 e 2024, o estudo avalia premissas econômicas e projeções de fluxo de caixa, a fim de estimar o valor justo da empresa. Os resultados indicam os impactos da transação na estrutura financeira da Natura & Co e oferecem uma visão aprofundada sobre sua capacidade de geração de valor no longo prazo. A avaliação relativa apresentou resultados do preço da ação mais perto do valor negociado na bolsa de valores. Porém o Fluxo de Caixa Descontado por sua vez apresentou resultados mais divergentes com o do valor de mercado e preço de ação.

**Palavras-chave:** Valuation; Fluxo de Caixa Descontado; Avaliação por múltiplos.

## ABSTRACT

*Corporate mergers are a relevant strategic approach aimed at enhancing competitiveness, optimizing resources, and expanding market presence. In this context, this article analyzes the performance of Natura &Co before and after its acquisition and merger transaction, with the objective of evaluating its long-term value creation capacity. The study seeks to determine whether the company, even when facing different economic scenarios, such as the COVID-19 pandemic, is capable of generating future economic benefits and maintaining its attractiveness to investors. To achieve this, two valuation methods are applied: the Discounted Cash Flow (DCF) model, which is the main focus of the study due to its comprehensiveness, and the Multiples Valuation method as a complementary metric. Based on historical financial data extracted from the Economática platform for the period from 2019 to 2024, the research examines economic assumptions and cash flow projections to estimate the company's fair value. The results highlight the impact of the transaction on Natura &Co's financial structure and offer a comprehensive view of its long-term value generation potential. Relative valuation yielded results for a share price closer to the value traded on the stock exchange. However, discounted cash flow yielded results that diverged more from market value and share price.*

**Keywords:** Valuation; Discounted Cash Flow; Evaluation by multiples.

## 1. INTRODUÇÃO

As operações de fusão e aquisição no Brasil cresceram na última década devido a abertura da economia do país, direcionando as empresas nacionais para a concorrência internacional e tendências de globalização do exterior (Wood Junior; Vasconcelos; Caldas, 2004). Uma organização ao fazer uma transação de Fusão e Aquisição de empresa só terá sentido caso gere benefícios econômicos para a empresa que comprou, visto que o princípio de avaliação econômica de uma organização é pelo valor presente líquido que ela pode gerar (Costa; Costa; Alvim, 2011).

Em seu estudo, Wood Junior, Vasconcelos e Caldas (2004) apresentaram amostra de 54 empresas que fizeram transações de fusões e aquisições e observaram que nem todas essas transações obtiveram sucesso se tornando um evento traumático para alguns. Porém algumas dessas empresas, de acordo com o estudo, mostraram que obtiveram sucesso e lucratividade ao fazer tal investimento.

Romano e Almeida (2015) identificaram que uma transação de fusão e aquisição de empresa, assim como a da Brasil Foods pode trazer resultados positivos extraordinários. Para os autores, no estudo da Brasil Foods não foram feitas análises usando fatores de intangibilidade e indicadores para análise de criação de valor, para obter conclusões abrangentes se esse investimento agregou retorno para a empresa adquirente e a adquirida.

Em 2020, a Natura & Co concluiu a aquisição da Avon Products Inc., tornando-se o quarto maior grupo de beleza do mundo, com presença em mais de 100 países (Natura & Co, 2020), sendo denominadas a partir deste momento simplesmente por Natura e Avon. Entretanto no 4º trimestre de 2018 a Avon apresentava em suas demonstrações contábeis um prejuízo proveniente de controladores de US\$ 77,6 milhões (Valor Online, 2019). Mesmo a organização apresentando tal prejuízo, em maio de 2019 a Natura anunciava que iria adquirir a centenária Avon (Natura & Co, 2019).

A Natura estava com a expectativa que a partir da aquisição da Avon conseguiriam atender diversos perfis de clientes e de alcançar sinergias entre US\$ 150 a 250 milhões (Natura & Co, 2019). A escolha de avaliar a empresa Natura após a aquisição da Avon, foi motivada pelo fato de a companhia brasileira ter demonstrado interesse em sua então concorrente, que, em 2018, apresentava prejuízo. Em 2019, a Natura anunciou que realizaria a aquisição da Avon, apesar da situação financeira desfavorável dessa última.

Diante desse cenário o artigo tem a seguinte questão: Quais foram os impactos da aquisição da Avon pela Natura na geração de valor da empresa, com base na análise do Fluxo

de Caixa Descontado (FCD) e avaliação por múltiplos no período de 2019 a 2024? O objetivo deste trabalho é analisar os impactos da aquisição da Avon pela Natura na geração de valor da empresa, com base nos métodos de avaliação por FCD e Avaliação por Múltiplos, utilizando dados financeiros do período de 2019 a 2024. Visando atingir o objetivo geral, tem-se os seguintes objetivos específicos: investigar as variações no desempenho operacional da Natura nos anos anteriores e posteriores à aquisição da Avon, com base nos indicadores EBIT e NOPAT, avaliar a evolução dos fluxos de caixa projetados e descontados da empresa após a transação, identificando impactos positivos ou negativos na geração de valor, comparar os valores estimados da empresa obtidos pelos métodos do Fluxo de Caixa Descontado e Avaliação por Múltiplos, verificando a consistência entre os resultados, analisar o comportamento do custo médio ponderado de capital (WACC) e seu papel na definição do valor da empresa no período pós-aquisição e identificar, a partir dos resultados encontrados, se os efeitos da aquisição se refletem em sinergias financeiras mensuráveis no curto e médio prazo.

A análise proposta visa trazer contribuição para gestores e investidores avaliarem o impacto econômico de transações de aquisições. O foco da pesquisa foi investigar o caso da Natura, que adquiriu a Avon mesmo após a divulgação de prejuízo em 2018, o estudo vai oferecer uma análise aprofundada sobre criação de valor em cenários de aquisição desafiadoras. A motivação da investigação está pautada na necessidade de entender as implicações financeiras e estratégias de decisões. Ademais, a pesquisa visa a compreensão acadêmica acerca da criação de valor em processos de aquisição, oferecendo fundamentos que podem auxiliar práticas de gestão estratégicas.

O presente estudo foi dividido em cinco seções. A primeira seção foi a introdução onde contextualizou o tema do artigo, o problema de pesquisa, objetivo, contribuições e justificativa. A segunda seção é o referencial teórico onde tratou a evolução de fusões e aquisições de empresas, o porquê avaliar empresa, método fluxo de caixa descontado e avaliação relativa. Na terceira seção apresentou a metodologia aplicada do estudo. A quarta seção foi exposto os cálculos do método do FCD e pelo método avaliação relativa. A quinta seção apresentou as considerações finais do presente estudo, as limitações e as sugestões de futuras pesquisas.

## **2. REVISÃO DA LITERATURA**

A avaliação de empresa é um processo necessário para auxiliar a organização na tomada de decisão dentro do ambiente dos negócios (Costa; Costa; Alvim, 2011). A avaliação do

empreendimento da empresa permite que ela adote medidas de parametrização, o que faz com que todos na organização trabalhem numa mesma linha de pensamento que é gerar benefícios econômicos futuros (Costa; Costa; Alvim, 2011). Ao realizar uma avaliação, o objetivo é que consiga determinar o valor justo da transação (Martins, 2006). No entanto, esse valor está relacionado as expectativas dos envolvidos no processo de fusão e aquisição, uma vez que ele depende das projeções e expectativas dos negociantes (Martins, 2006).

