

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO (UFRJ)
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS (FACC)
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO



**O VALOR DA MARCA
MONOGRAFIA**

Autor: LUCCA DE GARCIA E COSTA
Orientador: MARCO ANTONIO CUNHA DE OLIVEIRA
JULHO/2011

SUMÁRIO

Resumo	5
<i>Abstract</i>	6
1. INTRODUÇÃO	7
1.1 – Delimitação do Estudo	8
1.2 – Relevância do Estudo	8
2. REFERENCIAL TEÓRICO	9
2.1 – O Papel das Marcas.....	9
2.2 – <i>Branding</i>	10
2.3 – <i>Brand Equity</i>	11
2.4 – Criando Valor: a construção do <i>Brand Equity</i>	11
2.4.1 – Elementos da Marca	12
2.4.2 – Atividades de <i>Marketing</i>	13
2.4.2.1 – Personalização.....	13
2.4.2.2 – Integração	14
2.4.2.3. – Internalização.....	14
2.4.3 – Associações Secundárias	15
2.5 – MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DO VALOR DA MARCA	16
2.5.1 – Valorando a Marca	17
2.5.2 – Abordagem de Custo Histórico.....	18
2.5.3 – Abordagem de fluxo de caixa descontado.....	19
2.5.3.1 – Comparação a uma empresa genérica.....	19
2.5.3.1.1 – Abordagem genérica de margem operacional	20
2.5.3.1.2 – Abordagem genérica de retorno sobre capital	20
2.5.3.1.3 – Abordagem genérica de retorno em excesso	21
2.5.3.2 – Modelos de Retornos em Excesso	22

2.6 – O VALUATION: Modelo de Fluxo de Caixa Descontado	22
2.6.1 – Conceito Básico	22
2.6.2 – A Taxa de Desconto.....	23
2.6.3. – CAPM: <i>Capital Asset Pricing Model</i>	23
2.6.5 – Custo do Patrimônio Líquido e Custo Médio Ponderado de Capital	25
2.6.6 – Fluxo de Caixa para a Empresa	26
2.6.7 – Perpetuidade.....	27
3. METODOLOGIA	28
4. CASO – ANALISANDO O VALOR DA NATURA COSMÉTICOS S.A.	34
4.1 – Breve Histórico da Companhia	34
4.2 – Setor de Cosméticos, Fragrâncias e Higiene Pessoal	36
4.3 – Concorrência.....	39
4.4 – Forças e Potencial da Companhia.....	41
4.4.1 – Forças.....	41
4.4.2 – Oportunidades.....	42
4.5 – Fraquezas e Ameaças à Companhia	43
4.6 – <i>Valuation</i> Natura	44
4.7 – Valuation da Empresa Genérica (sem marca)	52
5. CONCLUSÃO	56
6. BIBLIOGRAFIA CONSULTADA	58

Índice de Gráficos e Tabelas

- Figura 1. A empresa sempre associou seus produtos à questão sócio-ambiental – pg. 34
- Gráfico 1. Crescimento do mercado de cosméticos, fragrâncias e higiene pessoal – pg. 36
- Gráfico 2. Participação da mulher no mercado de trabalho brasileiro – pag 37
- Gráfico 3. Expectativa de vida no Brasil – pag 37
- Tabela 1. Maiores mercados e composição de vendas no Brasil – pag 38
- Tabela 2. Demonstrativo de Resultados – pg 44
- Tabela 3. Margem Ebit – pg 44
- Tabela 4. Margem Ebitda – pg 44
- Tabela 5. Fluxo de Caixa – pg 45
- Tabela 6. Capital de Giro, Investimento e Depreciação – pg 46
- Tabela 7. Balanço Patrimonial – pg 46
- Tabela 8. Demonstrativo projetado – pg 47
- Tabela 9. Capital de Giro, Investimento e Depreciação projetados – pg 48
- Tabela 10. Fluxo de Caixa para a Firma – pg 48
- Tabela 11. Taxa de desconto – pg 50
- Tabela 12. Valor presente dos fluxos – pg 51
- Tabela 13. Estimativa de DRE – pg 52
- Tabela 14. Fluxo de caixa para a firma (FCFF) estimado – pg 53
- Tabela 15. *Valuation* Genérica – pg 54

LUCCA DE GARCIA E COSTA
JULHO/2011

Resumo

O presente trabalho tem como tema principal a avaliação do valor de uma marca. Para tanto, será utilizado o método de valoração de ativos conhecido como *valuation*. A partir deste será feita uma comparação entre o valor de uma empresa com marca e de uma empresa semelhante genérica, sem marca – chegando por fim ao valor da marca propriamente dita. O objetivo principal deste trabalho é demonstrar uma das possíveis formas de valoração de uma marca e estimular o debate sobre esse tema de crescente importância para o mundo empresarial.

LUCCA DE GARCIA E COSTA
JULHO/2011

Abstract

This paper addresses as a main theme the valuation of a brand. For that, the commonly known theory for pricing assets simply called “valuation” will be used. Starting from this methodology, a comparison between two companies will be made. One of which with a solid brand and the other a generic one, similar to the first company although without brand – after that, the brand value will be stipulated. The main goal of this study is to demonstrate one of the many possible ways of valuating a brand and also estimate the debate about this important issue in current corporate agenda.

1. INTRODUÇÃO

Muito se fala sobre a importância de uma marca forte nos dias de hoje. Muito se fala que certas marcas valem mais do que os próprios ativos tangíveis das companhias. No entanto, o que é uma marca? O que ela representa? Quais as vantagens de uma marca forte e respeitada? Por fim, qual o valor real que essa marca pode possuir?

Repleto de subjetividade e, portanto, de difícil mensuração, o processo pelo qual procura-se estabelecer um valor financeiro para uma marca não é exato. Certos autores defendem uma linha de raciocínio enquanto outros propõem pesos diferentes para cada aspecto da avaliação. Mas em um ponto, todos concordam: a marca é sim um ativo, gerador de receitas e vantagem competitiva – ou seja, cria valor para a companhia que a detém.

Neste trabalho, no capítulo 2, primeiramente será apresentada a definição e o papel das marcas atualmente, bem como os modernos conceitos de *branding* e *brand equity*. Será descrito também o processo de criação de uma marca forte como ativo gerador de valor para as empresas, além de demonstrados alguns métodos de avaliação do valor financeiro de uma marca. Concluindo o capítulo, será apresentada a técnica de valoração de ativos (ou *valuation*, da expressão em inglês, como será mencionada a partir de agora), amplamente conhecida e utilizada. Será detalhado o processo de determinação do valor de uma empresa, para então extrair dali o valor que corresponde à marca. Uma vez que essa teoria pode ser bastante complexa e detalhista, não se discutirá minúcias de modelos de avaliação ou mesmo especificidades de cada setor. O foco será no método do fluxo de caixa descontado (DCF, na sigla em inglês), concentrando-se em elucidar quais os pontos-chave de criação de valor e como mensurá-lo, chegando a um número específico

No capítulo 3, haverá a descrição da metodologia utilizada no trabalho, após a exposição do conteúdo conceitual teórico. Será descrito o passo-a-passo realizado desde a análise do setor até as demonstrações financeiras que darão origem aos fluxos descontados e por fim ao valor financeiro da marca.

Após o método de avaliação ser explicitado dar-se-á seguimento ao estudo de caso, no capítulo 4, detalhando o *business* da empresa e premissas de análise para finalmente passar ao cálculo do valor da empresa propriamente dita.

Seguindo a metodologia, o capítulo 4 será concluído com a avaliação de uma empresa com marca comparada a uma semelhante genérica, sem marca. Por fim, será estipulado um valor financeiro para essa marca.

No capítulo 5, será descrito o que foi estudado e a importância da marca à luz das teorias descritas e da metodologia adotada, concluindo o estudo.

Apresentadas as teorias e análise do caso, o presente estudo visa deixar claro que uma marca forte pode aumentar o valor intrínseco de uma companhia. Procura-se, portanto, fomentar o debate em torno de um tema de importância crescente no universo das empresas, principalmente no que diz respeito à criação e administração de uma marca forte – o que potencializa seus efeitos e como aumentar seu valor ao longo do tempo.

1.1 – Delimitação do Estudo

Apesar do trabalho se basear em quanto vale uma empresa, e toda a complexidade inerente a avaliação de empresas, limitar-se-á a análise à influência da marca como ativo gerador de valor. Não serão discutidas questões como influência das premissas, prêmio de controle, liquidez, transparência e governança corporativa.

Será exposto o método de fluxo de caixa descontado para determinação do valor de uma empresa; métodos de valoração da marca; e teorias de marketing relacionadas à *branding* e *brand equity* como formas de se aumentar o valor de uma marca.

1.2 – Relevância do Estudo

Atualmente não é incomum ler que certas marcas valem mais que a própria operação do negócio. A utilidade do estudo se revela em tentar elucidar até que ponto tal afirmação está correta e, se valem tanto, como quantificar esse valor para que esse ativo seja mais bem administrado ao longo do tempo.

As empresas do século XXI devem atentar para o valor de sua marca e procurar entender o que as fortalece e o que pode enfraquecê-las.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

AVALIANDO UMA MARCA

2.1 – O Papel das Marcas

A marca começou a ser utilizada ainda na Europa medieval pelos artesãos como sinal distintivo de qualidade de determinados produtos, para que os consumidores não se enganassem ao comprar determinado produto. E desde então seu conceito principal não mudou muito. O objetivo primeiro das marcas ainda é diferenciar um produto do outro, de modo que o consumidor saiba o que esperar daquele produto, além de associar o mesmo à empresa fabricante. (KOTLER, 2006)

Ao longo do tempo, porém, essa função foi se sofisticando. Hoje as marcas não são apenas um sinal distintivo, mas também fontes de valor para o cliente e para a empresa. A história e experiência de um produto no tempo, associado a anos de atividade de marketing permitem muitas vezes a criação de um relacionamento (racional e/ou emocional) entre consumidor e marca.

Para o consumidor, esse relacionamento simplifica a decisão de compra em um ambiente em que as pessoas têm cada vez menos tempo, e traz segurança na compra, de modo que as expectativas desse consumidor sejam atendidas pela oferta daquele produto.

Para as empresas, além da questão jurídica de propriedade quanto aos recursos ou aspectos exclusivos de um produto, uma marca forte e respeitada sinaliza qualidade ao seu mercado consumidor, garantindo a oferta de determinado produto (ou serviço) de acordo com um padrão pré-estabelecido – ou seja, garantir com que a expectativa para com aquele produto seja sempre atendida.

Essa oferta agregada de valor ao cliente gera, no tempo, segurança de demanda para a empresa, além da possibilidade de cobrar preços diferenciados por conta do padrão de qualidade, o que sem dúvida gera uma vantagem competitiva para a companhia. (KOTLER, 2006)

Portanto, uma marca hoje é muito mais do que um nome, símbolo ou design que identifica um produto. O conceito de *brand equity*, que será discutido adiante, tem como objetivo agregar numa marca todo o histórico de um produto e de relacionamento empresa-cliente, inclusive sentimentos emotivos das pessoas com a marca. Guardadas

as devidas proporções, se alguém lhe apresenta um crachá com o nome e foto de um amigo, imediatamente faz-se associações a todos os momentos bons que tiveram juntos, assim como lembranças de tempos difíceis em que atravessaram. Atualmente, marcas fortes estão cada vez mais próximas de relacionamentos dessa natureza: onde as pessoas criam carinho, afeto, associam a lembranças, desenvolvem confiança – sentimentos muitas vezes puramente emocionais (que podem inclusive desafiar a razão), mas por outro lado intrinsecamente humanos.

2.2 – Branding

O moderno conceito de *branding* se trata do esforço proposital, organizado e direcionado à criação de valor em uma marca. Ou seja, “significa dotar produtos e serviços com o poder de uma marca” (KOTLER, 2006, p. 269). Aplicável a qualquer situação que o consumidor tenha opções, o *branding* procura diferenciar uma marca da outra. Consiste no esforço de “criar estruturas mentais e ajudar o consumidor a organizar seu conhecimento sobre produtos e serviços, de forma que torne sua tomada de decisão mais esclarecida e, nesse processo, gere valor à empresa” (KOTLER, 2006, p.270).

Enquanto muitas marcas se diferenciam por conta dos atributos singulares de seus produtos, outras se destacam por criar uma percepção, uma imagem, para seu público-alvo que simplesmente as diferencia das demais. Ao se comprar um tênis Nike, ou uma camisa Hugo Boss, se compra a idéia de alta performance e de sofisticação, respectivamente. Por outro lado, produtos mais elaborados como *notebooks* ou até mesmo automóveis, o argumento racional pode ter maior influência.¹

Vale salientar que uma vez que o *branding* pode ser aplicado a qualquer situação em que o consumidor possua opções, é perfeitamente possível construir uma marca forte para qualquer tipo de entidade, seja um produto, um serviço, uma instituição sem fins lucrativos, uma pessoa, um local, ou mesmo uma idéia.

