

**Maestría en Finanzas y Control (CFO)**

**Título del Trabajo Final: Valuando una empresa del BRIC – Caso  
Natura Cosméticos S.A.**

**Autor: Opazo Cecilia Graciela**

**Director del Trabajo Final: Leal Martín**

**Grado obtenido del Director: Magíster en Finanzas**

**Institución a la que pertenece: Universidad del CEMA**

**Cohorte: 34**

**Fecha de entrega: 18/08/2015**

## **1. ABSTRACT**

In this paper we performed the valuation of Natura Cosmetics SA which operates in the CFT (Cosmetics, Fragrances and Toiletries) industry in Latin America, being its main market Brazil (BRIC member country).

Through this actual case, the difficulties and peculiarities of emerging markets in the valuation of assets were raised. This calls for adjustments to valuation methods already known and widely used in companies operating in developed markets.

Despite these difficulties, these businesses have characteristics that are attractive to analyze. At present investments in emerging markets are increasingly drawing the attention of investors as an interesting alternative that would improve the performance of their portfolios.

For all the above mentioned the purpose of this paper is to analyze the most appropriate method of valuation for these businesses, through an actual case study. By analyzing the business (with public financial information, company prospects disclosed by management, industry trends, economic, social and political life of the countries in which it operates), future projections were made for a period explicit than 10 years and then a terminal value to a constant growth rate. The base case was supplemented considering two scenarios: "best case" and "worst case" to analyze the degree of influence of key variables (endogenous and exogenous) on the outcome of the valuation.

Properly valuing a company operating in emerging markets allows to make better investment decisions, demand an adequate return for the risk assumed and determine if the company is creating value for its shareholders. Through the analysis and comparison of the results from this assessment against the company's current market price (Bovespa) work was concluded with recommendations to potential investors and company executives.

## INDICE

<b>2. OBJETIVO GENERAL .....</b>	<b>4</b>
<b>3. OBJETIVO PARTICULARES .....</b>	<b>4</b>
<b>4. ESTADO ACTUAL DEL CONOCIMIENTO .....</b>	<b>5</b>
<b>5. MARCO TEÓRICO .....</b>	<b>10</b>
5.1. ¿POR QUÉ VALUAR UNA EMPRESA? .....	10
5.2. MODELOS DE VALUACIÓN.....	11
5.2.1. VALUACIÓN RELATIVA Y ABSOLUTA.....	11
5.2.2. COMPARACIONES: ELEMENTOS A FAVOR Y ELEMENTOS EN CONTRA DE CADA MODELO.....	12
5.3. VALUACIÓN POR EL MÉTODO DE FLUJO DE FONDO DESCONTADOS (DCF) .....	14
5.3.1. FLUJOS DE CAJA (CASH FLOWS).....	14
5.3.2. TASA DE DESCUENTO.....	15
5.3.3. PROYECCIÓN: PERÍODO EXPLÍCITO, VALOR TERMINAL Y TASA DE CRECIMIENTO .	21
5.3.4. MODELOS DE DESCUENTO DE FLUJO DE FONDOS .....	22
5.3.5. CAPM EN MERCADOS EMERGENTES.....	24
5.4. MÉTODO DE VALUACIÓN UTILIZADO EN EL PRESENTE TRABAJO .....	26
<b>6. MARCO METODOLÓGICO .....</b>	<b>26</b>
<b>7. ESTUDIO DE CASO .....</b>	<b>27</b>
7.1. ANÁLISIS DEL NEGOCIO .....	27
7.1.1. PERFIL GENERAL DE LA REGIÓN Y DEL SECTOR .....	27
7.1.2. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA.....	31
7.1.3. ANÁLISIS FODA.....	34
7.1.4. MODELO DE NEGOCIO .....	36
7.1.5. MODELO COMERCIAL.....	41
7.1.6. ESTRATEGIA.....	43
7.2. INFORMACIÓN ECONÓMICA FINANCIERA.....	45

---

7.3.	VALUACIÓN .....	51
7.3.1.	PROYECCIONES.....	51
7.3.2.	CÁLCULO DEL WACC.....	58
7.3.3.	RESULTADO DE LA VALUACIÓN.....	61
7.3.4.	ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD Y PROYECCIÓN DE ESCENARIOS.....	61
<b>8.</b>	<b>CONCLUSIÓN.....</b>	<b>63</b>
<b>9.</b>	<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>65</b>
<b>10.</b>	<b>FUENTES .....</b>	<b>67</b>
<b>11.</b>	<b>ANEXOS.....</b>	<b>68</b>
11.1.	ANEXO I: CÁLCULO DE LOS CASH FLOWS .....	68
11.2.	ANEXO II: FÓRMULAS – MODELOS DCF .....	69
11.3.	ANEXO III: ANÁLISIS FODA.....	70
11.4.	ANEXO IV: MODELO DE NEGOCIO .....	71
11.5.	ANEXO V: ESTRATEGIA.....	72
11.6.	ANEXO VI: INDICES FINANCIEROS Y ECONÓMICOS (HISTÓRICOS Y PROYECTADOS)...	73
11.7.	ANEXO VII: DETALLE PROYECCIÓN VENTAS .....	75
11.8.	ANEXO VIII: DETALLE CÁLCULO BETA .....	76
11.9.	ANEXO IX: CÁLCULO WACC.....	77
11.10.	ANEXO X: RESULTADO DE LA VALUACIÓN.....	78
11.11.	ANEXO XI: ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....	79
11.12.	ANEXO XII: ESCENARIO: OPTIMISTA Y PESIMISTA.....	82

## 2. OBJETIVO GENERAL

A través de un estudio de caso se realizó la valuación de la empresa Natura Cosméticos S.A. a los efectos de analizar y proponer el método de valuación más apropiado a utilizar en este tipo de organización (teniendo en cuenta que la empresa opera en países emergentes y cotiza un porcentaje de sus acciones en el Bovespa).

