

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS DA ADMINISTRAÇÃO

Carolina Kretzer Rocha

Victoria Alvarez Li

Análise financeira da Natura & CO após aquisição da The Body Shop

Florianópolis

2020

Carolina Kretzer Rocha

Victoria Alvarez Li

Análise financeira da Natura & CO após aquisição da The Body Shop

Trabalho Conclusão do Curso de Graduação em
Administração do Centro Socioeconômico da
Universidade Federal de Santa Catarina como requisito
para obtenção de Bacharel em Administração.
Orientadora: Prof. Ani Caroline Grigion Potrich, Dra.

Florianópolis

2020

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Li, Victoria

Análise financeira da Natura & CO após aquisição da The Body Shop / Victoria Li, Carolina Rocha ; orientadora, Ani Caroline Grigion Potrich, 2020.

85 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio
Econômico, Graduação em Administração, Florianópolis, 2020.

Inclui referências.

1. Administração. 2. Análise financeira. 3. Fusões e Aquisições. 4. The Body Shop. 5. Natura. I. Rocha, Carolina. II. Grigion Potrich, Ani Caroline . III. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em Administração. IV. Título.

Carolina Kretzer Rocha

Victoria Alvarez Li

Análise financeira da Natura & CO após aquisição da The Body Shop

Este Trabalho Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do Título de Bacharel e aprovado em sua forma final pelo curso de Administração

Florianópolis, xx de xxxxxx de 2020.

Prof. Helena Salles, Dr.

Coordenadora de Trabalho de Curso

Banca Examinadora:

Ani Caroline Potrich

Prof. Ani Caroline Grigion Potrich, Dra.

Orientadora

Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Marcus Vinícius Andrade de Lima, Dr.

Avaliador

Universidade Federal de Santa Catarina

Doutoranda Ana Luiza Paraboni.

Avaliadora

Universidade Federal de Santa Catarina

AGRADECIMENTOS

Victoria

Pai, você é meu maior exemplo. Obrigada por não apenas me dar asas, mas me ensinar a voar.

Mãe e irmão, só sentimos saudade do que nos completa. Obrigada por suportarem comigo a dor da distância.

À minha dupla, Carol, palavras pouco expressam minha gratidão. A sala de aula ganha outra cor com sua presença. És meu alicerce.

Amigos, colegas de classe e de trabalho, as histórias contadas não seriam as mesmas sem vocês. Obrigada pelas risadas que trouxeram tranquilidade quando precisei.

Aos professores Ani Caroline Potrich, Raphael Schlickmann e Marcus Vinícius de Lima: a sociedade precisa de exemplos como vocês. Tenho respeito e admiração pelo trabalho, postura e comprometimento de cada um. Obrigada por tornarem a travessia pela universidade mais leve para mim e para tantos outros.

Carolina

Mãe, por ter me ensinado desde sempre a importância do estudo, e por me proporcionar todas as condições e apoio necessários;

Malu, minha namorada, por todo o apoio emocional ofertado durante essa jornada de reta final da faculdade e elaboração do TCC;

Vic, minha dupla, pelas as risadas e aprendizados durante toda a faculdade principalmente durante a elaboração do TCC, e por me motivar em todas as etapas dessa jornada;

Amigos, por todas as palavras de apoio nos momentos mais difíceis;

Professores Ani Caroline Potrich, Raphael Schlickmann e Marcus Vinícius, por todo o suporte oferecido ao longo do curso. O mundo precisa de mais professores apaixonados pela profissão como vocês, que fazem a diferença e encantam os alunos, além de transmitir o conhecimento com excelência.

“Knowing is not enough, we must apply.

Willing is not enough, we must do.”

Johann Wolfgang Von Goethe

RESUMO

A partir da década de 90, houve maior necessidade de aprimoramento da gestão interna dos recursos devido ao crescimento da competição acelerada em todos os mercados. Por isso, as fusões e aquisições (F&A) têm ganhado destaque como alternativa ao crescimento interno para a expansão das empresas. Devido a relevância das F&A no contexto empresarial atual, o presente trabalho estudou as variações dos indicadores financeiros antes e depois da aquisição, com o objetivo de determinar se a aquisição da The Body Shop pela Natura foi positiva em termos de resultados financeiros. Para tanto, buscou-se sobre as organizações antes e após a aquisição, incluindo as estratégias da Natura, assim como suas demonstrações financeiras e principais indicadores de liquidez, rentabilidade, endividamento e fundamentalistas. A partir dos dados foi realizada a análise do desempenho da Natura ao longo do período, através da análise horizontal e vertical e elaboração de diversos gráficos para melhor evidenciar as variações, inclusive dos indicadores. Com isso, foi identificado que no curto prazo a organização não apresentou melhora econômico-financeira, porém a alta gerência da Natura já esperava o ganho a longo prazo e a transação corrobora com os objetivos estratégicos que a companhia estabeleceu.

Palavras-chave: Análise Financeira; Fusões e Aquisições; The Body Shop; Natura & CO; Indicadores Econômico-Financeiros.

RESUMO LÍNGUA ESTRANGEIRA

Since the 1990s, there was a greater need to improve the internal management of resources due to the accelerated growth of competition in all markets. For this reason, mergers and acquisitions (M&A) have gained prominence as an alternative to internal growth for the expansion of companies. Due to its relevance in the current business context, the present study show variations in financial indicators before and after the acquisition, in order to determine whether Natura's acquisition of The Body Shop was positive in terms of financial results or not. To this end, we searched for associations before and after the acquisition, including Natura's strategies, as well as its financial accounts and key indicators of liquidity, profitability, debt ratio, and fundamentalists. From the data, was developed an analysis of the company's performance during transaction, through the horizontal and vertical analysis and the elaboration of several graphs to better evidence all variations. As a result, it was identified that in the short term the acquisition did not improve Natura's economic and financial performance, but directors had already expected long-term gains instead and a transaction corroborates the strategic objectives defined by a company.

Key words: Financial Analysis; Merges and Acquisitions; The Body Shop; Natura; Key Indicators.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Processo de tomada de decisão	26
Figura 2: Estrutura do Balanço Patrimonial	28
Figura 3: Estrutura da Demonstração do Resultado de Exercício	30

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Fórmulas dos indicadores de liquidez	33
Quadro 2: Fórmula dos indicadores de rentabilidade	36
Quadro 3: Fórmula dos indicadores de endividamento	38
Quadro 4: Fórmula dos indicadores fundamentalistas	40
Quadro 5: Dividend Yield	72

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Representatividade da receita líquida.....	49
Gráfico 2: Lucro Líquido trimestral	53
Gráfico 3: Comparação dos ativos pela análise vertical.....	54
Gráfico 4: Comparação de ativos de maior liquidez e empréstimos pela análise vertical	56
Gráfico 5: Comparação nos valores do ciclo financeiro.....	57
Gráfico 6: Comparação de ativos com maior liquidez e ativo circulante pela análise vertical	58
Gráfico 7: Comparação de passivos com maior liquidez e passivo circulante pela análise vertical	59
Gráfico 8: Principais ativos não circulantes pela análise vertical	60
Gráfico 9: Comparação passivos pela análise vertical	61
Gráfico 10: Lucro Bruto e Custo dos Produtos Vendidos pela Análise Vertical	62
Gráfico 11: Indicadores de Liquidez	63
Gráfico 12: Giro do Ativo	64
Gráfico 13: Indicadores de Rentabilidade	65
Gráfico 14: Endividamento Geral.....	67
Gráfico 15: Indicadores de Endividamento	68
Gráfico 16: Lucro Por Ação	69
Gráfico 17: Preço por Valor Patrimonial por Ação.....	70
Gráfico 18: Valor das ações negociadas.....	71
Gráfico 19: Preço sobre Resultado	73

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA	14
1.2	OBJETIVOS	17
1.2.1	Objetivo Geral	18
1.2.2	Objetivos Específicos.....	18
1.3	JUSTIFICATIVA	18
1.4	ESTRUTURA DO TRABALHO	20
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	21
2.1	FUSÕES E AQUISIÇÕES	21
2.1.1	Conceitos	22
2.1.2	Tipos das fusões e aquisições	22
2.1.3	Objetivos.....	23
2.1.4	Criação de valor através das F&A.....	23
2.2	ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA	24
2.3	DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS.....	26
2.3.1	Balanco Patrimonial.....	26
2.3.2	Demonstração do Resultado de Exercício	28
2.4	INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS	30
2.4.1	Análise vertical e horizontal	30
2.4.2	Indicadores de liquidez	31
2.4.3.1	<i>Liquidez corrente.....</i>	31
2.4.3.2	<i>Liquidez seca</i>	32
2.4.3.3	<i>Liquidez geral.....</i>	32
2.4.3	Indicadores de rentabilidade	33
2.4.3.1	<i>Retorno sobre ativos.....</i>	33
2.4.3.2	<i>Retorno sobre patrimônio líquido</i>	34
2.4.3.3	<i>Retorno sobre investimentos.....</i>	34
2.4.3.4	<i>Giro do ativo.....</i>	35
2.4.3.5	<i>Margem operacional e líquida</i>	35
2.4.4	Indicadores de endividamento.....	36
2.4.4.1	<i>Endividamento geral.....</i>	36

2.4.4.2	<i>Grau de alavancagem financeira</i>	37
2.4.4.3	<i>Índice de cobertura de juros</i>	37
2.4.5	Indicadores fundamentalistas	38
2.4.5.1	<i>Lucro por ação</i>	38
2.4.5.2	<i>Preço sobre resultado</i>	39
2.4.5.3	<i>Preço/Valor Patrimonial da ação (P/VPA)</i>	39
2.4.5.4	<i>Dividend Yield</i>	40
3	METODOLOGIA	41
3.1	NATUREZA E TIPO DA PESQUISA	41
3.2	PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DE DADOS	42
4	ESTUDO DE CASO	44
4.1	HISTÓRIA DAS EMPRESAS E A AQUISIÇÃO.....	44
4.1.1	Natura	44
4.1.2	The Body Shop	46
4.1.3	Aquisição	47
4.2	ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA	48
4.2.1	Análise das demonstrações financeiras	48
4.2.2	Indicadores de liquidez	63
4.2.3	Indicadores de rentabilidade	64
4.2.4	Indicadores de endividamento	67
4.2.5	Indicadores fundamentalistas	69
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	75
	REFERÊNCIAS	78
	ANEXO A – Valor das ações negociadas	84

1 INTRODUÇÃO

No primeiro capítulo desta monografia, será feita a contextualização do tema, assim como a delimitação do problema da pesquisa, objetivos e justificativa para o trabalho.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

Com o início da abertura de mercado no Brasil em 1990, empresas precisavam aprimorar a gestão interna, obter conhecimento do mercado global e serem mais competitivas (ALCAZAR; SPERS; ARIDA, 2007). Entre 1990 e 1999, as fusões e aquisições (F&A) se intensificaram no contexto brasileiro, saltando de 186 para 325 (JORDÃO; SOUZA, 2012). Motivadas pela lógica competitiva, que infere saltos de desenvolvimento tecnológico e a introdução de mercados globais, a perspectiva de crescimento tem sido frequente entre empresas.

Para uma empresa expandir ou diversificar, há dois caminhos: crescimento interno ou fusões e aquisições (PATROCÍNIO; KAYO; KIMURA, 2007). O crescimento interno tende a ser mais custoso em relação à compra de um negócio já estabelecido (SINGH; MONTGOMERY, 1987). Em vista disso, o número de transações envolvendo fusão e aquisição tem crescido desde 2002, chegando ao recorde em 2018, quando aconteceram 967 transações no mesmo ano (KPMG, 2019). No Brasil, as transações na indústria de higiene têm sido cada vez mais comum, atingindo o ápice em 2010, com 16 fusões e aquisições de empresas do setor (KPMG, 2019). Ainda, nacionalmente o setor de beleza e higiene apresentou crescimento de 17% nos últimos quatro anos (EUROMONITOR, 2020), refletindo a necessidade de obter vantagem competitiva. Através do histórico, é perceptível que, em diversos momentos as F&A têm sido escolhidas como uma estratégia corporativa.

Estratégias como aquisições internacionais são comumente utilizadas para expansão, dessa forma, herda-se o conhecimento de mercado e do ambiente político, econômico e cultural da empresa adquirida e tende a reduzir as incertezas ao avançar para um novo mercado para a adquirente (SUEN E KIMURA, 1997). Contra a balança, geralmente o choque cultural entre ambas as empresas é muito grande, podendo resultar em falta de sinergia. Ainda, o alto risco econômico, alto grau de comprometimento com recursos financeiros e de pessoal e a

necessidade alta de conhecimento do novo mercado são desvantagens da estratégia (SUEN E KIMURA, 1997).

Camargos e Barbosa (2003) contribuem destacando a obtenção de maior escala e poder de mercado, geração de soluções coletivas, diminuição de custos e riscos, acúmulo de capital social e maximização dos lucros como resultados esperados pelas fusões e aquisições. Em adição aos argumentos, o estudo de Soares, Wegner e Dolci (2016) concluiu que poder de mercado e reconhecimento da nova rede no mercado também são resultados esperados de uma transação.

No Brasil, de acordo com uma matéria da Revista Veja (2018), o país era o terceiro colocado no ranking de consumidores de produtos de beleza e higiene no mundo até 2015, mas o setor que é historicamente imune às crises econômicas, caiu para a quarta posição após a crise econômica em 2018. Embora tenha caído no ranking mundial, a indústria de higiene e beleza brasileira cresceu mais do que a economia do país nos últimos anos. Artur Grybaum, presidente do grupo Boticário, argumenta que “O setor de cosméticos tem uma característica específica. As pessoas querem aumentar a autoestima principalmente quando a vida está mais dura” (VEJA, 2018).

Nathalie de Gouveia, CEO da The Body Shop Brasil, reflete que o Brasil perdeu o terceiro lugar, mas continua sendo um mercado em evolução. Ademais, o mercado masculino tem sido um aliado para o aquecimento do setor, apesar do público ser maioria feminino. A Natura, por sua vez, tem mudado seu modelo de negócios desde 2016 e mostrou crescimento nas vendas. Erasmo Toledo, vice-presidente de venda direta da Natura afirma “Fizemos renovação no nosso modelo comercial, profissionalizamos a consultora, digitalizamos a nossa força de vendas (temos a consultora offline e digital) e reposicionamos a marca, com a abertura de lojas nos principais shoppings do Brasil” (VEJA, 2018).

Neste cenário de estratégias competitivas necessárias para o setor de beleza e higiene, ocorreu a compra da The Body Shop (TBS) pela Natura, a qual fundou o grupo denominado Natura & CO junto com a Aesop, empresa australiana adquirida em 2012. Embora as fusões e aquisições possuem objetivo comum de internacionalização, diversidade de *portfólio* e até ganho de *expertise* do mercado (PATROCÍNIO; KAYO; KIMURA, 2007), o anúncio foi controverso e muito discutido pelo mercado, que identificou sérios riscos financeiros. Por se tratar da união entre uma empresa brasileira e outra britânica, a aquisição foi repleta de dificuldades, mas com êxito. O valor da transação foi de 1 bilhão de euros, preço alto,

considerando que as propostas estavam em 856 milhões de euros, fator que gerou queda de 11% nas ações da Natura nos dois dias seguintes ao anúncio (INFOMONEY, 2017).

Entretanto, o vice-presidente da Natura, José Lettiere, espera que a dívida por adquirir a The Body Shop volte para o mesmo patamar em 4 anos, devido a alavancagem da empresa. No entanto, a Infomoney (2017) afirmou o contrário: a companhia britânica tem enfrentado dificuldades, em função do aumento da concorrência e fraco desempenho no mercado inglês, registrando queda de 4,8% das vendas em 2016. Considerando que a Natura abriu em 2016 sua primeira loja física, Giovana Scottini, analista da Eleven Financial, afirma que “o negócio parece caro e complexo, uma vez que a Natura não tem experiência em gerenciar grandes operações e precisará colocar bastante esforços para realizar o *turnaround* da companhia, que vem perdendo margens desde 2013” (INFOMONEY, 2017).

João Paulo Ferreira, presidente da Natura desde 2017, afirmou que a aquisição possuía três objetivos estratégicos: internacionalização, diversificação de produtos e construção de um grupo de marcas globais (UOL, 2019). Conforme exposto por Tatiana Vaz da Exame (2017), a fabricante de cosméticos brasileira ganha dimensões internacionais com a aquisição da TBS, obtendo um faturamento total de R\$ 11,5 bilhões, com presença em 70 países e força de vendas de 1,8 milhão de consultoras independentes, assim como 3.200 lojas espalhadas pelo mundo. A aquisição possui grande potencial para a internacionalização da Natura, pois a empresa adquirida atua em mais de 65 países, enquanto a Natura aparece em apenas 9.

Com esse crescimento, o número de funcionários também expande. Dentro do grupo Natura & CO, mais da metade dos funcionários contratados correspondem a The Body Shop, somando 9.500, enquanto a soma da Natura e Aesop resultava em 8.000 funcionários (EXAME, 2017). Ainda, a diferença de quantidade de lojas é expressiva. A Natura cresceu com suas revendedoras, demorando a se adaptar às lojas físicas, e hoje possuem apenas 16 estabelecimentos, enquanto a The Body Shop possui 3.000 e a Aesop 183 (EXAME, 2017).

Em relação ao setor de beleza e cuidados pessoais, Renato Pezzoti em colaboração para o UOL (2019), apresenta dados de uma pesquisa da Euromonitor International. As vendas do setor alcançaram R\$ 109,7 bilhões em 2018, representando uma alta real (descontada a inflação) de 1,53%. Neste mesmo ano, o Grupo Boticário, concorrente direto da Natura no Brasil, abandonou a Unilever e assumiu o segundo lugar no ranking, já a Natura se manteve na liderança.

Em relação à exportação, a Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (ABIHPEC), em 2015, apontou que o setor teve a primeira retração em 23 anos. Até 2017 o mercado ainda sofria com o déficit na balança comercial em função da alta tributação dos produtos, reduzindo a competitividade no exterior (VEJA, 2018). Entretanto, os índices de exportação da Natura têm crescido.

Corroborando com os dados mercadológicos apresentados, o professor especialista em comportamento de consumo da ESPM/SP, Fabio Mariano acredita que a união é benéfica para o público-alvo, pois enquanto a TBS ganha o conhecimento de tecnologia que a Natura possui, aliado ao seu histórico de produtos naturais, a Natura ganha um aprendizado fundamental sobre pontos de venda e experiência do consumidor (UOL, 2019).

Camargos e Barbosa (2005) estudaram as variações dos indicadores econômico-financeiros das empresas que realizaram fusões e aquisições entre 1995 e 1999 e destacam que o índice de Liquidez Corrente apresenta piora na maior parte das empresas analisadas, 63,64%. Já o Lucro por Ação apresenta melhora em 57,14% das organizações. Braz e Romaro (2013) realizaram o mesmo estudo, porém considerando as F&A ocorridas entre os anos 2000 e 2007. Estes chegaram à conclusão de que o retorno sobre os ativos apresentou crescimento tanto antes da fusão quanto depois, apesar de ser um aumento bastante sutil. O giro do ativo, por sua vez, demonstrou queda após a transação. Por fim, o Endividamento Geral se eleva nos anos anteriores à fusão, estabilizando no período da transação, seguido de pequena variação positiva (BRAZ E ROMARO, 2013).

Assim, com base neste contexto e por meio da identificação dos motivos pelos quais a Natura adquiriu a The Body Shop e análise de sua saúde financeira, procura-se entender se a transação ofereceu benefícios ao grupo Natura & CO. Portanto, determina-se o problema da pesquisa: **quais os impactos que a aquisição da The Body Shop exerceu sobre os indicadores econômicos e financeiros da Natura & CO?**

1.2 OBJETIVOS

De forma a responder à problemática, serão apresentados o objetivo geral e objetivos específicos que foram base para o desenvolvimento do trabalho.

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar o comportamento dos indicadores econômicos e financeiros da Natura & CO após aquisição da The Body Shop.

1.2.2 Objetivos Específicos

Para atingir o objetivo geral do trabalho, delimitam-se os seguintes objetivos específicos:

- a. Contextualizar os motivos que levaram a Natura & CO a efetuar a aquisição da The Body Shop;
- b. Coletar e calcular os indicadores econômicos e financeiros da Natura & CO antes e depois da aquisição da The Body Shop;
- c. Analisar as demonstrações financeiras e comentários de desempenho disponibilizados pela Natura & CO;
- d. Investigar a variação dos indicadores antes e depois da aquisição da The Body Shop.

1.3 JUSTIFICATIVA

Embora a estratégia de F&A esteja crescendo e pode ser considerada uma tendência do mercado que visa o retorno, grande parte das empresas não alcança esse objetivo (ARBELECHE, 2008). De acordo com pesquisa da KPMG (1999), conforme mencionado por Vieira e Nunes (2008), avaliando aquisições entre fronteiras, apenas 17% das transações resultaram em aumento do valor das ações da empresa adquirente, sendo que 30% não sofreram alterações e 53% apresentaram redução desse valor.

Deste modo, pode-se concluir que é preciso ter estratégias para que o processo de aquisição seja bem sucedido, e ainda ressaltar que os interessados nesse resultado positivo não são apenas os gestores das organizações, mas também os investidores. Isto porque, segundo Lima e Sousa Neto (2019), o ganho de mercado através das aquisições chama atenção em especial dos investidores, pois, geralmente são de grande porte no setor em que atuam, seu

interesse é despertado por se questionarem se as companhias terão capacidade de oferecer retorno satisfatório do capital investido, atuando em conjunto e não mais como concorrentes.

Ganhos de escala de produção e venda, entrada em outras regiões demográficas, busca de sinergias financeiras e tecnológicas, bem como a ampliação do público-alvo são benefícios que as aquisições, parcerias e *joint ventures* podem oferecer (GUARITA, 2002). Segundo Lemes Jr., Rigo e Cherobim (2002), a sinergia criada na aquisição auxilia no aprimoramento da estrutura de capital e maior capacidade de alavancagem, com menor custo de endividamento e economia fiscal por utilização de isenções e compensações contempladas pela lei, como o uso de prejuízos fiscais decorrentes de prejuízos operacionais, o planejamento tributário ou a eliminação de bitributação.

Neste sentido, nota-se que a área financeira evoluiu da tesouraria, que era responsável apenas pelas contas a pagar e receber, transferindo para o profissional de administração a necessidade de ver a empresa como um todo, enfatizando estratégias de competitividade, continuidade e crescimento futuro. Devido às novas atribuições, o administrador financeiro deve assumir posições estratégicas e não focar apenas na captação de fundos ou aplicações na atividade da empresa. Este deve gerenciar recursos mantendo a empresa saudável econômica e financeiramente e ainda honrar com as metas estabelecidas (NETO, 2015).

Para Camargos e Barbosa (2005), a análise de demonstrações, principalmente balanço patrimonial e demonstração do resultado de exercício, consiste em um dos estudos mais relevantes da Administração Financeira, pois é uma importante fonte de dados para a tomada de decisões num ambiente cada vez mais competitivo. Ainda de acordo com autores, existem diversas técnicas para análise de desempenho de uma empresa, mas a Análise de Índices Econômico-financeiros se destaca. Esta técnica considera diversos demonstrativos contábeis como fonte de dados e informações, que são compilados em indicadores e índices e sua análise histórica permite a avaliação da evolução do desempenho econômico-financeiro da organização, assim como projeções de possíveis resultados futuros.