¹ Note que uma coisa não exclui a outra, o exemplo é uma tentativa de ilustrar que certas decisões de compra podem sofrer maior influência de aspectos subjetivos do que outras.

2.3 – Brand Equity

O que os pesquisadores e estudiosos de *marketing* definem como *brand equity* poderia ser traduzido para os financistas como o agregado de ações e reações (por parte da empresa e seus consumidores) que são responsáveis por determinar o tão falado valor da marca. Enquanto *branding* é o processo ativo de criação de valor, o *brand equity* pode ser definido como o resultado, o que de fato fica como ganho (ou perda) em valor para a empresa em termos de reputação de marca. “Esse valor pode se refletir no modo como os consumidores pensam, sentem e agem em relação à marca, bem como nos preços, na participação de mercado e na lucratividade que a marca proporciona à empresa.” (KOTLER, 2006, p.270)

O *brand equity* (ou o que poderíamos traduzir como patrimônio da marca) parte do princípio que para cada marca há uma reação diferente. Se diferentes marcas causassem reações iguais ou simplesmente não causassem reações, estaria se tratando de uma *commodity*. A composição do *brand equity* se dá, basicamente, pelo conhecimento da marca, ou seja, os pensamentos, associações, sensações e experiências ligadas à marca, e também de outro fator importante importante: as reações dos consumidores. Reações essas que se refletem em percepções, preferências e comportamentos em relação ao *marketing* de uma marca – aceitação positiva ou negativa, empatia, receptividade à diferentes abordagens, etc.

Cabe ao *brand equity* a função de armazém de todo aquele histórico da marca, produto e relacionamento empresa-cliente supracitado (papel das marcas), a “bagagem” da marca, suas associações positivas por parte do cliente, fidelidade, disposição em se pagar um preço diferenciado, etc – um verdadeiro patrimônio da marca.

2.4 – Criando Valor: a construção do Brand Equity

“As empresas constroem seu *brand equity* criando as estruturas corretas de conhecimento da marca com os consumidores corretos” (KOTLER, 2006, p. 275). As empresas detém o controle de todas as ações que se dispõem a executar, no entanto, não controlam as reações dos consumidores. Uma estratégia de *marketing* e/ou comunicação de marca mal direcionada pode causar efeitos difíceis de serem revertidos. Portanto o processo de construção de uma marca (e tudo que a envolve – *brand equity*) é

algo que deve ser cuidadosamente planejado, visando criar o conhecimento correto da marca, para o consumidor que se deseja atingir, e da maneira adequada com a mensagem associada aos valores e proposta da marca. Segundo a administração de *marketing*, existem três principais impulsionadores do *brand equity* (KOTLER, 2006):

- Escolhas iniciais dos elementos ou identidades de marca;
- O produto, o serviço que o acompanha, e todas as atividades de *marketing* de apoio;
- Eventuais outras associações indiretamente transferidas para a marca, vinculando-a a outra entidade.

2.4.1 – Elementos da Marca

Os elementos ou identidades de marca nada mais são do que o nome, os símbolos, logomarcas e *slogans* de uma marca. O que pode parecer simples e sem muita relevância na verdade possui tremenda influência na comunicação dos valores da marca e propostas do produto. Além de potenciais associações positivas (quando bem feito), elementos da marca bem escolhidos poupam recursos de futuras campanhas visando estimular a conscientização da marca e vínculos associados desejados.

A facilidade e sonoridade do nome, a forma da logomarca, a disposição das cores, os símbolos. Tudo influencia (além de outros fatores, obviamente) se o produto será facilmente lembrado, se terá associações positivas, se será esteticamente bem aceito, etc. Vale lembrar que, ao mesmo tempo em que tais fatores surtam mais efeito no surgimento de uma marca, é justamente nesse momento quando erros são mais difíceis de serem revertidos.

O próprio papel do *slogan* pode ser de fundamental importância no reconhecimento e associação à proposta da marca. Não é a toa que muitas marcas fortes têm ou já tiveram *slogans* que resumiam seus valores ao mesmo tempo que criam uma imagem positiva da mesma. Nike, *Just do it*; Petrobras, o desafio é nossa energia; TIM, viver sem fronteiras; para ficar em apenas alguns exemplos.

2.4.2 – Atividades de *Marketing*

“Uma marca não é construída exclusivamente pela publicidade” (KOTLER, 2006, p. 278). Tal afirmação não poderia estar mais atual do que nos dias atuais. A infinidade de mídias e meios possíveis com os quais é possível entrar em contato com uma marca deixa claro que o papel da publicidade (e principalmente da propaganda) como principal veículo difusor de uma marca está ultrapassado. Por atividades de *marketing*, entende-se toda forma de contato que o consumidor pode vir a ter com a marca, desde o produto em si até o local em que ele é vendido/atendido (no caso de serviços) e a atitude do funcionário da empresa que está lidando com ele. A empresa que deseja fortalecer seu *brand equity* deve alinhar a proposta da marca através de todas suas ações, inclusive internas à companhia.

O *branding* moderno pressupõe ênfase especial em três novos temas envolvidos nos programas de marketing para a construção da marca:

- Personalização;
- Integração;
- Internalização.

2.4.2.1 – Personalização

A tendência não é nova porém não deixa de ganhar força. A personalização é um fenômeno que tem se fortalecido juntamente com a multiplicação das mídias disponíveis e com a interação crescente dos consumidores com as marcas. De certo modo, é possível afirmar que a sociedade voltou no tempo nesse aspecto: enquanto não muito tempo atrás campanhas publicitárias (principalmente em TV) atingiam uma infinidade de consumidores de uma vez, hoje as empresas têm procurado se aproximar destes de maneira similar àquela em que os comerciantes conheciam pelo nome seus fregueses. Ao mencionar “interação crescente”, é impossível não citar o advento das redes sociais.

Enfim, o produto padrão e massificado está cada vez mais distante. Consegue-se personalizar desde aparelhos eletrônicos, passando por roupas e sapatos até carros nos dias atuais. A infinidade de aplicativos que o *iPhone* disponibiliza permite que o usuário tenha somente o que de fato lhe interessa, enquanto o *Ford Sync*, parceria entre Ford e

Microsoft, permite que o dono do veículo acione diversos itens (de rádio a altura do banco) do carro apenas pelo comando de voz.

2.4.2.2 – Integração

O conceito de integração significa sintonia entre as diversas ações do programa de *marketing* da companhia. “Praticar o *marketing* integrado significa mesclar e combinar atividades de *marketing* a fim de maximizar os efeitos individuais e coletivos.” (LACOBUCCI e CALDER, apud KOTLER, 2003). Vale salientar que não é a mesma coisa que aplicar a mesma campanha indiscriminadamente à mídias diferentes, mas sim ações complementares, que podem ter muito ou pouco a ver uma com a outra. “Cada opção de comunicação pode ser julgada considerando-se a eficiência e eficácia com que influencia a conscientização de marca e com que cria, mantém ou fortalece a imagem de marca.” (KOTLER, 2006, p. 279).

Criar uma atmosfera específica dentro de uma determinada proposta no ponto-de-venda é um dos exemplos de se integrar as atividades de *marketing* e aumentar o *brand equity* positivo, como faz a Osklen, por exemplo. A empresa transmite o conceito de *cool* e *fashion* não somente através de catálogos e desfiles, mas também pelo ambiente da loja, vitrine e até ações sociais.

2.4.2.3. – Internalização

Intrinsecamente ligado ao conceito de integração, a internalização do *branding* diz respeito também a sintonia das ações, mas agora exclusivamente no âmbito interno da companhia. Uma vez que a marca comunica uma proposta específica, valores específicos, o consumidor passa a criar uma expectativa em cima da mesma (e tudo que está associado a ela). Portanto, a atitude dos funcionários, que em algum ponto será transmitida para o consumidor, faz parte da estratégia de *branding*. Divulgar o *branding* internamente e inspirar as pessoas a acreditar na visão e na missão da empresa é parte importante para o fortalecimento do *brand equity*.

Normalmente empresas jovens e modernas compreendem essa necessidade, como por exemplo a Azul Linhas Aéreas, que transmite a sensação de estarem todos

comprometidos com a proposta de empresa aérea de baixo custo mas com respeito aos clientes e qualidade de serviço. Exemplo emblemático de internalização é a Disney. Sua proposta de proporcionar uma atmosfera de “mundo da fantasia” às crianças é levada tão à sério que os funcionários são proibidos de tirarem suas fantasias que não em um lugar específico para tal, segundo depoimentos de ex-funcionários. Isso é criação de valor para a marca.

2.4.3 – Associações Secundárias

Último ponto impulsionador do *brand equity*, as associações secundárias consistem em “tomar emprestado” a fama ou reputação de alguém, algum lugar, alguma marca, alguma causa, etc. A forma mais conhecida de associação é o patrocínio, seja de eventos, seja de personalidades. Mesmo popular de certa forma, o patrocínio consiste numa forma ainda muito eficaz quando se associa à imagem correta que se pretende transmitir. Exemplos clássicos são Nike, que patrocina a maioria dos atletas de ponta em uma série de esportes diferentes, associando sua marca à alta performance e desempenho, à excelência; e *RedBull*, o energético “que te dá asas” reforça seu *slogan* estando presente em uma série de eventos radicais, patrocinando o evento ou o atleta, mas normalmente em performances de bastante visibilidade.

Patrocínio é apenas uma das formas de associação, dentre garotos-propaganda; associar à lugares; à formadores de opinião; próprias associações entre marcas; *joint-ventures*; sub-marcas; entre outros. No entanto, mais importante do que o tipo de associação a se escolher, é a que características se deseja associar. Antes de mais nada, deve-se avaliar quais as características desejadas para a marca, em consonância com seus valores e proposta. Só então começa a busca por uma associação a algo ou alguém que traduza ou complementa essas características.

Cabe ressaltar que associações também possuem risco. Uma vez que a marca está associada a algo ou alguém, qualquer alteração sofrida na imagem deste impacta diretamente a marca. Há alguns exemplos recentes, entre eles *Tiger Woods*, golfista extremamente bem-sucedido com imagem impecável até então, envolveu-se em um escândalo conjugal de repercussão global que fez com que a consultoria *Accenture*, cujo garoto-propaganda era *Tiger* há anos, rompesse o contrato (PORTAL EXAME, 2011). Por

mais que o risco seja um pouco maior no caso de personalidades, ele também existe no caso de lugares, eventos, outras marcas e causas.

2.5 – MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DO VALOR DA MARCA

A seguir se discorrerá um pouco sobre o conceito de ativo intangível, do qual a marca faz parte, antes de dar continuidade aos estudos relacionados a ela propriamente dita.

Importância dos Ativos Intangíveis

Existem três tipos de ativos intangíveis:

- a. Aqueles que se auto-sustentam, geram fluxos de caixa e costumam ter vida finita (ex.: patentes, direitos autorais, licenciamentos, etc);
- b. Aqueles que geram fluxos de caixa para o negócio como um todo e portanto mais difíceis de avaliar de forma independente (ex.: marca, reputação corporativa, etc);
- c. Aqueles com potencial de geração de fluxos no futuro mas não no presente, sendo portanto ainda mais difíceis de se avaliar, uma vez que possuem características de opção.

Até quase a metade do século XX, a enorme maioria dos negócios era baseada em ativos físicos e portanto não havia grandes problemas para se calcular seu valor. Com o advento das marcas, patentes, especialização tecnológica, entre outros, os ativos intangíveis ganharam maior importância. E apesar das regras contábeis tradicionais subestimarem ou ignorarem seu valor, o *valuation* capta sua influência sobre o valor total de uma companhia, mesmo que seja complicado precisar com exatidão a dimensão dessa influência. (DAMODARAN, 2007, p.283)

2.5.1 – Valorando a Marca

É chegada a hora de mensurar todo esse esforço de *marketing*. Após o processo intensivo de *branding*, a integração e a coerência das operações com a proposta da marca, o fortalecimento da marca, a resposta do consumidor no mercado, o início da fidelidade, a demanda estável... Enfim, como supracitado, foi desenvolvido o *brand equity*. Mas e agora? Quanto vale essa marca? O que tudo isso representa em termos de valor financeiro para a empresa?

Muito se fala sobre o valor inestimável da fidelidade de um cliente, da admiração à uma marca, da confiança depositada, dos sentimentos que essa desperta... Há muitas análises basicamente qualitativas de valor da marca. Porém como administrar esse ativo de maneira eficiente sem ter nenhuma pista de seu valor financeiro? Estará ele de fato gerando fluxos de caixa para a companhia ou apenas desembolsos a fundo perdido?