## 3. OBJETIVO PARTICULARES

Para alcanzar el objetivo general mencionado en el apartado anterior, se determinaron los siguientes objetivos particulares:

- Conocer el concepto de valuación, señalando los métodos más usuales existentes en la actualidad (sus similitudes y diferencias, críticas realizadas por distintos autores).
- Describir los aspectos relevantes de la empresa (características generales, modelo de negocio, industria, competidores, clientes, etc.).
- Realizar un análisis económico-financiero a través de distintos ratios para determinar cómo ha sido su desempeño y evaluar las proyecciones futuras del negocio.
- Hallar el método más apropiado de valuación (teniendo en cuenta que la empresa opera en un país emergente) y realizar posteriormente la valuación de la empresa Natura Cosméticos S.A.
- Elaborar una conclusión en relación al mecanismo utilizado y los resultados obtenidos.

## 4. ESTADO ACTUAL DEL CONOCIMIENTO

Las finanzas, tema de investigación del presente trabajo, fue desarrollado por diferentes autores a lo largo de los más de 100 años desde que esta disciplina ha nacido como disciplina autónoma.

La evolución temporal que tuvo está íntimamente relacionada con los hechos económicos, políticos y sociales ocurridos durante el siglo pasado. Los distintos textos académicos coinciden en señalar dos grandes enfoques a lo largo del desarrollo de las finanzas. Un primer enfoque correspondiente a la primera mitad del siglo XX llamado “enfoque tradicional” y un segundo enfoque desarrollado durante la segunda mitad del siglo, denominado “enfoque moderno” (Fernández López, Rodríguez Sandías, 2007).

El libro *Finanzas en Administración* (1988) de los autores Fred Weston y Thomas Copeland en su 8ª edición presenta los desarrollos más importantes existentes en el campo de las finanzas. El objetivo de la obra es presentar lo más avanzado de la teoría financiera para que esta pueda ser una guía en la toma de decisiones financieras. Entre los temas desarrollados se encuentran: valor del dinero a través del tiempo, presupuesto de capital, tasas de descuento, herramientas para el pronóstico financiero, toma de decisiones bajo incertidumbre, medición de la valuación, política de dividendos, análisis de fusiones, reorganizaciones y quiebras.

Las finanzas corporativas es el área específica dentro de las finanzas que se ocupa de las decisiones financieras que deben tomar las empresas. Dentro de esta área existen numerosos aportes de distintos autores que contribuyeron al desarrollo constante de la materia.

Stephan A. Ross en su obra *Finanzas Corporativas* 8ª edición (2009) reconoce el avance vertiginoso tanto de la teoría como de la práctica de las finanzas y por ello con la creación de este libro buscó estar a la altura de la realidad que viven las empresas en

la actualidad. Tuvo como objetivo aplicar los fundamentos de la teoría de las finanzas corporativas modernas sobre ejemplos contemporáneos, señalando que muchos de los ejemplos brindados se han desarrollado fuera de los Estados Unidos.

Por su parte, Brealey y Myers en la 9° edición del libro *Principios de Finanzas Corporativas* (2010) desarrolla una de las obras más reconocidas de nuestro siglo donde describe la teoría y práctica de las finanzas corporativas. El libro está dirigido tanto a estudiantes de administración financiera como a todas las personas que se desempeñan como administradores financieros. Los autores buscaron comprender qué hace un administrador financiero y por qué, como así también lo que debería hacer para incrementar el valor de una compañía.

En la 3° edición del libro *Finanzas Corporativas* (2011) los autores John Graham, Scott Smart y William Megginson buscaron crear un libro focalizado en temas vanguardistas fundamentado en la teoría moderna. Se presentan una amplia gama de temas desde los conceptos clásicos de las finanzas corporativas hasta las nuevas teorías emergentes, de forma tal que el lector pueda entender cómo funciona la administración financiera en las organizaciones reales.

Aswath Damodaran es un reconocido académico y referencia internacional en el mundo de las finanzas corporativas y valuación de empresas. En su libro *Applied Corporate Finance* 3a edición (2011) el autor indica que la teoría y los modelos que de ella se derivan deben ofrecer las herramientas para entender, analizar y resolver problemas reales. Estructura su libro de finanzas corporativas en tres tópicos: las decisiones de inversión, financiación y dividendos. Basado en estos tres tópicos, desarrolla en cada capítulo temas como tasa de descuento, rentabilidad, combinación óptima de deuda y *equity* para maximizar el valor de la empresa, política de dividendos, etc.

Buscando acercar la teoría a la realidad latinoamericana, Guillermo L. Dumrauf creó el libro *Finanzas Corporativas, un enfoque latinoamericano* 3ª edición (2013). En esta

obra, el autor tuvo como objetivo ayudar a aquellas personas que se desempeñan como directivos financieros y a los alumnos que serán futuros directivos a que puedan tomar mejores decisiones. A lo largo del libro pueden apreciarse gran cantidad de casos reales que el autor transmite gracias a su experiencia como consultor profesional.

Relacionado con el objeto de estudio del presente trabajo (valuación de empresas), existen varios libros reconocidos en el ámbito que han aportado grandes avances en la materia.

Como se mencionó en esta sección, Aswath Damodaran es un reconocido profesional en el área de las finanzas corporativas y especialmente en temas de valuación de empresas. Un precepto fundamental que posee su libro *On valuation Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (1994) es que es posible estimar el valor de la mayoría de los activos existentes, a través de sus fundamentos financieros. En el largo plazo, el mercado no se desvía de este “verdadero” valor. En su obra presenta una amplia variedad de modelos de valuación que puede aplicar cualquier analista, explicando las fortalezas, debilidades y temas a tener en cuenta en cada caso.

Continuando con el mismo autor, el libro *Investment Valuation* (1996) ofrece distintas herramientas para la valoración de acciones, bonos, opciones y futuros. En la aplicación de los modelos de valuación en la vida real utiliza como referencia el CAPM para el cálculo del riesgo y el beta como medida de riesgo.