## **2.1 Fusões e Aquisições de Empresas**

A nomenclatura fusão e aquisição significa desenvolvimento e crescimento de negócio por meio de negociação de empresas (Coutinho, 2017). Visto que fusão são negócio jurídicos onde duas empresas ao realizar essa transação se juntam formando uma terceira (Coutinho, 2017). Já a aquisição, que também é um negócio jurídico, ocorre por meio de transferência de bens. Nesse caso a empresa adquirente realiza o pagamento de um valor combinado com a empresa adquirida (Coutinho, 2017).

A partir da década de 90 a economia do país estava passando por mudanças para se tornar uma economia aberta, que daria a oportunidade para as empresas brasileiras acompanharem a globalização internacional e aumentar a competitividade frente o mercado exterior (Costa; Costa; Alvim, 2011). Isto desencadeou o crescimento dos processos de fusão e aquisição como meio de desenvolvimento rápido (Costa; Costa; Alvim, 2011).

Há diversas razões para que se ocorra uma fusão ou aquisição, podendo ser por busca de maior geração de valor na empresa ou desenvolvimento da organização (Palepu; Healy, 2016). De acordo com Costa, Costa e Alvim (2011), o crescimento do processo de fusões e aquisições de empresas é impulsionado pela possibilidade de existir sinergias. Uma transação de aquisição é capaz de gerar valor quando o fluxo de caixa decorrente das duas juntas for superior se as empresas permanecessem independentes (Koller; Goedhart; Wessels, 2022).

O aumento da competitividade decorrente da globalização, associado à busca por maiores índices de rentabilidade, fez com que as organizações reconhecessem a necessidade de expandir suas operações para outros países (Costa; Costa; Alvim, 2011). No decorrer desse processo algumas organizações enfrentaram obstáculos como divergência de estratégias, problemas com falta de comunicação, conflitos de interesse restrições por órgão da concorrência (Tanurett, 2001).

De acordo com Assaf Neto (2014), transações de fusão ou aquisição podem gerar conflitos entre acionistas e gestores, caracterizando uma típica relação de agência. Nesse

cenário, os acionistas (principais) esperam que os gestores (agentes) tomem decisões que estejam de acordo com seus interesses, buscando a maximização de sua utilidade. A Teoria da Agência ajuda a explicar como a governança corporativa e mecanismos de controle podem alinhar esses interesses e favorecer a criação de valor na organização. Além da Teoria da Agência que pode auxiliar na criação de valor na organização, em fusão e aquisição de empresas a assimetria de informação pode auxiliar na tomada de decisão, pois diferenças de informações entre compradores e vendedores podem influenciar a avaliação da empresa, as negociações e os resultados da transação (Assaf Neto, 2014).

## **2.2. Avaliação de Empresas**

Avaliação de empresa é um processo essencial para auxiliar a organização na tomada de decisão no ambiente dos negócios (Costa; Costa; Alvim, 2011). Além disso, o processo de avaliação também contribui para estabelecer parâmetros de desempenho dentro de uma organização, garantindo que as unidades de negócios estejam alinhadas com o objetivo de maximizar o lucro da empresa (Costa; Costa; Alvim, 2011).

De acordo com Martins (2006), o valor justo dependerá das expectativas dos envolvidos na transação e dos interesses dos negociadores. Como base das avaliações considera-se o caixa operacional, excluindo os fluxos de caixas vindo de remuneração de terceiros, como despesas financeiras (Assaf Neto, 2019).

Segundo Damodaran (2007), os resultados de uma avaliação nem sempre são precisos, pois pode existir incertezas quanto aos números obtidos. Isso ocorre porque a avaliação trabalha com estimativas e premissas feitas do futuro de uma organização. Para Martins (2006) as conclusões do resultado de uma avaliação não dependem somente de decisões objetivas, mas também envolvem aspectos subjetivos. Esse processo está relacionado à perspectiva de quem está analisando o objetivo do estudo (Martins, 2006).

Enquanto alguns analistas enfatizam a possibilidade de crescimento e planejamento voltados para que o empreendimento gere benefícios econômicos futuros, outros destacam as ameaças e risco associados, isto varia de acordo com o interesse das empresas envolvidas. (Martins, 2006).

O início de uma avaliação se dá pelas demonstrações contábeis. Contudo, não é adequado utilizá-las como uma métrica sozinha para chegar aos resultados, devido à influência que as organizações têm da legislação tributária. Entretanto ao se fazer alguns ajustes é possível que se possa chegar a uma estimativa aproximada do valor real da empresa (Martins, 2006). O



objetivo da organização é gerar rentabilidade e aumentar seu valor de mercado, ou seja, para que uma organização permaneça no mercado ela tem que ser capaz de dar um retorno positivo para seus donos (Assaf Neto, 2019).

A avaliação de uma organização, embora não seja uma ciência exata, se torna necessária no auxílio de tomada de decisão dos gestores para futuros investimentos, viabilidade de abertura de capital e processos de fusões e aquisições de empresas (Assaf Neto, 2019). Segundo Martins (2006), o valor justo está ligado às expectativas das partes envolvidas na transação, sendo a geração de caixa a base nas avaliações.

## 2.3 Projeções das Taxas de Desconto

Na sequência são abordados os conceitos de Custo Médio Ponderado de Capital (do inglês, *Weighted Average Cost of Capital* - WACC), custo de capital próprio ( $K_e$ ) e custo de capital de terceiros ( $K_i$ ).

### 2.3.1. Custo Médio Ponderado (WACC)

Segundo Assaf Neto (2019), o WACC representa uma medida do desempenho financeiro da gestão, sendo utilizado como taxa de atratividade que expressa o retorno mínimo esperado pelos investidores. Essa taxa é aplicada para descontar os fluxos de caixa operacionais em análises de viabilidade econômica e avaliação de empresas. Para que um investimento agregue valor, o retorno sobre o investimento (ROI) deve ser superior ao WACC, que, por sua vez, está relacionado ao risco econômico do negócio, identificado nas decisões de investimento. O cálculo do WACC deve ocorrer depois da aplicação do Imposto de Renda, utilizando os fluxos de caixa já líquidos desse encargo. O cálculo do WACC é feito pela Equação (1):

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

Onde:

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

$K_e$  = custo de oportunidade do capital próprio;

$K_i$  = custo explícito de capital de terceiros (dívidas onerosas);

IR = Alíquota de imposto de renda;

P = capital oneroso de terceiros (passivos com juros);

PL = capital próprio (patrimônio líquido);

P + PL = total do capital investido na empresa;

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

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

### 2.3.2 Custo de Capital Próprio (Ke)

De acordo com Martins (2006) o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) representa a taxa de retorno exigida por um investidor como a soma do rendimento de um ativo livre de risco e um prêmio pelo risco. O modelo considera que apenas o risco sistemático, ou seja, aquele que não pode ser eliminado pela diversificação, é relevante. Para ser possível mensurar o risco, utiliza-se o coeficiente Beta, que indica a sensibilidade dos retornos de um ativo em relação as mudanças do mercado. De acordo com o CAPM, o prêmio pelo risco é obtido pela diferença entre o retorno esperado do mercado e o retorno de um ativo considerado livre de risco.

Para Assaf Neto (2019), o Ke aborda a remuneração mínima que torna um investimento economicamente viável, ou seja, proporciona um retorno que é suficiente para cobrir o custo de oportunidade. O cálculo é representando pela Equação (2):

$$Ke = R_f + \beta [R_m - R_f] + \alpha BR \quad (2)$$

Onde,

Ke = custo de capital próprio;

R<sub>f</sub> = taxa de juros livre de risco;

β = coeficiente beta da ação;

R<sub>m</sub> = retorno de carteiras de mercado

R<sub>m</sub> – R<sub>f</sub> = prêmio pelo risco de mercado

αBR = risco do país estimado

A taxa livre de risco (R<sub>f</sub>) representa o retorno de um investimento considerado isento de risco de crédito, ou seja, é a remuneração mínima esperada por um investidor sem a possibilidade de perdas, geralmente associada a títulos públicos de alta segurança, como os títulos do governo.