Existem muitos métodos que procuram identificar a eficácia da comunicação de marca, se o *brand equity* está sendo desenvolvido, se o mercado está respondendo da melhor maneira. No entanto, o interesse agora está concentrado em valor financeiro. Se a empresa desejar vender a marca, quanto cobrará? Há algumas teorias disponíveis se tratando de valor financeiro da marca.

Muitos autores e empresas de consultoria propuseram diferentes métodos de valoração da marca. Os diferentes métodos consideram que os valores da marca são:

1. O valor de mercado da companhia;
2. A diferença entre o valor de mercado e o patrimônio líquido da companhia;
3. A diferença entre o valor de mercado e o patrimônio líquido menos o *expertise* do corpo executivo (capital intelectual);
4. O valor de substituição da marca:
 - a. Valor presente do investimento histórico em *marketing* e propaganda;
 - b. Estimativa de investimento em publicidade para alcançar o atual nível de reconhecimento da marca;
5. A diferença de valor de uma empresa com marca forte e outra similar que vende produtos sem marca (genéricos ou marca do varejista);²
6. O valor de uma opção entre vender por um preço superior e/ou em maior escala e a opção de crescer através de novos canais de distribuição, novas localidades, novos produtos, novos formatos... Devido à existência da marca (FERNANDEZ, 2001, p.4).

² Há muitas variações nesse modelo, uma delas será estudada adiante;

Assim como a análise de empresas, porém, a análise de marcas também é muito influenciada por vieses daquele que analisa. Para quem a marca está sendo avaliada e com qual propósito são duas fontes de variações no valor encontrado: se a análise está sendo realizada para a empresa dona da marca ou para um competidor direto; e se o objetivo da análise é vender a marca, ou quantificar *royalties* a receber, ou mesmo apenas ajudar na gestão da marca. (FERNÁNDEZ, 2001, p.5)

Esse estudo em especial se concentrará em dois tipos de abordagem e três formas de cálculo diferentes do valor da marca, mas apenas uma será escolhida para se avaliar o caso real.

2.5.2 – Abordagem de Custo Histórico

Nessa abordagem, primeiramente são estimados quais tipos de gastos afetam a marca e com qual intensidade (i.e. é razoável assumir que parcela relevante dos gastos com propaganda ajudam a desenvolver a marca). Assim, para DAMODARAN (2007), ao calcular o valor de marca utiliza-se um processo muito similar àquele utilizado na capitalização dos gastos em P&D:

1. Determina-se uma vida amortizável para os gastos com a marca, baseada em quanto tempo se supõe que os benefícios do gasto durarão;
2. Acumula-se os dados sobre gastos com marca retroagindo historicamente ano a ano, para obter a vida amortizável da marca;
3. Seguindo um cronograma de amortização em linha reta, baixa-se uma parcela de gasto com a marca do gasto anual nos anos subseqüentes.

Embora essa abordagem seja bastante simples e com grau de subjetividade relativamente baixo, “ela não mede realmente o valor da marca. O que mede, na verdade, é o capital investido na marca, que pode ter pouca ou nenhuma semelhança com o real valor de mercado hoje.” (DAMODARAN, 2007, p.286)

2.5.3 – Abordagem de fluxo de caixa descontado

Nesta abordagem, procura-se isolar o efeito da marca sobre os fluxos de caixa da empresa. Embora difícil, a separação provavelmente não se dará em relação a outros fatores que também afetam os fluxos como reputação, qualidade ou serviço e poder de mercado (DAMODARAN, 2007, p.287). Porém, aqui cabe uma ressalva: é questionável desacoplar marca, de reputação da empresa ou qualidade etc. Por mais que analistas e financistas em geral possuam a ânsia de querer valorar cada detalhe da companhia, vale uma reflexão a respeito de até onde certos intangíveis são independentes e não correlacionados.

Dada a abrangência da marca, permeando diversas esferas da companhia, parece no mínimo pretensioso querer dissociar reputação corporativa ou qualidade, da marca da empresa. Tais fatores são atributos da marca e fazem parte de seu valor. Podem ter seu valor individual, claro, mas estão perfeitamente incluídas no cálculo do valor da marca.

2.5.3.1 – Comparação a uma empresa genérica

Esse é um método amplamente aceito e utilizado, muito por conta da lógica e racionalidade, idéia esta compartilhada por esse trabalho. Nele, basta comparar os fluxos de caixa de uma empresa com marca com outra similar (mesmos produtos e tamanho) sem marca (genérica), onde a diferença entre os fluxos seria atribuída à marca e o valor desses fluxos, o valor da marca.

A simplicidade peca por um pequeno detalhe: como achar uma empresa exatamente igual a outra, porém sem a marca? Por ser considerada tarefa impossível, DAMODARAN (2007) recomenda uma das seguintes aproximações:

- Abordagem genérica de margem operacional;
- Abordagem genérica de retorno sobre capital;
- Abordagem genérica de retorno em excesso.

2.5.3.1.1 – Abordagem genérica de margem operacional

A premissa básica da abordagem é que o poder de uma marca está justamente na capacidade da empresa de poder cobrar um preço mais alto do que outra que venda os mesmos produtos, mas com marcas genéricas. Ou seja, o valor da marca será extraído por conta da elevação das margens da companhia, elevação que foi proporcionada justamente por possuir uma marca forte e reconhecida pelos consumidores, que concordam em pagar mais por ela.

O fato de substituir a margem operacional atual da empresa por outra de empresa genérica no mesmo segmento, produzirá efeitos em cadeia, já que, de acordo com DAMODARAN (2007), margens inferiores geram retornos inferiores sobre capital, que por sua vez, resultam em taxas de crescimento inferiores. Portanto, mesmo uma pequena alteração na margem operacional pode resultar em grande alteração de valor, que no caso se atribuirá à marca.

2.5.3.1.2 – Abordagem genérica de retorno sobre capital

Parecida com a abordagem anterior, aqui se substitui o retorno de capital da empresa por outra de empresa genérica, assumindo que os efeitos produzidos pela alteração será o valor da marca.

Uma vez que o retorno sobre capital é o produto da margem operacional e da razão de giro de vendas, essa abordagem ilustra que a marca tem influência sobre duas frentes-chave: (i) a empresa cobra preços mais altos pelos mesmos produtos da genérica e obtém margens superiores; (ii) apesar de preços similares, a empresa de marca consegue vender mais produtos em comparação à genérica, aumentando as razões de giro de vendas.

O presente estudo considera os dois efeitos descritos acima como os mais representativos, em termos práticos, em decorrência de uma marca forte. Reações por parte do consumidor como fidelidade, estima, confiança ou até a própria estabilidade de demanda irão se refletir de alguma forma nesses indicadores, seja aumento de margem, seja incremento de vendas. A abordagem, no entanto, assume que os custos de capital serão os mesmos para as duas empresas, na tentativa de se isolar a variável. Embora seja discutível que uma empresa com marca forte (com margens e/ou vendas superiores)

possua o mesmo custo de capital da empresa genérica, esta questão será explorada a seguir.

2.5.3.1.3 – Abordagem genérica de retorno em excesso

Primeiramente, retorno em excesso nada mais é do que a diferença entre retorno sobre capital e custo de capital, ou seja, quanto determinada empresa gera acima de seu custo de capital. Nessa abordagem, substitui-se o retorno em excesso da empresa com marca pelo retorno em excesso da empresa genérica. Segundo DAMODARAN (2007), além de capturar todos os efeitos que a alteração no retorno sobre capital impõe sobre o valor, essa abordagem permite estabelecer os custos de capital em diferentes níveis para a empresa de marca e a genérica.

Aqui, assim como foi comentado na abordagem anterior, o custo de capital pode ser diferenciado entre uma empresa e outra, afinal, empresas de marca forte possuem menos risco de mercado (excluindo efeitos de dívida), maior capacidade de alavancagem (tomar dívida) e menores custos de capital. Por outro lado, é um pouco pretensioso achar que todo o retorno em excesso, ou seja, tudo que a empresa gera acima de seu custo de capital, seria por conta única e exclusivamente por conta da marca.

Lembrando que nas três abordagens descritas acima, partimos de duas premissas básicas: (i) a empresa genérica existe e temos acesso às suas informações financeiras; (ii) a marca é o único motivo por trás das diferenças entre margens, retornos sobre capital e retornos em excesso entre as empresas. Assim como foi supracitado, não é exagero considerar que determinados intangíveis compõem o valor da marca. Entretanto, tais suposições são mais adequadas quando direcionadas à empresas cuja marca é fator de extrema diferenciação (e produtos mais simples), como Coca-Cola ou Sadia em contraposição à Sony ou BTGPactual (produtos/serviços mais sofisticados, em suas respectivas áreas).

2.5.3.2 – Modelos de Retornos em Excesso

Último método dentro da abordagem de fluxo de caixa descontado, o modelo de retorno em excesso, similar à abordagem genérica do mesmo, mas sem comparar com nenhuma outra empresa, consiste em atribuir o valor da marca à todo o retorno em excesso da companhia. Ou seja, qualquer ganho que a empresa possua, acima de seu custo de capital, será interpretado como valor da marca.

$$\text{Valor da marca} = \text{Valor DCF estimado da empresa} - \text{Capital investido na empresa}$$

Essa abordagem superestima, de certo modo, o valor da marca, uma vez que os retornos em excesso decorrem de todas as vantagens competitivas da empresa, não somente da marca, como defende DAMODARAN (2007).

2.6 – O VALUATION: Modelo de Fluxo de Caixa Descontado

Existem diversas maneiras de se avaliar o valor de um ativo. Dentre os mais comuns e utilizados está o modelo de fluxo de caixa descontado. Este estipula que o valor de um ativo nada mais é do que o valor presente dos fluxos de caixa que serão gerados por ele no futuro descontados a uma taxa.

Apesar de lógico e de aparente simplicidade, o método não se limita à aplicação da fórmula. Estimar premissas para o futuro, crescimento dos fluxos, e nível de risco do ativo definitivamente não são tarefas simples de serem realizadas. A alta sensibilidade do modelo à variáveis fora de controle do analista e o risco de vieses na avaliação podem tornar o processo bastante delicado (DAMODARAN, 2007, p.2 e p.6).

2.6.1 – Conceito Básico

$$\text{Valor do ativo} = \sum FC_t / (1+k)^t \quad \text{EQ.1}$$

Ou seja, o somatório dos fluxos de caixa FC no período t até o período n (vida útil do ativo), onde k é a taxa de desconto utilizada.

Uma vez compreendido o conceito, entra a parte mais difícil: projetar os fluxos desse ativo (que de agora em diante também será tratado como empresa) e estimar a taxa de desconto apropriada a ele, dado seu nível de risco.

Existem duas principais abordagens no modelo de fluxo de caixa descontado: fluxo de caixa livre para o acionista, que considera somente a participação dos acionistas no negócio; e o fluxo de caixa livre para a empresa, que engloba todo o fluxo de recursos para a empresa, inclusive para detentores de dívida, por exemplo. O trabalho se concentrará no segundo.

2.6.2 – A Taxa de Desconto

Foi mencionado que a taxa de desconto estipulada deve obedecer a um determinado nível de risco envolvido nos fluxos esperados para aquela empresa (DAMODARAN, 2007, p.8). Cabe aqui uma observação no que diz respeito a risco: risco em finanças não significa somente a possibilidade de se perder dinheiro, mas sim a incerteza quanto a resultados futuros. Ou seja, qualquer resultado diferente do esperado é tratado como risco, sejam esses maiores ou menores. Obviamente o modelo ótimo alerta o analista do perigo da perda e das oportunidades de ganho (não esperados).

2.6.3. – CAPM: *Capital Asset Pricing Model*

Após a breve descrição do conceito de risco, segue um dos modelos mais utilizados para a mensuração do retorno associado a esse risco: o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Os riscos associados aos ativos são muito variados e podem assumir várias formas. Alguns afetam apenas aquela empresa específica (projeto com desempenho pior que o esperado, por exemplo), outros todo o setor no qual ela atua (entrada de um novo concorrente), ou ainda riscos do mercado como um todo (taxa básica de juros ou inflação).

Porém, de acordo com o CAPM, nem toda variância (ou risco) é recompensada pelo mercado com um retorno esperado maior. Apenas o risco não-diversificável (ou risco de mercado) é levado em consideração pois o modelo parte do pressuposto que todo o

risco específico de um ativo individual pode ser eliminado através da diversificação (DAMODARAN, 2007, p.22).

De maneira geral, o retorno esperado de uma carteira de ativos nada mais é do que a média ponderada dos retornos esperados de cada ativo, onde os pesos são as proporções financeiras de cada ativo na carteira. No entanto, a medida de variância de uma carteira torna-se menos óbvia, pois não dependerá somente das variâncias individuais de cada ativo mas também da maneira com que as variações dos ativos se relacionam.