El libro *The Dark Side of Valuation* 2a edición (2010) es otra interesante obra del autor Aswath Damodaran. La primer edición de este libro se escribió cuando se producía el boom de las “punto com”. Damodaran explica que la oscuridad se produce cuando los analistas se ven tentados a abandonar las herramientas y los criterios básicos de valoración para recurrir a técnicas empíricas o con un rigor dudoso para realizar valuaciones. Esta obra se centra en analizar aquellas empresas que son difíciles de



valuar (empresas tecnológicas jóvenes, empresas financieras, empresas con alto porcentaje de activos intangible, empresas en declive, etc.)

Pablo Fernández en su libro *Valoración de Empresas* (1999) proporciona los conocimientos necesarios para comprender y poder utilizar los distintos métodos de valoración, de forma tal de tener las herramientas para poder analizar y valorar cualquier tipo de empresa, ya sea simple o compleja. Para ello también acompaña a la teoría gran cantidad de ejemplos.

Luis E. Pereiro en su libro *Valuation of Companies in Emerging Markets* (2002) presenta un análisis práctico sobre valuación de empresas en mercados emergentes. Debido a que las posibilidades de generar adquisiciones y/o fusiones en los mercados desarrollados están disminuyendo gradualmente, los mercados emergentes se presentan como una gran oportunidad para ampliar y fortalecer el negocio de las compañías. Sin embargo, debido a las características propias de estos mercados primero es necesario analizarlos y entenderlos. Para ello, el autor se plantea cuestiones tales como qué ajustes deberían realizarse para adaptar los métodos tradicionales a este tipo de mercado o dónde obtener datos financieros fiables.

Tom Copeland, Tim Koller y Jack Murrin en su libro *Valoración, medición y gestión del valor* (2004) señalan que el fin al crear esta obra fue que la misma funcione como un manual práctico de aplicación. Buscan clarificar las vinculaciones existentes entre la estrategia y las finanzas y está pensado para ser utilizado por directivos empresariales, profesionales dedicados a las finanzas corporativas e inversores, gestores de carteras y analistas financieros. Los tres autores poseen vasta experiencia asesorando a empresas de distinta índole en distintos países, experiencia que ha sido volcada en este libro ayudando al lector a comprender con mayor claridad los temas y relacionar la teoría con la práctica.

Alberto Olivieri desde su experiencia personal en distintas empresas y sobre todo como director económico financiero de Repsol YPF explica en su libro *Cuánto Vale una Empresa* (2005) el proceso de análisis de una compañía para poder determinar su valor. La obra abarca tanto la interpretación y análisis de la información contable-financiera, legal, fiscal, calidad del *management* como los distintos métodos de valuación utilizados en la actualidad.

Otra obra que desarrolla la valuación de empresas basándose en el análisis de los estados financieros es *Análisis y valuación de negocios* (2005) de los autores Krishna Palepu, Paul Healy y Victor Bernard. A lo largo del libro, se desarrolla un marco conceptual para el análisis y valuación de negocios con la información de los estados financieros y cómo estos deben aplicarse para la toma de decisiones.

*Investment* (2009) es un libro creado por los autores Bodie, Kane y Marcus. Las distintas ediciones de este libro (ocho hasta el año 2009) demuestran el compromiso de los escritores de acompañar con una teoría apropiada y coherente, la constante evolución de la realidad financiera. Ha sido diseñado principalmente como apoyo en los cursos de análisis de inversiones. Presenta las principales cuestiones que preocupan a todos los inversores (CAPM, APT, hipótesis de mercados eficientes, entre otros) de manera clara y sencilla, vinculando la teoría a la práctica y utilizando para este fin, la vasta experiencia profesional de los autores.

El libro *Financial Modeling* (2008) del autor Simon Benninga ofrece una excelente combinación entre teoría e implementación de la misma a través del uso del Excel. Excel es una de las herramientas computacionales más utilizadas en el campo de las finanzas. A través de su obra explica temas como los modelos de finanzas corporativas, *portfolio manager*, opciones, bonos, etc. En cada una de las ediciones, Benninga ha ido ampliando la cantidad de explicaciones y aplicaciones.

## 5. MARCO TEÓRICO

### 5.1. ¿POR QUÉ VALUAR UNA EMPRESA?

Previo a conocer las diferentes metodologías de valuación de empresas, es preciso poder entender para qué es necesario realizar una valuación y cómo puede utilizar la información obtenida un director financiero.

“El trabajo más importante de un administrador financiero es crear valor a partir de las actividades de presupuestos de capital, de financiamiento y de capital de trabajo neto” (Ross, Westerfield, Jaffe, 2009:3). Si este es el mandato, es necesario comprender qué implica la tarea de crear valor. Tim Koller en su libro *Value* (2010) menciona cuatro pilares para la creación de valor. En primer lugar una empresa crea valor cuando puede crecer y a su vez generar retornos positivos; como segundo pilar, debe saber que lo importante para generar (y por lo tanto, poder medir) valor son los flujos de fondos generados. En tercer lugar es imprescindible aplicar una correcta política de comunicación externa a fin de evitar la creación de falsas expectativas en los inversores. Por último menciona que el valor de una empresa dependerá de quién la maneje y las políticas que aplique. De esta idea se deriva que las compañías deberían estar dirigidas por el “mejor dueño” (aquel que puede impactar efectivamente sobre los flujos de fondos e incrementarlos al máximo) (Koller, 2010).

Como se ha expuesto, el objetivo de una compañía es crear valor la pregunta ahora sería para qué crear ese valor. “(...) las empresas prosperan cuando crean valor económico real para sus accionistas” (Copeland, Koller, Murrin, 2004:9). Esta idea de creación de valor ha tenido varias críticas al ser comparada con visiones más amplias en donde se incluye no solo al accionista (como beneficiario de esta creación de valor) sino también a la sociedad en general (medio ambiente, empleados, responsabilidad social, etc.). Si bien es cierto que una empresa no responde solo a sus accionistas, si esta crea valor para ellos, también estará creando valor para la economía en general y

todos los actores interesados (*stakeholders*). Más allá del debate, lo que es necesario tener en claro es que una empresa que no esté direccionada hacia el objetivo de creación de valor, está condenada a la crisis (Copeland, Koller, Murrin, 2004).