O coeficiente Beta ele é uma métrica para medir o risco de mercado em relação a organização, podendo ser obtido pela inclinação da reta de regressão linear do retorno do mercado e da ação, ou seja, ele é a representação do risco do empreendimento denominado como beta desalavancado. Entretanto a formulação para Beta alavancado e desalavancado é representado pela Equação (3), a seguir:

$$\beta = \beta_{TOT} = \beta_L = \beta_U \times [1 + P/PL \times (1 - IR)] \quad (3)$$

Onde,

$\beta = \beta_{TOT} = \beta_L$  = beta total ou beta alavancado (*levered*), medida que incorpora tanto o risco econômico como o risco financeiro;

$\beta_U$  = beta desalavancado (*unlevered*), que exprime somente o risco do negócio, ou risco dos ativos;

$P/PL$  = relação entre passivo oneroso (dívidas com juros) e patrimônio líquido;

$IR$  = alíquota de IR praticada pela empresa.

### 2.3.3 Custo de Capital de Terceiros ( $K_i$ )

Segundo Assaf Neto (2019) o capital de terceiros além de ser uma taxa de desconto definida por investidores, sendo o cálculo do valor presente de fluxos futuros, também representa um retorno da disponibilidade que se tem no mercado. Ou seja, quando uma empresa decide adquirir algum empréstimo ou financiamento, o custo de capital de terceiros equivale uma taxa de desconto da qual vai igualar todas as saídas e entradas que se tem no caixa. Para Assaf Neto (2019), a taxa de juros deve estar associada ao risco que a empresa corre, visto que o  $K_i$  é a representação do custo de oportunidade que se tem no mercado por meio dos recursos de terceiros. O Risco-país (do inglês, *Country Risk*) é uma medida que representa o nível de risco de se investir ou emprestar dinheiro em um determinado país, considerando fatores econômicos, políticos, fiscais e institucionais.

O capital de terceiros é representado pela Equação (4):

$$K_i = R_f + SDE + \text{Risco país} \quad (4)$$

Onde,

$K_i$  = capital de terceiros

Risk Free = taxa livre de risco

SDE = Spread de risco da empresa; risco de inadimplência da empresa

## 2.4 Períodos de Projeção, Perpetuidade e Taxa de Crescimento

Para Martins (2006), o período de projeção corresponde ao intervalo de tempo em que a empresa estima seus fluxos de caixa futuros, considerando variáveis como receitas, despesas e premissas operacionais. A definição desse período depende das características de cada setor, sendo necessário que as projeções sejam realizadas de forma coerente e razoável. Ainda de acordo com o autor o valor da perpetuidade é influenciado tanto pela expectativa quanto para o período de projeção, visto que a perpetuidade será o valor tendo como base o fluxo de caixa livre após os períodos de projeção.

A Equação (5) da perpetuidade de acordo com o Martins (2006) é a seguinte:

$$Perpetuidade = \frac{FCL(t)X (1 + g)}{WACC - g} \quad (5)$$

Onde,

FCL(t) = fluxo de caixa livre do último período da projeção;

WACC = custo médio ponderado de capital; e

g = Taxa de crescimento.

Martins (2006), considera a perpetuidade sendo um dos elementos com maior relevância de uma organização, e a taxa de crescimento apura um valor aproximado do valor da perpetuidade. Porém de acordo com Assaf Neto (2019), as projeções de fluxo de caixa da empresa levam em consideração as taxas de crescimento do lucro esperado, podendo ser a partir do retorno do capital investido (ROI) e o volume dos investimentos dos ativos.

Para Assaf Neto (2019) o cálculo da taxa de crescimento, é feito pela Equação (6):

$$g_{NOPAT} = b_{NOPAT} \times ROI \quad (6)$$

Onde:

Gnopat = Taxa de crescimento do lucro operacional líquido do IR (NOPAT)

Bnopat = Taxa de reinvestimento do lucro operacional (porcentagem do NOPAT que é reaplicada em novos investimentos).

Essa taxa pode ser obtida pela Equação (7):

$$b_{NOPAT} = b_{NOPAT} = \frac{CAPEX - Depreciação + Investimento em Giro}{NOPAT} \quad (7)$$

Para Assaf Neto (2019), uma empresa não destrói seu valor econômico, se os lucros dos novos investimentos são capazes de cobrir o custo de oportunidade. Para que haja geração de valor, o crescimento do lucro operacional precisa agregar valor à empresa, ou seja, o retorno do capital investido (ROI) deve ser superior ao custo de capital (WACC).

## 2.5 Múltiplos de Mercado ou Avaliação Relativa

Segundo Costa, Costa e Alvim (2011), a avaliação relativa é mais simples, pois sua precificação se baseia na comparação dos ativos semelhantes, utilizando variáveis como lucro líquido e fluxo de caixa operacional. Entretanto esse método não leva em consideração o valor do dinheiro no tempo. Ainda de acordo com os autores o método tem vantagens e desvantagens, sendo que as vantagens desse método é que a *valuation* pode ser feita de forma mais rápida sem precisar fazer projeções de forma detalhada levando em consideração fundamentos econômicos. No entanto, as desvantagens desse método incluem a possibilidade de acontecer uma má interpretação dos dados e ausência de uma estimativa do fluxo de caixa. Além disso, ele desconsidera as particularidades e especialidades da empresa avaliada.

De acordo com Costa, Costa e Alvim (2011), o método mais utilizado para se fazer uma avaliação relativa e para complementar o FCL descontado é o Valor/EBITDA, onde o valor vai ser relacionado ao valor que a empresa tem no mercado considerando a dívida líquida. O cálculo do valor da empresa parte do EBITDA.

## 2.6 Avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado

O Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é um dos métodos mais utilizados nas avaliações financeiras, devido a sua capacidade de chegar ao valor justo da empresa com maior precisão, e sua relevância está na capacidade de prever fluxos futuros de caixa. Por isso, o FCD é constantemente citado em estudos acadêmicos e análise de mercado, como métrica de avaliação (Assaf Neto, 2019).

Conforme Assaf Neto (2011) entre os métodos existentes de avaliação de empresa, o FCD é considerado o que melhor representa a real capacidade de geração de riqueza de um empreendimento. Nessa perspectiva o autor transmite que esse método seja um indicador, visto

que tem a capacidade de fornecer evidências da eficiência esperada do empreendimento. Ainda de acordo com Silva *et al.* (2019), o aspecto desse método e a aplicação de uma taxa de desconto para ajustar os valores futuros a uma base temporal presente.

O método FCD pelo seu rigor técnico e conceitual, é o mais usado para avaliação de empresas, uma vez que ele é capaz de chegar ao valor justo da organização, nessa perspectiva o FCD, leva em consideração o valor atual dos benefícios futuros de expectativas de caixa, descontados por uma taxa que vai refletir o custo de oportunidade do capital dos empresários (Assaf Neto, 2011). Segundo o autor, esse método é uma das métricas mais utilizadas para avaliar uma organização, por ser considerado um dos mais precisos no cálculo de seu valor.