De forma quase intuitiva nota-se que à medida que se acrescentam ativos à carteira, a diversificação pode, no limite, eliminar o risco específico das empresas. Primeiro porque numa carteira de vários ativos, a variação de um único torna-se pouco relevante para a variação da carteira como um todo. Depois porque as variações negativas de determinadas empresas provenientes de riscos específicos desta serão anuladas com variações positivas de outras, tornando nulo o efeito resultante.

Outra premissa básica do CAPM é a existência de ativos livres de risco (DAMODARAN, 2007, p.24). Por definição, um ativo sem risco é aquele cujo retorno efetivo será sempre igual ao retorno esperado, pois somente assim sua variância será nula. Como consequência dessa premissa temos que o ativo livre de risco possui covariância (ou correlação) nula com os ativos sujeitos a risco.

Num cenário onde os investidores alocam seus investimentos em somente dois ativos (a carteira de mercado, onde se encontram todos os ativos sujeitos à risco; e o ativo livre de risco), o risco de qualquer ativo de risco será medido em relação à carteira de mercado. Ou seja, o risco de um determinado ativo será medido pelo risco que esse ativo adiciona à carteira de mercado ao ser incluído nela.

Sendo assim, chegamos ao conceito de Beta de um ativo (β), que nada mais é do que a divisão da covariância do ativo com a carteira de mercado pela variância da carteira de mercado.

Normalmente o beta de um ativo é medido como a relação histórica de seus retornos mensais e o retorno de um índice de ativos que representa a carteira de mercado.

Finalmente, segundo o CAPM, o retorno esperado para um determinado ativo é dado por:

$$E(R_i) = R_f + \beta \times (E(R_m) - R_f) + CRP \quad \text{EQ.2}$$

onde R_f é a taxa livre de risco; β é o beta do ativo; e $E(R_m)$ é o retorno esperado do mercado. Chama-se também o termo $(E(R_m) - R_f)$ de prêmio de risco do mercado. Enquanto CRP significa *Country Risk Premium*, ou prêmio de risco-país.

Normalmente o prêmio de mercado é medido como a média dos prêmios históricos que um índice de ativos (que representa a carteira de mercado) obteve sobre a taxa livre de risco.

2.6.4 – Beta

Como descrito, o beta estatístico (medido pela relação histórica dos retornos entre o ativo e a carteira de mercado) muitas vezes só pode ser encontrado para o setor (DAMODARAN, 2007, p.33). Quanto se possui apenas o beta do setor, sem a dívida, aplica-se a fórmula para se calcular o beta alavancado da empresa (com a dívida):

$$\beta = \beta_d \times \{ 1 + [(D/E) \times (1-t)] \} \quad \text{EQ.3}$$

Onde β_d é o Beta desalavancado do setor, D a dívida a valor de mercado, E o patrimônio líquido a valor de mercado (*equity*) e t a alíquota de IR (e D/E a proporção da dívida no negócio).

2.6.5 – Custo do Patrimônio Líquido e Custo Médio Ponderado de Capital

O custo do patrimônio líquido (K_e) é a taxa de retorno que os investidores exigem para realizar um investimento em determinada empresa.

Conforme previamente elucidado, o CAPM mede o risco não-diversificável de qualquer ativo. Dessa forma, o K_e de um determinado ativo será igual ao retorno esperado pelo acionista, ou seja, $K_e = E(R_i)$.

Como o presente estudo se limitará a estudar o fluxo de caixa livre para a firma, não basta saber a remuneração exigida pelo acionista. Para tanto, a taxa de desconto utilizada será o Custo Médio Ponderado de Capital (mais conhecida como *WACC – Weighted Average Cost of Capital* – DAMODARAN, 2007, p.134).

Como o próprio nome indica, o WACC nada mais é do que uma média ponderada entre os custos das diversas fontes de capital da empresa, onde os pesos são as

proporções de cada fonte no capital total. No Brasil, há basicamente duas fontes de capital para as empresas: capital próprio e capital de terceiros (dívida). Temos portanto:

$$WACC = [D / (D+E)] \times Kd \times (1-t) + [E / (D+E)] \times Ke \quad \text{EQ.4}$$

onde D é o valor de capital de terceiros (dívida); E é o valor do patrimônio líquido a valor de mercado (*equity*); Kd é o custo da dívida; Ke é o custo do patrimônio líquido; e t é a alíquota de imposto de renda. Lembrando que utiliza-se o WACC para descontar fluxos de caixa livres para a firma e somente o Ke para fluxos de caixa livres para o patrimônio líquido (acionista).

Um pequeno ajuste deve ser feito ao processo de *valuation* ao se buscar dados de prêmio de risco e taxa livre de risco no exterior. Se as taxas de juros no país em que está sendo feita a análise forem mais altas do que no país de onde foram coletados os dados, a moeda deste último é cotada com certo ágio no mercado. Da mesma forma como se a taxa for menor pode haver deságio. Para sanar esse efeito indesejado, utiliza-se o Teorema da Paridade das Taxas de Juros (ROSS, WESTERFIELD, JAFFE, 2007, p.702):

$$(1 + Tbr) / (1+Jbr) = (1 + Tus) / (1+Jus) \quad \text{EQ.5}$$

Onde, no presente caso:

Tbr = taxa de desconto em R\$;

Jbr = taxa de inflação no Brasil;

Tus = taxa de desconto em US\$;

Jus = taxa de inflação nos EUA.

2.6.6 – Fluxo de Caixa para a Empresa

Tão importante quanto estimar adequadamente a taxa de desconto é estimar os fluxos de caixa a serem descontados. Como, no presente estudo, o interesse está em achar o valor da empresa (ou firma), ou seja, o somatório do valor do patrimônio líquido e da dívida líquida, os fluxos a serem descontados são os fluxos de caixa livres para a firma.

De forma geral, o fluxo de caixa livre para a firma é o fluxo remanescente após o pagamento dos custos, despesas, impostos e também garantida a sobrevivência do próprio negócio (através de desembolsos de capital e do capital de giro). Portanto, pode-se calculá-lo da seguinte maneira (DAMODARAN, 2007, p.54):

EBIT (1 – t)
(+) Depreciação
(-) Desembolsos de Capital (investimento)
(-) Necessidade de Capital de Giro
= Fluxo de Caixa para a Empresa

onde EBIT é o lucro antes de impostos e resultado financeiro; e t é a alíquota de imposto de renda.

2.6.7 – Perpetuidade

Para fins de cálculo, consideramos a vida de uma empresa como infinita. Entretanto, se já é complicado estimar fluxos de caixa para períodos curtos, qualquer estimativa desses fluxos para períodos mais longos torna-se totalmente imprecisa. Normalmente, projetam-se detalhadamente os fluxos gerados num período entre 5 e 15 anos, após esse período estima-se o valor da perpetuidade ou valor terminal.

A determinação do valor terminal pode ser feita através da estimativa de um valor de liquidação para os ativos da empresa (quanto alguém estaria disposto a pagar pelos ativos da empresa) ou assumindo que a empresa atingiu um estado de crescimento estável no qual seus fluxos de caixa crescem a determinada taxa para sempre (taxa de crescimento na perpetuidade “g”) – hipótese que será assumida nesse estudo. Portanto:

$$\text{Valor da perpetuidade} = FC_{t+1} / (k-g) \quad \text{EQ.6}$$

onde FC_{t+1} é o primeiro fluxo de caixa do estado de crescimento constante (que normalmente é calculado pelo último fluxo de caixa projetado à taxa g); k é a taxa de desconto; e g é a taxa de crescimento na perpetuidade. Vale lembrar que neste caso, o fluxo seria para a empresa e a taxa k, o WACC.

3. METODOLOGIA

O presente estudo se aterá ao método de *valuation* conhecido como fluxo de caixa descontado, estimando um valor para a empresa com marca, baseado em seus resultados atuais e projeções futuras, e comparando-o com o de uma empresa genérica, sem os efeitos da marca no resultado – efeitos esses demonstrados individualmente.

A presente avaliação foi realizada através da coleta dos dados econômico-financeiros dos últimos cinco anos, de 2006 a 2010, retirados do Relatório Anual Natura 2010 e do website da BM&FBovespa (www.bovespa.com.br). O trabalho se dividirá da seguinte maneira:

1. Apresentação do estudo de caso da companhia Natura S.A.
 - a. Breve histórico da companhia;
 - b. Avaliação da dinâmica do setor e perspectivas;
 - c. Análise da concorrência;
 - d. Análise estratégica da empresa (SWOT).

2. Já no capítulo seguinte, será feito o *valuation* propriamente dito, dadas as premissas do capítulo anterior:
 - *Valuation* da empresa com a marca;³
 - Demonstração dos resultados passados: DRE, Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial (2006-2010);
 - Capital de Giro⁴, Investimento e depreciação;

³ Dada a enorme complexidade que significa avaliar uma empresa (há profissionais dedicados exclusivamente à isso), cabe ressaltar que o objetivo desse trabalho consiste em estimar um valor justo para a marca. Portanto, as projeções de receitas, despesas, fluxos, premissas e até mesmo taxas utilizadas, serão de certo modo simplificadas. Assumir-se-á que tais projeções são confiáveis e que o valor da empresa que se chegará é o que o mercado considera como um valor justo, ou intrínseco, da companhia.

⁴ $Capita\ de\ Giro = (Ativo\ Circulante - Caixa) - (Passivo\ Circulante - Financiamento\ de\ Curto\ Prazo)$

➤ Projeções:

- Fórmulas utilizadas:
 - Margem Bruta = Lucro Bruto / Receita Líquida ;
 - Margem Ebit = Resultado Operacional antes de juros e impostos / Receita Líquida;
 - Despesas gerais e administrativas / Despesas operacionais totais.

- Crescimento da receita baseado no crescimento dos últimos cinco anos, 25% maior para os próximos 3 anos;
- O cálculo da margem Bruta e margem EBITDA são úteis para se projetar as margens de lucro do negócio e estimar eventuais níveis de aumento de custo. Devido a ganhos de escala provenientes das últimas ampliações de capacidade, estimou-se uma margem bruta maior para o período;
- Aumento de despesas operacionais projetadas resultou numa margem EBIT menor para o período projetado;
- Todos os valores serão projetados tendo como base a média do desempenho dos últimos 5 anos ou o último resultado da empresa;

- Após projetados os demonstrativos contábeis para os próximos 3 anos, há o fluxo de caixa para a firma, que segue a fórmula:

$$\begin{aligned} & \text{EBIT} (1 - t) \\ & (+) \text{ Depreciação} \\ & (-) \text{ Desembolsos de Capital (investimento)} \\ & (-) \text{ Necessidade de Capital de Giro} \\ & = \text{Fluxo de Caixa para a Empresa} \end{aligned}$$

- A alíquota de imposto de renda (t) utilizada por conveniência no mercado brasileiro é de 34%, sendo 25% referentes ao Imposto de Renda e 9% a Contribuição Social sobre Lucro Líquido;
- Cálculo do CAPM:

$$K_e = R_f + \beta \times (E(R_m) - R_f) + CRP$$

- Taxa livre de risco (R_f) ;
- Beta alavancado (β) ;
- Prêmio de risco ($R_m - R_f$) ;
- Prêmio de risco-país (CRP) .

- Extraíu-se do *Bloomberg* os dados referentes à taxa livre de risco (R_f) (www.bloomberg.com), assim como o retorno médio dos títulos do governo norte-americano (*Treasury Bonds*) do dia 24/06/2011;
- Calculou-se o prêmio de mercado ($R_m - R_f$) através da diferença histórica (1950 – 2010) entre o retorno médio do mercado de ações nos EUA e o retorno médio dos títulos do governo norte-americano (*Treasury Bonds*), obtidos no *website* de Aswath Damodaran (www.stern.nyu.edu/~adamodar), bem como o prêmio de risco-país (CRP);
- Como Natura é uma empresa alavancada, com dívidas, foi calculado o Beta Alavancado (β) da Companhia através da fórmula:

$$\beta = \beta_d \times \{ 1 + [(D/E) \times (1-t)] \}$$

- Onde,
 - β = Beta alavancado;
 - β_d = Beta desalavancado;
 - t = Alíquota Imposto de Renda (IR);
 - D = Dívida a Valor de Mercado;
 - E = Patrimônio Líquido a Valor de Mercado.
- A premissa utilizada para o Beta desalavancado (β_d) foi a média das empresas da indústria de cosméticos, disponível no *website* do professor Damodaran (www.stern.nyu.edu/~adamodar);

- Ajustando o custo do *equity* (K_e) pela paridade das taxas de juros:

$$(1 + T_{br}) / (1 + J_{br}) = (1 + T_{us}) / (1 + J_{us})$$

- T_{br} = taxa de desconto em R\$;
- J_{br} = taxa de inflação no Brasil;
- T_{us} = taxa de desconto em US\$;
- J_{us} = taxa de inflação nos EUA.