Por último, saber lo que vale un activo y qué variables determinan ese valor es fundamental para poder tomar decisiones correctas, ya sea al elegir los activos que formarán un portafolio de inversión, decidir el precio apropiado al momento de vender o comprar un activo, en la toma de decisiones estratégicas dentro de una empresa (decisiones de inversión, de financiación, políticas de dividendos, etc.) (Damodaran, 1994).

## 5.2. MODELOS DE VALUACIÓN

### 5.2.1. VALUACIÓN RELATIVA Y ABSOLUTA

Una vez expuesto el concepto de creación de valor y el propósito de realizar una valuación, es preciso indicar que no existe una sola forma de poder medir el valor. Pueden aplicarse distintos métodos y técnicas según el tipo de empresa, su entorno y el objetivo que se busca al realizar la valuación.

Los métodos pueden clasificarse en dos grupos (Damodaran, 1994):

- Valuación absoluta: dentro de este grupo se encuentra la valuación por descuento de flujos de fondos (DCF por sus siglas en inglés).
- Valuación relativa: dentro de este grupo se encuentra la valuación por múltiplos.

La valuación por descuento de flujos de fondos se basa en la regla del valor presente, es decir, un activo vale los flujos de fondos que generará en el futuro, descontados a una tasa que refleje el costo de oportunidad y el riesgo implícito en la inversión. Al realizar una valuación relativa, el valor de un activo se compara con el valor de mercado de activos similares. Para poder compararlos se utiliza una variable común (por ejemplo ganancias, ventas, *cash flows*, valor libro, etc.) que permite crear los llamados ratios o

múltiplos. Una vez obtenido el ratio o múltiplo de los activos comparables se contrasta con el activo a valorar y se determina si este último se encuentra sobre o sub-valorado.

### **5.2.2. COMPARACIONES: ELEMENTOS A FAVOR Y ELEMENTOS EN CONTRA DE CADA MODELO**

El método de descuento de flujo de fondos se basa en dos pilares: los flujos de fondos y la tasa de descuento. Si una empresa posee flujos de fondos positivos y la proyección de estos flujos para períodos futuros puede estimarse con cierta confiabilidad al igual que su tasa de riesgo, entonces este método ofrecerá una valuación sencilla y un alto grado de confianza en su resultado final.

Sin embargo, existen casos donde el método DCF no se ajusta con facilidad, por ejemplo:

- Empresas con problemas que poseen flujos de cajas negativos donde la aplicación del valor presente arrojará un valor negativo y por consiguiente la valuación no tendrá utilidad.
- Empresas cíclicas con flujos de fondos dependientes de los ciclos económicos donde las proyecciones son más dificultosas y menos confiables.
- Empresas que poseen activos inutilizados o subutilizados ya que este método refleja el valor del conjunto de activos que posee la empresa que generan flujos de caja. Es decir, si la empresa posee activos que no generan flujos, la valuación no tendrá en cuenta el valor de estos activos. Sin embargo, el problema puede ser resuelto considerando que estos activos son utilizados de manera óptima.
- Empresas que poseen patentes o licencias debido a que los flujos que pueden generar estos activos serán determinantes en la valuación de empresas que los posean, pero la ocurrencia de estos flujos están acompañados de un alto grado de incertidumbre. Aplicar el modelo DCF combinado con un modelo de valuación de opciones es una forma de subsanar el problema.

- Empresas en procesos de reestructuración o adquisiciones. En estas compañías, variables determinantes (ventas y adquisiciones de activos, estructura de capital, política de dividendos, etc.) están sufriendo importantes cambios afectando de manera directa las proyecciones de los flujos de fondos y del riesgo. Es por ello que al realizar la valuación, todos los nuevos cambios deben ser incorporados en las estimaciones, teniendo en cuenta que la información histórica será poco representativa del futuro.
- Empresas que no cotizan públicamente debido a que la gran mayoría de los modelos utilizados para estimar la tasa de descuento precisan de las cotizaciones de precio históricas. Una forma de subsanar el problema es utilizar los datos de empresas comparables que posean cotización pública o relacionar las medidas de riesgo con datos contables propios de la compañía (Damodaran, 1994).

La valuación por múltiplos se destaca por su sencillez y rapidez. Es útil cuando existe un gran número de empresas comparables y el mercado (en promedio) está valuando correctamente a estas empresas. Pero existen problemas para aplicar este método en aquellas empresas únicas, es decir, donde encontrar comparables no es una tarea sencilla. De hecho, buscar empresas comparables es una tarea que posee un alto grado de subjetividad, y por consiguiente el resultado final será muy diverso según quién emprenda la tarea de valuación.

Si bien, ambos métodos poseen un grado de subjetividad, el método de flujos de fondos descontados obliga al analista a ser más explícito en los supuestos que llevaron al valor final de su valuación, en comparación con la valuación por múltiplos. Cuando se realiza una valuación absoluta, el profesional basa su valuación en el valor intrínseco del activo. En una valuación relativa deposita su confianza en el mercado.

Al comparar los métodos podemos observar que la valuación relativa es más sencilla y rápida que la valuación absoluta. Sin embargo la valuación relativa posee un supuesto que es importante tener presente: asume implícitamente que el activo en cuestión no

---

está correctamente valuado por el mercado mientras que sí lo están los activos comparables que se utilizan como referencia.

### 5.3. VALUACIÓN POR EL MÉTODO DE FLUJO DE FONDO DESCONTADOS (DCF)

Como se indicó anteriormente, este modelo determina el valor de la empresa mediante la estimación de los futuros flujos de fondos, descontándolos a una tasa que refleje el costo de oportunidad y el riesgo de la inversión.