Porém, no processo de avaliação também tem que levar em conta o tipo de modelagem de fluxo de caixa que vai usar como base para avaliação, basicamente são três: ótica dos ativos sendo o fluxo de caixa da empresa *free cash flow to firm* - FCFF (fluxo de caixa da empresa ou fluxo de caixa livre) tratando da soma do valor presente valor total presente do fluxo de caixa da organização e o valor dos ativos operacionais, já a ótica do capital de terceiros é a soma do fluxo de caixa de capital dos credores descontado do custo de capital atual de terceiros, por último a ótica do acionista *free cash flow to equity* - FCFE (fluxo de caixa do acionista) é a soma dele descontado pelo custo do capital próprio (Costa; Costa; Alvim, 2011).

Segundo Assaf Neto (2011), têm-se algumas abordagens sobre o FCD para o processo de avaliação, de acordo com o Quadro 1:

Quadro 1. Abordagem do método do FDC.

ABORDAGEM DO METÓDO DO FDC		
Medidas do Fluxo de Caixa	Taxa de Desconto	Avaliação
FCDE- Fluxo de Caixa Disponível da Empresa	Custo Total de Capital- WACC	Valor Total da Empresa (Vo) Vo= Patrimônio Líquido + Passivo
FCDA-Fluxo de Caixa Disponível do Acionista	Custo de Capital Próprio Alavancado- Ke	Valor do Patrimônio Líquido (PL)
Lucro em Excesso	WACC	Valor do Goodwill Vo= Capital Investido + Goodwill
APV- <i>Adjust Present Value</i>	Custo de Capital Próprio Desalavancado	Valor da empresa sem dívidas + benefícios da dívida

Fonte: Assaf Neto (2011)

Em princípio todas as abordagens do FCD deveriam ser capazes de gerar benefícios para as organizações, sendo que cada analista deve analisar qual será a mais correta para cada situação. De acordo com Assaf Neto (2011) o FDCE é descontado pelo WACC, expressando o

valor total da empresa, sendo uma das mais usadas na prática, visto que leva em consideração todos os Fluxos de Caixa Operacional (FCO), a taxa de desconto e os custos de capital próprio de terceiros. O seguinte cálculo é feito pela Equação 8:

$$\text{Valor da Empresa } (Vo) = \sum_{t=1}^{\infty} \left( \frac{FCDE}{(1+WACC)^t} \right) \quad (8)$$

Onde,

$$Vo = \text{Patrimônio Líquido} + \text{Passivo}$$

O cálculo com base no método FCDA é considerado mais difícil de se obter os resultados na prática, pelo fato que esse método leva em conta a estrutura de capital tendo em vista seus fluxos de caixa. O cálculo é feito pela seguinte Equação (9):

$$\text{Valor o Patrimônio Líquido } (PL) = \sum_{t=1}^{\infty} \left( \frac{FCDA}{(1+Ke)^t} \right) \quad (9)$$

Onde,

$$PL = Vo - \text{Passivo}$$

Conforme Costa, Costa e Alvim (2011) no FCL não se considera o total de despesas ou receitas relativas oriundas das aplicações financeiras, considera apenas o cálculo do WACC. Para cálculo do FCD o analista precisa se atentar qual será o método usado junto a ele para fazer o cálculo para se chegar ao valor justo. Assaf Neto (2019) assim como outros autores considera um método preciso e com vasta utilização nas tomadas de decisões, visto que através dele se chega mais perto do valor presente líquido.

Sobre a avaliação do FCD, Assaf Neto (2019) trouxe uma perspectiva do Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FDCE) que na composição do cálculo tem o Fluxo de Caixa Operacional (FCO), ainda de acordo com o autor na composição do cálculo ainda tem o NOPAT, investimentos em capital (CAPEX) e despesas não desembolsáveis. Para se obter o FDCE Assaf Neto (2014) faz uso da estrutura de cálculo a seguir no Quadro 2:

Quadro 2. Estrutura do FCL levando em consideração os períodos de descapitalização.

Fluxo de Caixa Livre (FCL)
EBIT
(-) IR/CS (34%)

(=) NOPAT
(+) Depreciação
(-) CAPEX
(-) NIG
(=) FCO
(=) FCL DA EMPRESA
Períodos de descapitalização
= PV FCL

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2019)

O Quadro 2 apresenta a estrutura utilizada para o cálculo do FCL, baseada em projeções operacionais e financeiras da empresa. A metodologia considera o EBIT ajustado pelo imposto de renda e contribuição social (34%) para a obtenção do NOPAT, que, subtraído do reinvestimento, resulta no FCL da empresa. Posteriormente, os fluxos são descontados considerando os períodos de descapitalização, utilizando o valor presente (PV) de cada fluxo como base para estimar o valor da firma.

#### 2.6.1 Fluxo de Caixa Livre (FCL)

O FCL é um valor excedente obtido que não engloba despesas, investimentos e reinvestimentos, visto que ele vai ser o caixa que está disponível para a empresa (Assaf Neto, 2019). Para Martins (2006), em uma avaliação o que é importante é o impacto que terá nos futuros caixas. Porém para Costa, Costa e Alvim (2011) o FCL será aquele gerado pelo ativo econômico da organização no qual tem como objetivo gerar o valor justo da avaliação e em seu cálculo despreza fluxos como: saídas de juros, amortização e pagamento de dividendos. Ainda de acordo com Assaf Neto (2019) existe dois tipos de FCL sendo eles: o FCDE que é calculado a partir do NOPAT sendo um fluxo de caixa desalavancado, pois ele não engloba as despesas financeiras, entretendo o FCDA é diferente, pois é o valor que os acionistas vão receber.

Os dois fluxos de caixa disponíveis determinam o valor da empresa de identificar a aptidão de agregar futuros caixas disponíveis, a diferença deles é que o FCDE está relaciona a valorização da empresa e o FCDA avalia o PL, eles podem ter o ponto comum que é poder gerar valor igual para o PL, mas para que isso seja possível suas métricas têm que ser iguais (Assaf Neto, 2019). De acordo com Costa, Costa e Alvim (2011) o método mais usual para se



fazer a avaliação de uma organização é utilizando o método do FCL para as empresas. Para Assaf Neto (2019), o FCDE é calculado conforme fórmula do Quadro 3, a seguir:

Quadro 3. Cálculo do FCDE.

<b>Fluxo de Caixa Disponível da Empresa</b>
Receitas Líquidas
(-) Custos
(-) Despesas Operacionais Desembolsáveis
(=) EBIT
(-) IR/CS (34%)
=NOPAT
+Dep. Amort
(=) Fluxo de Caixa Operacional (FCO)
(-) CAPEX
(-) NIG
= Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE)

Fonte: Assaf Neto (2019)

O Quadro 3 apresenta a estrutura de cálculo do FCDE, conforme Assaf Neto (2019). O cálculo parte das receitas líquidas da empresa, subtraindo custos e despesas operacionais desembolsáveis para a obtenção do EBIT. Em seguida, são aplicados os tributos (IR/CS) para se chegar ao NOPAT (lucro operacional líquido após impostos). A esse valor adicionam-se as despesas não desembolsáveis, como depreciação e amortização, obtendo-se o FCO. Por fim, são deduzidos os CAPEX e o aumento no capital de giro líquido (NIG), resultando no FCDE, indicador fundamental na avaliação da capacidade da empresa de gerar recursos livres para os investidores, após atender às suas necessidades operacionais e de investimento.