As informações de inflação foram extraídas do IBGE (www.ibge.gov.br) para Brasil e *U.S. Bureau of Labor Statistics* (www.bls.gov) para EUA. Vale ressaltar que foram consideradas as taxas anuais médias (2006 – 2010).

- Calculando o WACC:

$$WACC = [D / (D+E)] \times K_d \times (1-t) + [E / (D+E)] \times K_e$$

- Dívida total a valor de mercado (D) ;
 - Patrimônio líquido a valor de mercado (E) ;
 - Alíquota IR (t) ;
 - Custo da dívida (K_d) ;
 - Custo do Patrimônio líquido já ajustado (K_e) .
-
- Dívida (D) extraída do Balanço Patrimonial;
 - Para obter o patrimônio líquido a valor de mercado, multiplica-se o valor da ação pelo número de ações;
 - Custo da dívida (K_d) encontra-se nas notas explicativas da companhia – ponderação das dívidas conforme seu peso no total;
 - Custo do patrimônio líquido (K_e) foi obtido pelo CAPM e ajustado pelo Teorema da Paridade de Taxas de Juros;

- Calculando o Valor presente dos fluxos:
 - Valor presente dos fluxos = $\sum FC_t / (1+k)^t$;
 - O fluxo projetado de 2011-2013 será descontado à taxa WACC encontrada;
 - Valor da perpetuidade = $FC_{t+1} / (k-g)$;
 - Projetar-se-á o último fluxo à taxa de crescimento g e então descontá-lo à taxa $k-g$;

- Após somar o valor presente dos fluxos encontrados:
 - Subtrair-se-á a dívida para ter o valor do patrimônio líquido e então dividir pelo número total de ações para se chegar ao valor por ação;

- Calculando o *valuation* da empresa genérica:
 - Serão utilizados como base das projeções os últimos resultados da Natura (2010) e os indicadores de rentabilidade da indústria de cosméticos nos últimos 5 anos (*Reuters, 2011*) para simular a empresa genérica;
 - Fórmulas utilizadas:
 - Margem Bruta: Lucro Bruto/Receita Líquida
 - Margem Ebit: Lucros antes de juros e impostos/Receita Líquida
 - Margem Líquida: Lucro Líquido/Receita Líquida;
 - Margem Ebitda: Lucro antes de juros, impostos e depreciação/Receita Líquida.

- O demonstrativo contemplará as margens acima citadas sobre a mesma receita da Natura em 2010. A partir do Ebit, será projetado o fluxo de caixa para a firma, com as mesmas proporções de investimento, depreciação e necessidade de capital de giro;

- Ao utilizar o WACC encontrado para Natura, ou seja, utilizando o mesmo custo de capital, serão descontados os fluxos projetados para se chegar ao valor presente da empresa genérica – como feito anteriormente para Natura;
- Subtraindo um valor da firma do outro, tem-se o valor da marca, respeitando todas as premissas e teorias previamente demonstradas:

Valor da Marca = Valor da empresa com marca – Valor da empresa genérica.

4. CASO – ANALISANDO O VALOR DA NATURA COSMÉTICOS S.A.

4.1 – Breve Histórico da Companhia

A Natura é a maior empresa de cosméticos do país. Fatura atualmente mais R\$4 bilhões, possui 1 milhão de consultoras através de seu método de vendas diretas que alcança 50 milhões de consumidores no Brasil e no exterior (NATURA, 2009). Contam com cerca de 900 produtos diferentes no portfólio em categorias que vão de proteção solar à perfumaria.

A Natura é uma das empresas que mais investe em pesquisa e desenvolvimento, além da preocupação constante com uma gestão sócio-ambiental responsável. E é amplamente reconhecida por isso, tendo recebido uma série de prêmios em sustentabilidade e outras áreas, sendo a atual empresa mais admirada do Brasil (segundo a edição de dez/2009 da revista Carta Capital – Mais Admiradas 2009) e eleita a empresa do ano de 2009 do ranking Melhores e Maiores da revista Exame.

Fundada em 1969, a empresa cresceu sobre os pilares da sustentabilidade e primando pela qualidade das relações, seja com fornecedores, colaboradores, consultores, etc. Por sempre ter direcionado o negócio em torno da proposta da marca, hoje a Natura tem a sexta marca mais valiosa do Brasil (INTERBRAND, 2010).



Figura 1. A empresa sempre associou seus produtos à questão sócio-ambiental [fonte: website natura – <http://scf.natura.net/ekos>]

Linha do Tempo da Natura (NATURA, 2009, p.4)

- 1970 – primeira loja na rua Oscar Freire, SP. A produção já contemplava ativos vegetais em sua composição;
- 1974 – aposta na consultoria especializada, começando com as vendas diretas;
- 1981 – pioneira ao criar um serviço telefônico gratuito de atendimento aos consumidores;
- 1984 – pioneira ao lançar a opção de produtos em refil;
- 1990 – publica sua “Razão de Ser” (com o *slogan* bem estar bem);
- 1992 – Natura Escola, primeiro projeto social da empresa;
- 1995 – Programa Crer para Ver, com objetivo de contribuir para a melhoria do ensino público no Brasil;
- 1998 – a empresa passa a realizar regularmente o controle e monitoramento ambiental de todas suas atividades;
- 2004 – a empresa abre capital na Bovespa e conquista a certificação ambiental ISO 14001;
- 2007 – Programa Carbono Neutro, de redução de emissões de gases do efeito estufa em 33% ao longo de cinco anos;
- 2009 – atinge a marca histórica de 1 milhão de consultoras.

4.2 – Setor de Cosméticos, Fragrâncias e Higiene Pessoal

Segundo a Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (ABIHPEC), o Brasil é o terceiro maior mercado mundial desse setor, com participação de 8,6%, ficando atrás apenas de EUA e Japão. Esse mercado teve uma taxa de crescimento composto anual (CAGR) de 5,4% no mundo e de 12% na América Latina de 2004 a 2008. Já o Brasil apresentou CAGR de 12,9% no mesmo período e saltou de uma participação de 6,6% no mercado global em 2004 para os atuais 8,6%.

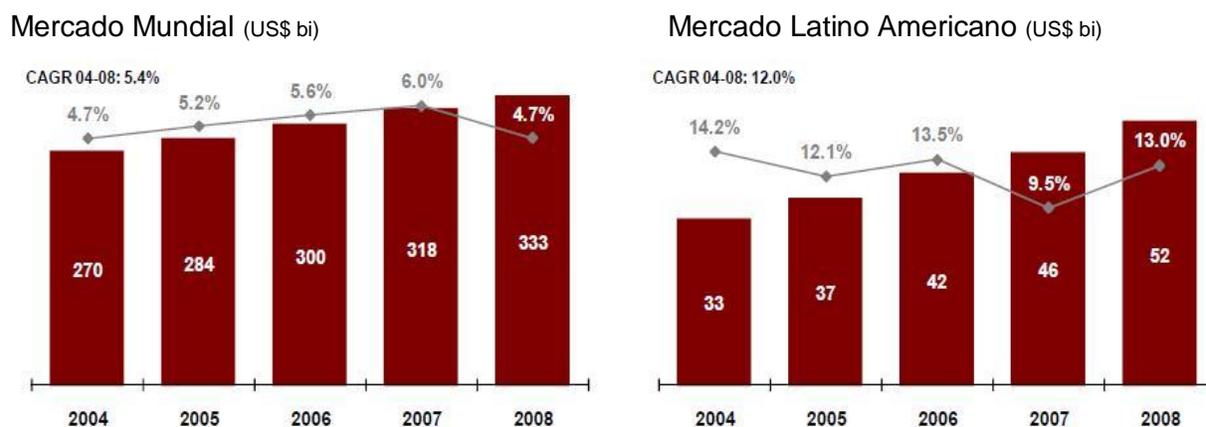


Gráfico 1. Crescimento do mercado de cosméticos, fragrâncias e higiene pessoal

Fonte: arquivos do autor, baseado em ABIHPEC e Natura

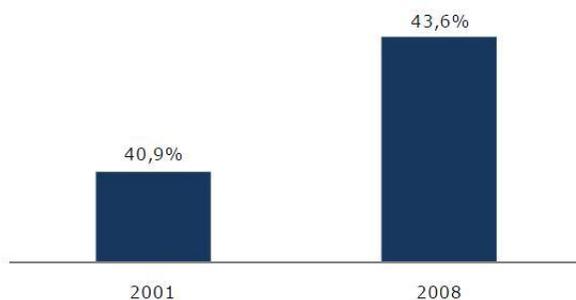
Esse crescimento vigoroso, principalmente no Brasil, se deveu ao forte crescimento econômico recente, aliado a aumento da renda e queda do desemprego. A expansão da classe B e a crescente participação da classe C nesse mercado tem impulsionado bastante as vendas. Vale ressaltar que se trata de um setor resistente à crises econômicas, como se viu em 2009, quando o setor cresceu 14,75% (segundo a ABIHPEC) apoiado na mudança do padrão de gastos dos consumidores para bens não-duráveis e de menor valor e no aumento do número de consultoras, que por sua vez procuravam um complemento para a renda ou mesmo um trabalho devido a perda do emprego nesse período.

O consumo de cosméticos dentre a classe C possui um aspecto de *status*, uma vez que essas pessoas julgam como sendo hábito dos mais abastados. Portanto, à medida que a renda desses membros aumenta, também aumenta suas aspirações por *status* – beneficiando o setor como um todo.

O modelo de vendas diretas, adotado pela Natura, permitiu intensa penetração no mercado brasileiro, um mercado que, por suas dimensões continentais e baixa renda média da população, seria difícil alcançar tantos consumidores através do varejo tradicional. Cabe ressaltar que os preços praticados pelas consultoras normalmente fica abaixo do praticado em lojas físicas.

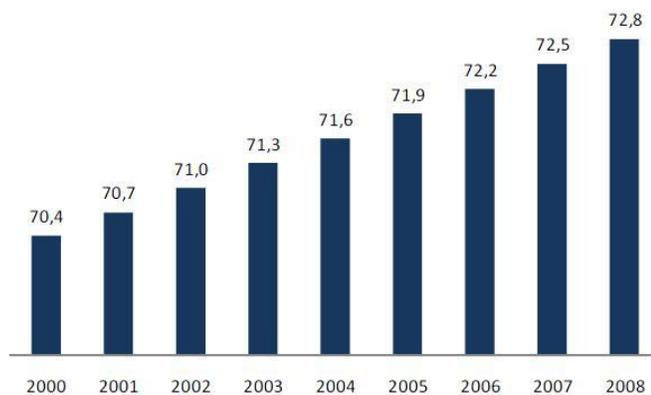
Outro fator que impulsiona o setor é a crescente participação da mulher no mercado de trabalho e aumento da educação formal: (i) as compras do segmento ainda são fortemente apoiadas no público feminino, grande consumidor de cosméticos; (ii) mulheres que trabalham ou estudam tendem a usar mais produtos relacionados à beleza; (iii) têm maior poder de compra quando trabalham.

O constante aumento quem vem sofrendo a expectativa de vida do brasileiro também reforça o desenvolvimento de produtos para a pele. À medida que as pessoas estão percebendo que viverão mais, passam a cuidar se mais, inclusive da pele através de cosméticos.



Fonte: IBGE

Gráfico 2. Participação da mulher no mercado de trabalho brasileiro



Fonte: IBGE

Gráfico 3. Expectativa de vida no Brasil

Além da preocupação com relação à questão ambiental na manufatura dos produtos, que tem sido critério de decisão de cada vez mais consumidores ao optar por uma marca em detrimento de outra, a cultura brasileira é tida como orientada para beleza, ou seja, gosta (na medida que pode) de se cuidar. Tanto é que a Indústria Brasileira de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos não só cresceu 13,9% (CAGR) nos últimos 10 anos (segundo ABIHPEC), como nesse período aumentou a importância do grupo (i) Fragrâncias; (ii) Maquiagem; e (iii) Cuidados com a pele na composição de vendas do setor.