Para aplicar el modelo se debe emplear la siguiente fórmula:

$$P = \frac{FF_1}{(1+r)^1} + \frac{FF_2}{(1+r)^2} + \frac{FF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{VT}{(1+r)^n}$$

Siendo:

P = Valor de la empresa en el momento hoy

FF = Flujos de fondos generados por la empresa en los distintos períodos

VT = Valor terminal

R = Tasa de descuento

Existen distintos tipos de métodos de valuación basados en el descuento de flujos de fondos. Todos los métodos aplican la expresión matemática indicada anteriormente pero varían según las características de los *inputs* que se utilicen en cada caso.

#### 5.3.1. FLUJOS DE CAJA (CASH FLOWS)

“El beneficio es sólo una opinión, pero el *cash flow* es un hecho” (Fernández, 1999:143). El beneficio que obtiene la empresa es una medida basada en el criterio de devengado donde las operaciones se registran en el momento en que se producen, más allá de si existió o no erogación de dinero. Analizar la empresa en cuanto a creación o destrucción de valor según el beneficio o resultado obtenido sería erróneo ya

que además de registrarse por el criterio de devengado, los contadores llegan a ese importe teniendo en cuenta una serie de normativas y principios contables.

El *cash flow* o flujo de caja se obtiene realizando ajustes al resultado o beneficio contable de forma tal de poder acercarse a una medida más real sobre la creación o destrucción del valor. La proyección de los flujos de caja es un uno de los *inputs* más importantes en la valuación por DCF.

Existen tres flujos de fondos básicos: el flujo de fondo libre (*free cash flow*), el flujo de efectivo total (*capital cash flow*) y por último el flujo de efectivo para los accionistas (*equity cash flow*). El *free cash flow* (FCF) es el flujo de fondos generado por las operaciones, después de impuestos, sin tener en cuenta el endeudamiento de la empresa. El *capital cash flow* (CCF) a diferencia del anterior, tiene en cuenta la estructura de financiamiento y por lo tanto, el ahorro fiscal que producen los intereses. Es el flujo de fondos disponible para los poseedores de deuda y para los accionistas. El *equity cash flow* (ECF) es el flujo de fondos disponible para los accionistas, una vez descontado el pago de intereses y las variaciones de deuda.

En el anexo I puede observarse el cálculo de cada uno de los *cash flow* comentados.

### 5.3.2. TASA DE DESCUENTO

El otro pilar importante al momento de realizar una valuación por DCF es la tasa de descuento. Esta tasa debe reflejar el costo de oportunidad y el riesgo de la inversión. La tasa utilizada se denomina en inglés WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), la cual es un promedio ponderado del costo de la deuda ( $K_d$ ) y del costo del capital o *equity* ( $K_e$ ). Su fórmula se define como:



$$WACC = \frac{K_e \cdot E}{(E + D)} + \frac{K_d \cdot D}{(E + D)} \cdot (1 - T)$$

Donde

Ke: Costo del *Equity*

E: *Equity*

D: Deuda

Kd: Costo de la Deuda

T: *Tax* (tasa de impuestos a las ganancias)

Como puede observarse en la fórmula, el costo de la deuda y del *equity* se pondera según el peso relativo que la deuda y el *equity* tienen dentro de la estructura de capital. A su vez, como la deuda paga intereses y estos disminuyen el importe de impuesto a las ganancias a pagar (escudo fiscal), al costo de la deuda se le detrae la tasa del impuesto. Tener en cuenta que a fines del cálculo, se considerará este escudo fiscal siempre y cuando la empresa genere ganancias netas sujetas al impuesto.

Las ponderaciones de la deuda (D) y del *equity* (E) deben realizarse utilizando valores de mercado en lugar de los valores contables que indican los balances de la compañía. Esto se debe a que la tasa de descuento (WACC) es una tasa que debe reflejar el costo futuro de la empresa y los valores de mercado son una mejor aproximación de las perspectivas futuras.

### **COSTO DE LA DEUDA**

Este costo mide cuánto le significaría actualmente a la empresa tomar nuevos préstamos para financiar sus operaciones. El mismo debe estar en función del riesgo que los acreedores de deuda perciben en relación a la empresa. Es decir, se debe medir el riesgo de incumplimiento específico de la empresa.

Damodaran en su libro *On Valuation* (1994) indica que este riesgo de impago está en función de dos variables: la capacidad de la empresa para generar flujos de fondos y sus obligaciones financieras (capital e intereses). Por ejemplo, a mayor capacidad de generación de flujos de fondos, menor es el riesgo y viceversa; a mayor estabilidad o menor incertidumbre en la generación de estos flujos, menor riesgo y viceversa. A su vez, estos flujos deben analizarse en conjunto con el monto total de obligaciones financieras que posee la empresa.

La medida más utilizada para medir el costo de la deuda de una compañía es la calificación de los bonos que emite. Esta calificación la realiza una agencia de calificación independiente siendo las más reconocidas y con mayor influencia en el mercado Standard & Poor's y Moody's.

Cada calificador tiene una escala propia, pero en general, se utilizan letras para realizar la valoración. Una letra AAA o Aaa es la calificación más alta, indicando que el riesgo de impago es bajo. Calificaciones debajo de BBB hasta D demuestran una calificación menor y por consiguiente, el riesgo de *default* es mayor.

Si bien, la medida más utilizada es la comentada, no todas las empresas poseen esta calificación pública (empresas privadas, pequeñas, etc.). En estos casos, las alternativas son:

- Tomar como costo de deuda la tasa que la empresa paga por los préstamos bancarios más recientes.
- Realizar una calificación propia. Para ello se debe obtener la tasa de riesgo (*spread default*) que utilizan las compañías calificadoras en su rating crediticio y el ratio de cobertura de intereses (EBIT/intereses pagados) que poseen en promedio las empresas que conforman cada categoría. Luego calcular el ratio de cobertura de intereses de la empresa a analizar y así obtener la tasa (*company default spread*) que le correspondería según su riesgo.