## 2.6.2 Estudos Correlatos

A avaliação de empresas é uma prática essencial em finanças, e duas das metodologias mais utilizadas são a avaliação por múltiplos de mercado e o FCD. Cada uma delas possui características específicas que influenciam a precisão e a aplicabilidade nos diversos contextos de negócio. O método de avaliação por múltiplos de mercado envolve a comparação do valor da empresa com indicadores financeiros de empresas semelhantes, tais como o P/L (preço sobre lucro) e o EV/EBITDA (valor da empresa sobre lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização).

Carneiro Júnior *et al.* (2018) exploraram este método ao avaliar uma empresa de hotelaria, sugerindo que, após a aplicação dos múltiplos e do fluxo de caixa descontado, ambos os métodos deveriam resultar em valores semelhantes. Essa convergência é observada em estudos anteriores, ressaltando as avaliações quando diferentes metodologias são aplicadas (Demarco *et al.*, 2022). Além disso, Oliveira *et al.* (2021) demonstram que múltiplos fundamentalistas, como o P/L, têm um forte poder preditivo no caso dos bancos brasileiros, destacando a adaptabilidade dos múltiplos em vários setores.

Por outro lado, o método do FCD é amplamente considerado para avaliação de empresas, especialmente quando aplicado em situações de continuidade empresarial. Demarco *et al.* (2022) evidenciam a aplicabilidade deste método em uma pequena empresa de tecnologia, mostrando a relevância do FCD na estimativa de valor. Esta abordagem considera todos os fluxos de caixa futuros esperados da empresa, descontados a uma taxa que reflete o risco associado, permitindo especialistas em finanças determinar o valor presente desses fluxos.

Também, Endler (2009) em seu estudo sobre avaliação de empresa utilizando método fluxo de caixa descontado, considera que apesar do método ser o mais utilizado para se obter o valor de uma organização ele pode trazer algumas inconsistências em seus resultados quando se utiliza de taxas de desconto incorretas. Cunha e Martins e Assaf Neto (2014) fizeram análises de aplicações do fluxo de caixa descontado na avaliação de empresas. Entretanto, percebeu-se que esses métodos apresentam limitações e desafios, principalmente relacionados à dificuldade de coleta de dados, o que impediu uma pesquisa mais abrangente. As principais dificuldades enfrentadas pelos autores foram a obtenção de dados públicos e informações financeiras de empresas de capital fechado, cuja disponibilidade é restrita.

Grejanin e Martins (2021) reforçam a viabilidade do FCD, especialmente em empresas de capital fechado, onde a falta de comparáveis de mercado pode limitar a utilização de múltiplos. Nesse contexto, Cunha e Martins e Assaf Neto (2014) ressaltam que o FCD é frequentemente preferido por sua capacidade de projetar o valor da empresa com base em sua capacidade de gerar benefícios no futuro, alinhando-se à expectativa de performance de mercado. Já Correia Neto (2005), aborda que quando a empresa utiliza diversos métodos na avaliação de uma empresa cada um gera resultado distinto em função de seus pressupostos e bases de cálculo. Correia Neto (2005), Cunha e Martins e Assaf Neto (2014) e Grejanin e Martins (2021) consideram o FCD um método abrangente por incorporar expectativas futuras e aspectos intangíveis, enquanto os métodos patrimoniais e de múltiplos possuem limitações.

### **3. METODOLOGIA**

#### **3.1. Classificação da Pesquisa**

A pesquisa se classifica como descritiva, uma vez que busca expor as características da empresa por meio de aplicação de métodos de avaliação. Para Gil (2019), a pesquisa descritiva visa descrever características de determinado fenômeno. Esta pesquisa caracteriza-se por ter a análise centrada na empresa Natura. Para Yin (2015), tal abordagem configura uma estratégia que possibilita uma investigação aprofundada no contexto real da organização, o que permite alcançar uma compreensão mais ampla e detalhada sobre as variáveis analisadas.

Quanto aos procedimentos foi adotada uma pesquisa documental, visto que foram utilizados documentos oficiais para coleta de dados, que permitem analisar em profundidade uma operação específica, no caso a aquisição da Avon pela Natura. Essa abordagem possibilita uma avaliação detalhada dos impactos dessas transações nos fluxos de caixa e na estrutura financeira da empresa, além de fornecer subsídios para compreender as estratégias de integração e criação de valor em operações corporativas complexas. Segundo Marconi e Lakatos (2017), a pesquisa documental se baseia em materiais que não receberam ainda tratamento analítico, sendo amplamente utilizada quando se busca interpretar informações já registradas.

#### **3.2 Procedimentos Realizados**

Nesta pesquisa foram utilizados os dados financeiros da empresa Natura referentes ao período de 2019 a 2024, retiradas das demonstrações contábeis oficiais da companhia, que são disponibilizadas em seus relatórios anuais, complementadas com o preço das ações emitidas, indicadores financeiros e de mercado, CAPEX, extraídos da plataforma Economatica®.

No estudo foi realizada a avaliação da empresa, utilizando o método FCD e Avaliação por Múltiplos, visando estimar o valor presente dos fluxos de caixa futuros da organização descontados por uma taxa que possibilita refletir o risco do negócio e o custo de capital, métodos amplamente discutidos por autores como Assaf Neto (2019) e Martins (2006). Todos os cálculos que foram realizados, projeções financeiras e simulações de cenários foram desenvolvidos pelo software Microsoft Excel.

## 4. ANÁLISE DE DADOS

### 4.1. Taxas de Desconto: Ki, Ke e WACC

No cálculo do Ki foram usadas premissas globais, conforme observado na Tabela 1:

Tabela 1. Custo de Capital de Terceiros (Ki)

Custo do Capital de Terceiros (Ki)	Cálculo	Premissa
Taxa de juros livre de Risco (Rf)	3,79%	T-Bonds 5 Anos – Fonte: Bloomberg
Risco de Inadimplência (SDE)	1,83%	Ranting Natura - Fonte: Standard & Poor's (BB) 2024, Damodaran, 2024
Risco país	2,11%	Ranting do Brasil - Fonte: Instituto Assaf
Ki antes dos impostos	7,73%	$Ki = Rf + SDE + \text{Risco do País}$
$\times (1 - \text{Alíquota marcial do IR/CS})$	0,66	Alíquota Marginal de IR e CS = 34%
<b>Ki após impostos</b>	<b>5,10%</b>	

Fonte: Dados da pesquisa.

O Ki da empresa foi estimado em 5,10% após os impostos, refletindo o custo médio de capital de terceiros, como empréstimo, financiamento e debêntures. No cálculo do Ki, utilizou-se da taxa livre de risco dos títulos norte-americanos, o risco de inadimplência foi atribuído com base na classificação feita pela Standard & Poor's tendo classificação de BB sendo a taxa percentual adotada estando de acordo com *ranting*, *interest coverage* de Damodaran (2025), e o risco do país que compõe o Ki está de acordo com as diretrizes do Instituto Assaf (2024).

O cálculo do Ke, assim como do Ki, foi focado em premissas globais (Tabela 2):

Tabela 2. Custo de Capital Próprio (Ke)

Custo de Capital Próprio (Ke) - CAPM	Cálculo	Premissa
Taxa de juros livre de Risco (Rf)	3,79%	T-Bonds 5 Anos - Fonte: Bloomberg, 2025
Beta ( $\beta$ )	1,36	Beta Economática
Risco de Mercado (Rm)	23,36%	S&P500 – Fonte: Bloomberg, 2025
Risco país ( $\alpha BR$ )	2,11%	Risco do país - Fonte: Instituto Assaf, 2024
<b>Ke</b>	<b>32,43%</b>	$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf) + \alpha BR$

Fonte: Dados da pesquisa.