Nesse sentido, a análise financeira se faz relevante como método de avaliação da transação, auxiliando na compreensão dos dados apresentados pela empresa em relatórios, como a Demonstração do Resultado de Exercício (DRE) e o Balanço Patrimonial (BP). O estudo das F&A é um tema que tem despertado muito interesse na comunidade acadêmica, principalmente por conta dos altos valores monetários envolvidos, pelas controvérsias

provocadas e pelo crescente número e proporção em que essas transações têm acontecido nos últimos anos (CAMARGOS, 2008).

Levando em consideração os desafios que uma aquisição pode enfrentar para ser considerada bem sucedida, a importância da análise de saúde financeira da empresa e do fato de ter sido encontrado pouco conteúdo a respeito dos resultados financeiros obtidos pela Natura & CO após a aquisição da The Body Shop, o estudo concentra-se neste assunto, com foco na análise dos indicadores financeiros e econômicos para representação do resultado positivo ou negativo da transação.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

O trabalho foi estruturado de forma a atingir os objetivos propostos, sendo composto por capítulos. No capítulo 1, apresenta-se a introdução e delimita-se a problematização, trazendo dados históricos sobre fusão e aquisição, sua importância e relevância nas estratégias de crescimento. Além disso, há descrições de como o mercado reagiu ao anúncio da compra da The Body Shop, empresa britânica, pela Natura, empresa brasileira. Após aquisição, o conjunto das três empresas é denominado Natura & CO. Posteriormente, são apresentados os objetivos e a justificativa, demonstrando a importância do tema para as empresas que procuram a aquisição como opção de investimento.

No segundo capítulo é apresentada a fundamentação teórica, onde se demonstra o embasamento teórico sobre as organizações, as aquisições e seus objetivos, definições das análises econômico-financeiras, dos demonstrativos de resultado e por fim, os indicadores de liquidez, rentabilidade, endividamento e análise fundamentalista que serão analisados no estudo de caso, bem como as fórmulas utilizadas para cálculo e os parâmetros de leitura.

O terceiro capítulo contempla a delimitação metodológica da pesquisa, importante para determinar os procedimentos a serem utilizados para adquirir conhecimento. Esta abrange a caracterização de aplicação prática, avaliação das razões que levaram à transação, análise de relatórios financeiros da organização e estudo profundo de um objeto de estudo.

O capítulo 4, por sua vez, compreende a separação, compilação, coleta e cálculo dos indicadores e análise financeira do grupo Natura & CO em um período de três anos, um ano

anterior e um posterior à aquisição ocorrida em 2017, além da discussão dos dados de pesquisa. O trabalho é finalizado com as considerações finais, seguido das referências.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Para analisar o estudo de caso com clareza, nesta seção será apresentado o referencial teórico utilizado. A revisão dos conceitos principais, que incluem a discussão acerca de fusão e aquisição e dos indicadores econômico-financeiros, é de suma importância para que os objetivos do trabalho sejam alcançados.

2.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES

As fusões e aquisições surgiram nos Estados Unidos, e segundo Patrocínio, Kayo e Kimura (2007), houve cinco ondas de fusões e aquisições. Em cada onda houve motivações, tipos e resultados diferentes. A primeira onda compreendeu o período de 1895 a 1904 e consistiram em movimentos majoritariamente horizontais. Como resultado, houve uma alta concentração em vários segmentos econômicos. Ainda segundo os autores, a segunda onda ocorreu em 1922 até 1929 e a motivação continuava a ser a ampliação da participação de mercado e a diversificação do portfólio.

Na década de 60 ocorreu a terceira onda, que eram realizadas entre empresas que buscavam a estratégia de diversificação de negócios, a garantia de atualização tecnológica e a diminuição do risco nos mercados em que a empresa adquirente operava (PATROCÍNIO; KAYO; KIMURA, 2007). A quarta onda ocorreu em 1980, liderada pelo interesse crescente por empresas de capital aberto. Weston, Siu e Johnson (2001) defendem que nesse período ocorreram grandes movimentos de aquisição através de compras alavancadas com o uso frequente de dívidas.

A partir de 1990 até 2000 foi identificado a quinta onda, a alavancagem econômica motivou o volume das transações de fusões e aquisições (WESTON; SIU; JOHNSON, 2001). Muitas das motivações foram relacionadas à internet, o crescimento acelerado da competição global, alterações macro e microeconômicas e movimentos de recompra de ações (PATROCÍNIO; KAYO; KIMURA, 2007). Atualmente, as aquisições são consideradas uma

forma de enfrentar os desafios gerados pelas mudanças na economia, tecnologia, concorrência, regulamentação e padrões de propriedade (NADLER; LIMPET, 1994). A motivação dessa nova onda é incentivada por aspectos estratégicos, ao invés de rápidos ganhos financeiros (GAUGHAN, 2002).

2.1.1 Conceitos

Apesar de serem tratadas em conjunto em discussões e em pesquisas estatísticas, fusões e aquisições possuem características que as distinguem. Há três métodos legais que são utilizados pelas empresas para adquirir outra: fusão ou consolidação, aquisição de ações ou aquisição de ativos (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).

Fusão trata-se da absorção de uma ou mais empresas de tamanho e força aproximadamente iguais (JORDÃO; SOUZA, 2012). Todos os ativos e passivos são absorvidos, e geralmente, a empresa que procede preserva seu nome e identidade. A consolidação, por sua vez, é muito parecida com a fusão, mas neste processo há a criação de uma nova empresa (ARAÚJO *et al.*, 2007).

A compra de ações com direito a voto acontece em mercado de capitais, através do pagamento em dinheiro, com ações ou outros títulos. A aquisição ocorre quando uma empresa ou grupo de investidores adquire, total ou parcialmente, o controle acionário da empresa (TRICHES, 1996). Por último, a aquisição de ativos consiste na compra de uma empresa por outra, assumindo o controle decisório e de gestão da companhia comprada (JORDÃO; SOUZA, 2012).

2.1.2 Tipos das fusões e aquisições

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2002), existem três tipos de fusões e aquisições, classificadas em: horizontal, vertical e conglomerado. A F&A horizontal é caracterizada pela junção entre empresas do mesmo segmento e por isso, geralmente são concorrentes. A vertical diz respeito à união de duas companhias que participam do mesmo processo produtivo, podendo ser para cima (em direção aos fornecedores) ou para baixo (em direção aos distribuidores). E por último, o conglomerado é caracterizado quando as firmas

adquirente e adquirida não pertencem à mesma atividade, e geralmente o principal objetivo é a diversificação do investimento (ARAÚJO *et al.* 2007).

Brigham *et al.* (2008) ainda defende que existe um quarto tipo de fusões e aquisições, o congênere. Uma fusão congênere envolve empresas que estão no mesmo setor, mas não atuam na mesma linha de negócios.

2.1.3 Objetivos

Segundo Rappaport (1998), o fundamento das fusões e aquisições é gerar e adicionar valor tanto para as empresas envolvidas quanto para os acionistas. F&A são associados a diversos objetivos: acesso a novos mercados, ganhos de escala, aumento da participação de mercado, favorecimento de um monopólio, geração de sinergias, aquisição de *know-how* e tecnologias, benefícios fiscais e redução de riscos (CARVALHO; FERREIRA, 2015). Ainda, há autores que sugerem a utilização das F&A como uma maneira de acessar recursos intangíveis das organizações e para revitalização das empresas (PATROCÍNIO; KAYO; KIMURA, 2007)

Outra importante razão para o crescimento das F&A é a internacionalização das empresas, com o propósito de expandir para novos mercados (MINTZBERG; QUINN, 2001). Krugman e Obstfeld (2001) defendem que as aquisições de empresas transnacionais são um tipo relevante de investimento direto estrangeiro e fundamental para o movimento internacional de capitais, que envolve, além da transferência de recursos de um país a outro, a aquisição do controle das empresas.

Literaturas financeira e estratégica apontam que a incorporação de ativos intangíveis tem sido uma das principais motivações para a realização de operações de fusão e aquisição nos últimos anos (PATROCÍNIO; KAYO; KIMURA, 2007). A partir dos ativos intangíveis, corporações podem conquistar vantagens competitivas, e conseqüente criação de valor.

2.1.4 Criação de valor através das F&A

Embora as fusões e aquisições possam ser interpretadas como uma estratégia segura no que tange resultados positivos, pesquisas empíricas mostram que diversos casos de F&A

levam a resultados negativos (BARKEMA; SCHIJVEN, 2008). Entre as diversas dificuldades encontradas no processo, as diferenças culturais e organizacionais são relevantes, pois podem inibir o processo de geração de sinergias e criação de valor (VERMEULEN; BARKEMA, 2001). F&A com empresas da mesma indústria são vistas como positivas, dada a facilidade de integração, pois não há necessidade de aprender sobre um novo negócio (KING *et al.*, 2004).

Há evidências empíricas que corroboram com o estudo de Barkema e Shijven (2008), Weston, Siu e Johnson (2001) apresentaram que as fusões e aquisições criam valor apenas para as empresas-alvo (compradas). De acordo com a pesquisa, o anúncio de fusão gera retornos de 20% a 25%, enquanto o anúncio de aquisição é 30% a 40%. O retorno para empresas adquirentes diante do anúncio de fusão é muito pequeno, porém positivo, com 1% a 2%, e negativo 1% a 2% quando o anúncio é referente à aquisição. Desta forma, não há evidências que a aquisição, principalmente, possa oferecer benefícios aos acionistas.

Segundo Habibe (2006), muitas ofertas para uma companhia reduzem significativamente a lucratividade da empresa compradora, pois a competitividade gera ofertas com valores mais altos. Além disso, há ainda a escolha da forma de financiamento, que pode gerar impactos sobre o processo de criação de valores para os acionistas. Estudos empíricos feitos por Franks (1991) comprovam que empresas que utilizam suas ações como forma de financiamento acumulam retornos menores comparado aos que financiam através de caixa ou emissão de dívidas.

Ademais, de acordo com Child *et al.* (2001), mais de 50% das F&A não geram os benefícios previstos pelas adquirentes. Os autores sugerem que os gestores devem atentar-se a gestão pós-aquisição, parte que é frequentemente negligenciada, embora seja uma das principais causas da lacuna entre as vantagens esperadas e as auferidas após aquisição. Para isso, faz-se necessário uma análise econômico-financeira a fim de comparar os indicadores que as empresas possuíam antes e após o processo de F&A.

2.2 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA

A abertura de capital das empresas viabiliza a participação de acionistas na partilha de lucro, levando-os a investir em empresas mais rentáveis. Desta forma, a Análise Econômico-financeira apresenta-se como um direcionador na tomada de decisão (FARIA NETO, 2015). A

partir da abertura de capital, a empresa está sob Lei n° 6.404/76, que obriga todas as empresas de Sociedade Anônima a elaborar e apresentar as seguintes demonstrações: Balanço Patrimonial (BP), Demonstração do Resultado de Exercício (DRE), Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DPML), juntamente do Relatório da Administração, Notas Explicativas e Parecer do Conselho Fiscal (interno) e de Auditores Independentes (externo) (BRASIL, 1976).

A análise das demonstrações, principalmente a DRE e o BP, constitui um dos principais estudos da Administração Financeira, sobretudo para tomada de decisão dos gestores e dos acionistas em um ambiente cada vez mais competitivo (CAMARGOS; BARBOSA, 2005). Esta análise objetiva extrair informações das demonstrações contábeis de todos os períodos de uma empresa, auxiliando na compreensão dos efeitos das decisões tomadas, além de poderem ser utilizadas na previsão de resultados futuros (WESTON; BRIGHAM, 2000).

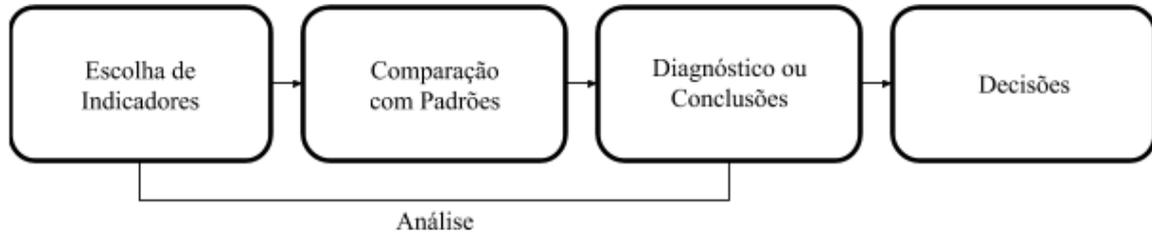
Dentre as técnicas para exploração de resultados, destaca-se a avaliação por índices ou indicadores (MATARAZZO, 2010). De acordo com Silva (2001), os indicadores são associações entre grupos de contas das demonstrações financeiras, facilitando a interpretação dos dados da demonstração financeira. Para a análise das demonstrações, é necessário delimitar com clareza quais os objetivos da análise, para então definir quais indicadores são adequados (ASSAF NETO, 2015). O conhecimento da situação econômico-financeira de uma empresa só pode ser avaliado por meio da análise de três pontos essenciais: liquidez, endividamento e rentabilidade (MARION, 2010).

Ainda, há a análise fundamentalista, que se delineia na existência da interdependência entre o valor intrínseco da ação e seu preço de mercado, e então estuda-se a variação de fatores que afetam o equilíbrio entre oferta e demanda no mercado. Portanto, esta análise tem como objetivo traduzir o impacto do conhecimento sobre a empresa na estimativa de como serão os resultados futuros (LIMA *et al.*, 2009). A contabilidade possui papel essencial na análise fundamentalista, sendo a principal fonte de informações sobre a empresa (PALEPU, 2000). Os demonstrativos são responsáveis por transpor os acontecimentos em números contábeis — ativos, vendas, margens, fluxo de caixa, lucro, entre outros (PENMAN, 2004).

Matarazzo (2010) argumenta que a análise de demonstrativos deve expor a situação financeira, econômica e desempenho da empresa, onde aplica-se o raciocínio científico de forma que extraia os índices das demonstrações financeiras, compare os índices com a média, pondere as diferentes informações e chegue a um diagnóstico e por fim, auxilie na tomada de

decisão. Caso não obedecida a sequência, a análise pode apresentar distorções devido à falta de padrão (Figura 1).

Figura 1: Processo de tomada de decisão



Fonte: MATARAZZO (2010), adaptado pelos autores.

Desta forma, para o estudo de caso, utilizar-se-ão as demonstrações financeiras e comentários de desempenho publicados pela Natura & CO Holding S.A. nos anos 2016, 2017 e 2018. A partir das demonstrações financeiras, foi escolhido, coletado através do banco de dados Economatica (com exceção do Índice de Cobertura de Juros e Endividamento Geral que foram calculados pelos autores) os indicadores de liquidez, rentabilidade, endividamento e fundamentalista de acordo com o objetivo de avaliar se a aquisição da The Body Shop foi positiva financeiramente para o grupo.

2.3 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

A partir de 2008 no Brasil, a contabilidade brasileira tem passado pelo processo de padronização dos demonstrativos, de acordo com os Padrões Internacionais de Contabilidade (IFRS), com base na Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007 (BRASIL, 2007). Considerando a importância da confiabilidade das informações no mundo globalizado atual, foi necessário a adequação das demonstrações com base em padrões internacionais. Com isso, as demonstrações contábeis oferecem informações da organização em relação aos ativos, passivos, patrimônio líquido (PL), receitas e despesas, alterações de capitais próprio e fluxo de caixa (FARIA NETO, 2015).

2.3.1 Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial é um demonstrativo contábil que apresenta os ativos, passivos e patrimônio líquido. O conceito de balanço deriva do equilíbrio destas partes, onde o ativo é igual à soma do passivo com o patrimônio líquido (MATARAZZO, 2010). Este tem como finalidade expor a situação financeira e patrimonial da empresa no período, representando uma posição estática (FIPECAFI, 2003). O ativo representa os bens e direitos, o passivo são as exigibilidades e obrigações, e o patrimônio líquido é o valor líquido da empresa, gerado pela diferença do ativo e passivo (WELTER; OBERGER; VANZELLA, 2005).

De acordo com a NBC TG 26 (CFC, 2017), o balanço deve apresentar as seguintes contas:

- (a) Caixa e equivalentes de caixa;
- (b) Clientes e outros recebíveis;
- (c) Estoques;
- (d) Ativos financeiros (exceto os mencionados nas alíneas “a”, “b” e “g”);
- (e) Total de ativos classificados como disponíveis para venda (NBC TG 38) e ativos à disposição para venda de acordo com a NBC TG 31 –Ativo Não Circulante Mantido para Venda e Operação Descontinuada;
- (f) Ativos biológicos dentro do alcance da NBC TG 29;
- (g) Investimentos avaliados pelo método da equivalência patrimonial;
- (h) Propriedades para investimento;
- (i) Imobilizado;
- (j) Intangível;
- (k) Contas a pagar comerciais e outras;
- (l) Provisões;
- (m) Obrigações financeiras (exceto as referidas nas alíneas “k” e “l”);
- (n) Obrigações e ativos relativos à tributação corrente, conforme definido na NBC TG 32 –Tributos sobre o Lucro;
- (o) Impostos diferidos ativos e passivos, como definido na NBC TG 32;
- (p) Obrigações associadas a ativos à disposição para venda de acordo com a NBC TG 31;
- (q) Participação de não controladores apresentada de forma destacada dentro do patrimônio líquido; e capital integralizado e reservas e outras contas atribuíveis aos proprietários da entidade.

Ainda, a empresa deve dividir os ativos e passivos em circulantes e não circulantes, exceto se a apresentação baseada na liquidez proporcionar informação confiável e mais relevante, e deve ser ordenado por liquidez (FARIA NETO, 2015). De acordo com a Lei nº 11.638/07, MP nº 449/08 e Resolução CFC nº 1.121/08, a estrutura do Balanço Patrimonial deve se apresentar conforme a Figura 2.

Figura 2: Estrutura do Balanço Patrimonial

Ativo	Passivo
Ativo Circulante	Passivo Circulante
Ativo não circulante	Passivo não circulante
	Patrimônio Líquido
Realizável a longo prazo	Capital Social
Investimento	(-) gasto com emissão de ações
Imobilizado	Reservas de Capital
Intangível	Opções Outorgadas Reconhecidas
	Reserva de Lucros
	(-) Ações em Tesouraria
	Ajustes de Avaliação Patrimonial
	Ajustes Acumulados de Conversão
	Prejuízos acumulados

Fonte: CFC (2019), adaptado pelos autores.

2.3.2 Demonstração do Resultado de Exercício

O objetivo da Demonstração do Resultado de Exercício (DRE) é a organização das informações sobre o lucro e prejuízo de uma empresa, possibilitando a avaliação da *performance* futura. A NBC TG 26 (CFC, 2017) descreve que a DRE deve conter:

- (a) Receitas;
- (b) Ganhos e perdas decorrentes de baixa de ativos financeiros mensurados pelo custo amortizado;
- (c) Custos de financiamento;
- (d) Parcela dos resultados de empresas investidas reconhecida por meio do método da equivalência patrimonial;
- (e) Tributos sobre o lucro;
- (f) Um único valor para o total de operações descontinuadas;

(g) Em atendimento à legislação societária brasileira vigente na data da emissão desta Norma, a demonstração do resultado deve incluir ainda as seguintes rubricas:

- a. Custo dos produtos, das mercadorias e dos serviços vendidos;
- b. Lucro bruto;
- c. Despesas com vendas, gerais, administrativas e outras despesas e receitas operacionais;
- d. Resultado antes das receitas e despesas financeiras;
- e. Resultado antes dos tributos sobre o lucro;
- f. Resultado Líquido do Exercício

De acordo com a norma, a DRE deve ser apresentada no formato disposto na Figura

3.

Figura 3: Estrutura da Demonstração do Resultado de Exercício

<p>RECEITA OPERACIONAL BRUTA Vendas de Produtos Vendas de Mercadorias Prestação de Serviços</p> <p>(-) DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA Devoluções de Vendas Abatimentos Impostos e Contribuições Incidentes sobre Vendas</p> <p>= RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</p> <p>(-) CUSTOS DAS VENDAS Custo dos Produtos Vendidos Custo das Mercadorias Custo dos Serviços Prestados</p> <p>= RESULTADO OPERACIONAL BRUTO</p> <p>(-) DESPESAS OPERACIONAIS Despesas Com Vendas Despesas Administrativas</p> <p>(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS Despesas Financeiras (-) Receitas Financeiras Variações Monetárias e Cambiais Passivas (-) Variações Monetárias e Cambiais Ativas</p> <p>OUTRAS RECEITAS E DESPESAS</p> <p>Resultado da Equivalência Patrimonial</p> <p>Venda de Bens e Direitos do Ativo Não Circulante</p> <p>(-) Custo da Venda de Bens e Direitos do Ativo Não Circulante</p> <p>= RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO IMPOSTO DE RENDA E DA CONTRIBUIÇÃO SOCIAL E SOBRE O LUCRO</p> <p>(-) Provisão para Imposto de Renda e Contribuição Social Sobre o Lucro</p> <p>= LUCRO LÍQUIDO ANTES DAS PARTICIPAÇÕES</p> <p>(-) Debêntures, Empregados, Participações de Administradores, Partes Beneficiárias, Fundos de Assistência e Previdência para Empregados</p> <p>(=) RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO</p>
--

Fonte: CFC (2019).

2.4 INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

2.4.1 Análise vertical e horizontal

De acordo com Assaf Neto (2010), o montante de um grupo patrimonial ou conta, se isolado, não traduz de forma condizente a importância do valor, tampouco seu comportamento durante determinados períodos. Marion (2010) corrobora com o argumento, defendendo que as demonstrações financeiras não oferecem informações precisas sobre suas variações. Desta forma, é necessária a utilização de técnicas de análise dos demonstrativos, como a análise vertical e horizontal.

Marion (2010) observou que na análise vertical, determina-se a porcentagem acerca de cada conta ou grupo de contas em relação ao conjunto (coeficientes). Como resultado, há uma resposta em percentual de cada um dos itens das demonstrações financeiras em relação à soma do seu grupo (FARIA NETO, 2015). Na análise horizontal, por sua vez, é estabelecido a relação entre os elementos de um mesmo conjunto (quocientes), comparando-os entre períodos sucessivos. Assim, permite a identificação de tendências e avaliação das estratégias adotadas pela empresa no passado (MARION, 2010; ASSAF NETO, 2010). As análises vertical e horizontal não são excludentes, para análise mais profunda sobre as variações, é importante que sejam ambas utilizadas (ASSAF NETO, 2010).

2.4.2 Indicadores de liquidez

A liquidez está relacionada à velocidade e facilidade com que um ativo pode ser transformado em caixa. Mas além de considerar a facilidade de conversão, também leva em consideração a perda de valor, isto porque qualquer ativo pode ser convertido em caixa com rapidez se seu preço de venda for reduzido significativamente. Sendo assim, um ativo com alta liquidez pode ser vendido rapidamente sem perda de valor, já um ativo sem liquidez não pode ser transformado em caixa rapidamente sem substancial redução de seu preço (ROSS *et al.*, 2013).

2.4.3.1 Liquidez corrente

O índice de Liquidez Corrente é obtido a partir da divisão ao ativo circulante (AC) pelo passivo circulante (PC). Este indicador está diretamente ligado à capacidade da empresa cumprir com suas obrigações de curto prazo (GITMAN, 2010). Aplicando à prática, Azzolin (2012) indica que o quociente determina quanto a organização possui de valores circulantes para cada 1 real de dívidas.