## COSTO DEL CAPITAL

A diferencia del costo de la deuda, el costo del capital en primer lugar, es un costo implícito que no puede ser observado de forma directa. En segundo lugar, este costo puede no ser el mismo para todos los inversores ya que depende del grado de aversión al riesgo que posea cada uno (Damodaran, 1996).

Para poder calcular este costo, se han creado distintos modelos económicos, los cuáles obviamente, son una representación simplificada de la realidad. “Tenemos que simplificar a fin de interpretar lo que sucede a nuestro alrededor, pero también debemos saber cuánta fe podemos depositar en cada modelo” (Brealey Myers, 2010:217)

El modelo más aceptado y utilizado en la práctica (con sus defectos y virtudes) es el CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) que fue desarrollado por William Sharpe en 1964. Basado en una serie de supuestos (los inversores son aversos al riesgo y por lo tanto exigirán mayor retorno al asumir mayor riesgo, poseen expectativas homogéneas sobre el retorno y riesgo de los activos, pueden prestar y pedir prestado a la tasa libre de riesgo, todos los activos son comercializables y perfectamente divisibles, no existen costos de transacción, no existen restricciones de ventas a corto), el CAPM indica que el riesgo de un activo puede ser medido por la covarianza de sus rendimientos con los rendimientos del mercado. Esta medida se conoce como la beta del activo (Damodaran, 1994)

La fórmula del CAPM es la siguiente:

$$K_e = \bar{r}_i = r_f + \beta_i \cdot (\bar{r}_m - r_f)$$

Siendo:

$r_f$  : Risk free rate (Tasa libre de riesgo)

$\beta_i$  : Beta

$\overline{r_m}$  : Rendimiento esperado del mercado

La tasa libre de riesgo, como su nombre lo indica, es aquella que por definición no tiene riesgo. El riesgo puede definirse como la probabilidad que el rendimiento esperado no sea igual al rendimiento real. Como la *risk free rate* no posee riesgo, su porcentaje mide el valor tiempo del dinero. En la vida real, esta tasa se suele asociar a la tasa que paga cada país por los bonos que emite, fundamentándolo en el supuesto de que cada estado puede recurrir a la emisión de moneda para pagar su deuda. Sin embargo, han existido casos donde esto no sucedió y el país se declaró en default.

Por otra parte, además del riesgo de insolvencia, existen otros riesgos que demuestran que esta tasa es solo real en la teoría (riesgo de inflación, riesgo de tipo de cambio, riesgo político, riesgo de reinversión). En la práctica se utiliza como aproximación la tasa del Bono del Tesoro Americano.

Otro de los *inputs* necesarios para calcular el costo del *equity* es la prima de mercado, entendida como la diferencia entre el rendimiento esperado del mercado y la tasa libre de riesgo. Basado en el supuesto de que todos los activos son comercializables y perfectamente divisibles, el mercado en el modelo CAPM se entiende como el conjunto de todos los activos disponibles. A su vez, como existen expectativas homogéneas, todos los inversores poseen el portafolio de mercado.

Al igual que con la tasa libre de riesgo, un mercado formado por todos los activos del mundo es inexistente. En la práctica se utiliza para estimar el rendimiento futuro del mercado, el promedio de los rendimientos históricos del índice accionario S&P 500.

Así como la tasa libre de riesgo ( $r_f$ ) indica el valor tiempo del dinero, la prima de riesgo ( $\overline{r_m} - r_f$ ) señala el valor que el activo paga por riesgo. Por último la beta del activo ( $\beta$ ) es

una medida del riesgo que mide la sensibilidad de ese activo con respecto al portafolio del inversor (que como se mencionó, es el portafolio de mercado). En otras palabras, podemos interpretar la ecuación  $\beta(\overline{r_m} - r_f)$  como una expresión de Precio \* Cantidad donde  $(\overline{r_m} - r_f)$  es el precio del riesgo y  $\beta$  es la cantidad de riesgo asumido.

Para comprender el cálculo de la beta, primero es necesario analizar los dos tipos de riesgo que posee cualquier activo: riesgo propio o idiosincrático y riesgo de mercado o sistemático. El primero es un riesgo propio del activo que el inversor puede eliminar al diversificar su portafolio, el segundo es un riesgo imposible de eliminar y por lo tanto, solo por este tipo de riesgo el mercado pagará una prima.

El beta mide este riesgo de mercado que no puede ser eliminado al diversificar y que se obtiene aplicando la siguiente fórmula:

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)} = \frac{\sigma_{i,m}}{\sigma_m^2}$$

Donde:

$\sigma_{i,m}$ : Covarianza entre el activo y el mercado

$\sigma_m^2$ : Varianza del mercado

Tanto la varianza como la covarianza son medidas estadísticas. La varianza evalúa la volatilidad de los rendimientos de un valor. La covarianza mide la interrelación entre dos valores.

El beta del mercado es por definición uno. Un beta mayor a uno indica que en promedio el activo se mueve en la misma dirección que el mercado pero amplificando su variación. Un beta entre cero y uno indica que se mueve en la misma dirección que el mercado pero amortiguando su variación. Un beta negativo demuestra que el activo se

---

mueve en dirección opuesta al mercado. Este último caso es muy extraño y existen muy pocos activos con estas características. En los extremos, un beta igual a cero significa que no existe correlación y un beta igual a uno que la correlación es perfecta.

### 5.3.3. PROYECCIÓN: PERÍODO EXPLÍCITO, VALOR TERMINAL Y TASA DE CRECIMIENTO

“(…) En todo modelo de proyección es necesario utilizar supuestos. A partir de éstos se elabora una proyección que proporciona valores estimados para las ventas, los costos, los activos y pasivos, etc.” (Dumrauf, 2013:101).

Para valorar cualquier activo, se deben proyectar los flujos de fondos que este generará a lo largo de su vida. Al utilizar un modelo DCF, el analista proyecta un período explícito y un valor terminal. En el período explícito, la proyección se realiza período a período. Una vez concluido el último período de proyección explícita, se debe identificar qué sucede con la compañía. Si se liquida, se debe estimar el valor de liquidación correspondiente. Si por el contrario, se está valuando una empresa en marcha, al final del período de proyección explícito la firma sigue generando valor (al menos en la teoría). Esa generación de valor se mide a través del valor terminal.