O cálculo do custo de capital próprio (Ke), partiu do beta inicial que foi extraído do portal da Economática® que traz indicadores financeiros consolidados e confiáveis. O beta de 1,36% indica que a empresa é 36% mais volátil que o mercado, ou seja, se as ações do mercado subirem cerca de 15% as ações da empresa vão subir 36% a mais que a do mercado. O risco de mercado utilizado no cálculo do custo de capital próprio (Ke) baseou-se no *Equity Risk* do

índice S&P 500, corresponde ao risco, dos títulos norte-americanos. A partir das premissas, o de custo de capital próprio foi estimado em 32,43%.

A Tabela 3 apresenta o cálculo do WACC.

Tabela 3. Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

WACC	%	Premissa
Ke	32,43%	CAPM
PL/P+PL	68,74%	PL dividido por passivo oneroso + PL
Ki	5,10%	Custo da Dívida Líquida
P/P+PL	31,26%	Passivo oneroso dividido por passivo oneroso + PL
<b>WACC</b>	<b>23,89%</b>	

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme Tabela 3 o resultado do WACC da empresa foi de 23,89%, sendo o custo médio ponderado da Natura. Observa-se que 31,26% do capital da empresa é proveniente de dívidas, o que contribui para a redução do WACC. Por outro lado, 68,74% da estrutura é composta por capital próprio, o que indica uma postura mais conservadora em relação ao endividamento. Embora essa composição reduza o risco financeiro, o custo do capital próprio tende a ser mais elevado, o que pode limitar a queda do WACC. Assim, a combinação entre capital próprio e de terceiros influencia diretamente o valor econômico da empresa.

## 4.2 Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Na Tabela 4 está representado o FCL de 2019 a 2024 da empresa.

Tabela 4. Fluxo de Caixa Livre – Em milhares de R\$

FCL (R\$ Mil)	2020	2021	2022	2023	2024
Receitas Líquidas	47.222.253	46.673.722	39.930.479	28.073.880	16.610.378
(-) Custos	6.920.462	16.282.214	14.450.940	10.159.112	5.587.797
(-) Desp. Rec. Operacionais	29.291.917	30.391.508	25.479.539	18.077.357	9.666.350
EBIT	1.009.874	1.299.449	-502.878	-162.589	1.356.231
(-) IR/CS (34%)	-343.357	-441.813	-170.978	-55.280	-461.118
=NOPAT	666.517	857.636	-673.856	-217.869	895.112
+Dep. Amortiz.	3.477.346	3.243.913	2.847.181	1.667.379	693.184
FCO	4.143.863	4.101.550	2.173.325	1.449.510	1.588.297
(-) CAPEX	860.628	1.585.924	1.195.209	443.857	-12.231
(-) NIG	738.281	1.071.035	-1.306.811	2.794.473	-1.936.975
= FCL	2.544.954	1.444.591	2.284.927	-1.788.820	3.537.503

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 4 apresenta o FCL da empresa, com base nas informações históricas do período de 2019 a 2024. Ao analisar o EBIT da organização, observa-se que nos anos de 2022 e 2023 os valores foram negativos, resultado da combinação entre receitas reduzidas e custos e despesas operacionais mais elevados. Esses resultados impactam diretamente o valor do fluxo de caixa livre, uma vez que a geração operacional é comprometida. Vale ressaltar que os valores apresentados ainda não foram descontados pela taxa WACC, portanto, não correspondem ao fluxo de caixa descontado, mas sim à projeção do FCL antes do cálculo do valor presente.

Apesar disso, a empresa demonstrou um certo grau de resiliência financeira. Essa resiliência pode ser observada no comportamento do FCO e do FCL, que permaneceram positivos na maior parte do período analisado, com exceção de 2023, ano em que o FCL foi negativo, indicando um possível impacto mais severo sobre a estrutura operacional e os investimentos da empresa. Os FCL da organização nesses respectivos anos foram de R\$ 1.932.307, R\$ 2.544.954, R\$ 1.444.591, R\$ 2.284.927, R\$ 1.788.820 e R\$ 3.537.503, observa-se que a empresa nesses anos teve um fluxo de caixa que cresceu mais também decresceu. Em 2023 a Natura apresentou o resultado negativo, proveniente do fluxo de caixa operacional ser menor que o valor do CAPEX e do NIG da organização, ou seja, a organização não teve fluxo de caixa nesse ano, porém em 2024 o seu FCL já apresentou um crescimento. O CAPEX informado é com base nos indicadores financeiros captados pela Economatica.

Com base nas informações da organização foi projetado o FCD da empresa no período explícito de 5 anos (2025 a 2029) que está na Tabela 5, a seguir:

Tabela 5. Fluxo de Caixa Descontado (FCD) do período explícito – Em milhares de R\$

<b>FCD (R\$ Mil)</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>Perpetuidade</b>
EBIT	1.391.493	1.427.672	1.464.791	1.502.876	1.541.950	
(-) IR/CS (34%)	-473.108	-485.408	-498.029	-510.978	-524.263	
=NOPAT	918.385	942.263	966.762	991.898	1.017.687	
+Dep. Amortiz.	2.447.832	2.511.475	2.576.774	2.643.770	2.712.508	
FCO	3.366.217	3.453.739	3.543.536	3.635.668	3.730.195	
(-) CAPEX	835.859	857.591	879.889	902.766	926.238	
(-) NIG	279.073	286.329	293.773	301.411	309.248	
= FCL	2.251.285	2.309.819	2.369.874	2.431.491	2.494.709	12.025.089
Períodos de Descapitalização	1	2	3	4	5	5
= PV FCL	1.817.234	1.505.007	1.246.425	1.032.272	854.913	4.120.881

Fonte: Dados da pesquisa.

A projeção do FCD da Natura partiu do EBIT histórico, e o projetando nos anos seguintes com base na fórmula:  $EBIT_t = Ebit_{histórico} \times (1 + g)$  ajustada, adotando-se como taxa de crescimento (g) a projeção do PIB brasileiro de longo prazo, estimada em 2,60% ao ano, conforme dados do Boletim Focus do Banco Central (BACEN, 2025), por retratar o contexto macroeconômico estimado de crescimento futuro do ambiente nacional que a Natura está inserida, o qual indica o potencial do país para regar riqueza, emprego e bem estar social.

O cálculo do NIG, CAPEX e Depreciação foi projetado a partir da média dos últimos 5 anos históricos aplicando uma taxa de crescimento, de acordo com a taxa do PIB. Os valores encontrados do FCL foram descapitalizados pela taxa de WACC.

De acordo com as projeções realizadas da perpetuidade e as atribuições do valor presente, encontrou-se o valor da empresa, conforme Tabela 6:

Tabela 6. Avaliação da Natura pelo Fluxo de Caixa Descontado

VP do Período Explícito (R\$ mil)	6.455.851
VP da Perpetuidade (R\$ mil)	4.120.881
(=) Valor da Empresa ( <i>Enterprise Value</i> ) (R\$ mil)	10.576.732
(-) Dívida Bruta (R\$ mil)	- 7.180.472
(+) Caixas e Equivalentes (R\$ mil)	3.353.583
= Valor do PL ( <i>Equity Value</i> ) (R\$ mil)	6.749.843
(/) Número de ações (mil)	1.385.692
(=) Valor da ação(R\$)	4,87
Intervalo Máximo (+5%) (R\$)	5,11
Intervalo Mínimo (-5%) (R\$)	4,63

Fonte: Dados da Pesquisa

Conforme Tabela 6, para chegar ao valor da ação dividiu-se o *Equity Value* pelo número de ações. Ainda compondo o cálculo foi feita à análise da sensibilidade do mercado, com um decréscimo e acréscimo de 5% sobre o valor da ação. O valor da ação foi estimado em R\$ 4,87, e tendo um intervalo que chega ao valor com decréscimo de R\$ 4,63 e indo até o valor com acréscimo de R\$ 5,11, mesmo com o acréscimo o valor da ação chega a ser menor que o valor da cotação da empresa em 30/12/2024, de R\$ 12,76.