Logo, se o resultado for superior a 1 identifica-se a existência de capital circulante líquido positivo, se for igual a 1 presume-se sua inexistência, já quando menor que 1 pode-se observar um capital circulante líquido negativo (ASSAF NETO, 2014). Isto significa que caso seja positivo, a empresa apresenta recursos o suficiente para cumprir com suas obrigações em

até 1 ano. Já quando negativo, a organização demonstra insuficiência de cumprir suas obrigações dentro de 12 meses.

2.4.3.2 Liquidez seca

Avaliando que os estoques, apesar de serem ativos circulantes (curto prazo), normalmente não evidenciam liquidez compatível com o grupo patrimonial em que estão inseridos. Se demonstram mais demorados e difíceis que os demais elementos do ativo circulante. Logo, este item é desconsiderado no cálculo de Liquidez Seca (ASSAF NETO, 2014).

2.4.3.3 Liquidez geral

Diferentemente dos indicadores de liquidez apresentados acima, a Liquidez Geral representa a saúde financeira da empresa a longo prazo. Porém, assim como os demais índices, a importância deste para a análise da folga financeira pode ser prejudicada caso os prazos de pagamentos e recebimentos forem muito divergentes (ASSAF NETO, 2014).

Já Azzolin (2012) destaca que este indicador considera todos os valores que a organização pode transformar em dinheiro não só no longo prazo, mas também no curto, assim como suas obrigações. O autor também acrescenta que o resultado do quociente indicará quanto a empresa possui de ativos para cada 1 real de passivos, sendo assim, quanto maior for o índice melhor será a situação da empresa.

Assim, o Quadro 1 aponta um resumo dos três indicadores de liquidez anteriormente explicados, apresentando sua fórmula e autor.

Quadro 1: Fórmulas dos indicadores de liquidez

Indicador	Fórmula	Fundamentação
Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Gitman (2010)
Liquidez Seca	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$	Economática (2020)
Liquidez Geral	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a longo prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a longo prazo}}$	Assaf Neto (2014)

Fonte: Elaborado pelos autores.

2.4.3 Indicadores de rentabilidade

Segundo Vieira *et al.* (2011, p.3), “os índices de rentabilidade medem o quanto uma empresa está sendo lucrativa ou não, através dos capitais investidos, o quanto renderam os investimentos e, qual o resultado econômico da empresa”. De acordo com Pinheiro (2007), as demonstrações contábeis oferecem acesso para os interessados examinar e avaliar o comportamento de uma empresa sobre aspectos econômico-financeiros, apresentando um conjunto de informações de decisões ocorridas no período.

Entretanto, para análises mais profundas do desempenho, é possível construir indicadores a partir das demonstrações, extraindo informações melhores e mais eficientes acerca da empresa (MATARAZZO, 2010). Gitman (2004) ainda afirma que os índices de rentabilidade tendem a estabelecer relações entre o Lucro Líquido (LL) das empresas e a utilização dos seus ativos na realização de receitas. As medições permitem ao analista avaliar não somente o lucro, mas este em relação ao nível de vendas, de ativos ou ao volume do capital investido.

2.4.3.1 Retorno sobre ativos

O quociente de Retorno sobre o Ativo é considerado um dos mais importantes por diversos autores. Iudícibus (2017) acredita que este deveria ser utilizado como parâmetro de

desempenho de uma empresa, realizando uma comparação entre os resultados obtidos e a meta esperada de retorno.

O Retorno sobre Ativo (ROA) é calculado a partir da divisão do Lucro Líquido pelo ativo total e é expresso em percentual. De acordo com Gitman (2010, p. 60), o ROA “mede a eficácia geral da administração na geração de lucros a partir dos ativos disponíveis. Quanto mais elevado o retorno sobre o ativo total da empresa, melhor”.

2.4.3.2 Retorno sobre patrimônio líquido

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE – *Return on Equity*) é obtido dividindo-se o Lucro Líquido do exercício pelo patrimônio líquido, seu resultado retorna um percentual. Azzolin (2012, p. 244) didaticamente explica que “este quociente mede a capacidade de a empresa gerar retorno, indicando quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$ 1,00 de capital próprio” e completa afirmando que esta é a taxa de retorno dos acionistas.

Tendo em vista que o patrimônio líquido não é composto apenas de capital próprio, mas também de terceiros, Iudícibus (2017) afirma que este indicador apresenta grande importância aos acionistas por representar os resultados da gestão de recursos próprios e de terceiros. O autor também pondera que, no longo prazo, o valor de mercado da ação é bastante influenciado pelo Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

2.4.3.3 Retorno sobre investimentos

Obtida através do quociente entre Lucro Líquido e ativo total, o Retorno sobre Investimentos (ROI – *Return on Investment*) reflete quanto a empresa está obtendo de resultado em relação aos investimentos realizados e é possível prever qual o tempo necessário para que o investimento retorne para a empresa, ou seja, recuperar o investimento (MARION, 2010). Marion (2010) argumenta que a rentabilidade é medida em função dos investimentos. As fontes de financiamento de ativo são Capital Próprio e Capital de Terceiros, desta forma, a gestão eficiente do ativo proporcionará maior retorno.

2.4.3.4 *Giro do ativo*

Conforme Assaf Neto (2015), o resultado do Giro do Ativo dá-se pela divisão das receitas operacionais pelo ativo total, este indicará o número de vezes que o ativo total se transformou em dinheiro (girou) no determinado período da apuração em função das vendas realizadas. Quanto maior este número, melhor terá sido o desempenho da empresa por meio do retorno das suas aplicações. Para Gitman (2010), este indicador demonstra a eficiência na utilização dos ativos da empresa e há a tendência de ser de grande interesse da administração, pois indica se as operações da organização foram financeiramente eficientes.

2.4.3.5 *Margem operacional e líquida*

Gitman (2010) diferencia a Margem Operacional da Líquida realçando que a operacional mede a receita após a dedução de todos os custos e despesas, com exceção dos juros, imposto de renda e dividendos de ações preferenciais, já a Margem Líquida considera todos esses valores. O autor também afirma que a margem de Lucro Líquido é regularmente associada ao sucesso da organização em relação ao lucro obtido das vendas, e que o percentual que indica boa margem varia consideravelmente de um setor para outro.

Expressa em percentual, a Margem de Lucro Operacional é obtida pela divisão do lucro operacional pelo total de vendas. Já a Margem Líquida, também em percentual, é calculada pelo quociente de Lucro Líquido e vendas. Conforme Assaf Neto (2014), os resultados desses indicadores apresentam quanto a empresa ganhou em cada unidade monetária de venda realizada. O autor também destaca que a grande importância desses índices para a análise econômico-financeira se dá, principalmente, pelas várias explicações sequenciais sobre o desempenho empresarial que podem ser elaboradas, tal método é denominado diagrama de índices de desempenho.

O Quadro 2 é a síntese dos indicadores de rentabilidade apresentados, bem como método de cálculo e os autores das fórmulas.

Quadro 2: Fórmula dos indicadores de rentabilidade

Indicador	Fórmula	Fundamentação
Retorno sobre os Ativos (ROA)	$\frac{\text{Lucro líquido} + \text{Participação acionistas minoritários}}{\text{Ativo total}} * 100$	Azzolin (2012)
Retorno sobre o Patrimônio Líquido médio (ROE)	$\frac{\text{LL} + \text{Participação acionistas minoritários} * 100}{((\text{PL inicial} ** + \text{Participação acionistas minoritários inicial} + \text{PL} ** + \text{Participação acionistas minoritários})/2)}$ **Anulado se negativo	Economática (2020)
Retorno sobre Investimentos (ROI)	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}}$	Marion (2010)
Giro do Ativo	$\frac{\text{Receitas operacionais}}{\text{Ativo total}}$	Assaf Neto (2015)
Margem Operacional	$\frac{\text{Lucro antes de juros e imposto de renda} * 100}{\text{Receita líquida operacional}}$	Economática (2020)
Margem Líquida	$\frac{(\text{LL} + \text{Participação acionistas minoritários}) * 100}{\text{Receita líquida operacional}}$	Economática (2020)

Fonte: Elaborado pelos autores.

2.4.4 Indicadores de endividamento

Martins e Neto (1990) defendem que os indicadores da estrutura de capital e endividamento são utilizados para aferir a constituição das contas passivas de recursos da empresa, ilustrando assim a forma em que os recursos de terceiros são alocados e sua participação em relação ao Capital Próprio. Isto é, são os indicadores de endividamento que informam quanto a empresa recorre a Capital de Terceiros para cada unidade de capital próprio (MORANTE, 2007).

2.4.4.1 Endividamento geral

Expresso em percentual, o Endividamento Geral é o mais utilizado para análise da estrutura patrimonial. Este indica quanto o endividamento representa sobre todas as fontes de

recursos, caso se demonstre superior a 50% significa que a empresa utiliza mais capital de terceiros do que capital próprio (AZZOLIN, 2012).

Assaf Neto (2014) ressalta que a princípio, um crescimento deste índice pode indicar redução na rentabilidade da empresa, porém, esta afirmação não é absoluta. É importante analisar o custo do endividamento em relação ao retorno produzido pelas aplicações desses recursos no ativo. Deste modo, desde que o retorno evidenciado pelo Giro do Ativo seja superior ao custo de endividamento, pode ser vantajoso à empresa elevar este índice, assim aproveitando-se de uma Alavancagem Financeira favorável. Também é importante evidenciar que essas questões dependem de a liquidez da organização poder suportar um endividamento mais elevado e da convivência com uma taxa de risco financeiro mais alta, por conta da influência sobre o nível de juros cobrados pelos fornecedores de capital.

2.4.4.2 Grau de alavancagem financeira

A Alavancagem Financeira é o método que utiliza recursos de terceiros com o objetivo de aumentar a taxa de lucros sobre o Capital Próprio, podendo ser operacional ou financeira. Bierman (2003) explica que a alavancagem se refere aos efeitos que a estrutura de capital combinada com as flutuações que as receitas operacionais terão sobre os ganhos disponíveis para os titulares de ações ordinárias. Para Assaf Neto (2015), o retorno sobre o capital próprio é um dos fundamentos da Alavancagem Financeira, pois a empresa que deseja elevar a rentabilidade de seu capital deverá utilizar uma proporção maior de Capital de Terceiros.

O resultado representa quantas vezes o Capital de Terceiros elevou o Capital Próprio. Se $GAF = 1$, a alavancagem é nula. Se maior que 1, a alavancagem é favorável e o Capital de Terceiros está contribuindo para geração de retorno. Se menor que 1, a alavancagem é desfavorável.

2.4.4.3 Índice de cobertura de juros

O índice tem como objetivo medir a capacidade da empresa de gerar recursos para efetuar pagamentos de juros previstos em contratos (GITMAN, 2010). Quanto mais elevado,

maior o retorno proporcionado por fontes onerosas. O resultado da fórmula indica quantos reais de Lucro Operacional estão disponíveis para cada real de pagamento de juros. Se o indicador resultar em menos de 1, temos uma situação de incapacidade de honrar com seus credores.

No Quadro 3, apresenta-se os três indicadores utilizados para analisar o endividamento do grupo, suas respectivas fórmulas e autores.

Quadro 3: Fórmula dos indicadores de endividamento

Indicador	Fórmula	Fundamentação
Endividamento Geral	$\frac{\text{Capital de terceiros (PC + Passivo não circulante)} \times 100}{\text{Capital de terceiros} + \text{Capital próprio}}$	Azzolin (2012)
Grau de Alavancagem Financeira (GAF)	$\frac{(\text{LL} + \text{Participação acionistas minoritários}) \times \text{Ativo total}}{(\text{PL} + \text{Participação acionistas minoritários}) - \text{Resultado financeiro}}$	Economática (2020)
Índice de Cobertura de Juros (ICJ)	$\frac{\text{Lucro operacional (EBIT)}}{\text{Despesas financeiras}}$	Gitman (2010)

Fonte: Elaborado pelos autores.

2.4.5 Indicadores fundamentalistas

A análise fundamentalista é um importante método para determinação do valor da empresa (PINHEIRO, 2007). Ela é utilizada para a análise de investimentos em ações, pois relaciona os fundamentos econômico-financeiros com o desempenho histórico da empresa e compara-os com o mercado (MATIAS, 2009). Miltersteiner (2003) defende que o fundamento teórico para esta escola se apoia na premissa que existe relação entre o valor intrínseco de uma ação e seu preço de mercado.

2.4.5.1 Lucro por ação

Como evidenciado por Gitman (2010), o Lucro por Ação (LPA) costuma interessar acionistas existentes ou em potencial e a administração da organização. Este indica a quantidade

pecuniária ganha durante determinado período para cada ação em circulação. Assaf Neto (2014) ressalta que este índice não demonstra efetivamente o quanto cada acionista irá receber em função do retorno produzido na aplicação de seus capitais, indica a parcela do Lucro Líquido que pertence a cada ação, sendo sua distribuição definida pela política de dividendos que a empresa adota.

2.4.5.2 Preço sobre resultado

Gitman (2010) afirma que este indicador mede o montante que os investidores estão dispostos a pagar por unidade pecuniária de lucro de uma empresa. O autor conclui que o nível deste indica o grau de confiança que os investidores possuem em relação ao desempenho futuro da organização, quanto maior o índice, maior a confiança.

Já para Assaf Neto (2015), o índice demonstra o tempo teórico de retorno do investimento acionário. Vale ressaltar, no entanto, que este não especifica necessariamente uma realização financeira (de caixa), já que a distribuição de dividendos é determinada conforme política da organização. Por outro lado, o valor da ação sofre constantes variações, o que determina uma necessidade de se apurar este indicador para curtos períodos ou trabalhar-se com valores esperados.

Sua leitura também pode ser quantas vezes o preço da ação é maior ou menor que o lucro e determina que, quanto maior o índice menos se espera que sejam o risco e a lucratividade do investimento. Já quanto menor, maiores os riscos e lucratividade esperados da ação. Esta será a leitura utilizada no trabalho, visto que a mencionada anteriormente sofre influência de outros fatores (ASSAF NETO, 2015).

2.4.5.3 Preço/Valor Patrimonial da ação (P/VPA)

Assaf Neto (2015, p. 284) determina que: “o Valor Patrimonial de uma Ação representa a parcela do Capital Próprio (patrimônio líquido) da empresa que compete a cada ação emitida”. Debastiani e Russo (2008) acrescentam que muitas ações são negociadas por valores maiores que seu VPA, isso indica que o mercado acredita no potencial futuro da

organização a ponto de aceitar pagar ágio sobre seu valor contábil. Já quando as ações são negociadas por valores menores que seu VPA, o mercado está descrente com seu potencial de crescimento. Desta forma, a relação Preço/Valor Patrimonial indica quantitativamente o ágil ou deságio que o mercado está apto a pagar por determinada ação, ou seja, indica quantas vezes o preço que está sendo negociado da ação é maior ou menor que o valor patrimonial (DEBASTIANI; RUSSO, 2008).

2.4.5.4 Dividend Yield

O *Dividend Yield* é um dos mais utilizados pelos investidores, pois demonstra quanto do valor de mercado da ação está sendo distribuídos aos acionistas na forma de dividendos e é expresso em percentual (DEBASTIANI; RUSSO, 2008). Assaf Neto (2015) destaca que variações neste indicador podem ser ocasionadas não apenas por maior distribuição de lucros conforme alteração da política de dividendos da empresa, mas também pelas variações positivas ou negativas no preço de mercado da ação.

Desta forma, o Quadro 4 apresenta um resumo dos quatro indicadores fundamentalistas explicados, demonstrando sua fórmula e autor.

Quadro 4: Fórmula dos indicadores fundamentalistas

Indicador	Fórmula	Fundamentação
Lucro por Ação (LPA)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{N}^\circ \text{ de ações}}$	Assaf Neto (2014)
Preço sobre Resultado	$\frac{\text{Preço da ação}}{\text{Lucro Por Ação}}$	Gitman (2010)
Preço/Valor Patrimonial da Ação (P/VPA)	$\frac{\text{Preço da ação}}{\frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{N}^\circ \text{ de ações emitidas}}}$	Debastiani e Russo (2008)
<i>Dividend Yield (DY)</i>	$\frac{\text{Valor dos dividendos} \times 100}{\text{Preço da ação}}$	Debastiani e Russo (2008)

Fonte: Elaborado pelos autores.

3 METODOLOGIA

Um trabalho apenas pode ser considerado científico se apresentar determinada estrutura, assim como critérios de coleta e análise de dados reconhecidos pelo mercado, esclarecendo a forma como foi realizada. Minayo (1994) descreve a metodologia como a descrição formal das técnicas que serão utilizadas no desenvolvimento do estudo.

3.1 NATUREZA E TIPO DA PESQUISA

Moresi (2003) afirma que a pesquisa é a procura da resposta à questão proposta. A administração, por sua vez, é uma ciência aplicada e multifacetada, havendo um contexto favorável para o enfoque múltiplo (GOMES; ARAÚJO, 2005). Desta forma, o presente trabalho é caracterizado como pesquisa quali-quantitativa, pois para Flick (2009) a combinação entre métodos qualitativos e quantitativos busca fornecer uma visão geral da questão em estudo. Portanto, ao relacionarmos a abordagem qualitativa a partir da análise das razões que levaram à aquisição da The Body Shop, com a abordagem quantitativa, baseado nos relatórios financeiros da empresa, possibilita uma concepção mais ampla sobre o tema.

Andrade (2017) ainda afirma que a pesquisa básica pode proporcionar eventualmente conhecimentos passíveis de aplicações práticas. Gil (2010) argumenta que a pesquisa básica aglutina estudos com o objetivo de completar uma lacuna do conhecimento. Desta forma, entende-se que o trabalho é de natureza básica, pela busca de conhecimentos complementares à aquisição, de maneira a delimitar o conceito e os objetivos.

Vergara (1998) faz referência ao tipo de pesquisa descritiva, cuja modalidade tem como objetivo descrever características de determinado fenômeno, podendo também determinar correlações entre variáveis e definição de sua natureza. Não apresenta compromisso de explicar os fenômenos que descreve, embora sirva como base para tal explicação. Por outro lado, Gil (2010) aponta que as pesquisas descritivas podem ir além da exposição da existência de relação das variáveis, pretendendo determinar a natureza desta relação. Podendo, neste caso, ser uma pesquisa descritiva que se aproxima da explicativa. Em vista disso, o presente trabalho tem como objetivo a pesquisa descritiva, próxima da explicativa, trazendo a importância do aprofundamento da análise financeira em situações de aquisição.

3.2 PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DE DADOS

A pesquisa bibliográfica é elaborada através de material já produzido, sendo sua constituição principalmente livros e artigos científicos (GIL, 2010). Neste estudo, é essencial a utilização do material bibliográfico por ser necessária a consulta para auxílio da construção conceitual da pesquisa, assim como para constatar o estágio de conhecimento sobre o tema investigado.

Gil (2010) argumenta que a pesquisa documental possui muitas semelhanças quando comparada à pesquisa bibliográfica. A principal diferença está na natureza das fontes, considerando que a documental não deve receber qualquer tratamento analítico, o que se denomina fonte primária. Gil (2010) ainda recomenda que seja considerada fonte documental quando o material de pesquisa é interno à organização. Os relatórios de demonstração financeira e indicadores foram retirados do software Economatica e as explicações das alterações foram atribuídas de acordo com os documentos de Comentário de Desempenho Trimestral da Natura & CO.

De acordo com Miguel (2007), o estudo de caso é um tipo de estudo de fatos, que objetiva promover conhecimento em relação ao assunto estudado, não totalmente explorado. Gil (2010) defende que estudo de caso consiste no profundo estudo de um ou poucos objetos, permitindo a ampla e detalhada análise. Através do crescente interesse pelos métodos empíricos, há o aumento da necessidade de incorporar dados reais aos estudos, obtendo resultados mais efetivos (ELLRAM, 1996).

Assim, o presente estudo adotará o estudo de caso do grupo Natura & CO. Já o conteúdo bibliográfico consultado para fins de realização do trabalho é formado por principalmente artigos, revistas científicas e livros relacionados a área de administração, estratégia e administração financeira corporativa. Ainda, para coleta de dados foi utilizado o Economatica, banco de dados das demonstrações financeiras e dos indicadores econômico-financeiros, e informações disponíveis no site da Natura, na seção de Relações com Investidores. Para a construção do estudo de caso foi utilizado além de artigos científicos para retirada de informações históricas, sites oficiais das empresas principais, The Body Shop e Natura, vídeos institucionais, relatórios anuais e trimestrais, bem como agências de notícias e dados governamentais, além dos dados obtidos pelo software Economatica.

Especificamente quanto aos dados coletados para a análise econômico-financeira do grupo, destaca-se que a partir de 2019, houve várias incorrências nos demonstrativos de resultado derivados de outro evento ocorrido no início de 2020, a compra da Avon pelo grupo Natura & CO Holdings S.A. Portanto, o trabalho limita-se à avaliação de três anos (2016, 2017 e 2018), um ano antes e um ano após a intercorrência estudada, a aquisição da The Body Shop, a fim de evitar vieses na análise de outros eventos que não se quer explicar e captar nesta pesquisa. Com isso, a análise de dados compreende o período de janeiro de 2016 a dezembro de 2018, um ano anterior e um ano posterior à aquisição, finalizada em setembro de 2017. Por fim, para a análise dos dados, utilizaram-se os softwares Economatica para coleta dos indicadores (exceto o Índice de Cobertura de Juros e Endividamento Geral que foram calculados pelos autores) e posterior construção das tabelas e gráficos de análise no Excel.

4 ESTUDO DE CASO

Nesta seção serão apresentadas as empresas estudadas separadamente, seus históricos e principais acontecimentos das organizações, além de uma breve análise sobre o setor de cosméticos no Brasil. Posteriormente, será desenvolvida a análise dos principais indicadores, para consecutiva avaliação da aquisição.

4.1 HISTÓRIA DAS EMPRESAS E A AQUISIÇÃO

4.1.1 Natura

A Natura é uma empresa brasileira, fundada em 1969, com o nome de “Indústria e Comércio de Cosméticos Berjeau”, por Antônio Luiz da Cunha Seabra. Apenas alguns meses após, a empresa foi nomeada Natura e em 1970 a primeira loja, na rua Oscar Freire, foi aberta. Em 1974 a loja foi fechada e a venda direta foi adotada como modelo de negócios pela empresa, que apostava na força das relações. Em 1980 a corporação contava com 200 funcionários e 2.000 consultoras, que eram responsáveis pela venda direta, e atualmente acumulam mais de 1,8 milhão de consultoras on-line e presencial (NATURA, 2020). Um dos pilares da empresa é a valorização das representantes, portanto, possuem a maior média de remuneração da venda direta do Brasil (NATURA, 2020).

A Natura dedica-se à exploração do comércio, à exportação e à importação de produtos de higiene, beleza, toucador, produtos cosméticos, artigos de vestuário, joias, bijuterias, artigos para o lar, alimentos, complementos nutricionais, softwares, livros, material editorial, produtos de entretenimento, produtos fonográficos, medicamentos, inclusive fototerápicos e drogas, homeopáticos, insumos farmacêuticos e saneantes domissanitários (ESTATUTO SOCIAL NATURA, 2004).