Maiores mercados e composição das vendas no Brasil (2008)

Maiores Mercados			Composição do Faturamento no Brasil	
País	\$ (bilhões)	Part. (%)	Item	Part. (%)
Estados Unidos	52,1	15,6	Cuidados com o cabelo	24,9
Japão	33,8	10,1	Fragrâncias	14,8
Brasil	28,8	8,6	Descartáveis	11,8
China	17,7	5,3	Banho	9,7
Alemanha	16,9	5,1	Cuidados com a pele	9,6
França	16,2	4,9	Desodorante	9,3
Reuno Unido	15,7	4,7	Higiene Oral	9,0
Rússia	12,4	3,7	Maquiagens	6,7
Itália	12,3	3,7	Bronzeador/Protetor	3,4
Espanha	10,6	3,2	Preparações para barbear	0,8
Outros	117,0	35,1		
Total	333,5	100,0		

Tabela 1. Maiores mercados e composição de vendas no Brasil

Fonte: ABIHPEC

Ainda de acordo com a ABIHPEC, aproximadamente 30% do faturamento do setor provém de inovações, ou seja, produtos colocados à venda no mercado nos últimos dois anos. O que significa que os *players* do setor devem estar constantemente investindo em pesquisa e desenvolvimento a fim de suprir a demanda de novos lançamentos exigida pelo mercado.

4.3 – Concorrência (EXAME, 2010)

A concorrência da Natura se dá tanto por *players* locais quanto globais, atuando tanto em vendas diretas quanto varejo tradicional. A competição é intensa, visto que os preços sofrem reajustes abaixo da inflação há alguns anos ao mesmo tempo em que gastos com marketing e inovação aumentam (o que de certo modo tem seu efeito positivo, desenvolvendo o mercado). Ainda assim, o setor trabalha com margens confortáveis, especialmente a líder Natura.

O aquecimento do segmento, aliado a queda do dólar e a crescente representatividade do Brasil na receita das matrizes tem feito as maiores empresas do mundo no setor olharem com mais cuidado para o mercado brasileiro. É esperado maiores investimentos para os próximos anos, como segue:

Avon

Principal concorrente e pioneira no sistema de vendas diretas através das “consultoras”, a matriz vem aumentando os investimentos na América Latina, especialmente no Brasil, país em que suas vendas crescem mais dentre os mais de 100 em que atua. Possui 1,1 milhão de consultoras e preços abaixo da Natura, sendo a maior concorrente (AVON, 2011).

Nívea

A operação brasileira da empresa cresceu em 2009 e deve receber mais investimentos da matriz nos próximos anos. A demanda pelos produtos da empresa tem crescido num ritmo tal no país que a empresa importa atualmente 40% do que vende por aqui. A desvalorização do dólar é outro incentivo. A Nívea, porém, concentra sua distribuição no varejo tradicional e portanto apesar de possuir uma marca reconhecida no mercado brasileiro, sua capilaridade não é comparável à Natura e Avon.

O Boticário

Principal concorrente brasileiro, O Boticário pratica uma estratégia de produtos de maior valor agregado e preço diferenciado, assim como a associação à sustentabilidade. Com ampla rede de mais de 3 mil lojas espalhadas pelo Brasil e exterior, O Boticário tem

uma marca forte e reconhecida e boa capilaridade, além de ter entrado mais forte no segmento de cosméticos com a linha Eudora. Apesar de ser um concorrente de peso, seu método de distribuição não é baseado em vendas diretas, como Natura e Avon (BOTICARIO, 2011).

L'Oréal, P&G, Unilever e Hypermarchas

Atuantes muito fortes no varejo, não concorrem diretamente com as empresas de cosméticos, principalmente aquelas centradas em vendas diretas. Em sua maioria seus produtos são de massa, relativamente padronizados, baratos e em grande escala. Há também produtos segmentados, no entanto esses, ou não possuem tanta representatividade em termos de venda, ou estão em uma categoria diferenciada – como muitas linhas super premium da L'Oreal por exemplo.

Jequiti

A ainda pequena e recém-criada empresa de Silvio Santos possui algumas inegáveis vantagens, como o fácil acesso à classe C – principalmente através do canal SBT, do mesmo grupo. Mesmo tendo escolhido as vendas diretas como seu principal canal de distribuição, a marca ainda tem muito o que amadurecer e criar sua imagem na cabeça do consumidor. O segmento em que atua é um pouco mais popular que as outras, bem concentrado na classe C e também na classe D.

4.4 – Forças e Potencial da Companhia

4.4.1 – Forças

- Marca forte em um setor em que os consumidores prezam pela marca. Isso gera:
 1. Possibilidade de se praticar preços Premium;
 2. Funcionários compartilham do ideal da companhia, o que reduz o *turnover*;
 3. Consultoras, além de também consumidoras dos produtos da empresa, reconhecem como algo positivo trabalhar na instituição, o que aumenta a motivação e conseqüentemente a produtividade (EXAME, 2009);
- Grande e estruturado departamento de pesquisa e desenvolvimento, na sede da companhia, com parceria com universidades e centros privados de pesquisa. O que permite à Natura desenvolver mais produtos em menos tempo, importante nessa indústria (NATURA, 2009);
- A empresa fortaleceu seu método de distribuição através de treinamentos, cuja participação chegou a 50% das consultoras e instituiu prêmios por desempenho, além da criação da “Casa Natura”, espaço temático onde consultoras, orientadores e gerentes regionais se encontram para testar e discutir sobre produtos, onde também são oferecidos cursos, gerando maior comprometimento e motivação da força de vendas (NATURA, 2009);
- Como suporte às vendas diretas, a companhia mantém uma eficiente e flexível logística de distribuição, que representa uma vantagem competitiva da Natura (EXAME, 2011);
- Boa capacidade histórica de geração de caixa;
- A Natura possui uma histórica reputação de comprometimento com a responsabilidade sócio-ambiental em todas suas ações.

4.4.2 – Oportunidades

- A Natura continua a colher os frutos de seu até então bem-sucedido plano de reestruturação iniciado em meados de 2007, para acelerar o crescimento. Os efeitos do plano já se refletiram em ganhos de *share* e aumento de produtividade e tudo indica que continuará a trazer ganhos de eficiência ao longo dos próximos anos (EXAME, 2009);
- O grupo de fragrâncias, maquiagem e cuidados com a pele ganharam representatividade dentro do setor, justamente onde a Natura está melhor posicionada. Além disso, ainda existe a possibilidade da empresa entrar com mais força no segmento de “cuidados com o cabelo” que possui expressiva participação na indústria (vide tabela 1) e cuja participação da Natura ainda é inexpressiva (NATURA, 2009);
- Por fim, uma das vias importantes de crescimento é a expansão para o exterior. A companhia resolveu direcionar essa expansão para a América Latina e já possui operações na Argentina, Chile, Colômbia, México, Peru, Venezuela e França. O fortalecimento e crescimento dessas operações pode ser o melhor caminho para que a Natura torne-se uma marca global (EXAME, 2009);

4.5 – Fraquezas e Ameaças à Companhia

- A empresa é dependente de seu sistema de vendas diretas. Eventuais desafios na atração e manutenção da competitividade de suas consultoras é um ponto crítico, até porque muitas também vendem outras marcas. Falhas nesse aspecto podem levar à queda de produtividade e desaceleração das vendas;
- Apesar da expansão da Natura para mercados internacionais ser considerada um fator positivo, isso a expõe aos riscos macroeconômicos de outros países;
- A empresa tem o desafio de manter sua marca forte no Brasil, consolidando a preferência dos consumidores, e de construir a mesma reputação no exterior, onde ainda é desconhecida;
- Alterações nas leis trabalhistas podem afetar negativamente o modelo de negócio: as consultoras não são tratadas como empregados da companhia, segundo a legislação vigente – o que isenta a empresa de uma série de obrigações trabalhistas;
- Por fim, apesar de resistente à crises, um eventual período maior (e mais profundo) de desaceleração econômica pode afetar os negócios da empresa.

4.6 – Valuation Natura

De acordo com o estudo do capítulo anterior e os resultados passados da empresa, foram feitas as projeções. A seguir, alguns números de resultados anteriores que serão utilizados como premissas para as projeções futuras e os respectivos comentários:

Tabela 2. Demonstrativo de Resultados (em milhares de reais)

DRE NATURA	2010	2009	2008	2007	2006
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	5,136,712	4,242,057	3,576,201	3,072,699	2,756,987
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-1,556,806	-1,294,565	-1,113,237	-992,253	-891,317
Resultado Bruto	3,579,906	2,947,492	2,462,964	2,080,446	1,865,670
Despesas/Receitas Operacionais	-2,412,000	-2,031,464	-1,692,829	-1,458,410	-1,255,873
Despesas com Vendas	-1,704,322	-1,496,125	-1,259,333	-1,033,195	-885,749
Despesas Gerais e Administrativas	-690,210	-520,715	-461,850	-421,948	-380,583
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos (EBIT)	1,167,906	916,028	770,135	629,276	599,859
Resultado Financeiro	-49,736	-41,874	-22,842	-7,240	9,938
Receitas Financeiras	53,639	84,176	99,017	51,039	43,391
Despesas Financeiras	-103,375	-126,050	-121,859	-58,279	-33,453
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	1,118,170	874,154	747,293	622,036	609,797
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	744,050	683,924	517,857	465,409	460,773
EBITDA	1,256,754	1,008,454	860,130	705,623	654,460

Fonte: BM&Fbovespa – Demonstrações Financeiras Padronizadas

Tabela 3. Margem Ebit

Margem EBIT					
2010	2009	2008	2007	2006	Média
22.74%	21.59%	21.54%	20.48%	21.76%	21.62%

Fonte: arquivos do autor

Tabela 4. Margem Ebitda

Margem EBITDA					
2010	2009	2008	2007	2006	Média
24.47%	23.77%	24.05%	22.96%	23.74%	23.80%

Fonte: arquivos do autor

Tabela 5. Fluxo de caixa (em milhares de reais)

FLUXO DE CAIXA NATURA	2010	2009	2008	2007	2006
Caixa Líquido Atividades Operacionais	973.785	592.695	650.881	339.669	432.102
Caixa Gerado nas Operações	1.290.138	1.029.115	588.817	n/d	n/d
Lucro líquido do exercício	744.050	683.924	517.857	465.409	460.773
Depreciações e amortizações	88.848	92.426	89.995	76.347	54.601
Outros	-327.281	-220.539	-241.385	n/d	n/d
Caixa Líquido Atividades de Investimento	-313.536	-190.424	-119.063	-123.501	-193.596
Adições de imobilizado e intangível	-236.876	-140.632	-102.843	-124.131	-193.596
Recebimento pela venda de ativo imobilizado e intangível	9.864	6.066	9.496	n/d	n/d
Depósitos judiciais	-86.524	-55.858	-25.716	n/d	n/d
Caixa Líquido Atividades de Financiamento	-595.841	-256.646	-570.626	-96.154	-349.789
Amortização de empréstimos e financiamentos - principal	-781.931	-827.121	-556.421	n/d	n/d
Captações de empréstimos e financiamentos	819.275	1.109.497	429.392	n/d	n/d
Pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio	-646.985	-551.860	-425.898	n/d	n/d
Aumento de capital por subscrição	13.800	12.838	805.000	n/d	n/d
Variação Cambial s/ Caixa e Equivalentes	-4.473	4.172	-16.087	n/d	n/d
Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes	59.935	149.797	-54.895	130.236	-111.283
Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes	500.294	350.497	405.392	275.156	386.439
Saldo Final de Caixa e Equivalentes	560.229	500.294	350.497	405.392	275.156

Fonte: BM&Fbovespa – Demonstrações Financeiras Padronizadas

- Crescimento anual composto da receita nos últimos 4 anos (2006-2010) foi de 16,8%, enquanto o EBITDA evoluiu 17,7% a.a.;
- As despesas operacionais representaram em média 47,4% da receita no período;
- Margem líquida ficou em 15,4% no período, enquanto a margem EBITDA foi de 23,8%.
- Já a margem EBIT ficou acima de 20% no período com tendência de alta nos últimos anos.
- Os custos de mercadoria vendida também apresentaram tendência de redução, o que pressionou levemente as margens brutas para cima nos últimos anos.
- O nível de investimento em capacidade produtiva aumentou nos últimos 2 anos.