Como se estima que la compañía tendrá una vida infinita, al valor terminal se le da tratamiento de perpetuidad o continuidad. Este valor puede proyectarse con o sin crecimiento.

Por ejemplo, en el caso de estimar un valor terminal sin crecimiento, el valor presente se obtiene aplicando la fórmula  $\frac{FF}{k(1+k)^T}$ , si se toma como supuesto que la firma crecerá indefinidamente a una tasa constante, la fórmula cambiaría levemente siendo  $\frac{FF(1+g)}{(k-g)(1+k)^T}$  donde  $(FF)$  es el flujo a perpetuidad,  $(k)$  la tasa de descuento de los

---

flujos de fondos, ( $g$ ) la tasa de crecimiento y ( $T$ ) la cantidad de años a partir de la cual se termina el período explícito y se calcula el valor terminal.

La tasa de crecimiento puede ser calculada utilizando el promedio histórico de crecimiento de la compañía, la tasa proyectada de crecimiento de la industria o país o utilizando la tasa de crecimiento sustentable (*sustainable growth rate*).

El cálculo de la tasa de crecimiento sustentable es:

$$g = ROE * (1 - payout)$$

Donde:

ROE= Resultado Neto / *Equity*

*Payout* = Dividendos / ganancias

#### 5.3.4. MODELOS DE DESCUENTO DE FLUJO DE FONDOS

Una característica que posee la técnica del descuento de flujo de fondos (DCF) es que utiliza para su cálculo tanto información financiera propia de la firma (flujos de efectivo, balances) como datos del mercado (coeficiente beta, tasa libre de riesgo, prima de mercado) (Guillermo Dumrauf, 2013). Existen cuatro métodos tradicionales de valuación por DCF:

- *Equity Cash Flow* (ECF)
- *Free Cash Flow* (FCF)
- *Capital Cash Flow* (CCF)
- Valor presente ajustado o APV (*Adjusted Present Value*)

Los cuatro métodos difieren en los tipos de flujos y la tasa de riesgo que utilizan, sin embargo, sea cual fuere el método utilizado y manteniendo determinados supuestos, el valor final de la firma no varía.

Tanto el método FCF como CCF valúan la firma de forma total (deuda y *equity*) y utilizan como tasa de descuento el WACC. La diferencia entre ellos es el escudo fiscal. El método ECF valúa el *equity* de la firma y sus flujos se descuentan a la tasa  $K_e$  (costo del *equity*).

El método APV valúa la firma en su totalidad y toma como supuesto que la deuda de la compañía no varía y esta es óptima para siempre. Para el cálculo, descompone el valor de la firma en dos: por un lado, el valor de la firma como si estuviese desapalancada (sin deuda financiera) y por el otro, el valor del escudo fiscal. Esta metodología demuestra que aquella empresa que posee deuda vale más que una que no la posea ya que la deuda ofrece un escudo fiscal.

Además de los cuatro métodos mencionados, existe el modelo de dividendos descontados (*Dividend Discount Model –DDM–*) que valúa el *equity* de la firma a través del descuento del valor esperado de los dividendos futuros que pagara la compañía. Como se valúa el *equity*, la tasa de descuento utilizada es el  $K_e$ .

Si se comparan los dos métodos de valuación del *equity*, se puede observar que el modelo DDM requiere en primer lugar, que la compañía pague dividendos. Se recomienda que quien use este modelo sea por ejemplo, un accionista minoritario que no posea decisión sobre los dividendos. En caso de tratarse de un accionista mayoritario, el método ECF se adaptará de mejor manera.

Al comparar los tres modelos de valuación de la firma, a diferencia del método FCF o CCF, el método APV ofrece una cuantificación del efecto de las decisiones de financiamiento en el valor final de la compañía a través del cálculo del ahorro fiscal (Dumrauf, 2013).



En el anexo II pueden observarse las fórmulas de cada uno de los modelos mencionados en esta sección.

### 5.3.5. CAPM EN MERCADOS EMERGENTES

Un mercado emergente puede definirse como un mercado en proceso de globalización: se encuentra sumergido dentro del proceso de apertura de sus fronteras al flujo de comercio internacional, las inversiones extranjeras y las prácticas de gestión mundial (Pereiro, 2002). Uno de los índices más populares de mercados emergentes es el *MSCI Emerging Market Index* que en el año 2014 consideraba como mercados emergentes latinoamericanos a cinco países: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

La inestabilidad política y económica que existe en estos países torna más riesgosa cualquier inversión que se realice dentro de él.

Debido a las características de estos mercados, en la práctica la expresión del CAPM es modificada por los analistas para poder incorporar el riesgo que implica invertir en un país emergente. Una justificación a esta modificación sobre el CAPM original se basa en que el CAPM tal cual lo define la teoría, no existe en la práctica. Al no existir el activo libre de riesgo, ni el portafolio de mercado, ni estimaciones perfectas del beta y la prima de mercado, los analistas utilizan estimaciones. El uso de estimaciones permite inducir que la eliminación del riesgo idiosincrático a través de la diversificación nunca será total. Por lo tanto, resulta natural realizar algún tipo de ajuste al CAPM al momento de valorar activos que se encuentren situados dentro de mercados emergentes.

El riesgo país busca reflejar el nivel de riesgo específico que posee un determinado país en relación a las inversiones que se realicen en él. Si bien tiene en cuenta varios factores (políticos, económicos, sociales, naturales, etc.), el riesgo país refleja principalmente el riesgo de crédito (posibilidad que el estado no pueda o no quiera afrontar sus compromisos financieros).