Desde sua fundação, a Natura tem como diferencial práticas sustentáveis, forte ligação à biodiversidade, e, por isso, baniram em 2006 os testes de produtos e ingredientes em animais. Em 2014, se tornaram a primeira companhia de capital aberto a se tornar uma Empresa B, conceito norte-americano para definir empresas que buscam como modelo de negócio o desenvolvimento ambiental e social. Ainda, a empresa traçou planos de ação para 2050, focando

nos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável, definidas pela ONU, de forma a reduzir os impactos ambientais da marca (NATURA, 2019).

Em 1982, a empresa iniciou os investimentos para a internacionalização no Chile, e doze anos depois, expandiram para a Argentina e o Peru. Entretanto, nos últimos anos a empresa tem direcionado mais esforços para a entrada em diversos países, iniciando as vendas em lojas próprias no exterior com o nome “Natura Brasil” e adquirindo outras duas marcas internacionais com valores similares aos dela: a australiana “Aesop” em 2012 e a britânica “The Body Shop” em 2017. No Brasil, a empresa possui 67 lojas físicas em shoppings centers selecionados e como parte da estratégia de internacionalização da Natura, em 2002, estendeu a oferta de seus produtos em lojas de aeroportos internacionais, além dos disponíveis em *free shops* de aeroportos nacionais (NATURA, 2020).

Com receita líquida de R\$ 9,0 bilhões em 2019, a empresa ainda manteve a liderança no segmento de cosméticos no Brasil e é considerada a marca preferida dos consumidores em quatro dos seus países em que opera diretamente na América Latina. A companhia tem investido no canal digital – das 1,8 milhão de consultoras, 1,6 milhão já estão conectadas à plataforma on-line. Com isso, a Natura criou a “Nat”, assistente virtual e *digital influencer*, que interage com consultoras e clientes, solucionando suas dúvidas mais frequentes. A criação da personagem visa atingir o público mais jovem e hiper conectado, além de dispensar atendentes presenciais (NATURA, 2020).

Os sete pilares da estratégia da Natura são traduzidos nas suas ações: fortalecer a preferência, o desejo e o poder da marca; buscar maior diferenciação e inovação nas categorias e revitalizar a arquitetura de marcas-filhas; ampliar o poder da nova venda direta, integrando os modelos de consultoria on-line e off-line e melhorando a experiência de compra da consumidora; expandir a presença omnicanal; acelerar a transformação digital do negócio; acelerar a entrada em mercados internacionais que permitam o crescimento escalável; e adotar modelos inovadores de gestão e organização de pessoas, que viabilizem negócios futuros. Através de princípios de diversidade, de inclusão digital de suas representantes, integrando lojas on-line e off-line, estreitamento das relações pessoais e concepções sustentáveis, a Natura tem crescido no mercado, ocupando em 2020 o lugar de quarto maior grupo de beleza do mundo.

4.1.2 The Body Shop

A The Body Shop (TBS) foi fundada em 1976 por Anita Roddick, em Brighton no litoral sul da Inglaterra. Em 1978, a marca expandiu para Bruxelas, capital da Bélgica, através de um quiosque que representou a entrada da TBS no modelo de franquia. A partir de 1982, novas lojas foram abrindo no mundo todo. Entretanto, em 2006, a empresa britânica foi adquirida pela francesa L'Oréal (THE BODY SHOP, 2020).

A empresa foi marcada pelos diversos projetos e iniciativas que visam a sustentabilidade, como o “Salve as Baleias”, parceria com o Greenpeace, que marcou a empresa, tendo como protagonista os valores da marca para o grande público, portanto, houve divulgação em massa dos pilares da companhia. O maior projeto da marca leva o nome “The Body Shop Foundation”, criado em 1990, com o objetivo de financiar projetos de caridade em prol de direitos humanos, animais e do meio ambiente. Em 1996, a empresa liderou uma campanha que tinha por objetivo conscientizar a população sobre testes em animais, resultando na proibição de testes em animais em produtos e ingredientes cosméticos no Reino Unido (THE BODY SHOP, 2020).

A The Body Shop, portanto, se apresenta como uma marca de cosméticos com valores pautados na sustentabilidade, sem crueldade ou testes em animais e relacionada à diversidade e igualdade. Desde nova, a fundadora trabalhou com seus pais, gerando interesse no empreendedorismo. Ao aliar seus propósitos pessoais e a falta de empresas similares no mercado, ela iniciou os testes para produzir cosméticos com matérias-primas naturais (THE BODY SHOP, 2020).

Atualmente, a empresa possui mais de 10.000 colaboradores, além de 12.000 funcionários das franquias, opera em 3.000 lojas em mais de 70 países (THE BODY SHOP, 2020). Tem como compromisso três pilares: valorizar o planeta, os produtos e as pessoas. Ainda hoje, a The Body Shop cumpre com os compromissos com campanhas que reforçam o posicionamento, fidelizando ainda mais o seu público.

4.1.3 Aquisição

Em abril de 2017, o mercado especulava sobre a possível venda da The Body Shop, que pertencia ao grupo L’Oreal, e a Bloomberg, agência de notícias americana, indicou propostas de aproximadamente US\$ 856 milhões (INFOMONEY, 2017). A aquisição da empresa pela Natura foi realizada através da compra de 100% das ações da The Body Shop International anunciada em 9 de junho de 2017, no valor de 1 bilhão de euros. Foi intensamente criticada pelo mercado em função do alto valor envolvido e empresas de análise de risco renomadas, como a Standard and Poor’s, avaliaram a companhia negativamente dada a influência da transação nos níveis de endividamento da empresa. As críticas refletiram no valor das ações da empresa que, em um primeiro momento, reagiram de forma positiva e abriram com alta de 2,65%, entretanto, poucos minutos depois, houve queda de 3% (INFOMONEY, 2017).

Além disso, a transação foi rejeitada devido ao *know-how* necessário para gerir a The Body Shop, empresa focada em lojas físicas e on-line, diferente da Natura que tem como foco principal, desde sua fundação, a venda direta e as relações interpessoais entre consultoras e clientes. O tamanho da empresa quase dobraria, com aumento de 45% em relação ao faturamento, e a Natura não tinha experiência em gerenciar grandes operações. Portanto, a expectativa do mercado estava baixa em relação aos ganhos da aquisição.

Entretanto, a The Body Shop e a Natura possuem valores parecidos, consideradas “gêmeas”. Ambas possuem como pilar principal a sustentabilidade, levando a um encaixe cultural pois produzem produtos de alta qualidade, naturais e sustentáveis. As vantagens também incluem a receita em moeda estável contra o real, pois as atividades da The Body Shop se concentram na Europa. A aquisição também é um dos meios de entrada em outros países, facilitando a internacionalização da empresa, como o caso da Aesop, que é uma entrada bem-sucedida na Austrália e países asiáticos.

Guilherme Leal, co-presidente do Conselho de Administração da Natura, comemorou a conclusão da transação, que ocorreu em setembro de 2017, "estamos entusiasmados em receber a The Body Shop no grupo Natura. Esta aliança cria uma combinação de empresas que compartilham um propósito comum e vai muito além das práticas usuais. Uma nova força para o bem está tomando forma", disse (G1, 2017). Ainda, José Lettiere, vice-presidente financeiro da Natura, afirmou na conferência que a alavancagem da empresa deve dobrar com a aquisição,

mas que deve voltar ao mesmo patamar de 1,3 (dívida líquida sobre o EBITDA) em 2021. A aquisição foi intencionalmente concluída anteriormente ao Natal, pois a Natura já tinha expectativas positivas em relação ao fim do ano dada a sazonalidade de ambas as marcas.

4.2 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA

Neste tópico, primeiramente será analisado horizontalmente a Demonstração do Resultado de Exercício (DRE) – com exceção do Custo de Produto Vendido e Lucro Bruto, que é realizado análise vertical – e verticalmente o Balanço Patrimonial (BP) da Natura & CO de 2016 a 2018, retirados do Economatica e atribuindo as alterações às explicações retiradas dos Comentários de Desempenho publicados trimestralmente pela empresa de capital aberto. Ressalta-se a alteração ocorrida no terceiro trimestre de 2018, quando foi instaurada a IFRS 15 (Financial Reporting Standards, ou Normas Internacionais de Relatório Financeiro), que representou menos de 0,5% no reconhecimento de receitas, portanto, a análise será a mesma. Posteriormente, será realizada a construção e análise dos indicadores, para finalmente classificação da aquisição. Ressalta-se ainda, que durante a análise, encontra-se destacado nos gráficos os períodos em que a Natura começou e concluiu a transação de compra da empresa The Body Shop, em 2017.

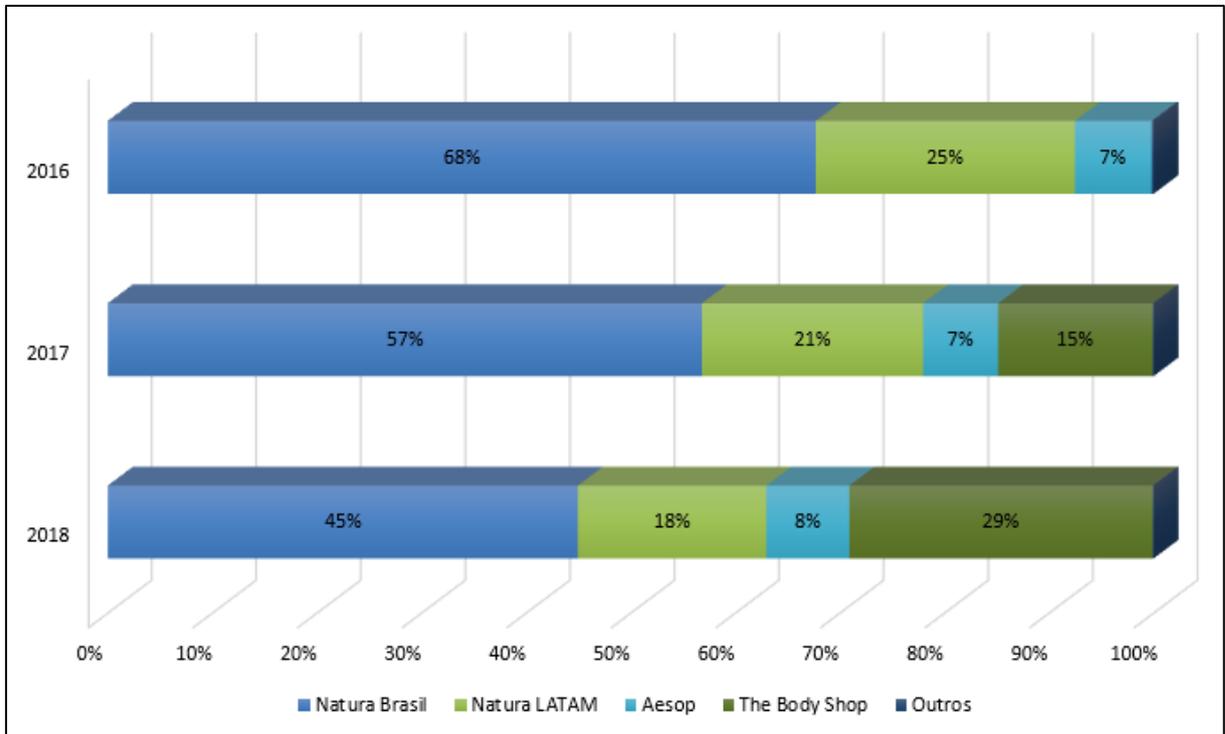
4.2.1 Análise das demonstrações financeiras

No Grupo Natura & CO há 4 segmentos: Natura Brasil, pioneira e principal empresa do grupo e líder do segmento perfumaria, higiene pessoal e cosméticos (HPPC) e venda direta no Brasil, é a maior contribuidora do faturamento do grupo; Natura LATAM que inclui países como México, Peru, Argentina, Chile, Colômbia, Bolívia e França; Aesop, empresa australiana adquirida em 2012 pela Natura, que tem foco na venda de produtos com valor agregado, de alta qualidade, mais estabelecida nos países asiáticos, Estados Unidos, Austrália e Canadá; e a The Body Shop, empresa britânica que possui políticas de sustentabilidade que vão de acordo com a Natura e adquirida pelo Grupo em setembro de 2017 (RI NATURA, 2020).

No Gráfico 1, observa-se a contribuição de cada marca na receita líquida do grupo. A diferença de faturamento entre 2017 e 2018 da TBS se deve à aquisição ter sido finalizada

apenas no 3T17, portanto, as vendas da TBS impactaram em somente dois trimestres em 2017. Apesar disso, em 2018 a empresa adquirida representou porcentagem expressiva no faturamento total do grupo, de 29% (RI NATURA, 2020).

Gráfico 1: Representatividade da receita líquida



Fonte: RI Natura (2020), adaptado pelos autores.

No início de 2016, a empresa definiu como um dos objetivos a geração de fluxo de caixa, para futura revitalização da venda direta, novas propostas de produtos e conceitos com diferenciais de tecnologia de desempenho, racionalização do portfólio (relançamento de marcas), revisão de posicionamento de estratégia de marca, desenvolvimento de novas alternativas de canais, principalmente o digital e o físico, e crescimento fora do Brasil – realizado através de aquisições e exportações (RI NATURA, 2020). As estratégias citadas foram concretizadas ao longo dos anos analisados, influenciando no desempenho da empresa.

No primeiro trimestre de 2017 foi lançada a campanha “Natura: A Casa de Perfumaria do Brasil” que renovou a identidade da categoria-chave da empresa. Para a ação, a Natura focou na diversidade: de ingredientes, de pessoas, dos cheiros, cores e sensações do Brasil, expressando a exuberância do país. A mega campanha influenciou todos os trimestres de 2017 e levou a conquista de dois prêmios importantes da Associação Brasileira do Marketing Direto (ABEMD), pelo uso inteligente da comunicação nos canais digitais e pelo modelo de venda

direta de beleza mais moderno do Brasil (RI NATURA, 2020). Desde então, as despesas com Vendas, Marketing e Logística apresentaram crescimento contínuo.

No Quadro 5 é apresentado a compilação da DRE de 2016, 2017 e 2018, e a coluna de análise horizontal está classificada por cores conforme estratificação da receita, despesa e resultado (ECONOMATICA, 2020). Nela, observa-se um crescimento anual da receita líquida entre 2016 e 2017 de 24,52% explicado pelo posicionamento da marca de perfumes dentro do segmento, bem como relançamento de marcas já consolidadas anteriormente — no final de 2016, a Natura relançou linhas de corpo e maquiagem como Ekos, Todo dia, Chronos, Una e Humor e também perfumes, como Ekos Flor de Luar. No início de 2017, lançaram Ekos Flor da Manhã e Kaiak Aventura (segmento masculino), e relançaram a “Faces”, linha de maquiagem com posicionamento urbano e jovem (RI NATURA, 2020).

Tabela 1: Demonstração do Resultado de Exercício de 2016, 2017 e 2018

Demonstração de Resultado (milhares R\$)	2016	2017	AH (%)	2018	AH (%)
(+) Receita líquida	7.912.664	9.852.708	24,52	13.397.419	35,98
(-) Custo Produtos Vendidos	-2.446.959	-2.911.077	18,97	-3.782.843	29,95
(=) Lucro Bruto	5.465.705	6.941.631	27,00	9.614.576	38,51
(-) Despesas (receitas) operacionais	4.382.837	5.582.990	27,38	8.357.883	49,70
(+) Despesas com Vendas, Marketing e Logística	-3.110.169	-4.198.733	35,00	-5.828.713	38,82
(+) Despesas Administrativas, P&D, TI e Projetos	-1.327.093	-1.535.945	15,74	-2.251.341	46,58
(+) Per p/ não recuper de at	0	0		-237.884	
(-) Outras receitas operacionais	54.425	151.688	178,71	0	-100,00
(+) Outras despesas operacionais	0	0		-39.945	
(-) Equivalência patrimonial	0	0			
(=) Lucro operacional antes do resultado financeiro	1.082.868	1.358.641	25,47	1.256.693	-7,50
(+) Resultado financeiro	-656.009	-387.449	-40,94	-583.288	50,55
(+) Receitas financeiras	1.073.288	604.392	-43,69	2.056.421	240,25
(-) Despesas financeiras	-1.729.297	-991.841	-42,64	-2.639.709	166,14
(=) Lucro (prejuízo) antes do IR e CS	426.859	971.192	127,52	673.405	-30,66
(-) IR e CS	-118621	-300941	153,70	-125026	-58,45
(=) Atribuível a acionistas controladores da sociedade	308.238	670.251	117,45	548.379	-18,18
(-) Atribuível a não controladores	11.539	0	-100,00		
(=) Lucro (prejuízo) líquido do período	296.699	670.251	125,90	548.379	-18,18

Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

Ainda, o período é marcado pelo crescente aumento de vendas no canal digital (Rede Natura), que em 2016 dobrou frente a 2015, e em 2017 dobrou novamente em relação ao ano anterior, que percentualmente é pouco representativo em comparação ao todo (0,8% em 2018), mas expressa o investimento realizado para cadastrar as consultoras dentro da Rede Natura (RI NATURA, 2020). Entre o segundo trimestre de 2016 e o primeiro trimestre de 2017, ou seja, em menos de um ano, as lojas físicas da Natura Brasil saltaram de 1 para 10 lojas, representando

a diversificação de canais. O aumento da receita líquida de 2017 é explicado também pelos esforços da empresa de finalizar a aquisição da TBS em setembro de 2017, visto que há sazonalidade nas empresas referidas, e já havia expectativas altas em relação às vendas de fim de ano da TBS.

Em 2018, a receita seguiu com forte crescimento, de 35,98%, pelo acréscimo das vendas da adquirida. Exceto a TBS, empresa que teve queda de 1,1% na receita líquida no segundo trimestre de 2018, comparado ao segundo trimestre de 2017 (pró-aquisição) em função do faseamento e aumento pouco expressivo das vendas no Natal, todas as demais empresas tiveram crescimento na receita. O crescimento da Natura deve-se principalmente à campanha de Dia dos Pais, realizada no terceiro trimestre e a campanha de Natal, considerada a mais bem-sucedida da história da Natura, a crescente participação das lojas físicas (26 unidades em abril de 2018) e também da Rede Natura on-line, em que houve aumento de produtividade por consultora, do *ticket-médio*, número de visitas e alta taxa de conversão, resultando em maior receita na plataforma, aumentando, portanto, a fatia de *market-share* da empresa no Brasil.

Desde o início de 2017, as Despesas com Vendas, Marketing e Logística apresentaram crescimento trimestralmente, principalmente pela maior capacitação de força de vendas, maiores incentivos em mídias com foco nas campanhas das categorias-chave (perfumaria e presentes), aumento da depreciação e amortização dentro da categoria de Vendas, implementação do plano de incentivo de executivos da Aesop, assim como, o constante crescimento das lojas físicas da Aesop e da Natura (RI NATURA, 2020). Ainda, houve a partir do 2T17 (período da aquisição) uma despesa não-recorrente relacionada à aquisição da TBS, de R\$ 35,6 milhões (2T17), R\$ 28,4 milhões (3T17) e R\$ 23 milhões (4T17). Houve aumento expressivo das despesas com pessoal 44,37% em 2017 frente a 2016, o que pode ser explicado pelo aumento das unidades físicas após aquisição. Houve ainda, no final deste ano, uma mudança na estimativa contábil da vida útil dos ativos intangíveis, levando ao aumento das despesas com amortização (RI NATURA, 2020). Os investimentos em inovação, por outro lado, foi negativo em 2017, subindo novamente a partir de 2018.

Em 2018, o aumento da categoria Despesas com Vendas, Marketing e Logística foi explicado pela mudança no cálculo da vida útil dos ativos intangíveis, pelo contínuo crescimento das despesas com pessoal e das despesas com marketing que podem ser explicadas pelo aumento expressivo das unidades físicas no período analisado, sendo: 51 novas lojas da Aesop, 40 novas lojas da The Body Shop, mesmo com o fechamento de 95 unidades, e 26 novas lojas da Natura Brasil. As Despesas Administrativas, Pesquisa e Desenvolvimento, Tecnologia

da Informação e Projetos cresceram de forma expressiva entre 2017 e 2018, influenciado pela alteração no cálculo de vida útil dos ativos intangíveis e por incentivos a curto e longo prazo para os executivos, investimentos em planos estratégicos e despesas com novas instalações (RI NATURA, 2020).

Em 2017, houve Exclusão de ICMS base PIS/COFINS resultando na receita financeira de R\$ 197,2 milhões, R\$ 133,6 milhões de reversão de IPI equiparação comercial, menor financiamento de bancos de desenvolvimento e menores vendas de carteiras de devedores duvidosos, entretanto, houve custos de aquisição da TBS de R\$ 64,1 milhões mas não compensou as receitas, melhorando o resultado financeiro do ano (RI NATURA, 2020). Ainda, a melhora no resultado financeiro pode ser explicada pela influência dos ganhos com operação *swap* e *forward* (80,45%), melhora de provisão para riscos tributários, cíveis e trabalhistas (136,70%), apesar da piora de 259,15% no valor de juros pagos e perda de 90,94% com variações monetárias e cambiais no período (RI NATURA, 2020).

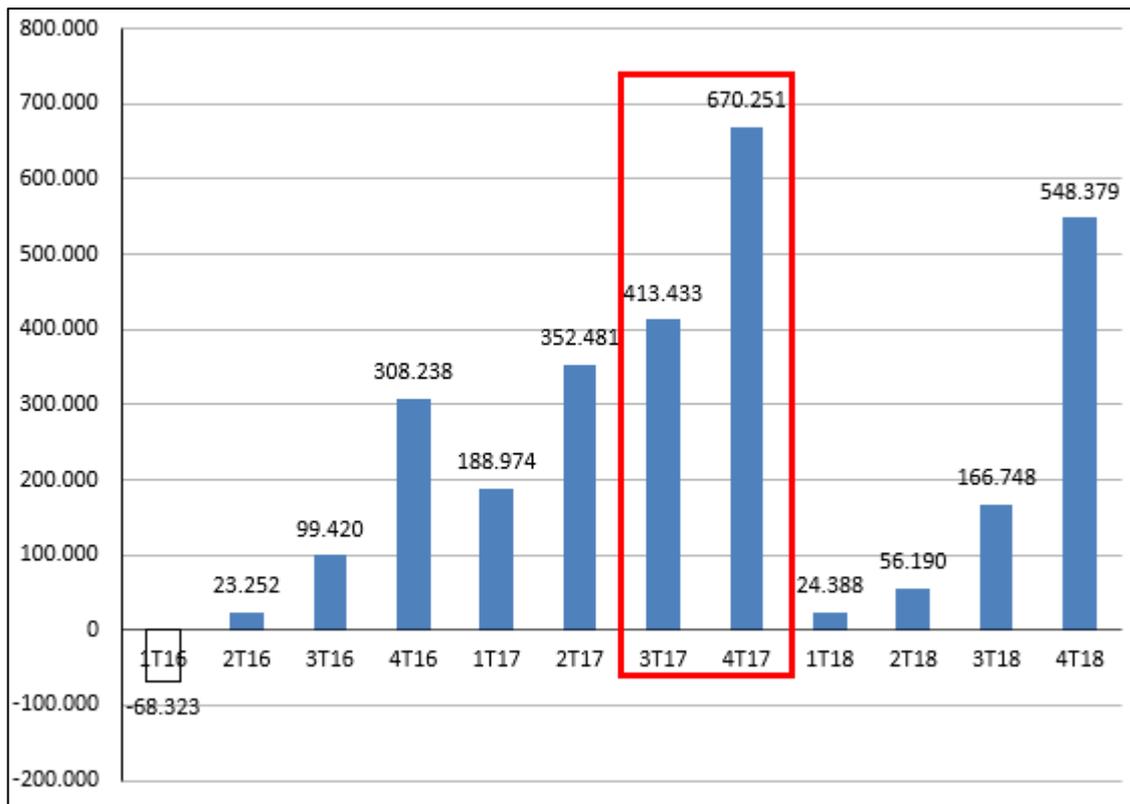
No 4T17, também houve o menor balanço de provisões para contingências e o desconto em juros e multas no âmbito do Programa Especial de Regularização Tributária (PERT) efeitos parcialmente compensados pelo maior saldo de empréstimos e financiamentos resultantes da compra da TBS (RI NATURA, 2020). No período houve despesas referentes à aquisição da TBS, como desembolsos para pagamento de garantias bancárias e remessas de recursos incluindo impostos e tarifas, no total de R\$ 29,9 milhões no último trimestre. Ainda, ocorreu a emissão de notas promissórias ao final de agosto para aquisição da TBS e pela 7ª emissão de debêntures (RI NATURA, 2020).