Tabela 6. Capital de Giro, Investimento e Depreciação

	2010	2009	2008	2007	2006
Capital de Giro	861,719	989,136	515,362	594,112	268,760
Investimento	-236,876	-140,632	-102,843	-124,131	-193,596
Depreciação	88,848	92,426	89,995	76,347	54,601
Varição Cap. Giro	-127,417	473,774	-78,750	325,352	-

Fonte: arquivos do autor e BM&FBovespa

Tabela 7. Balanço Patrimonial

Balanço Patrimonial Natura	2010	2009	2008	2007	2006
Ativo Total	3,221,871	2,741,218	2,242,153	1,965,619	1,571,474
Ativo Circulante	1,869,897	1,716,362	1,373,477	1,322,776	991,214
Caixa e Equivalentes de Caixa	38,314	61,242	54,123	49,398	65,929
Aplicações Financeiras	521,915	439,052	296,374	355,994	209,863
Contas a Receber	57,028	452,868	470,401	n/d	n/d
Estoques	571,525	509,551	333,632	n/d	n/d
Outros Ativos Circulantes	66,399	62,454	10,925	n/d	n/d
Ativo Não Circulante	1,351,974	1,024,856	868,676	642,843	580,260
Ativo Realizável a Longo Prazo	671,434	44,986	315,986	n/d	n/d
Investimentos	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
Imobilizado	560,467	492,256	477,661	n/d	n/d
Intangível	120,073	8,274	75,029	n/d	n/d
Passivo Total	3,221,871	2,741,218	2,242,153	1,965,619	1,571,474
Passivo Circulante	1,196,459	1,235,350	823,047	968,225	738,517
Obrigações Sociais e Trabalhistas	162,747	130,792	130,706	n/d	n/d
Fornecedores	366,494	255,456	211,922	175,650	214,257
Empréstimos e Financiamentos	226,595	569,366	19,055	288,959	81,992
Passivo Não Circulante	76,791	366,046	404,996	318,355	193,635
Empréstimos e Financiamentos	465,068	134,992	28,948	n/d	n/d
Provisões	93,526	80,774	115,516	n/d	n/d
Patrimônio Líquido Consolidado	1,257,502	1,139,822	1,014,110	679,038	639,318
Capital Social Realizado	418,061	404,261	391,423	n/d	n/d
Reservas de Capital	149,613	142,979	138,285	n/d	n/d
Reservas de Lucros	713,023	611,304	47,924	n/d	n/d

Fonte: BM&FBovespa – Demonstrações Financeiras Padronizadas

As premissas definidas a partir do estudo do negócio e interpretação dos dados passados levou às seguintes projeções:

- Mais 3 anos de crescimento acelerado da receita (20% a.a.) antes do crescimento reduzido na perpetuidade.
- Margem bruta levemente superior para o período de 2011-2013: 70%. Crescentes ganhos de escala levou à projeção;
- Margem EBIT constante de 20% nesses 3 anos, um pouco inferior às dos últimos anos. Acrescentou-se um leve aumento das despesas operacionais (novos investimentos ainda em maturação);
- Nas despesas com vendas e gerais e administrativas, foram mantidas as mesmas proporções (percentual das despesas operacionais totais) do exercício de 2010: aproximadamente 70% e 40%, respectivamente;
- Foram projetados investimentos decrescentes nos próximos anos, mas ainda em patamar absoluto elevado (crescimento de quase 70% de 2009 para 2010);
- Apesar da intensa variação da necessidade de capital de giro (Variação Cap. Giro) nos últimos anos, foram projetadas variações negativas para os próximos anos (mas em ritmo decrescente), visando desembolsos para dar suporte ao início de operação dos investimentos em expansão da capacidade;
- Foi utilizada depreciação linear crescente para os próximos 3 anos.

Projeções:

Tabela 8. Demonstrativo projetado

DRE PROJETADO NATURA	2013P	2012P	2011P	2010
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	8,876,238	7,396,865	6,164,054	5,136,712
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-2,662,872	-2,219,060	-1,849,216	-1,556,806
Resultado Bruto	6,213,367	5,177,806	4,314,838	3,579,906
Despesas/Receitas Operacionais	-4,438,119	-3,698,433	-3,082,027	-2,412,000
Despesas com Vendas	-3,135,980	-2,613,317	-2,177,764	-1,704,322
Despesas Gerais e Administrativas	-1,269,998	-1,058,331	-881,943	-690,210
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos (EBIT)	1,775,248	1,479,373	1,232,811	1,167,906
Resultado Financeiro	-75,600	-63,000	-52,500	-49,736
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	1,699,648	1,416,373	1,180,311	1,118,170
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	1,065,149	887,624	739,687	744,050
Depreciação	118,848	108,848	98,848	88,848
EBITDA	1,894,096	1,588,221	1,331,659	1,256,754

Fonte: arquivos/projeções do autor

Tabela 9. Capital de Giro, Investimento e Depreciação projetados

	2013P	2012P	2011P	2010
Capital de Giro	599,468	666,885	754,302	861,719
Investimento	-146,876	-176,876	-206,876	-236,876
Depreciação	118,848	108,848	98,848	88,848
Varição Cap. Giro	-67,417	-87,417	-107,417	-127,417

Fonte: arquivos/projeções do autor

Tabela 10. Fluxo de caixa para a firma

Fluxo de Caixa para a Firma	2013P	2012P	2011P
EBIT	1,775,248	1,479,373	1,232,811
EBIT (1-t)	1,171,663	976,386	813,655
(-) investimentos	-146,876	-176,876	-206,876
(+) Depreciação	118,848	108,848	98,848
(+/-) Variação do Capital de Giro	-67,417	-87,417	-107,417
FCFF	1,076,218	820,941	598,210

Fonte: arquivos/projeções do autor

➤ Calculando o CAPM:

- Beta alavancado:

$$\beta = \beta_d \times \{ 1 + [(D/E) \times (1-t)] \}$$

- $\beta_d = 1,10$
- Dívida total a valor de mercado (D) = R\$ 691.663 mil
- Patrimônio líquido a valor de mercado (E) = R\$ 16.554.464 mil⁵
- Alíquota IR (t) = 34%

$$\beta = 1,10 \times \{ 1 + [(691.663 / 16.554.464) \times (1 - 0,34)] \}$$

$$\beta = 1,13$$

⁵ Em 06/07/2011.

- Custo do *equity* (K_e):

$$K_e = R_f + \beta \times (E(R_m) - R_f) + CRP$$

- Taxa livre de risco (R_f) = 2,9%
- Beta alavancado (β) = 1,13
- Prêmio de risco ($R_m - R_f$) = 6,5%
- Prêmio de risco-país (CRP) = 3,00%

$$K_e = 2,9\% + 1,13 \times (6,5\%) + 3,00\%$$

$$K_e = 13,25\%$$

- Ajustando o K_e pela paridade das taxas de juros:

$$(1 + T_{br}) / (1 + J_{br}) = (1 + T_{us}) / (1 + J_{us})$$

- Taxa de desconto (T_{br}) =
- Taxa de inflação no Brasil (J_{br}) = 6,5%
- Taxa de desconto em US\$ (T_{us}) = 13,25%
- Taxa de inflação nos EUA (J_{us}) = 1,5%

$$(1 + T_{br}) / (1 + 6,5\%) = (1 + 13,25\%) / (1 + 1,5\%)$$

$$T_{br} = 18,8\% \text{ (CAPM denominado em R\$)}$$

- Calculando o WACC:

$$WACC = [D / (D+E)] \times K_d \times (1-t) + [E / (D+E)] \times K_e$$

- Dívida total a valor de mercado (D) = R\$ 691.663 mil
- Patrimônio líquido a valor de mercado (E) = R\$ 16.554.464 mil
- Alíquota IR (t) = 34%
- Custo da dívida (K_d) = 10,7%⁶
- Custo do Patrimônio líquido (K_e) = 18,8%

⁶ Ponderação dos custos das dívidas em Dez/2010 (Notas Explicativas, pg. 22).

WACC = [691.663 / 17.246.127] x 10,7% x (1 – 0,34) + [16.554.464 / 17.246.127] x 18,8%

WACC = 18,33%

Tabela 11. Taxa de desconto

Taxa de Desconto	
Ke denominado em R\$	18.80%
Taxa livre de risco	2.9%
Prêmio de risco do mercado	6.5%
Country Risk Premium (CRP)	3.0%
Beta do setor	1.10
Beta da empresa	1.13
Custo da Dívida (Kd)	10.7%
% Capital próprio	96.0%
% Dívida	4.0%
WACC	18.33%

Fonte: arquivos/projeções do autor

- Trazendo os fluxos a valor presente:
 - Descontando os fluxos para a empresa (FCFF) nos próximos 3 anos pela taxa WACC calculada chega-se ao valor de R\$ 1.727.093 mil.
 - Perpetuidade:

$$\text{Valor da perpetuidade} = \text{FC } t+1 / (k-g)$$

- Primeiro fluxo da perpetuidade (FC t+1) = R\$ 1.124.648 mil
- Taxa de desconto WACC (k) = 18,33%
- Crescimento na perpetuidade (g) = 4,5%⁷

$$\text{Valor da perpetuidade} = 1.124.648 / (18,33\% - 4,5\%)$$

$$\text{Valor da perpetuidade} = \text{R\$ } 8.131.945 \text{ mil}$$

⁷ Crescimento projetado para a economia brasileira na perpetuidade.

- Somando-se os valores para os próximos 3 anos e a perpetuidade, tem-se:

$$\text{Valor da Empresa} = 1.727.093 + 8.131.945$$

$$\text{Valor da Empresa} = \text{R\$ } 9.859.038 \text{ mil}$$

- Subtraindo a dívida da companhia, obtém-se o valor da patrimônio líquido:

$$\text{Valor do patrimônio líquido} = 9.859.038 - 691.663$$

$$\text{Valor do patrimônio líquido} = \text{R\$ } 9.167.375 \text{ mil}$$

- Dividindo o patrimônio líquido (*equity*) pelo número de ações, chega-se finalmente ao valor por ação encontrado:

$$\text{Valor por ação} = 9.167.375.000 / 430.881.416$$

Valor por ação = R\$ 21,28.

Tabela 12. Valor presente dos fluxos

<i>Valuation</i>	
VP dos fluxos projetados	1,727,093
Crescimento na perpetuidade	4.5%
VP da perpetuidade	8,131,945
Valor da empresa	9,859,038
Dívida	691,663
Valor do patrimônio líquido	9,167,375
Número de ações	430,881,416
Valor por Ação	R\$ 21.28

Fonte: arquivos/projeções do autor

- O valor encontrado representa o valor intrínseco para a companhia, segundo as premissas adotadas.

4.7 – Valuation da Empresa Genérica (sem marca)

Conforme supracitado, segundo a abordagem genérica, deve-se achar uma empresa de marca genérica, similar à empresa de marca, para que se possa fazer o *valuation* da mesma e então compará-lo a da empresa de marca, o que finalmente levaria ao valor da marca. No entanto, existe uma grande dificuldade não somente em achar uma empresa parecida com a Natura no Brasil, como principalmente em ter acesso às demonstrações financeiras dessa outra empresa, dado que a Natura é a única empresa brasileira de cosméticos com capital aberto negociado em bolsa.

Portanto, para que essa suposta empresa genérica seja o mais próxima possível da realidade, serão utilizados os dados de margem e crescimento da indústria de cosméticos como um todo (Site REUTERS, 2011).

Embora os dados da indústria englobem empresas com marca, uma vez que estão todas incluídas, o efeito de vantagem competitiva entre elas é praticamente anulado. Ao se aplicar essa margem e crescimento, espera-se simular uma empresa genérica realista.

A partir dos dados de receita da Natura, serão aplicadas as margens de rentabilidade médias dos últimos 5 anos da indústria de cosméticos, para simular a suposta empresa genérica, sem marca (site REUTERS, 2011).

Tabela 13. Estimativa de DRE

DRE PROJETADO	2010	
	GENÉRICA	NATURA
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	5,136,712	5,136,712
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-2,560,137	-1,556,806
Resultado Bruto	2,576,575	3,579,906
Despesas/Receitas Operacionais	n/d	-2,412,000
Despesas com Vendas	n/d	-1,704,322
Despesas Gerais e Administrativas	n/d	-690,210
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos (EBIT)	586,099	1,167,906
Resultado Financeiro	n/d	-49,736
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	n/d	1,118,170
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	436,107	744,050
Depreciação	n/d	88,848
EBITDA	786,431	1,256,754

Fonte: arquivos/projeções do autor

- Receita foi estimada a partir dos dados originais Natura;
- Resultado bruto, Ebit, lucro líquido e Ebitda foram estimados a partir dos seguintes indicadores, respectivamente:
 - Margem Bruta da indústria: 50,16%;
 - Margem Ebit da indústria: 11,41%;
 - Margem Líquida da indústria: 8,49%;
 - Margem Ebitda da indústria: 15,31%.

Projeções:

Tabela 14. Fluxo de caixa para a firma (FCFF) estimado

Fluxo de Caixa para a Firma	2011P	
	GENÉRICA	NATURA
EBIT	612,473	1,232,811
EBIT (1-t)	404,232	813,655
(-) investimentos	-102,778	-206,876
(+) Depreciação	102,734	98,848
(+/-) Variação do Capital de Giro	-53,366	-107,417
FCFF	350,822	598,210

Fonte: arquivos/projeções do autor

- Alíquota de imposto (t) = 34%;
- Investimentos na mesma proporção do Ebit que Natura (17%);
- Depreciação calculada como percentual histórico da receita Natura (2%);
- Necessidade de capital de giro também como média proporção do Ebit (9%).