#### 4.3 Avaliação Relativa ou por Múltiplos de Mercado

A Avaliação Relativa ou por Múltiplos de Mercado, é realizada com base nas informações constantes na Tabela 7, a seguir, a qual demonstra o cálculo da metodologia.

Tabela 7. Avaliação por Múltiplos

EBITDA (R\$ mil)	1.903.011
(x) Múltiplo EV/EBITDA (Econômica)	11,32
(=) <i>Enterprise Value</i> (R\$ mil)	21.536.609
(-) Dívida Bruta (R\$ mil)	- 7.180.472
(+) Caixas e Equivalentes (R\$ mil)	3.353.583
(=) <i>Equity Value</i> (R\$ mil)	17.709.720
(/) Número de Ações (mil)	1.385.692
(=) <i>Equity Value</i> por ação (R\$)	12,78
Intervalo Máximo (+5%) (R\$)	13,42
Intervalo Mínimo (-5%) (R\$)	12,14

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se, na Tabela 7, que o múltiplo EV/EBITDA foi multiplicado pelo EBITDA da empresa resultando no valor da firma. Este valor representa o *Enterprise Value*, que não considera as dívidas líquidas da empresa. Ao subtrair essas obrigações, obtém-se o *Equity Value*, ou seja, o valor destinado aos acionistas, que foi estimado em R\$ 17,7 bilhões. Considerando esse montante e o número total de ações em circulação, foi possível calcular o valor estimado por ação, que corresponde a aproximadamente R\$ 12,78, refletindo o preço justo do papel com base na metodologia de avaliação relativa.

#### 4.4 Comparação entre Fluxo de Caixa Descontado e Avaliação Relativa

A Tabela 8, a seguir, mostra a comparação entre os métodos:

Tabela 8. Comparação entre métodos

Métodos	<i>Equity Value</i>	Valor da Ação	Diferença
Avaliação Relativa	17.709.720	12,78	0,16%
Fluxo de Caixa Descontado	6.749.843	4,87	-61,83%
<b>Valor de Mercado em 30/12/2024</b>	<b>17.681.430</b>	<b>12,76</b>	

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 8 mostra que o Valor de Mercado da empresa era de R\$ 17.681.430, levando em consideração o preço da ação negociada em 30/12/2024 e multiplicando pela quantidade de ação na mesma data. As divergências entre os métodos e o valor de mercado da Natura, estão em consonância com estudos anteriores como o de Demarco *et al.*, 2022.

Observa-se que o método de Avaliação Relativa apresentou resultados próximo ao Valor de Mercado da empresa. Mesmo o FCD sendo destacado na literatura como um dos métodos mais usuais para avaliação de empresas, de acordo com Assaf Neto (2019), tendo em vista o



potencial de projetar a capacidade de uma organização gerar benefícios econômicos futuros como ressaltado no estudo de Cunha e Martins e Assaf Neto (2014).

Essa diferença pode ser explicada pelo elevado WACC adotado (23,89%) e talvez também pelo uso do PIB como proxy de crescimento, o que gerou premissas conservadoras que acabaram por subestimar a capacidade de geração de valor da Natura. Nesse sentido, percebe-se que o FCD, embora teoricamente mais preciso, é sensível às premissas adotadas e, neste caso, não conseguiu captar plenamente as sinergias esperadas da aquisição, sobretudo aquelas relacionadas a intangíveis e à integração operacional entre Natura e Avon.

Por outro lado, a Avaliação por Múltiplos refletiu melhor a percepção do mercado, possivelmente porque incorpora expectativas de investidores em relação a ganhos de sinergia e fatores intangíveis não capturados nas projeções financeiras do FCD. Essa constatação reforça a importância de complementar métodos quantitativos com análise qualitativa e de sensibilidade, uma vez que variações em premissas como WACC e taxa de crescimento podem alterar significativamente os resultados.

Do ponto de vista prático, os achados sugerem que gestores devem aprimorar a transparência sobre os resultados das sinergias e que investidores devem considerar múltiplos de mercado como métricas mais realistas em contextos de elevada incerteza. Assim, o estudo contribui ao evidenciar que diferentes métodos de valuation não apenas geram estimativas distintas, mas também captam dimensões diversas da criação de valor.

## **5. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O estudo da aquisição Avon pela Natura verificou uma discrepância entre os métodos FCD e Avaliação por Múltiplos, sendo que os resultados negativos em 2022 e 2023 revelam dificuldades significativas na captura das sinergias projetadas. Quanto ao valor das ações, o FCD apresentou resultado inferior ao obtido na Avaliação por Múltiplos, revelando o valor da ação de R\$ 4,87 e de R\$ 12,76, respectivamente, reforçando a divergência entre as metodologias e a incerteza sobre a real capacidade de gerar valor. A incorporação reversa da Natura &Co. pela Natura Cosméticos, concluída em julho de 2025, reforça esse cenário, ao sinalizar a necessidade de reestruturações profundas para ajustar a estratégia e a governança do grupo (FOLEGO, 2025). Dessa forma, a aquisição, em vez de gerar valor imediato, trouxe desafios que impactaram diretamente o desempenho financeiro e a percepção de atratividade junto aos investidores. Em 2024, mesmo diante de um cenário ainda desafiador, a empresa voltou a

registrar fluxos de caixa positivos, o que demonstra recuperação parcial da sua capacidade de geração de valor.

Ao comparar os resultados obtidos nas duas metodologias observou-se uma diferença significativa no valor estimado da empresa. Essa divergência sugere que o elevado WACC encontrado (23,89%) e o uso do PIB, como proxy de crescimento, geraram premissas conservadoras que acabaram por subestimar a capacidade de geração de valor da Natura.

O WACC elevado se deu, principalmente devido ao  $K_e$ , tendo em sua composição um alto valor de risco de mercado dos Estados Unidos, elevando a taxa de desconto utilizada na avaliação. Isso demonstra que a aplicação do WACC e da taxa de desconto pode impactar significativamente os valores obtidos. Essa divergência pode indicar a existência de distorções que não refletem plenamente as sinergias esperadas pela organização após a aquisição.

Embora a literatura aponte o FCD como o método de avaliação mais utilizado, por permitir projeções de sinergias mais detalhadas (Assaf Neto, 2019), a Avaliação por Múltiplos apresentou resultados mais próximos ao valor de mercado, possivelmente refletindo de forma mais imediata as expectativas e interesses dos investidores. Entretanto, também foi possível observar na composição dos cálculos do FCD, que premissas inadequadas, podem gerar valores inconsistentes, que também já foram observadas em outros artigos como no estudo de Endeler (2009) e de Correia Neto (2005).

No artigo de Cunha e Martins e Assaf Neto (2014) foi observado uma certa limitação para realizar os cálculos devida à dificuldade de encontrar com exatidão as taxas que se enquadram nas premissas analisadas, mesmo a Natura não sendo uma empresa de capital fechado a dificuldade de algumas premissas financeiras foram fatores limitantes para realizar o estudo de uma forma mais abrangente.