Em 2018, a empresa apresentou piora no resultado financeiro, atribuída à redução de receitas financeiras em função do menor rendimento dos títulos e valores mobiliários (aplicações financeiras) e aumento das despesas financeiras, principalmente pelo maior saldo de empréstimos e financiamentos. Também não ocorreu a restituição de impostos ocorrida no ano anterior, resultando em números negativos, ou seja, em despesa, impactando o Lucro Líquido do período. Houve no ano o Plano de Transformação, que incorreu o custo de R\$ 98,46 milhões, e teve cinco objetivos: rejuvenescimento da marca, otimização das operações de varejo, aprimoramento do omnicanal, aprimoramento da eficiência operacional e redesenhar a organização (RI NATURA, 2020). Além disso, houve decréscimo de 1.805,97% com variação monetária e cambial, que pode ser explicado pelo maior faturamento em outra moeda da adquirida, pois a TBS atua principalmente na Europa, apesar da melhora de 514,07% com operação de *swap* e *forward*, em comparação ao acumulado do ano anterior.

Em síntese, houve aumento de receita líquida em 2017, pois a aquisição foi finalizada em setembro de 2017 (3T17) e em 2018 apresentou crescimento pela inclusão da TBS. No período da aquisição houve aumento das despesas com pessoal em vendas (44,37% em relação a 2016) e no administrativo (34,74% em relação a 2016), além das despesas da aquisição (R\$ 87 milhões), plano de transformação (R\$ 98,46 milhões) e alteração na estimativa contábil dos ativos intangíveis, que influenciou as despesas com amortização, resultando no aumento da despesa em 69,77% no administrativo e 73,13% nas vendas (RI NATURA, 2020).

O Gráfico 2 demonstra o lucro líquido trimestral da Natura & CO, que iniciou com prejuízo no primeiro trimestre de 2016 e houve melhora crescente trimestralmente, até o primeiro trimestre de 2018, que mostrou uma significativa redução do Lucro Líquido (ECONOMATICA, 2020).

Gráfico 2: Lucro Líquido trimestral



Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

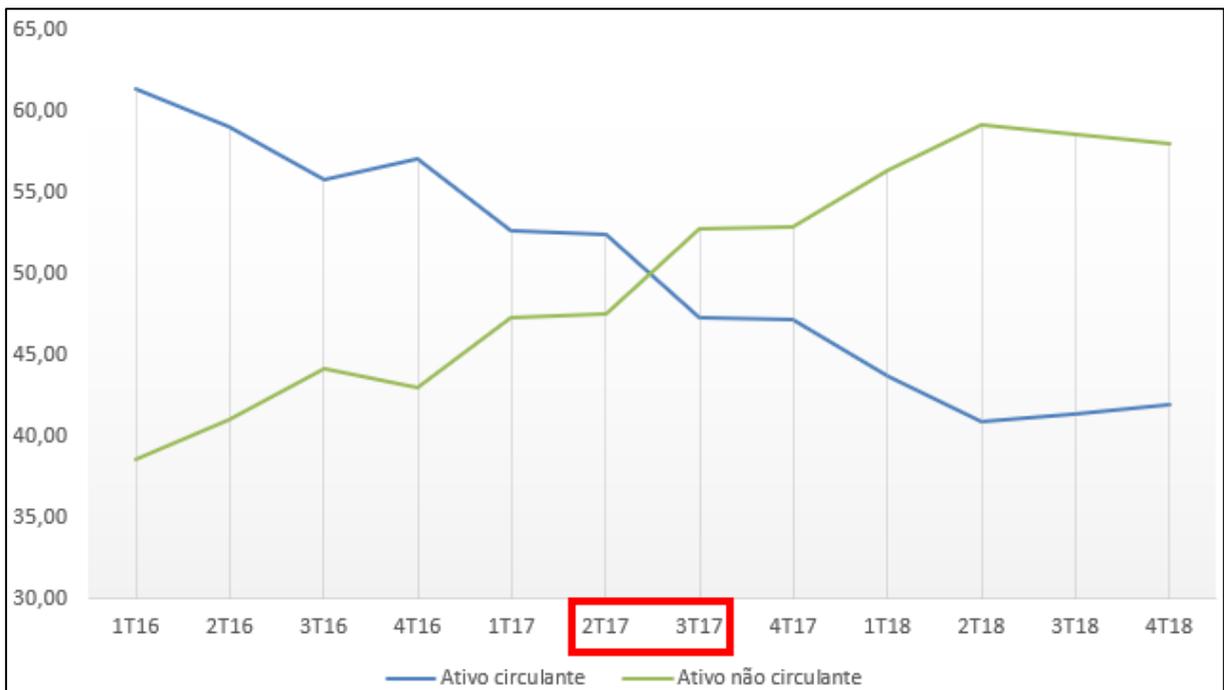
Historicamente a empresa apresenta sazonalidade, o primeiro trimestre é o pior em termos de resultado – devido à falta de data comemorativa – enquanto o terceiro e quarto trimestres demonstram crescimento expressivo explicado pelas campanhas de Dia dos Pais, Dia dos Namorados e Natal (RI NATURA, 2020). Além disso, o primeiro trimestre de 2018 foi

marcado pelos altos custos das despesas financeiras e operacionais, conforme mencionado anteriormente.

Nota-se ainda, entre 3T17 e 4T17, a existência da sazonalidade do período somada ao primeiro trimestre que há a inclusão da receita da The Body Shop. Entretanto, excluindo o aumento causado pelas datas comemorativas, a partir do 1T18 é perceptível a baixa contribuição da aquisição para o Lucro Líquido do grupo mesmo no último trimestre do ano, que até apresentou redução em relação a 2017. Já no 4T18 o grupo apresentou uma melhora no Lucro Líquido, apesar de ainda assim ser inferior ao 4T17.

O Gráfico 3 apresenta a comparação de ativos circulantes e não circulantes através da análise vertical.

Gráfico 3: Comparação dos ativos pela análise vertical



Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

Pode ser observado que no início do período analisado o ativo circulante representava a maior parte do ativo total, seguido de queda em quase todo o período, até que entre o 2T17 e o 3T17 (período da aquisição) é possível observar a inversão dessas proporções, se tornando o ativo não circulante maioria, com leve apresentação de melhora entre o 2T18 e 4T18.

Apesar de a organização ter estabelecido em 2016 que um dos seus objetivos seria a geração de fluxo de caixa, do primeiro ao terceiro trimestre ocorreu forte queda dos ativos

circulantes, justificada pela redução significativa de outros ativos circulantes do 1T16 (9,29%) para o 2T16 (4,95%) e a queda expressiva do caixa de 14,12% (2T16) para 9,88% (3T16), sem compensação com os valores em aplicações financeiras, que sofreu leve mudança. Esta queda do caixa é resultado principalmente da variação cambial negativa, que impactou no resultado financeiro (representando de 8,29% a 12,89% da receita líquida) e, conseqüentemente, no lucro líquido ao longo de todo o ano de 2016.

É possível observar uma inversão do ativo circulante e não circulante ao longo dos trimestres, maior evidenciado do 2T17 para o 3T17. Apesar do aumento expressivo de caixa, aplicações financeiras, contas a receber e estoques, estes não compensaram a variação dos intangíveis líquidos que quadruplicaram e passaram a representar 29,35% do ativo total, contra 10,35% no 2T17 (gráfico 8). Estas modificações se devem à aquisição da The Body Shop, a qual incrementou os valores de ativos circulantes em relação ao não circulante, mas também os de longo prazo por conta do seu ágio e valor de marca.

O ativo circulante apresenta forte queda no primeiro semestre de 2018, marcado pelo compromisso do grupo de desalavancagem. O caixa apresentou redução, de 11,32% no 4T17 para 4,49% no 2T18 e as aplicações financeiras de 13,22% para 9,07% no mesmo período, ao mesmo passo que os empréstimos de curto prazo também, que representava 27,26% do passivo total em 4T17 e passou para 7,18% no 2T18. Ou seja, é possível observar uma compensação da redução do caixa e aplicações com a redução de dívidas no curto prazo, a diferença restante foi alocada para a conta de empréstimos de longo prazo, proporcionando maior espaço de tempo para a quitação de suas dívidas.

Em síntese, ao adquirir a TBS a organização perdeu sua vantagem de ativos de curto prazo frente aos de longo prazo, evidenciado pelo Gráfico 3 entre o 2T17 e 3T17. Entre o 4T17 e 2T18 é possível identificar forte queda do ativo circulante, porém neste caso foi compensado pela redução das dívidas de curto prazo. Por fim, apresenta pequena perspectiva de melhora a partir do segundo semestre de 2018.

O Gráfico 4 apresenta a comparação dos ativos de maior liquidez, caixa e aplicações financeiras, com as dívidas no curto e longo prazo. Através de sua leitura é possível identificar que em todo o período a variação negativa do caixa e aplicações financeiras é acompanhada também de redução dos valores de capital de terceiros. Além disso, pode ser observado uma quitação de empréstimos de curto prazo e aquisição de dívidas no longo prazo em alguns

períodos (3T16 para 4T16; 2T17 para 3T17; 4T17 para 1T18), conforme mencionado anteriormente.

Gráfico 4: Comparação de ativos de maior liquidez e empréstimos pela análise vertical

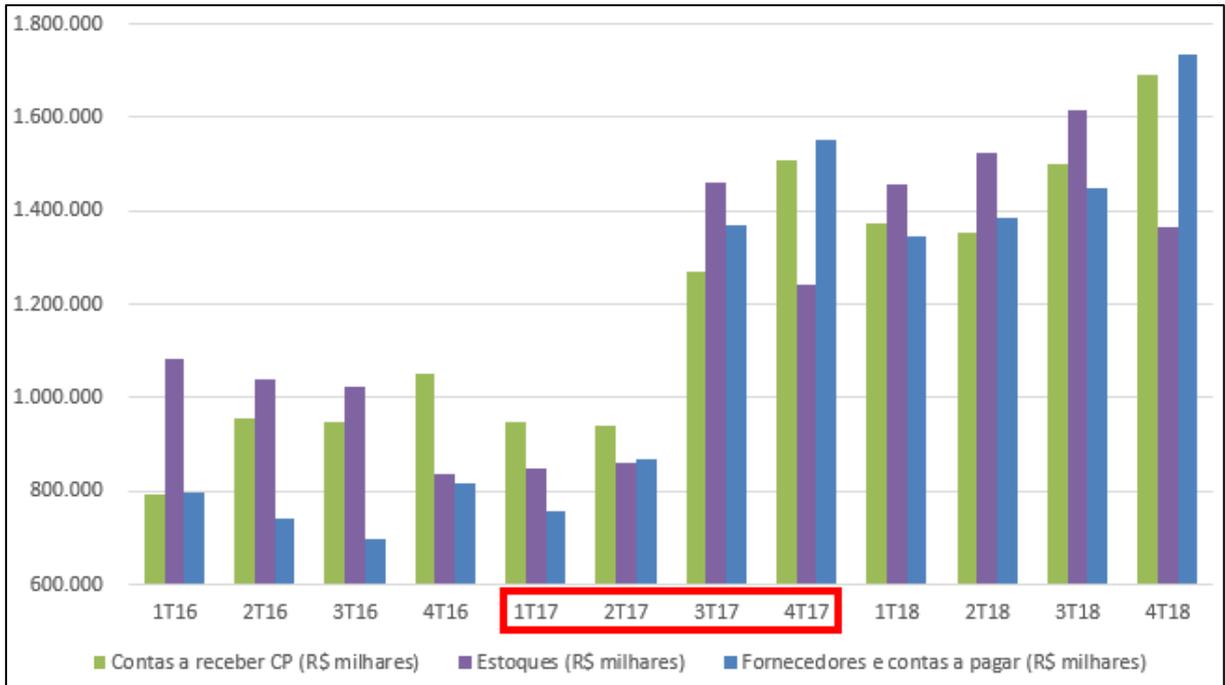


Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

Ainda, é possível perceber que a transação ocorrida oficialmente no 3T17 impactou fortemente nas dívidas, tanto no aumento de dívidas de curto prazo antes da efetivação, que indica a preparação de caixa para a aquisição, quanto à incorporação do altíssimo volume de empréstimos de longo prazo da TBS. Quanto aos ativos de maior liquidez, no período da operação apresentou leve melhora, seguida de redução constante até o 3T18.

O Gráfico 5 demonstra a variação dos valores que compõem o ciclo financeiro, que são as contas a receber, conta de estoques e de fornecedores a pagar. É possível identificar que o estoque varia inversamente proporcional às contas a receber, ou seja, quanto maior as vendas no período, maiores serão os valores de contas a receber e menores serão os estoques.

Gráfico 5: Comparação nos valores do ciclo financeiro



Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

Outro ponto importante a ser observado é que durante os terceiros trimestres acontece uma alta nos estoques, o que mais uma vez evidencia a sazonalidade que o mercado apresenta. Apesar da maior evidência em relação a sazonalidade se apresentar no quarto trimestre do ano, a organização efetua as compras no trimestre anterior pois seu prazo médio de estocagem (PME) é de 151 dias, ou seja, desde o fim da produção até a efetiva comercialização dos produtos decorre em média 5 meses. O único período que não sofreu esta alta no estoque foi no terceiro trimestre de 2016, fato justificado pelo controle de estoques não ser tratado com tanto rigor quanto a partir do 4T16, já que os períodos de 1T16 a 3T16 foram marcados por maior cobertura de estoque.

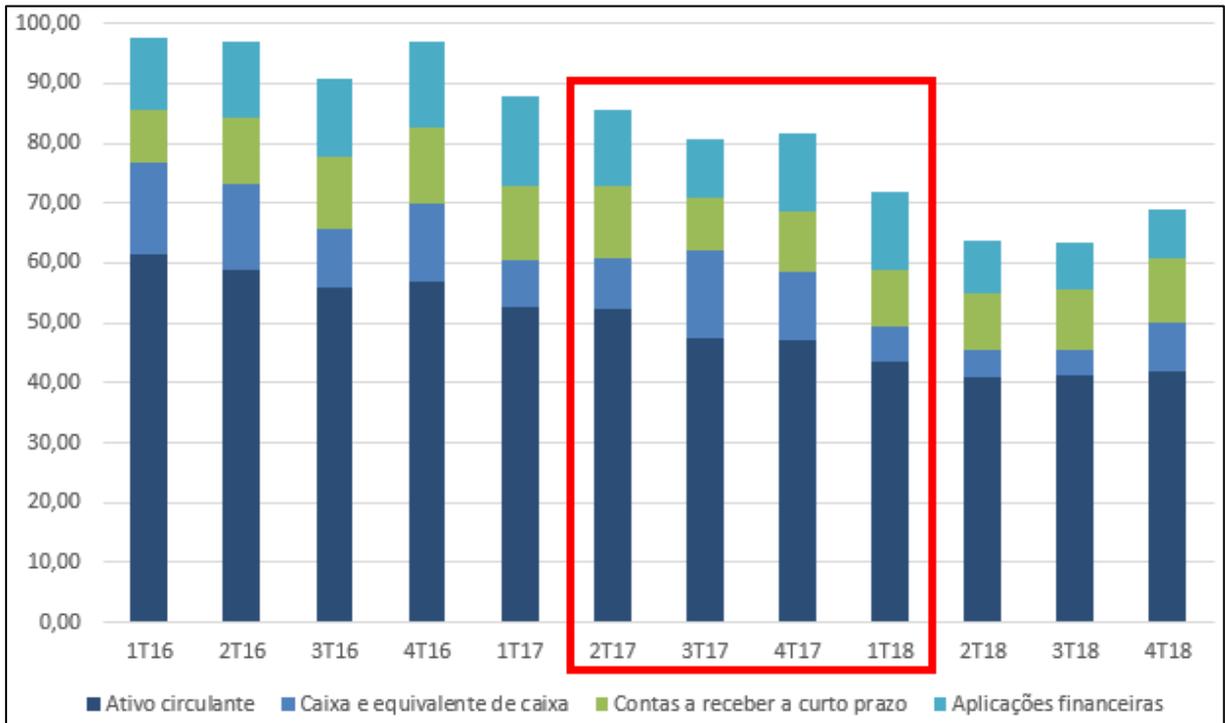
Associando uma terceira variável, a categoria de fornecedores e contas a pagar, fica evidente que o grupo Natura & CO apresenta boa gestão de ciclo financeiro, visto que as contas a receber variam positivamente em relação às contas a pagar em 7 dos 12 períodos. Outra vantagem que a companhia possui é o prazo médio de pagamento (PMP) versus o prazo médio de recebimento (PMR), sendo 140 e 45 dias, respectivamente.

Por fim, o gráfico explicita que a aquisição da TBS impactou nestas contas, visto que a partir do 3T17 seus saldos saltaram significativamente, representando alta de mais de 50% em comparação com o período de maior equilíbrio antes da transação (1T17 e 2T17),

consequência normal da incorporação de uma nova organização com seus próprios produtos e aumento de volume como um todo no consolidado.

O Gráfico 6 evidencia a comparação de ativos com maior liquidez e o total de ativos circulantes a partir da análise vertical trimestralmente.

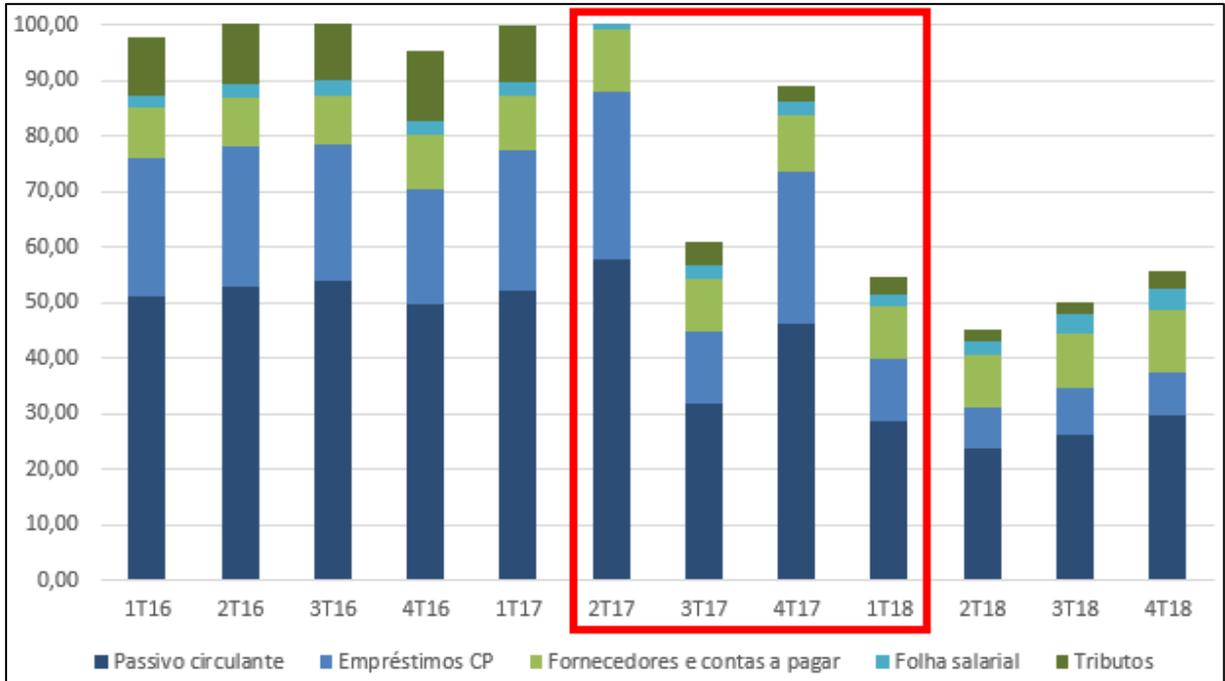
Gráfico 6: Comparação de ativos com maior liquidez e ativo circulante pela análise vertical



Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

Percebe-se que em todos os períodos os ativos com maior liquidez representam mais de 50% do montante total de ativos circulantes, tal fator é positivo para a companhia considerando que parte destes realizáveis está disponível no dia (caixa), os investimentos são de curto prazo e os recebimentos se transformam em dinheiro em até 45 dias em média. O Gráfico 7, por sua vez, realiza o comparativo dos passivos de maior liquidez com o passivo circulante total.

Gráfico 7: Comparação de passivos com maior liquidez e passivo circulante pela análise vertical



Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

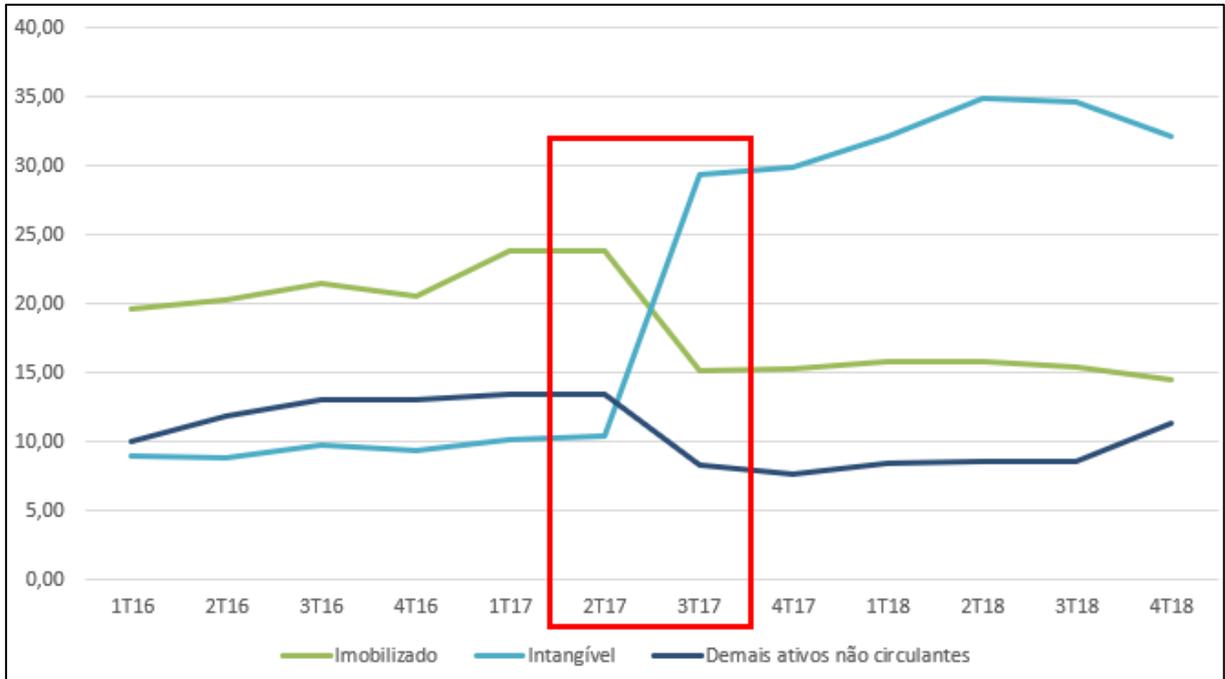
Nota-se que os passivos de maior liquidez representam mais de 50% do total de passivos circulantes, mas apenas até o 2T17, tal fator não é negativo visto que os pagamentos possuem prazo médio de 140 dias, folha salarial e impostos mensais e empréstimos de até 12 meses, que representam quase a totalidade dos passivos circulantes em todos os períodos.