Valuation:

- A partir dos mesmos custos de capital aplicados à Natura, foi feito o *valuation* da empresa genérica – utilizando o WACC como taxa de desconto:

Tabela 15. *Valuation* Genérica

<i>Valuation Empresa Genérica</i>	
VP dos fluxos projetados	-
Crescimento na perpetuidade	4.5%
VP da perpetuidade	2,536,674
Valor da empresa	2,536,674
Dívida	177,567
Valor do patrimônio líquido	2,359,107
Número de ações	430,881,416
Valor por Ação	R\$ 5.48

Fonte: arquivos/projeções do autor

- Calculou-se somente o crescimento na perpetuidade, este como sendo o mesmo crescimento da economia: 4,5%;
- A dívida foi calculada pela proporção da dívida em relação ao valor da empresa, utilizando o percentual da Natura (7%);
- Chegou-se ao valor por ação de R\$ 5,48.

Portanto, ao se comparar a empresa com marca com sua equivalente sem marca, ou seja, com margens e taxas de crescimento menores, conclui-se que, segundo as premissas e teorias presentes nesse trabalho:

Valor da Marca = Valor da empresa com marca – Valor da empresa genérica similar

Valor da Marca = R\$ 9.859.038.000 – R\$ 2.536.674.000

Valor da Marca = R\$ 7.322.364.000

Valor da Marca = R\$ 7,3bi

Os ganhos de margens e maior crescimento de vendas, provenientes de um histórico de uma marca forte e consolidada, possibilitaram um aumento expressivo do valor da empresa com marca. O valor encontrado representa 74,3% do valor da companhia.

Levando em conta as premissas de que a marca é muito mais do que apenas um nome, símbolo e design, é o histórico de qualidade, são as habilidades de produzir, entregar e satisfazer o consumidor etc, fatores que levam anos de investimento em infra-

estrutura de máquinas e pessoas, *branding* e ações de *marketing* de apoio para se conseguir chegar em patamar próximo do alcançado.

5. CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo apresentar alguns métodos de avaliação do valor de uma marca, bem como toda subjetividade e complexidade envolvida nesse cálculo, tendo por fim utilizado um caso real para se mensurar esse valor, de acordo com uma das teorias apresentadas.

Primeiramente foram apresentadas teorias de *marketing* para justificar a complexidade e importância do cálculo do valor de uma marca e a dificuldade na construção da mesma ao longo da história de uma empresa. O esforço contínuo de *branding*, bem como o legado deixado pela marca – *brand equity* – foram um dos conceitos abordados nessa etapa.

Para o cálculo efetivo do valor financeiro da marca, foram apresentados alguns dos principais métodos utilizados para valoração da mesma, enquanto apenas um foi escolhido para ser utilizado posteriormente no caso retratado. Seguido desses métodos, coube uma explicação sobre a teoria de valoração de empresas, que está intrinsecamente relacionada ao método de avaliação da marca escolhido para ser utilizado.

O caso escolhido foi o de avaliação do valor da marca da empresa Natura Cosméticos S.A., de acordo com a teoria da comparação a uma empresa genérica. Foi feita uma análise da empresa e do setor para a melhor compreensão do negócio, uma vez que o método de *valuation* pressupõe projeção de resultados futuros – o que implica em um estudo aprofundado da companhia avaliada. Portanto, após avaliados os pilares do negócio, sua dinâmica e histórico, foi analisada a concorrência e por fim as forças e fraquezas relacionadas, bem como as oportunidades e ameaças futuras.

Entendido o negócio, o capítulo do *valuation* propriamente dito seguiu os passos descritos na metodologia para projetar fluxos futuros, estabelecer os respectivos custos de capital, obter a taxa de desconto apropriada e descontar esses fluxos a valores presentes. Tanto dados da empresa como de mercado foram extraídos de fontes confiáveis como o relatório anual da companhia, *website* da bolsa de valores e agências de notícias especializadas como *Bloomberg* e *Reuters*.

Uma vez que se obteve o valor da empresa estudada, foi feita a simulação de uma empresa genérica com as mesmas características da original, no entanto surtindo efeitos da ausência de marca – como margens operacionais e de lucro menores. Essas margens aplicadas aos valores da empresa original produziram o demonstrativo e possibilitaram a projeção de fluxos para essa empresa genérica. Para simular essas margens reduzidas,

foram utilizadas as margens da indústria de cosméticos como um todo, possibilitando assim atenuar o efeito da marca nos demonstrativos financeiros – uma vez que os indicadores coletados representam a média da totalidade das empresas concorrentes.

Ao final das projeções e cálculos, chegou-se ao valor da marca, resultado da subtração entre o valor da empresa com marca (de margens maiores) com a empresa sem marca (margens reduzidas, representadas pelas margens globais da indústria). O valor encontrado no caso retratado foi de uma marca com valor de R\$7,3bi que representa 74,3% do valor total da companhia.

Cabe lembrar novamente que outras questões de difícil mensuração no *valuation* de uma empresa, como controle, liquidez e transparência não foram abordados. Por fim, deve-se ressaltar que o presente estudo se trata de um trabalho acadêmico, não significando uma opinião de investimento.

6. BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

2010 Annual Report Avon, Avon Products Inc., 2011

AAKER, David A. Marcas: Brand Equity, Gerenciando o Valor da Marca. Traduzido de *Managing Brand Equity*. 1ª ed. Editora Negócio, 1998

BRANDZ *Top 100 Most Valuable Global Brands Report 2010*. WPP and Millward Brown Optimor, 2010

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de empresas. Traduzido de *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007

FERNANDEZ, Pablo. *Valuation of brands and Intellectual capital*. IESE Business School, 2001, Madrid, Espanha.

KOTLER, Philip; KELLER, Kevin Lane. Administração de Marketing. Traduzido de *Marketing Management*. 12ª ed. São Paulo: Prentice-Hall, 2006

PÓVOA, Alexandre. *Valuation: como precificar ações*. 2ª ed. rev e atual. São Paulo: Editora Globo, 2007

Ranking Interbrand das Marcas Brasileiras mais Valiosas 2010. Relatório anual Interbrand do Brasil, 2010.

Relatório Anual Natura 2009 e 2010. Natura Cosméticos S.A., 2011

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F.. Administração Financeira. Traduzido de *Corporate Finance*. 2ª ed. São Paulo: Editora Atlas, 2007

Revista Exame – Natura, a empresa do ano. Edição 947 – Nº 13, 15/07/2009

Sites consultados:

- Relações com Investidores Natura
 - <http://natura.foinvest.com.br/> - acesso em 12 de Julho de 2010

- BM&FBovespa – informações sobre empresas listadas
 - <http://www.bmfbovespa.com.br/CiasListadas/EmpresasListadas/ResumoEmpresaPrincipal.aspx?codigoCvm=19550&idioma=pt-br> – acesso em 13 de Julho de 2010

- Portal Exame
 - <http://www.exame.com.br> – acesso em 8 de Julho de 2010
 - http://exame.abril.com.br/negocios/empresas/noticias/natura-traca-planos-para-enfrentar-concorrenca-crescente?page=1&slug_name=natura-traca-planos-para-enfrentar-concorrenca-crescente – acesso em 22 de Março de 2011
 - <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/0947/noticias/ano-ficar-historia-482568> – acesso em 18 de Fevereiro de 2011
 - <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/0665/noticias/excelencia-perfumada-m0051217> – acesso em 28 de Junho de 2011
 - <http://exame.abril.com.br/carreira/noticias/os-escandalos-abalaram-carreira-profissionais?p=6> – acesso em 30 de Junho de 2011

- Estudo ABIHPEC
 - <http://www.abihpec.org.br/> – acesso em 19 de Outubro de 2010
 - http://www.abihpec.org.br/dadosdomercado_panorama_setor.php – acesso em 19 de Outubro de 2010

- Dados Natura
 - <http://natura.foinvest.com.br/index.asp?language=ptb> – acesso em 10 de Abril de 2011

- <http://natura.infoinvest.com.br/ptb/s-15-ptb.html> – acesso em 10 de Abril de 2011
- Dados Avon
 - http://www.br.avon.com/PRSuite/whoweare_main.page – acesso em 28 de Junho de 2011
- Dados O Boticário
 - <http://internet.boticario.com.br/portal/site/institucional/menuitem.926fa1e7d86bd4e78dbcf210e2008a0c/?menu=&idCanal=cc5345a3511b7110VgnVCM1000006f04650aRCRD> – acesso em 28 de Junho de 2011
- Site BNDES
 - http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Ferramentas_e_Normas/Custos_Financeiros/Taxa_de_Juros_de_Longo_Prazo_TJLP/index.html – acesso em 30 de Junho de 2011
- Site Andima
 - <http://www.andima.com.br> – acesso em 30 de Junho de 2011
- Site Reuters
 - <http://www.reuters.com/finance/stocks/financialHighlights?symbol=AVP.N> – acesso em 30 de Junho de 2011
- Site IBGE
 - <http://www.ibge.gov.br> – acesso em 30 de Junho de 2011
- Site *U.S. Bureau of Labor Statistics*
 - <http://www.bls.gov> – acesso em 30 de Junho de 2011

Anexos:

- Taxa livre de Risco (Rf) e Retorno Esperado Mercado (Rm)
Fonte: *Bloomberg*

<HELP> for explanation. Govt CRP
#<GO> to see historical data, 90<GO> Save as Default Region

95) Output to Excel Country Risk Premium

Date 06/24/11 Region G20 Countries 91) Customize

	Country	Cur.	Div Yld	Grwth Rate	Payout Ratio	Mkt Return	RF Rate	Premium
1)	Austria (CRP AT)	EUR	2.829%	17.569%	30.929%	16.641%	3.374%	13.266%
2)	Brazil (CRP BR)	BRL	1.018%	10.863%	29.847%	13.248%	12.369%	.878%
3)	Britain (CRP GB)	GBp	3.559%	12.486%	38.904%	13.805%	3.132%	10.673%
4)	Canada (CRP CA)	CAD	2.699%	16.131%	35.444%	13.959%	2.862%	11.098%
5)	China (CRP CN)	CNY	2.484%	16.259%	32.006%	15.095%	3.940%	11.155%
6)	Eurozone (CRP EU)	EUR	3.607%	12.601%	44.192%	13.650%	2.834%	10.816%
7)	France (CRP FR)	EUR	4.049%	11.460%	44.118%	13.698%	3.295%	10.403%
8)	Germany (CRP DE)	EUR	3.261%	13.885%	38.296%	14.121%	2.834%	11.286%
9)	India (CRP IN)	INR	1.465%	17.965%	18.314%	13.609%	8.251%	5.358%
10)	Indonesia (CRP ID)	IDR	2.337%	15.885%	39.062%	14.018%	7.497%	6.520%
11)	Italy (CRP IT)	EUR	4.186%	12.862%	46.977%	14.689%	4.362%	10.326%
12)	Japan (CRP JP)	JPY	1.793%	15.955%	29.868%	14.575%	1.110%	13.465%
13)	Mexico (CRP MX)	MXN	1.627%	13.364%	36.085%	11.601%	6.860%	4.741%
14)	Russia (CRP RU)	RUB	1.535%	11.504%	15.736%	13.818%	5.661%	8.157%
15)	Saudi Arabia (CRP SA)	SAR	3.561%	11.599%	48.484%	15.863%	n/a	n/a
16)	South Africa (CRP ZA)	ZAR	2.756%	22.462%	33.168%	18.943%	8.387%	10.556%
17)	South Korea (CRP KR)	KRW	1.181%	13.377%	14.482%	13.437%	4.260%	9.177%
18)	Turkey (CRP TR)	TRY	2.771%	16.436%	32.120%	15.795%	9.350%	6.445%
19)	United States (CRP U)	USD	2.069%	10.977%	26.777%	10.678%	2.864%	7.814%

Data is updated daily. Click on a row to see historical data

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2011 Bloomberg Finance L.P.
SN 576431 6564-36-0 27-Jun-11 14:34:54 GMT-3:00

- Beta Desalavancado da Indústria de Cosméticos
Fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Industry Name	Number of Firms	Average Beta	Market D/E Ratio	Tax Rate	Unlevered Beta	Cash/Firm Value	Unlevered Beta corrected for cash
Toiletries/Cosmetics	15	1.27	19.52%	21.52%	1.1	7.31%	1.19

- Prêmio de Risco País (CRP – Country Risk Premium)
Fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Country	Region	Long-Term Rating	Adj. Default Spread	Total Risk Premium	Country Risk Premium
Brazil	Central and South America	Baa3	200	8,00%	3,00%

- Retorno médio dos *stocks* norte-americanos
Fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Retorno médio dos *Treasure Bonds* norte-americanos
Fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>