Uma das contribuições do estudo foi demonstrar que a percepção sobre criação de valor depende do método de *valuation* empregado, uma vez que diferentes premissas abordadas em cada método podem resultar em resultados divergentes. Para estudos futuros, sugere-se a análise de indicadores financeiros após a venda da The Body Shop e a aquisição da Avon, a fim de avaliar os impactos dessas transações nos demonstrativos da Natura, e os efeitos decorrentes da reestruturação da empresa. Recomenda-se, ainda, que novas pesquisas realizem avaliações tanto em âmbito global quanto nacional, comparando como diferentes métodos de *valuation* aplicados a cenários distintos podem influenciar os resultados obtidos.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2020. E-book. ISBN 9788597026184. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597026184/>>. Acesso em: 14 set. 2024.

ASSAF NETO, A. **Valuation**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ASSAF NETO, A. **Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas**. São Paulo: Atlas, 2019.

CARNEIRO JÚNIOR, J. B. A. C; MORAES, E. S. D., ARENHARDT, R. L., NIVEIROS, S. I. AVALIAÇÃO de uma empresa hoteleira, com base nos métodos dos múltiplos de mercado e do fluxo de caixa descontado em Rondonópolis–MT. **Revista Estudos e Pesquisas em Administração**, vol. 2, no. 2, 2018, p. 95. <https://doi.org/10.30781/repad.v2i2.7011>.

CORPORATE FINANCE INSTITUTE – CFI. **What is Beta in Finance?** Disponível em: <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-beta-guide/>>. Acesso em: 7 ago. 2025.

CORREIA NETO, J. F. Revisão teórica de modelos de avaliação de empresas. **Revista Ciências Administrativas**, Fortaleza, v. 11, n. 2, p. 165-175, dez. 2005. Universidade de Fortaleza. Disponível em: <https://www.redalyc.org/revista.oa?id=4756>. Acesso em: 16 de set. 2025.

COSTA, L. G. A.; COSTA, L. R. T. A.; ALVIM, M. A. **Valuation**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

COUTINHO, S. M. B. **Fusões e aquisições**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2017. E-book. ISBN 9788547222253. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547222253/>>. Acesso em: 08 set. 2024.

CUNHA, M. F.; MARTINS, E.; ASSAF NETO, A. Avaliação de empresas no brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. **Revista de Administração**, vol. 49, no. 2, 2014, p. 251-266. <https://doi.org/10.5700/rausp1144>

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. São Paulo: Pearson, 2007.

DAMODARAN, A. **Spreads de inadimplência do país e prêmios de risco**. Disponível em: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html). Acesso em: 25 jun. 2025.

DEMARCO, J. J., MENDES, A. D. S., SILVA, J. R. C. D., LIMA, M. A. D., SOARES, T. C. Método de fluxo de caixa descontado: estudo de caso acerca da estimativa de valor de uma empresa de pequeno porte de tecnologia. **Revista da Micro e Pequena Empresa**, 2022, p. 45-60. <https://doi.org/10.48099/1982-2537/2021v15n3p4560>

ENDLER, L. Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas. **ConTexto - Contabilidade em Texto**, Porto Alegre, v. 4, n. 6, 2009. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/ConTexto/article/view/11715>. Acesso em: 08 out. 2024.

FOLEGO, T. **Superado o estratégico, Natura muda comando e se volta para operação**. Disponível em: <https://capitalreset.uol.com.br/empresas/companhias-abertas/superado-o-estrategico-natura-muda-comando-e-se-volta-para-operacao/>. Acesso em: 14 de set. 2025.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 7. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2019. E-book. ISBN 9788597020991. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788597020991/>. Acesso em: 10 out. 2024.

GREJANIN, V. U.; MARTINS, V. A. Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado: o caso de uma indústria de madeiras faqueadas de capital fechado. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, vol. 10, no. 3, 2021, p. 83-107. Disponível em: <https://doi.org/10.18028/rgfc.v10i3.7651>. Acesso em : 12 de nov. 2024

INSTITUTO ASSAF. **Indicadores econômicos**. Disponível em: <https://www.institutoassaf.com.br/indicadores-da-economia/>. Acesso em: 25 jun. 2025.

INVESTIDOR 10. **Índice de Preço ao Consumidor Amplo**. Disponível em: <https://investidor10.com.br/indices/ipca/#:~:text=O%20IPCA%20hoje%20%C3%A9%20de,de%202024%20foi%20de%204.83%25>. Acesso em: 25 jun. 2025.

KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. Avaliação de empresas: como medir e gerenciar o valor das empresas. **Porto Alegre: Grupo A**, 2022. E-book. ISBN 9788582605714. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788582605714/>. Acesso em: 14 set. 2024.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

MARTINS, E. (Org.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

NATURA. **Nossa história**. Disponível em: <<https://www.natura.com.br/a-natura-nossa-historia>>. Acesso em: 15 ago. 2024.

NATURA&CO. **Relatório anual**. São Paulo, 2020. Disponível em: <<https://www.naturaeco.com>>. Acesso em: 11 out. 2024.

NATURA&CO. **Relatório anual integrado 2023**. São Paulo: Natura &Co, 2024. Disponível em: <<https://2023ar.naturaeco.report>>. Acesso em: 7 ago. 2025.

NATURA&CO HOLDING S.A. **Ratings de crédito. Relação com investidores**. Disponível em: <<https://ri.natura.com.br/mercado-de-capitais/ratings-de-credito>>/. Acesso em: 25 jun. 2025.

OLIVEIRA, J. G. D., PINHEIRO, J. L., PINHEIRO, L. E. T., MACHADO JÚNIOR, E. A. Poder explicativo dos múltiplos fundamentalistas na análise de bancos brasileiros. **Sociedade, Contabilidade E Gestão**, vol. 16, no. 1, 2021, p. 147-170. Disponível em: [https://doi.org/10.21446/scg\\_ufrj.v0i0.29500](https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v0i0.29500). Acesso em: 10 de jan. 2025.

PALEPU, K. G.; HEALY, P. M. **Análise e avaliação de empresas: decisões e valuation usando demonstrativos financeiros**. São Paulo: Cengage Learning Brasil, 2016. E-book. ISBN 9788522126804. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522126804/>>/. Acesso em: 08 set. 2024.

ROMANO, R. P.; ALMEIDA, D. S. V. Análise dos efeitos em mercado de capitais decorrentes de fusões: o caso BRF S.A. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 19, n. 5, art. 4, p. 606-625, set./out. 2015. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rac/a/dq6gb9nhPLQWMKGHW74Jmvk/>. Acesso em: 08 set. 2024.

SILVA, R. et al. **Avaliação de empresas**. Porto Alegre: Grupo A, 2019. E-book. ISBN 9786581492519. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786581492519/>>. Acesso em: 14 set. 2024.

TANURETT, B. **Fusões, aquisições & parcerias**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2001. E-book. ISBN 9788522472680. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522472680/>>. Acesso em: 08 set. 2024.

TESOURO NACIONAL. **Preços e taxas de títulos IPCA pré e pós-fixados**. Disponível em: <<https://www.tesourodireto.com.br/titulos/precos-e-taxas.htm#0>>. Acesso em: 25 jun. 2025.

WOOD JUNIOR, T.; VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P.; Fusões e Aquisições no Brasil. **ERA Executivo**, São Paulo, v. 2, n. 4, p. 1-xx, nov. 2003 a jan. 2004. Disponível em: <<https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/6e454ac1-5f78-46e2-8d12-886fc50bee2e/content>>. Acesso em: 08 set. 2024.

YIN, R. K. Estudo de caso. 5. ed. **Porto Alegre: Bookman**, 2015. E-book. ISBN 9788582602324. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788582602324/>>. Acesso em: 21 out. 2024.