A variação dos ativos de maior liquidez não é tão evidente no período da transação (3T17), apresentou leve melhora no 4T17 por conta da sazonalidade e a partir do primeiro semestre de 2018 há redução expressiva da proporção destes ativos. Quanto aos passivos de maior liquidez e passivo circulante, é notória a queda brusca da proporção de ativos circulantes frente aos não circulantes no período da aquisição da TBS, com exceção apenas no 4T17, proporcionando maior prazo para quitação das obrigações. Sendo assim, foram positivas as variações, visto que os ativos circulantes diminuíram significativamente menos se comparado aos passivos, resultando em maior vantagem de caixa a curto prazo.

O Gráfico 8 classifica os principais ativos não circulantes em imobilizado, intangível e demais ativos não circulantes. Quanto a estes, o cenário não é tão positivo. É possível observar que em todo o período a maior concentração desta conta está nos imobilizados e intangíveis,

que apresentam liquidez muito baixa. No entanto, no segundo semestre de 2018 estes ativos atingiram seu ápice, totalizando 50,61% do montante total de ativos.

Gráfico 8: Principais ativos não circulantes pela análise vertical



Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

A ampliação exorbitante dos ativos intangíveis evidenciada no gráfico do 2T17 para o 3T17 se deve pela aquisição da TBS. Isto porque foi incorporado alto valor de marca na contabilização (R\$ 1,7 bilhão), assim como o ágio da The Body Shop (R\$ 1,1 bilhão). Deste modo, o ativo não circulante de menor liquidez apresentou uma alta e não teve melhora no período analisado no estudo.

O Gráfico 9 exhibe a comparação da proporção dos passivos, pela análise vertical. Este corroborando com as informações anteriores a respeito dos empréstimos de curto prazo serem substituídos por dívidas de longo prazo com o avanço dos trimestres, portanto, evidencia a mesma premissa.

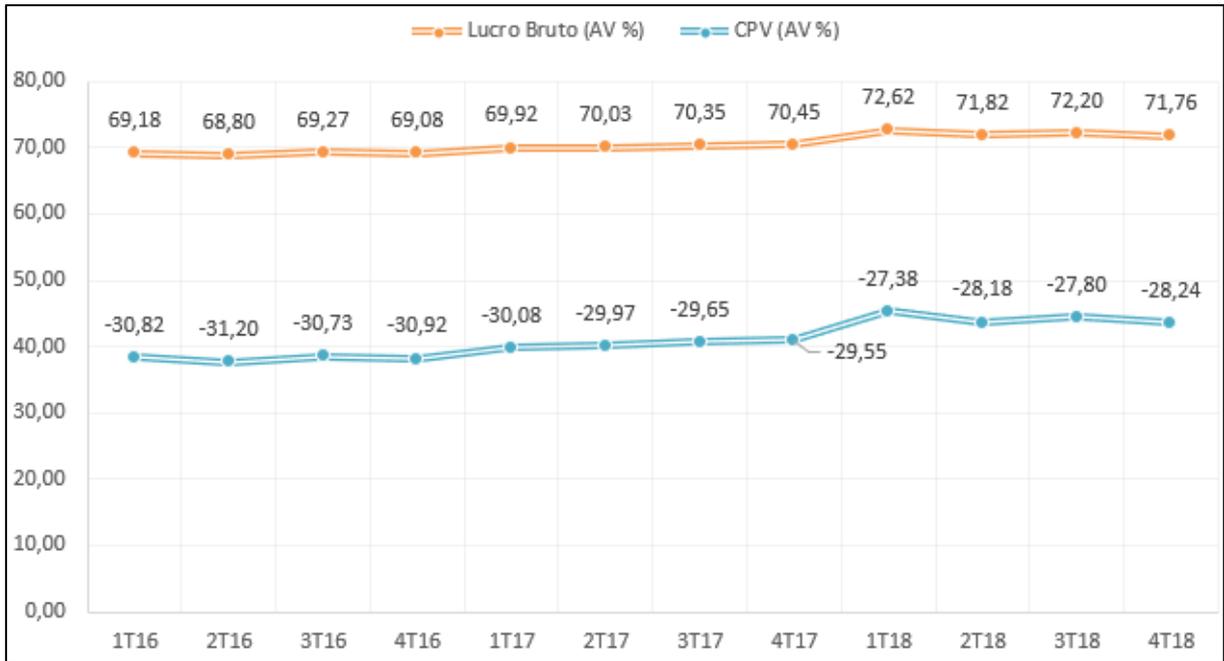
Gráfico 9: Comparação passivos pela análise vertical



Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

O gráfico indica uma inversão dos passivos de curto prazo para longo prazo, decorrente do aumento significativo do valor de Capital de Terceiros por conta da compra da TBS, representando mais de 50% do passivo total em praticamente todos os períodos analisados, com exceção do quarto trimestre de 2017. Já o Gráfico 10 apresenta a análise vertical do Lucro Bruto e Custo dos Produtos Vendidos (CPV) ao longo dos trimestres.

Gráfico 10: Lucro Bruto e Custo dos Produtos Vendidos pela Análise Vertical



Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

Pode-se perceber que não ocorreram variações expressivas (máximo de 2,17%) e há leve melhora constante do quarto trimestre de 2016 até o primeiro de 2018. Com isso, pode-se afirmar que durante o período as matérias-primas não sofreram influência de aumento de preço por sazonalidade ou escassez de produto no mercado. Também fica evidente que a aquisição da TBS não influenciou no valor do CPV. Quanto ao Lucro Bruto, este sofre variações diretamente do Custo de Produtos Vendidos, uma vez que é uma das principais variáveis na composição do preço de venda.

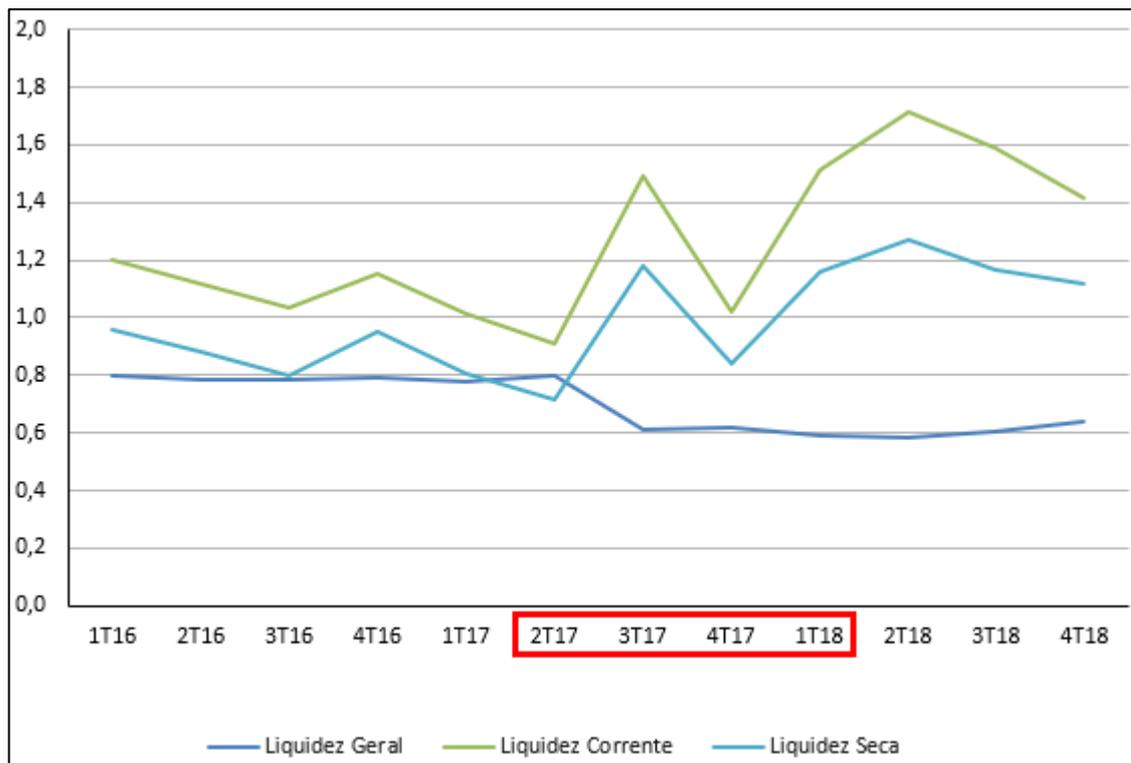
É possível, ainda, identificar que a menor carga tributária sobre os produtos por conta da exclusão do ICMS da base de cálculo do PIS e COFINS e também pela venda de um mix de produtos com menor IPI no 2T17 teve mínima influência no lucro, já levando em consideração que não ocorreram reduções nos preços de venda. Por fim, também não apresenta qualquer alteração significativa antes ou após a aquisição da TBS.

Em suma, apesar da aquisição da The Body Shop não ter influenciado no CPV e Lucro Bruto, esta impactou negativamente no Lucro Líquido, incorporou um montante elevado de ativo de baixíssima liquidez (intangível por conta do seu valor de marca e ágio) e introduziu alto valor de dívidas a longo prazo, apesar de que a queda dos ativos circulantes foi compensada pela queda do passivo circulante.

4.2.2 Indicadores de liquidez

A fim de avaliar os indicadores de liquidez antes e após a aquisição da empresa The Body Shop, desenvolveu-se o Gráfico 11, o qual demonstra a evolução trimestral da liquidez corrente, seca e geral no período analisado.

Gráfico 11: Indicadores de Liquidez



Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

Segundo Camargos e Barbosa (2005) a Liquidez Corrente apresenta tendência de queda em processos de F&A, no caso da Natura este índice se mostrou positivo, exceto no período que se iniciou a compra da The Body Shop (no segundo trimestre houve o anúncio, e no terceiro trimestre ocorreu a finalização da transação), embora tenha apresentado melhora rapidamente. A diferença entre a Liquidez Corrente e Seca é explicada pela quantidade de estoque, visto que a Liquidez Corrente considera o estoque enquanto a Seca o exclui, pois para se obter o valor dos estoques, dependerá da venda dele, desconfigurando a Liquidez Imediata.

Desta forma, ao analisar a Liquidez Seca, nota-se a dificuldade da empresa de cumprir suas obrigações no curto prazo, com exceção do período da transação. No trimestre da aquisição

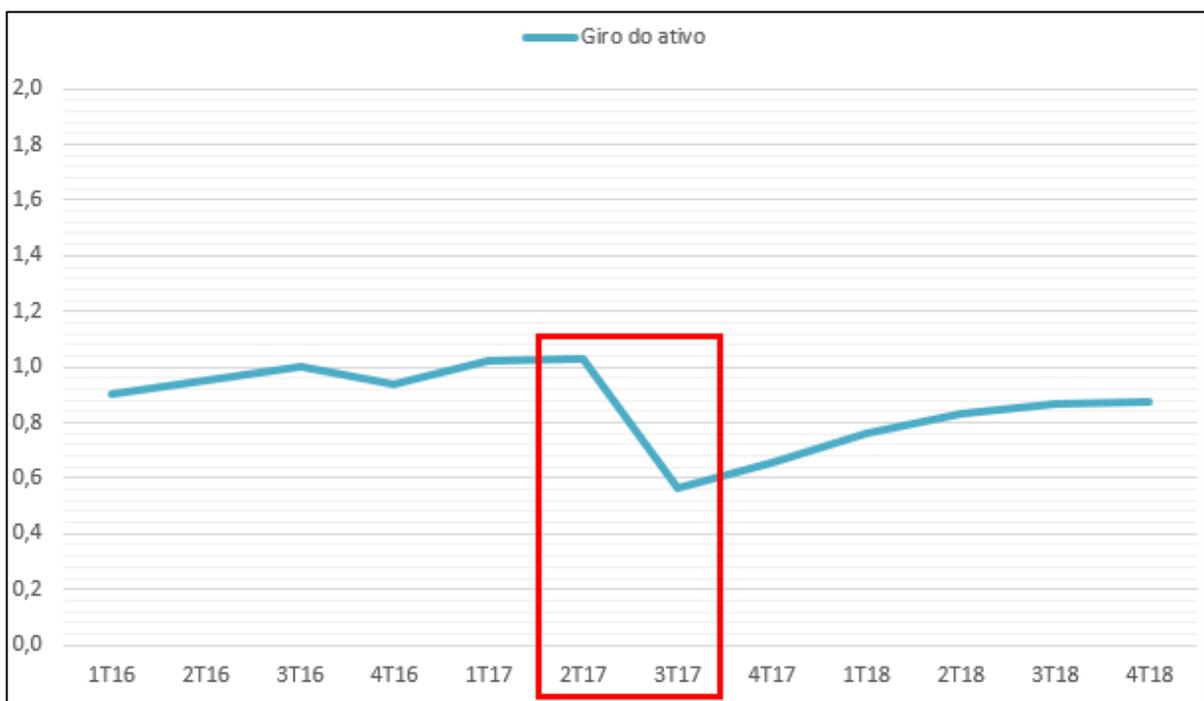
houve um crescimento pontual do indicador, o que revela maior capacidade de cumprir com as dívidas, influenciado pela emissão de notas promissórias de R\$ 3,7 bilhões. Apesar disso, o índice recuperou o patamar anterior no 4T17 devido ao aumento do passivo circulante, apresentando melhora apenas a partir do primeiro trimestre de 2018.

A Liquidez Geral, ao contrário da Corrente e Seca, avalia a capacidade da empresa de cumprir com seus direitos e obrigações com prazo superior a 12 meses, como vendas parceladas, aplicações no longo prazo e empréstimos a pagar. Neste contexto, o indicador demonstra a dificuldade da empresa em arcar com suas contas a longo prazo em todo o período, com queda significativa no trimestre em que se efetuou a compra da TBS.

4.2.3 Indicadores de rentabilidade

Já ao analisar os indicadores de rentabilidade da empresa Natura antes e após a aquisição da TBS, o Gráfico 12 apresenta o Giro do Ativo trimestralmente, que relaciona o total de vendas produzidas com o ativo da empresa e sua receita líquida, ou seja, indica o número de vezes que o ativo total se transformou em dinheiro (girou) no determinado período da apuração em função das vendas realizadas. Quanto maior este número, melhor terá sido o desempenho da empresa por meio do retorno das suas aplicações.

Gráfico 12: Giro do Ativo

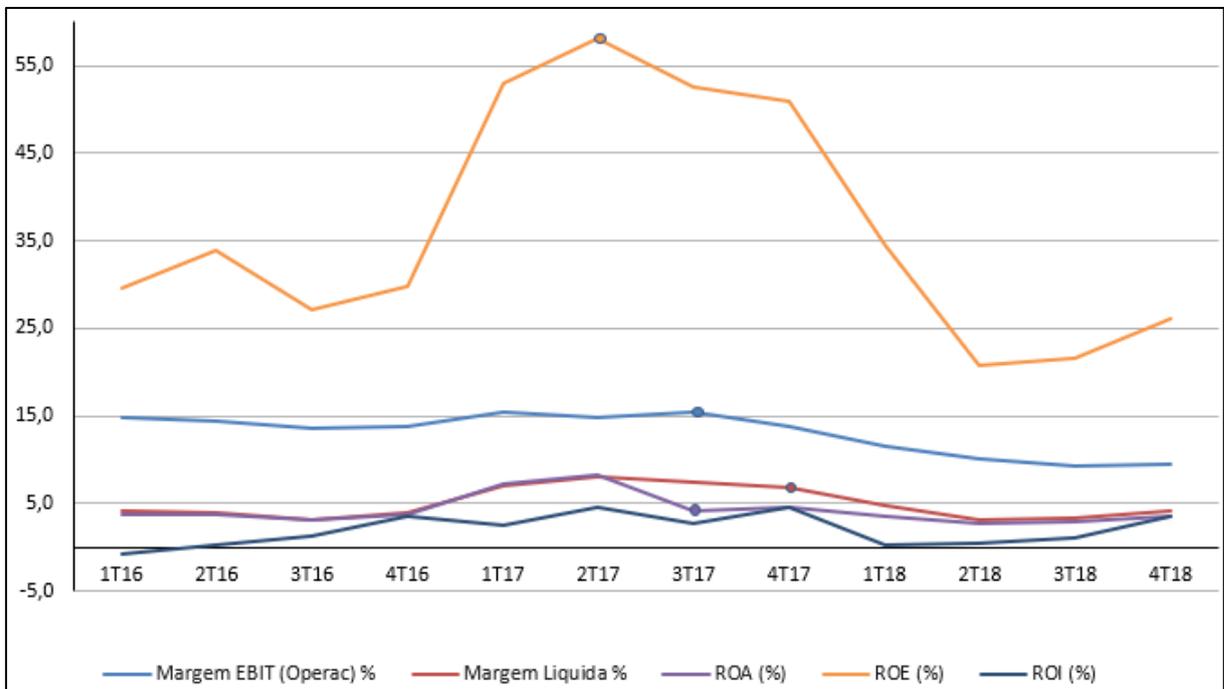


Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

Conforme Braz e Romaro (2013) o giro apresenta queda após a transação na maioria dos processos. No caso da Natura, nota-se que o pior trimestre foi o 3T17, trimestre caracterizado pela transação, apresentou alterações devido a adição dos ativos totais (variação de 91,83% entre 2T17 e 3T17) da TBS. Entretanto, está sendo reestabelecido conforme há reduções dos ativos totais e aumento das receitas operacionais. Em média, a Natura produz R\$ 0,87 para cada real de ativos possuídos por ela.

O Gráfico 13 apresenta os indicadores de rentabilidade: Margem Operacional, Margem Líquida, Retorno sobre Ativos e Retorno sobre Patrimônio Líquido. A Margem EBIT ou Operacional, mede quanto a empresa ganhou em cada unidade unitária de venda realizada após dedução de todos os custos e despesas, com exceção dos juros, imposto de renda e dividendos de ações preferenciais, enquanto a líquida considera todas estas deduções. Portanto, quanto maior a margem, mais a empresa está sendo eficiente.

Gráfico 13: Indicadores de Rentabilidade



Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

A margem operacional era estável até a finalização da transação (3T17), sucedida da redução do indicador de aproximadamente 33%, sem sinais de reestabelecimento. A Margem

Líquida, por sua vez, tem média baixa e apresentou melhora desde 4T16 até um semestre após a aquisição da TBS (4T17), posteriormente se reestabelecendo baixa, com leve tendência de recuperação a partir de 4T18.

O Retorno sobre Ativos (ROA) mede a capacidade da empresa de gerar lucros a partir dos ativos disponíveis, portanto, quanto maior o indicador, melhor a eficácia da administração e maior será o retorno para os acionistas. A tendência em processos de F&A, segundo Braz e Romaro (2013), é que o ROA apresente sutil crescimento antes e após fusão. Neste caso, a empresa estava apresentando melhora até o anúncio da compra (2T17), quando teve quedas consecutivas, atingindo o pior índice um ano após anúncio (2T18). Portanto, demonstra a baixa capacidade da empresa de gerar lucros em relação aos seus ativos fixos, que pode ser explicada por elevados custos com despesas, projetos sem rentabilidade ou ineficiência de ativos.

O Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE) avalia se a empresa consegue gerar lucro para cada R\$ 1,00 de capital próprio, portanto, quanto maior o valor do indicador, mais capacidade ela tem de gerar lucro em relação ao patrimônio líquido. No gráfico, observa-se a tendência do crescimento do índice até o 2T17, quando houve o anúncio da transação. Posteriormente há uma redução significativa do indicador, devido à redução do Lucro Líquido do período, e atinge a menor porcentagem no 2T18, quando mostrou sinais de recuperação.

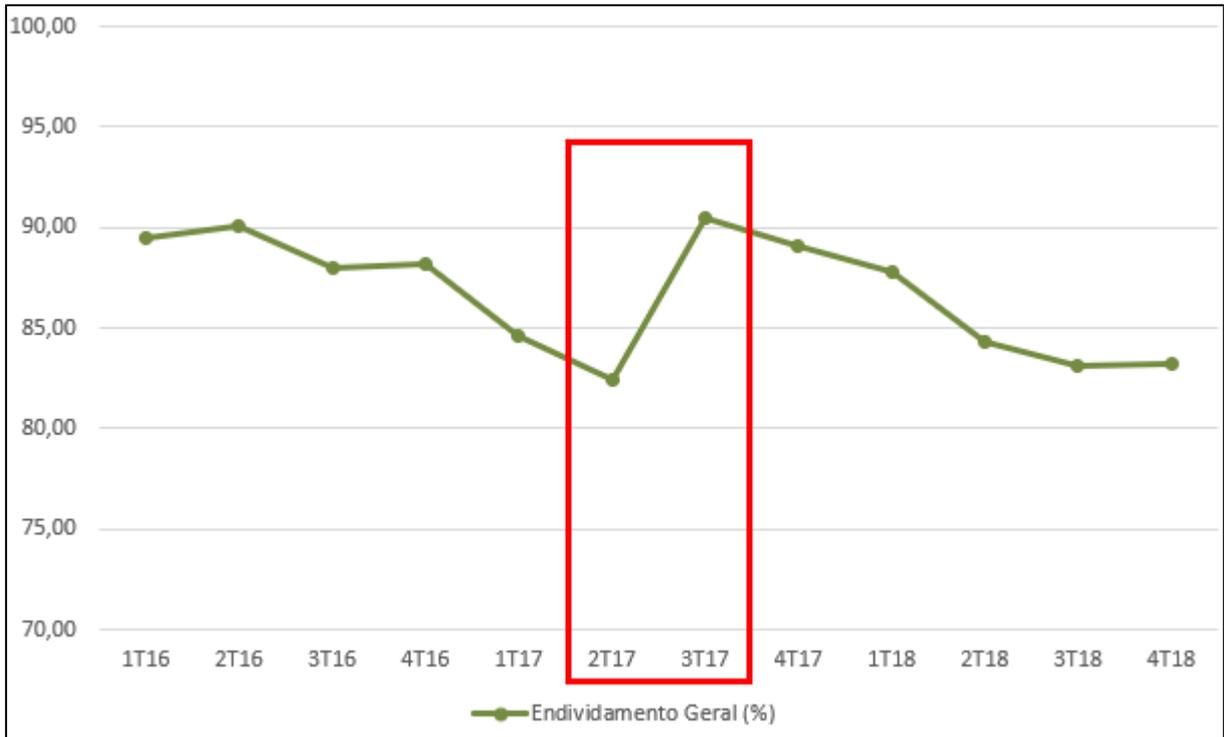
O Retorno sobre Investimento (ROI) indica quanto a empresa obtém de resultado em relação aos investimentos realizados na operação da empresa. Pode-se identificar ROI negativo e muito próximo de 0 no 1T16 e 2T16, períodos em que a organização apresentou resultados muito baixos, assim como no 1T18 e 2T18. Além disso, destaca-se novamente a sazonalidade, pois o indicador performa melhor no último trimestre de cada ano.

Em suma, todos os indicadores de rentabilidade apresentaram queda por influência da transação. O Giro do Ativo teve o menor índice em 3T17, produzindo R\$0,60 para cada ativo, que pode ser explicado pelo aumento dos ativos totais da empresa, assim como a queda do ROA no mesmo período. O ROI, indicador que também utiliza os ativos como base, apresenta melhora devido ao aumento do Lucro Líquido até o 1T18, apesar de ter média baixa em todo o período. Embora a Margem Operacional e Líquida apresente melhora em todo o ano de 2017, os índices começam a decrescer a partir do 3T17, trimestre da aquisição. O ROE, por sua vez, cai levemente entre o trimestre de anúncio e o trimestre de finalização, mas teve queda brusca entre 4T17 e 2T18, variando conforme o Lucro Líquido do período.

4.2.4 Indicadores de endividamento

Ao analisar os indicadores de endividamento, importantes a fim de averiguar o impacto com a aquisição da TBS pela Natura, desenvolveu-se o Gráfico 14, o qual demonstra o Endividamento Geral trimestral da Natura.

Gráfico 14: Endividamento Geral



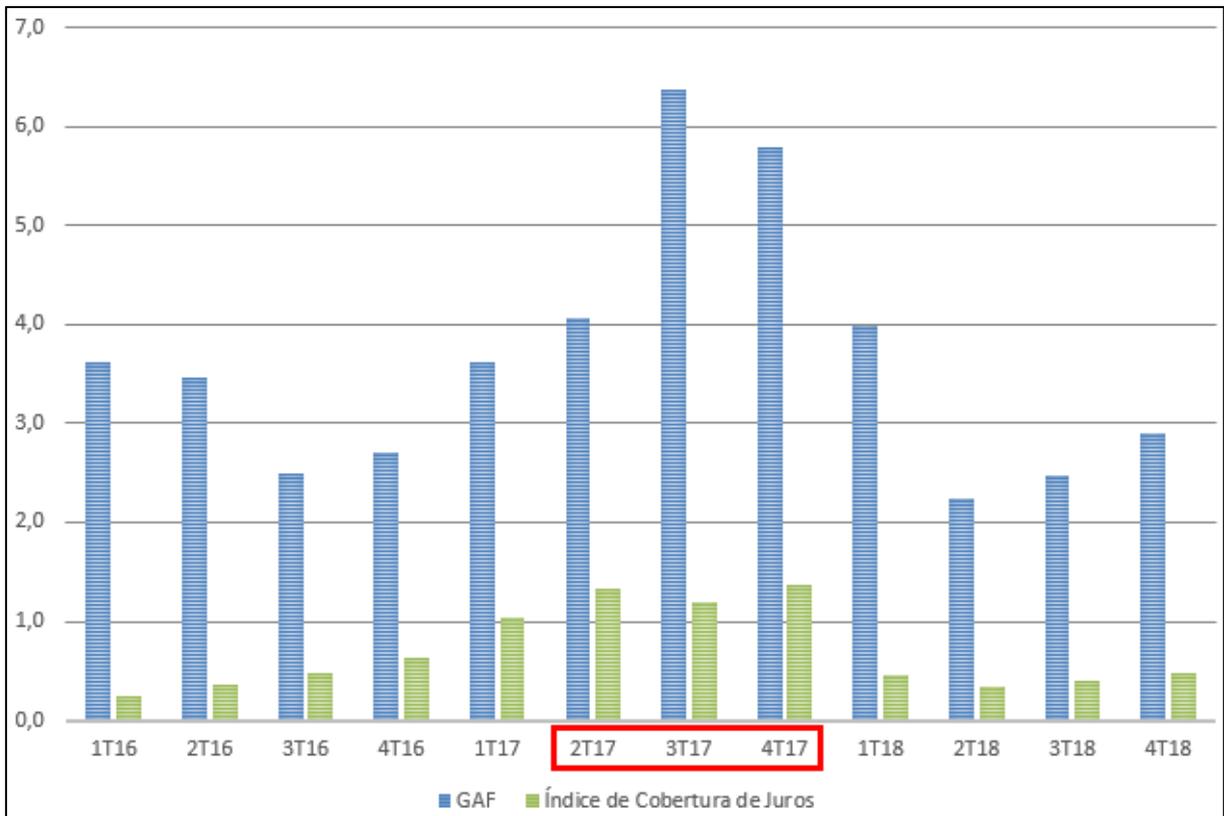
Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

Braz e Romaro (2013) afirmam que na maioria das empresas estudadas o índice se eleva nos anos anteriores à fusão, estabilizando no período da transação, seguido de pequena variação positiva. Assim, ao observar o Endividamento Geral trimestral da Natura, nota-se que ela utiliza mais Capital de Terceiros do que Capital Próprio, considerando que em todos os trimestres o indicador está acima de 50% e o índice apresenta alta no trimestre da transação (3T17). Desta forma, a empresa utiliza empréstimos e financiamentos para alavancar seu crescimento.

Já o Gráfico 15 expressa os indicadores de endividamento, Grau de Alavancagem Financeira e Índice de Cobertura de Juros, que buscam entender quanto a empresa depende de Capital de Terceiros. O Grau de Alavancagem Financeira (GAF) evidencia quantas vezes o

Capital de Terceiros elevou o Capital Próprio, se positivo, a Alavancagem Financeira é favorável e o Capital de Terceiros está contribuindo para gerar retorno adicional para o acionista e ainda, quanto maior o GAF, maior a dívida contraída pela empresa. A Natura & CO teve GAF favorável em todo o período, portanto, o ROI obtido com essa possível Alavancagem Financeira é acima do valor que precisará ser restituído, em contrapartida, significa também que os níveis de endividamento da empresa são altos, atingindo o ápice no mesmo trimestre em que foi efetuada a compra da The Body Shop.

Gráfico 15: Indicadores de Endividamento



Fonte: Economática (2020), adaptado pelos autores

O Índice de Cobertura de Juros analisa a capacidade da Natura de gerar recursos para efetuar pagamentos de juros previstos em contratos. A empresa tem dificuldade de cumprir com suas obrigações relacionadas a juros, pois o índice é menor que 1 na maioria dos períodos. Há melhora no ano de 2017, mas foi sucedida de reduções. Portanto, a empresa não possui capacidade de arcar com suas obrigações pelos próximos 12 meses nos anos de 2016 e 2018, pois possui capital circulante líquido negativo.

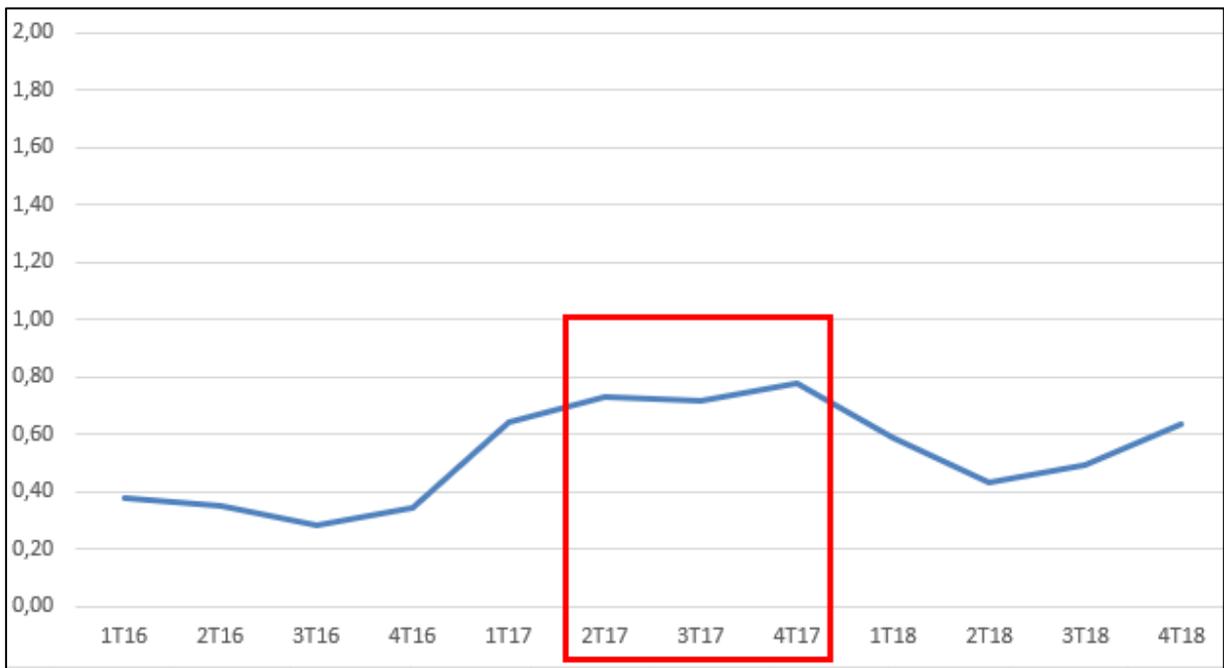
Resumidamente, o Endividamento Geral apresentou o menor índice dos três anos analisados no trimestre anterior à compra da TBS (2T17) e maior índice no trimestre seguinte,

quando houve a finalização (3T17). Portanto, pode-se concluir que a compra da TBS foi através de Capital de Terceiros, não o próprio. O GAF teve crescimento contínuo e gradual até o trimestre da transação, o 3T17, caracterizado pelo maior índice do período analisado, demonstrando maior dívida contraída pelo grupo para completar a aquisição. Por fim, o ICJ apresentou melhora no ano da transação.

4.2.5 Indicadores fundamentalistas

Entre os indicadores fundamentalistas, tem-se o Lucro por Ação (LPA), o qual expressa a quantidade pecuniária ganha durante o período para cada ação em circulação. É um parâmetro para compreender quanto de lucro ou prejuízo a empresa oferece para o acionista. Conforme o Lucro por Ação que o Gráfico 16 expressa trimestralmente, a Natura oferece retorno baixo aos acionistas, se aproximando de 0 em diversos trimestres, melhorando apenas entre o 1T17 e o 1T18, com leve tendência de crescimento no fim de 2018.

Gráfico 16: Lucro Por Ação



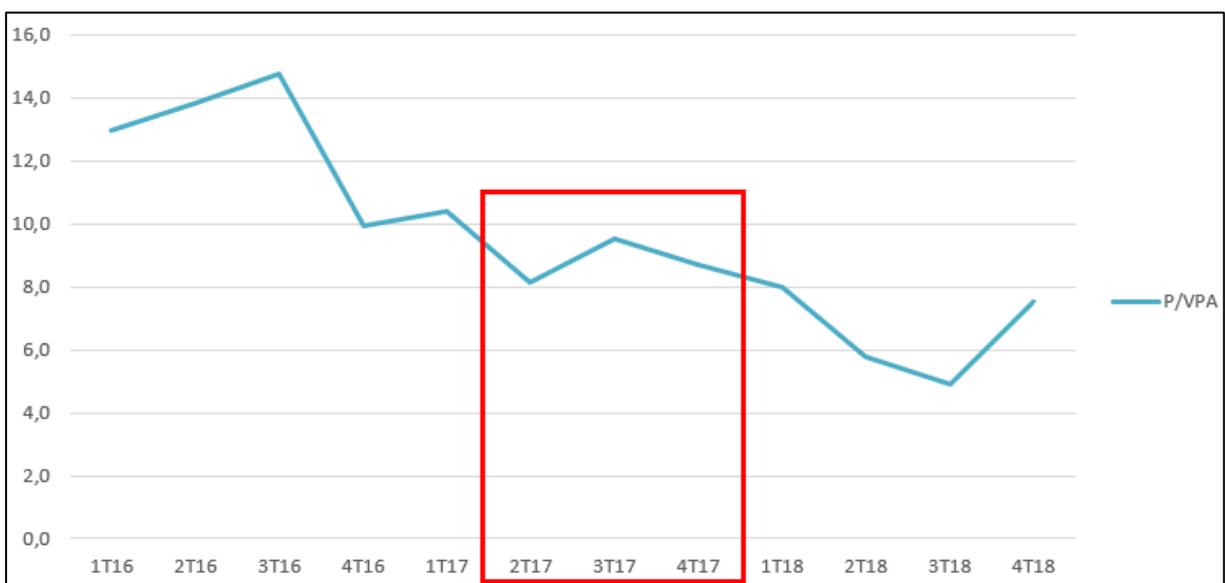
Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

Anteriormente ao anúncio da transação, o Lucro por Ação mostrou crescimento devido ao aumento de lucro da empresa, considerando que a quantidade de ações no período não

apresentou grandes variações. Embora tenha crescido, o lucro para cada ação emitida ainda é baixo, menos de R\$1,00, tornando a empresa pouco atrativa para acionistas. No 2T17, trimestre do anúncio da compra da TBS, houve uma leve queda e se recuperou no semestre seguinte (3T17, quando a compra foi finalizada), chegando no auge do indicador. Apesar disso, o indicador apresentou queda brusca desde então, que é explicado pela redução do Lucro Líquido. Diante do exposto, é possível concluir que este índice não se comportou conforme tendência de crescimento destacada por Camargos e Barbosa (2005).

O Gráfico 17 evidencia o preço por Valor Patrimonial da Ação (P/VPA), que representa quantas vezes a mais ou a menos do valor de patrimônio líquido de uma ação o mercado está disposto a pagar. Neste caso, o índice apresenta um padrão de altas e baixas até o período da compra da TBS (3T17), quando apresentou apenas queda até o ano seguinte (3T18). No último período de 2018, ocorreu tendência de leve melhora.

Gráfico 17: Preço por Valor Patrimonial por Ação



Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

O índice expressa grande confiança do mercado em todo o período, mesmo quando há queda, pois o valor é substancialmente alto. Desta forma, é possível afirmar que os acionistas apostam no crescimento e retorno a longo prazo da companhia, assim como visualizam a sua força de marca, que por sua vez não é contemplada no cálculo do P/VPA.

Apesar de que no período de anúncio da obtenção (2T17) houve queda do indicador, não necessariamente a baixa refletiu a reação negativa do mercado, pois o padrão se repete em

todo 2016, quando ainda não havia especulação de venda da TBS. Em todo o período, a quantidade de ações teve pouca variação, portanto, o indicador variou de acordo com o preço negociado da ação e o patrimônio líquido do grupo. No trimestre que se completou a aquisição (3T17) houve aumento do indicador, demonstrando que os acionistas ainda estavam confiantes e o valor da ação apresentou crescimento, pois o índice subiu mesmo com a somatória do patrimônio líquido da TBS após aquisição.

Por outro lado, o indicador demonstra que o mercado não reagiu bem no semestre seguinte à finalização da compra, principalmente pelas críticas relacionadas ao evento — falta de *expertise*, aumento notório da operação e altos níveis de endividamento, causando a avaliação negativa na análise de crédito pela Standard and Poor's — pois a partir do trimestre da aquisição, houve queda constante por um ano.

No Gráfico 18 há a relação das cotações da ação da Natura & CO Holdings S.A. de todo o período analisado. No Anexo A apresenta-se o gráfico em tamanho maior para melhor visualização. De forma geral, as ações da empresa se mostram bastante voláteis. A divulgação da compra foi em 15 de abril (R\$ 14,62) e a conclusão da compra foi anunciada para a mídia no dia 8 de setembro (R\$ 14,79).

Gráfico 18: Valor das ações negociadas



Fonte: Status Invest (2020).

Embora a comparação entre os dias de anúncio e de conclusão não tenham maiores variações, o valor da cotação no período entre as datas mostra uma queda brusca no meio do ano, chegando a valer R\$ 11,01, visivelmente a maior queda dos três anos (STATUS INVEST, 2020). A cotação mostrou crescimento lento, atingindo o pico somente uma vez (16 de maio de 2017), enquanto nos outros períodos as altas foram mais distribuídas durante o ano. Portanto, pode-se afirmar que os investidores não estavam tão otimistas em relação à compra da TBS.

Entretanto, logo após a conclusão a cotação atingiu a alta de R\$ 17,00, dia 18 de setembro (STATUS INVEST, 2020), que não foi sustentada e rapidamente desvalorizou. No ano seguinte à aquisição as cotações se estabeleceram com mais constância, subindo novamente no fim de 2018, mostrando grande possibilidade de recuperação da confiança do mercado e acionistas.

Outro indicador importante para ser analisado sobre o antes e depois da aquisição é o *Dividend Yield* (DY) anual, indicador que expressa quanto do valor de mercado da ação é distribuído nos dividendos em percentual (Quadro 6).

Quadro 5: Dividend Yield

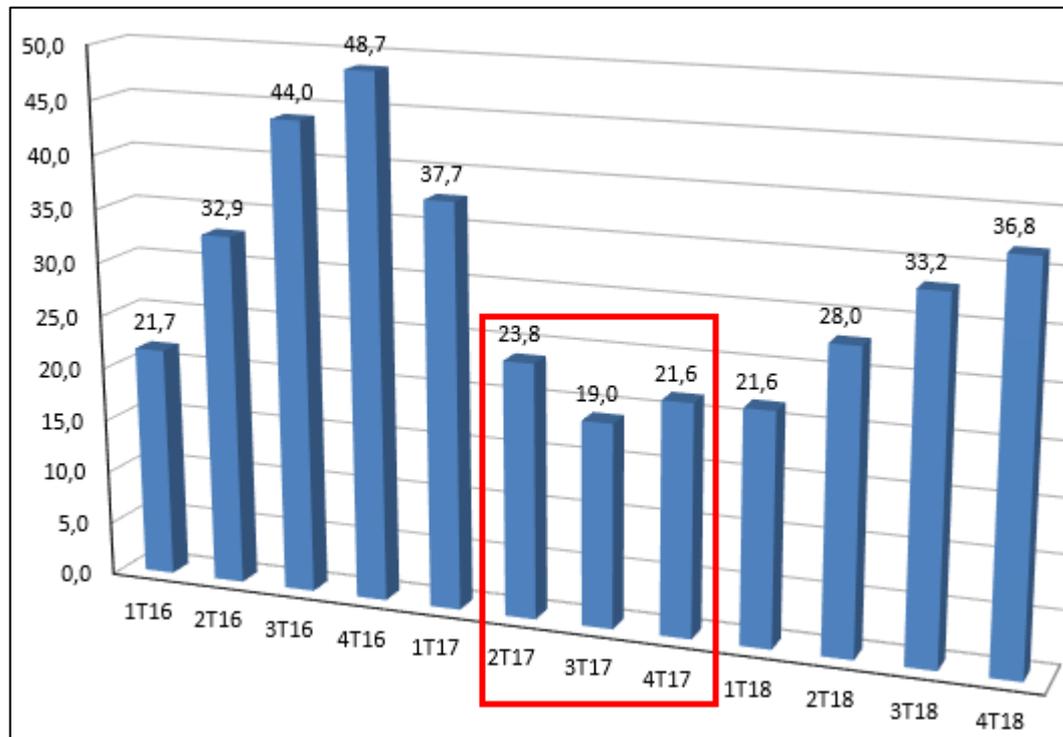
	2016	2017	2018
Dividend Yield (%)	1,87	0,95	0,7

Fonte: Economatica (2020), adaptado pelos autores.

O indicador varia negativamente em todo o período, caindo de 1,87% (2016) para 0,70% (2018). Dentre os três anos, em 2017 foi o ano que a Natura menos pagou dividendos aos acionistas (R\$ 108.568, em milhares) e também o ano em que ocorreu a compra da The Body Shop, portanto, a queda do indicador pode ser justificada pela redução do pagamento de dividendos somado ao pequeno aumento da cotação da ação (média em 2016 de R\$ 13,02 por ação contra R\$ 14,04 em 2017). Apesar de que em 2018 houve o maior pagamento de dividendos (R\$ 201.651, em milhares), o indicador caiu, demonstrando o aumento da cotação da ação e a leve recuperação da confiança do mercado (aumento de R\$ 2,17 por ação em relação a 2017). Em contrapartida, o índice confirma que o valor dos dividendos pagos frente ao valor pago por ação que já não era atrativo antes da aquisição, se tornou menos ainda após, pois os acionistas recebem menos de 1% de retorno por ação.

Por fim, o Gráfico 19 traz o valor do Preço sobre Resultado, indicando quantas vezes sobre o lucro os acionistas estão dispostos a pagar.

Gráfico 19: Preço sobre Resultado



Fonte: Economática (2020), adaptado pelos autores

Na Natura, o índice esteve em alta em todo o período, chegando ao ápice no 4T16, decrescendo até o 4T17 (um período após aquisição), mostrando sinais de recuperação. Há uma tendência de maior lucratividade no terceiro e quarto trimestre, exceto no ano em que houve a aquisição, que apresentou resultados menores e, portanto, menor lucratividade e menor risco aos acionistas.

No trimestre de anúncio da compra da TBS (2T17) houve queda brusca de 13,9 vezes, consequência da redução do Lucro por Ação e diminuição do preço da ação. No período 4T17, um semestre após aquisição, o grupo apresentou seu melhor resultado dentro dos três anos em termos de Lucro Líquido (vide Gráfico 2), portanto, o aumento do indicador significa aumento do valor de mercado da ação, evidenciando a retomada de confiança dos acionistas aos poucos. Em 2018, especialmente até o 3T18, houve queda notória do lucro, indicando aumento do preço da ação, corroborando com os indicadores anteriores.

Em suma, todos os indicadores apresentaram queda no período. O Lucro por Ação teve seu pico mais alto um trimestre após a aquisição (4T17), seguida de queda no indicador,

atingindo o lucro por ação de R\$ 0,40. O Preço por Valor Patrimonial da Ação apresentou queda por quatro trimestres seguidos após a compra, fechando o ciclo de um ano em queda. O valor das ações, por sua vez, tem média baixa em 2016 e 2017. Entretanto, em 2017 houve a desvalorização súbita entre o anúncio da aquisição e sua realização, confirmando a incerteza dos investidores. O *Dividend Yield* apresentou apenas queda, demonstrando o baixo retorno da corporação. Por fim, o Preço sobre Resultado no ano da transação teve média inferior ao ano anterior e seguinte a ela, e atingiu seu menor resultado no trimestre da conclusão.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após a década de 90, houve a abertura de capital e o aumento da concorrência no Brasil, obrigando as empresas a rever questões como gestão interna e conhecer o mercado global. Por conseguinte, as fusões e aquisições surgiram como alternativa para o crescimento interno – que é mais custoso – para objetivos como internacionalização, diversificação de portfólio e ganho de *know-how* do mercado (PATROCÍNIO; KAYO; KIMURA, 2007) e tem foco em incentivos estratégicos ao invés de rápidos retornos financeiros (GAUGHAN, 2002).

João Paulo Ferreira, presidente da Natura, confirmou que a aquisição horizontal de 100% das ações da The Body Shop foi uma estratégia corporativa de longo prazo para facilitar a entrada em outros países, adquirir ativos intangíveis como conhecimento em relação às vendas físicas e on-line e ganhos de escala. O valor elevado pago pela aquisição da The Body Shop teve consequências negativas, e Habibe (2006) explica que há redução da lucratividade da empresa compradora quando tem mais interessados, pois gera ofertas com valores mais altos. Por isso, a transação foi intensamente criticada pelo mercado, que reagiu com baixa nas ações da Natura. A desconfiança dos *stakeholders* se deve, além do valor exuberante pago, à falta de experiência da Natura com aquisições, a insuficiência de conhecimento em relação a lojas físicas (em 3T17 a Natura possuía apenas 16 lojas físicas), ao crescimento exorbitante da estrutura operacional e a incerteza em torno das dívidas resultantes dos empréstimos realizados anteriormente para compra da empresa britânica.

Ambas as empresas possuem valores parecidos relacionados ao uso consciente de embalagens, de matérias-primas, meio ambiente e animais, considerando que a The Body Shop foi fundada com pilares de sustentabilidade, sem crueldade ou testes em animais, diversidade e igualdade, e a Natura também mantém o mesmo posicionamento. Portanto, a sinergia – fator decisivo para o sucesso da transação (GUARITA, 2002) – das empresas são complementares. Além disso, ambas são da mesma indústria, o que facilita a integração (KING *et al.*, 2004) e inclusive possuem uma característica importante em comum, a sazonalidade de vendas de acordo com datas comemorativas.

A criação do grupo Natura & CO após aquisição da The Body Shop foi o marco inicial para maiores investimentos em marketing, revitalização dos canais de venda, novas propostas de produtos e conceitos com diferenciais em tecnologia de desempenho, revisão do posicionamento da marca e crescimento internacional. O principal foco no período analisado

foi a expansão geográfica da marca através das lojas físicas, todas as marcas Natura, Aesop e The Body Shop tiveram novas lojas abertas – apesar do fechamento de 95 unidades da The Body Shop, foram abertas 40 novas lojas, em regiões demograficamente mais estratégicas.

Outras despesas também incluíram maior capacitação de força de vendas, aumento da depreciação e amortização, alteração no cálculo de vida útil dos bens intangíveis implementação de plano de incentivos para os executivos-chave a curto e longo prazo da Aesop e Natura, despesas não recorrentes derivados da aquisição de aproximadamente R\$ 87 milhões, investimentos em planos estratégicos (Plano de Transformação, de R\$ 98,46 milhões) e despesas com novas instalações.

As receitas e despesas financeiras variaram intensamente no período, com a restituição não recorrente em ICMS, COFINS e IPI, menor financiamento de bancos de desenvolvimento e menor venda de carteiras de devedores, menor balanço de provisões de contingências e o PERT, compensados no ano posterior, com o aumento dos saldos de empréstimos e financiamentos, e o decréscimo em relação a variação monetária.

Os ativos circulantes e não circulantes sofreram inversão em 2017 pela variação dos intangíveis líquidos, devido à aquisição da The Body Shop, que aumentou o ativo de longo prazo por conta do seu ágio e valor de marca, enquanto diminuiu os de curto prazo e as aplicações financeiras, consequência da aquisição. Os passivos, por sua vez, mostram que foram alocados principalmente nas contas não circulantes após aquisição, por conta da incorporação dos empréstimos de longo prazo.

O indicador de Liquidez Seca, a curto prazo, mostrou-se em baixa nos períodos anteriores à transação, melhorando no período posterior ao evento pela inversão das obrigações de curto prazo para longo prazo. O indicador de Liquidez Geral afirma a dificuldade da empresa de arcar com os pagamentos com vencimento superior a 12 meses, índice que piora após a obtenção da TBS. Fator negativo para a empresa, que utiliza empréstimos de longo prazo (confirmados pelo endividamento geral e GAF) para alavancagem do crescimento. O Índice de Cobertura de Juros é apresentado como um desafio para empresa, mesmo antes da aquisição, apesar da piora significativa nos trimestres relacionados a ela. O Giro do Ativo, por sua vez, demonstra que a empresa gera um retorno baixo, de R\$ 0,87 para cada real de ativos.

Já a Margem Operacional apontou uma piora na eficiência, indicando a redução do ganho em cada unidade monetária vendida. A Margem Líquida, Retorno sobre Ativos, Retorno

sobre Patrimônio Líquido e Retorno sobre Investimentos da empresa já se apresentavam em baixa anteriormente à aquisição, mas piorou gradativamente após a compra da TBS.

Em relação ao retorno para acionistas, mensurado pelo Lucro por Ação e *Dividend Yield*, este último se aproxima de zero em diversos momentos, demonstrando a falta de lucro para acionistas e baixo pagamento de dividendos. O preço patrimonial da ação se apresenta demasiado alto em todo o período e desde a aquisição, indicou redução. O indicador Preço por Resultado demonstra a desconfiança do mercado em torno da aquisição, pois nos trimestres referentes ao processo houve queda significativa do indicador.

Por fim, a aquisição da The Body Shop pela Natura foi positiva em termos estratégicos – a empresa investiu e programou a compra levando em consideração a criação de valor da marca, internacionalização, aumento do *market-share* obtenção de *know-how* de vendas por canais físicos e on-line, diversificação do portfólio e crescimento estrutural, todos planos a longo prazo. O retorno financeiro não aparecerá no curto prazo, há dívidas no longo prazo que precisam ser liquidadas enquanto a empresa ainda apresenta dificuldades com estas obrigações, apesar da melhora das dívidas a curto prazo. O mercado percebeu a transação como incerta, mas no ano seguinte à compra, a cotação das ações se reestabeleceu, embora o baixo pagamento para os acionistas não torne a empresa atrativa a curto prazo.

REFERÊNCIAS

- ALCAZAR, Márcia Ruiz; SPERS, Renata Giovinazzo; ARIDA, Rogério Mario. Internacionalização da natureza na França: estratégias e posicionamento de marketing para um mercado sofisticado. **INTERNEXT – RCAevista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM**, São Paulo, v. 2, n. 2, p. 221-246, jul./dez. 2007.
- ANDRADE, Maria Margarida de. **Introdução à Metodologia do Trabalho Científico**. 10. Ed. São Paulo: Atlas, 2017.
- ARAÚJO, Carlos Alberto G.; GOLDNER, Fábio; BRANDÃO, Marcelo Moll; OLIVEIRA, Fernando Rodrigues. Estratégia de Fusão e Aquisição Bancária o Brasil: Evidências Empíricas Sobre Retornos. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**. V (5) nº 2. 2007.
- ARBELECHE, S. **Desempenho de longo prazo de fusões e Aquisições**. Dissertação (Mestre em Finanças e Economia Empresarial) — Escola de Economia da Faculdade Getúlio Vargas. São Paulo. 2008.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 11. ed. São Paulo: Atlas S.A, 2015. 366 p.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- AZZOLIN, José Laudelino. **Análise das demonstrações contábeis**. IESDE BRASIL SA, 2012.
- BARKEMA, H.; SHIJVEN, M. How do Firms Learn to Make Acquisitions? A Review of Past Research and an Agenda for the Future. **Journal of Management**, vol. 34, nº 3. 2008.
- BIERMAN JR., Harold. **The capital structure decision**. Springer, 2003.
- BRAGA Soares, Wesley; WEGNER, Douglas; DOLCI, Pietro Cunha. Fusão como Estratégia de Crescimento de Redes de Cooperação Empresarial: Um estudo de caso em uma rede de farmácias. **Revista Ibero Americana de Estratégia**, vol. 15, núm. 1, enero-marzo, 2016, pp. 83-96. Universidade Nove de Julho. São Paulo, Brasil
- BRASIL. Decreto-lei n 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações**.
- BRASIL, CDVM. Lei Nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. **Altera e revoga dispositivos da Lei, (6.404/1964)**. REPeC–Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade, ISSN, v. 8610, p. 410-428, 1981.
- BRAZ, Tatiana Priscila; ROMARO, Paulo. UMA BREVE ANÁLISE DOS INDICADORES FINANCEIROS DE EMPRESAS QUE PARTICIPARAM DE OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO. **Caderno de Administração. Revista da Faculdade de Administração da FEA**, v. 7, n. 1, 2013.
- BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2008. 1113 p.
- CAMARGOS, M. A. D; BARBOSA, Francisco Vidal. **Análise do desempenho econômico e financeiro e da criação de sinergia em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999**. Rege USP, Jun. 2005, vol 112, nº. 2, 99-115.

- CAMARGOS, M.A.D; Coutinho, E.S., 2008. A Teoria da Firma e a Fundamentação Teórica para Fusões e Aquisições: uma Análise de suas Interfaces. **RAC-Eletrônica**, 2(2).
- Camargos, M. & Barbosa, F. (2003). Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**, 10(2): 17-38.
- CONSELHO FEDERAL DA CONTABILIDADE, 2019. **Nova Estrutura do Balanço Patrimonial**. Disponível em: <https://cfc.org.br/tecnica/perguntas-frequentes/nova-estrutura-do-balanco/>. Acesso em: 09 de outubro de 2020.
- CONSELHO FEDERAL DA CONTABILIDADE, 2017. **Altera a NBC TG 26 (R4) que dispõe sobre apresentação das demonstrações contábeis**. D.O.U. de 22 de dezembro de 2017. Disponível em: [https://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2017/NBCTG26\(R5\)&arquivo=NBCTG26\(R5\).doc](https://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2017/NBCTG26(R5)&arquivo=NBCTG26(R5).doc). Acesso em: 28 de out. de 2020.
- CHILD, J.; FAULKNER, D.; PITKETHLY, R. **The management of international acquisitions**. Oxford: Oxford University Press, 2001.
- DEBASTIANI, Carlos Alberto; RUSSO, Felipe Augusto. **Avaliando empresas, investindo em ações: a aplicação prática da análise fundamentalista na avaliação de empresas**. Novatec Editora, 2008.
- FARIA NETO, Epitacio Monteiro de. **Análise Econômico-Financeira da Petrobras**. 2015. Trabalho de Conclusão de Curso. Universidade Federal do Rio Grande do Norte.
- FIPECAFI, Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis Atuarias e Financeiras. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações**: aplicável às demais sociedades. 6ª edição, São Paulo: Atlas, 2003
- FLICK, U. **Introdução à pesquisa qualitativa**. Tradução Joice Elias Costa. 3. ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.
- FRANKS, J.; HARRIS, R.; TITMAN, S. The post-merger share-price performance of acquiring firms. **Journal of Financial Economics**, v. 29, p. 81-96, 1991.
- ECONOMATICA (Brasil). **Economática**. 2020. Disponível em: <https://economática.com/>. Acesso em: 03 out. 2020.
- EUROMONITOR. **Euromonitor International**. Reino Unido. Disponível em: <https://www.portal.euromonitor.com/portal/statisticsevolution/index>. Acesso em 28 de out. 2020.
- ELLRAM, L. (1996). The use of the case study method in logistics research. **Journal of Business Logistics**. Oakbrook, Ill, v. 17, n. 2.
- G1. **Natura conclui a aquisição da The Body Shop**. 2017. Disponível em <https://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/natura-conclui-a-aquisicao-da-the-body-shop.ghtml>. Acessado em 09 de outubro de 2020.
- GAUGHAN, Patrick A. **Mergers, acquisitions, and corporate restructurings**. 3 ed. Nova York. John Wiley and Sons, 2002.
- GITMAN, LAWRENCE J. **Princípios de administração financeira**. rev. 2010.

GOMES, Fabrício Pereira; ARAÚJO, Richard Medeiros. Pesquisa Quanti-Qualitativa em Administração: uma visão holística do objeto em estudo. **Seminários em Administração**, 2005, 8, pp.1-11.

GUARITA, S. Fusões e aquisições no Brasil: evolução do processo. Empresários brasileiros devem se preparar para os processos de fusão e aquisição. **Revista FAE Business**, n. 3, set., 2002.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 10 ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

HABIBE, Marcelo Campos. **Aquisição de empresas na bolsa de valores: uma análise das empresas brasileiras**. Dissertação — Mestrado em Finanças e Economia Empresarial. 2006. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/341/2116.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acessado em: 13 set. 20.

IUDÍCIBUS, S. de. **Análise de balanços** (rev. e atual.). São Paulo: Atlas, 2017.

INFOMONEY. **Boa compra ou passo maior que a perna? Natura tenta justificar aquisição da The Body Shop**. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/negocios/boa-compra-ou-passo-maior-que-a-perna-natura-tenta-justificar-aquisicao-da-the-body-shop/>. Acesso em: 6 set. 2020.

INFOMONEY. **Aquisição bilionária de “irmã gêmea” pode levar à transformação da Natura – para pior**. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/colunistas/thiago-salomao/aquisicao-bilionaria-de-irma-gemea-pode-levar-a-transformacao-da-natura-para-pior/>. Acesso em 27 out. 2020

KING, D.; DALTON, D. R.; DAILY, C.; COVIN, J. Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. **Strategic Management Journal**, vol. 25. 2004.

KPMG. **Fusões e Aquisições - 4o trimestre 2018**. Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2019/02/br-fusões-e-aquisições-4-trim-2018.pdf>. Acesso em: 7 set. 2020.

KRUGMAN, P. R. e OBSTTFELD, M. **Economia internacional: teoria e política**. São Paulo: Makron Books, 2001.

JORDÃO, R. V. D.; SOUZA, A. A. Efeitos da cultura corporativa no sistema de controle gerencial pós-aquisição: um estudo de sucesso numa empresa brasileira. **Revista de Gestão**, 2005, v. 19, n. 1, p. 55-71, 2012.

LEMES JR., A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Rio de Janeiro, 2002. 698 p.

LIMA, José Willamy Lemos; SOUSA NETO, Dr. Jaime Martins de. ANÁLISE COMPARATIVA DE VIABILIDADEPRÉ E PÓS FUSÃO DA EMPRESA BRF (BRASIL FOODS). In: **Conexão Unifametro 2019: DIVERSIDADES TECNOLÓGICAS E SEUS IMPACTOS SUSTENTÁVEIS**, XV, 2019, Fortaleza. Disponível em: <https://doity.com.br/media/doity/submissoes/5da491b6-bb98-464b-8804-2c8843cda1d7-template-resumo-expandido-conexao19-brfpdf.pdf>. Acesso em: 27 ago. 2020.

LIMA, V.S., ILHA, H.F., SCALZER, R.S. e GALDI, F.C., Análise fundamentalista sob a perspectiva do analista de mercado: um estudo de caso na AES TIETÊ comparando os modelos de fluxo de caixa descontado e AEG Ohlson (1995). **GONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA**, 6. 2009.

MARION, José Carlos. **Análise das Demonstrações Contábeis: Contabilidade Empresarial**. São Paulo: Atlas, 2010.

MARTINS, E.; ASSAF NETO, A. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1990.

MATARAZZO, Dante C. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MATIAS, Alberto Borges. **Análise Financeira Fundamentalista de Empresas**. São Paulo: Atlas, 2009.

MIGUEL, P. A. C. Estudo de caso na engenharia de produção: estruturação e recomendações para sua condução. **Produção**, v. 17, n. 1, Jan./Abr. 2007, p.216-229.

MILTERSTEINER, M. R. **A validade estatística do uso de índices fundamentalistas no mercado de capitais brasileiro: um estudo aplicado ao setor bancário**. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção). Curso de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003. Disponível em: <http://www.tede.ufsc.br/teses/PEPS3633.pdf>. Acesso em 12 set. 2020.

MINAYO, M. C. de S. (Org.). **Pesquisa social: teoria, método e criatividade**. 2. ed. Petrópolis, RJ: Vozes, 1994.

MINTZBERG, H., QUINN, J. B. **O processo de estratégia**. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MORANTE, A. S. **Análise das Demonstrações Financeiras**. São Paulo: Atlas, 2007.

MORESI, Eduardo. **Metodologia da Pesquisa**. Brasília: UCB, 2003.

NADLER, David A.; LIMPET, Terry. **Administração da dinâmica das aquisições: como passar com sucesso da decisão à integração**. Arquitetura Organizacional. Rio de Janeiro: Campus, 1994.

NATURA & CO. **Relação com investidores**. Disponível em: <https://ri.naturaeco.com/pt-br/informacoes-financeiras/>. Acesso em: 07 set. 2020.

NUNES, Eduardo Peçanha; VIEIRA, Fernando de Oliveira. Fusões e aquisições de empresas no Brasil: administrando o choque entre culturas organizacionais distintas. In: **SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA**, V., 2008, Resende. Anais. Resende: Seget, 2008. p. 1-15. Disponível em: https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos08/438_438_artigo_fusoes%20e%20aquisicoes%20seget.pdf. Acesso em: 06 set. 2020.

PALEPU, Krishna G.; BERNARD, Victor L.; HEALY, PAUL M. Business analysis & valuation: using financial statements: text and cases. **Cincinnati: South-western college publishing**, 2000

PATROCÍNIO, M.R., KAYO, E.K. and KIMURA, H., 2007. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **Revista de Administração**, 42(2), pp.205-215.

- PENMAN, Stephen H. **Financial statement analysis and security valuation**. 2. ed. Boston: Irwin Mc Graw Hill, 2004
- PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2007.
- RAPPAPORT, Alfred. **Creating shareholder value: a guide for managers and investors**. 2nd Edition, New York: The Free Press, 1998.
- ROSS, Stephen A. *et al.* **Fundamentos de administração financeira**. AMGH Editora, 2013
- JORDÃO, Ricardo Vinicius Dias, e SOUZA, Artur de Souza. **Efeitos da cultura corporativa no sistema de controle gerencial pós-aquisição: um estudo de sucesso numa empresa brasileira**. REGE - Revista de Gestão 19.1 (2012): 55-71.
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFE, Jeffrey F. **Administração Financeira: Corporate Finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- REIS, N. R.; CARVALHO, F.; FERREIRA, J. V. **Um panorama de três décadas de pesquisas de Fusões e Aquisições**. *Revista Ibero-Americana de Estratégia – RIAE*. Vol. 14, N. 2. 2015.
- RENATO PEZZOTTI (Brasil). Uol. **Natura e Body Shop se unem: marca vai sumir? muda algo para cliente?** 2019. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2019/04/20/natura-the-body-shop-operacoes-consumidor-como-fica.htm>. Acesso em: 07 set. 2020.
- SUEN, Alberto Sanyuan; KIMURA, Herbert. Fusão e aquisição como estratégia de entrada (entre mode) no mercado brasileiro. **Caderno de pesquisas em administração**, v. 2, n. 5, p. 53-60, 1997.
- TATIANA VAZ (Brasil). Exame. **O tamanho da Natura com a compra da The Body Shop**. 2017. Disponível em: <https://exame.com/negocios/o-tamanho-da-natura-com-a-compra-da-the-body-shop/>. Acesso em: 07 set. 2020.
- THE BODY SHOP. **Quem somos (nossa história)**. Disponível em: <https://www.thebodyshop.com.br/>. Acesso em: 07 set. 2020.
- TRICHES, Divanildo. Fusões, aquisições e outras formas de associação entre empresas no Brasil. **Revista de Administração**. São Paulo: FEA/USP, v.31, n.1, p.14-31, jan./mar. 1996.
- UOL. **Natura e Body Shop se unem: marca vai sumir? Muda algo para cliente?**. Disponível em <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2019/04/20/natura-the-body-shop-operacoes-consumidor-como-fica.htm?cmpid=copiaecola>. Acesso em: 27 de out. 2020.
- SILVA, J. P. da. **Análise financeira das empresas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2001
- SINGH, Harbir; MONTGOMERY, Cynthia A. Corporate acquisitions strategies and economic performance. **Strategic Management Journal**, Chichester, v.8, n.4, p.377-386, July/Aug. 1987.
- STATUS INVEST. **NTCO3 - NATURA & CO HOLDING S.A**. Disponível em <https://statusinvest.com.br/acoes/ntco3>. Acesso em: 30 de out. 2020.
- VEJA. **Brasil perde posição no consumo de cosmético, mas setor avança**. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/economia/brasil-perde-posicao-no-consumo-de-cosmetico-mas-setor-avanca/>. Acesso em: 28 de out. 2020.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

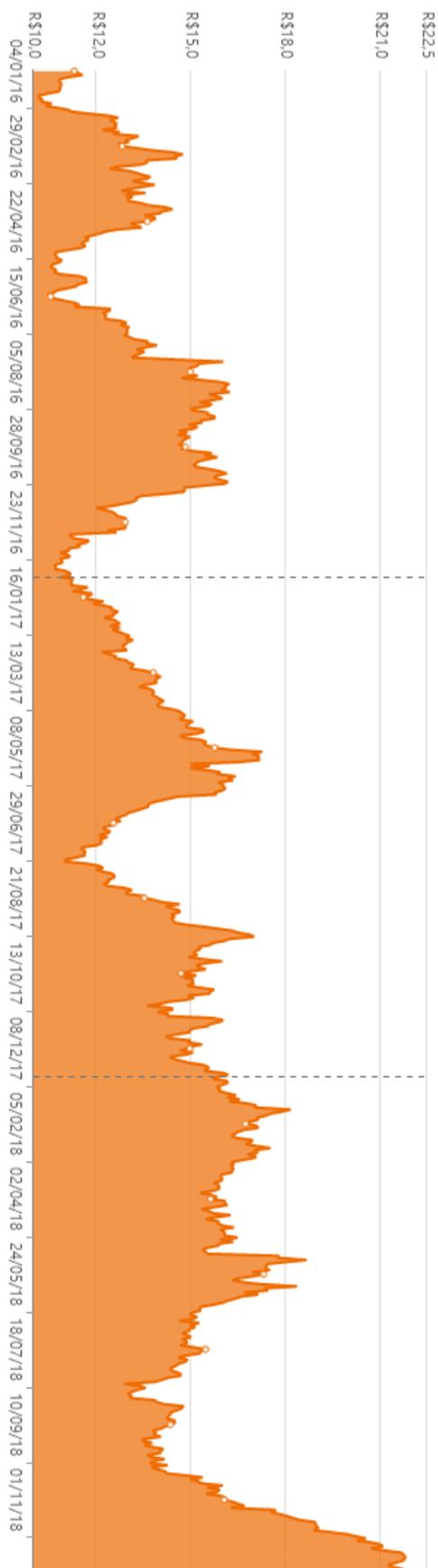
VERMUELEN, F.; BARKEMA, H. Learning through Acquisitions. **Academy of Management Journal**. Vol. 44, ° 3, pp. 457-476. 2001.

VIEIRA, C.B.H.A., VERDE, I.D.O.L., BEZERRA, R.L., RODRIGUES, P.N. e ISMAEL, V.S., 2012. Índices de rentabilidade: um estudo sobre os indicadores ROA, ROI e ROE de empresas do subsetor de tecidos, calçados e vestuários listadas na BOVESPA. **Congresso Virtual Brasileiro de Administração**. v. 8

WELTER, Elisa; OBERGER, Rosimeri; VANZELLA, Cezar Roberto. A demonstração do valor adicionado–DVA: um estudo de caso de uma cooperativa de eletrificação e desenvolvimento econômico. **Revista de Ciências Empresariais da UNIPAR**, v. 6, n. 2, 2005.

WESTON, J. Fred; SIU, Juan A.; JOHNSON, Brian A. **Takeovers, restructuring & corporate governance**. 3 ed. New Jersey: Prentice-Hall, 2001

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000. 1030 p.

ANEXO A – Valor das ações negociadas

Fonte: Status Invest (2020).