La medida de riesgo país más utilizada es el *J.P. Morgans's Emerging Market Bond Index* (EMBI). Este indicador se expresa en puntos básicos (cien puntos básicos son iguales a un punto porcentual) y se obtiene mediante la diferencia entre la rentabilidad de un activo sin riesgo (por ejemplo un Bono del Tesoro Americano) y la rentabilidad de un título en dólares de un país emergente. Cuanto mayor el EMBI, mayor es el riesgo que se percibe y consecuentemente los inversores exigirán un mayor rendimiento.

“En general se manejan dos alternativas básicas para incorporar al análisis el riesgo adicional propio de los mercados emergentes (...).” (Dumrauf, 2013:259). El analista puede incorporar el riesgo país al costo del capital o bien incorporarlo al flujo de efectivo.

Al incorporar el riesgo país al costo del capital, se debe sumar directamente el EMBI como un factor separado a la ecuación del CAPM. En este procedimiento se está suponiendo implícitamente que la empresa posee el mismo nivel de riesgo que el país en el que se encuentra operando: la prima que se le exigirá a la acción será la misma que la exigida a un bono del Estado.

En el caso de elegir la opción de incorporar el riesgo país en el flujo de efectivo se deben plantear distintos escenarios macroeconómicos incluyendo variables (por ejemplo, inflación, tipo de cambio, tasa de interés, evolución del PBI, etc.) que afecten el desempeño de la compañía y por consiguiente, su flujo de efectivo.

Guillermo Dumrauf en su libro *Finanzas Corporativas, un enfoque latinoamericano* (2013) indica que el primer método a pesar de su falta de consistencia teórica, es el más utilizado en la práctica debido en gran parte a la sencillez en su aplicación. El segundo método provee una base más sólida y detallada pero su aplicación es más compleja y existen riesgos imposibles de modelizar, por ejemplo un cambio sorpresa en las regulaciones.

#### 5.4. MÉTODO DE VALUACIÓN UTILIZADO EN EL PRESENTE TRABAJO

Damodaran en su libro *On Valuation* (1994) señala que la metodología del descuento de flujo de fondos es la base sobre la que se construyen los demás métodos de valoración y cualquiera que entienda los fundamentos que subyacen detrás de él, será capaz de analizar y utilizar los otros enfoques. A su vez Pablo Fernández en su libro *Valuación de Empresas* (1999) indica que:

El método más apropiado para valorar una empresa es el basado en el descuento de los flujos de fondos futuros esperados, ya que el valor de las acciones de una empresa –suponiendo su continuidad- proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones (Fernández, 1999:53).

Basado en los comentarios mencionados, para realizar la valuación de este trabajo se aplicó el método de descuento de flujos de fondos y dentro de él, la técnica de FCF (*Free Cash Flow*). Se calculó un valor terminal con una tasa de crecimiento constante tomando como referencia el crecimiento del PBI del país donde se encuentra la compañía. Al tratarse de una empresa situada en un país emergente, se ajustó la tasa de descuento incorporando el riesgo país.

#### 6. MARCO METODOLÓGICO

El trabajo se desarrolla a través de una metodología mixta, se utilizaron datos de tipo estadístico y descriptivo así como también fuentes de tipo secundarias. Los datos se obtuvieron a través del relevamiento y posterior análisis de las fuentes antes mencionadas (información y documentación financiera y económica de la empresa, la industria, el país, etc.).

El diseño seleccionado fue el descriptivo ya que este tipo de diseño tiene como fin describir situaciones y eventos; decir cómo es y cómo se manifiesta determinado fenómeno. Busca especificar las propiedades importantes de las personas, grupos, comunidades o cualquier otro fenómeno que sea sometido a análisis. Un estudio

descriptivo selecciona una serie de cuestiones y mide cada una de ellas independientemente, para así describir lo que se investiga. Miden conceptos con la mayor precisión posible.

## 7. ESTUDIO DE CASO

### 7.1. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

#### 7.1.1. PERFIL GENERAL DE LA REGIÓN Y DEL SECTOR

Según Standard & Poor's las condiciones externas y locales menos favorables están afectando la actividad económica en América Latina. La tensión política y social en Brasil, México, Venezuela y Argentina ha contribuido a esta situación.

Si se observa el PBI per cápita en dólares, América Latina presentó una mejora en sus estándares de vida en los últimos 10 años causados principalmente por un comercio internacional que presentó altos precios de *commodities* y condiciones financieras favorables. Sin embargo esta situación comenzó a deteriorarse en los últimos 3 años con la consecuente caída del PBI y depreciación de la moneda local.

Si bien los analistas pronostican un 2015 con un leve crecimiento de PBI en la región, se espera que la situación comience a recuperarse a partir del 2016. Para que esto suceda, los gobiernos necesitarán asegurar una política fiscal prudente, un sector financiero controlado e impulsar la inversión. Asimismo, la flexibilidad de los tipos de cambio permitirá adaptarse a condiciones externas menos favorables.

Brasil, principal mercado de la empresa Natura, integra el BRIC. El término BRIC se utiliza para hacer referencia a aquellos cuatro países del mundo que poseen las economías emergentes más importantes del mundo. El término fue creado por el

economista Jim O'Neil en 2001 e incluía a Brasil, Rusia, India y China. En 2010 Sudáfrica se incorporó al grupo cambiando el término a BRICS. Según Jim O'Neil el potencial económico de estos países puede convertirlos en las economías dominantes hacia el 2050 siendo China e India los proveedores globales de tecnología y servicios y Brasil y Rusia los proveedores globales de materias primas.

Estas cinco naciones tienen en común una gran población y recursos naturales, grandes extensiones de territorio, una clase media en proceso de expansión y fuerte participación en el comercio internacional. En conjunto representan el 25% del PBI mundial, 43% de la población mundial y en los últimos años han generado el 56% del crecimiento económico mundial.

A pesar de lo mencionado, actualmente los países integrantes del bloque están atravesando un momento económico difícil. Se espera que Rusia y Brasil presenten recesión en el 2015 y que China y Sudáfrica crezcan en menor medida. India es el único de los integrantes que se espera continúe en alto crecimiento.

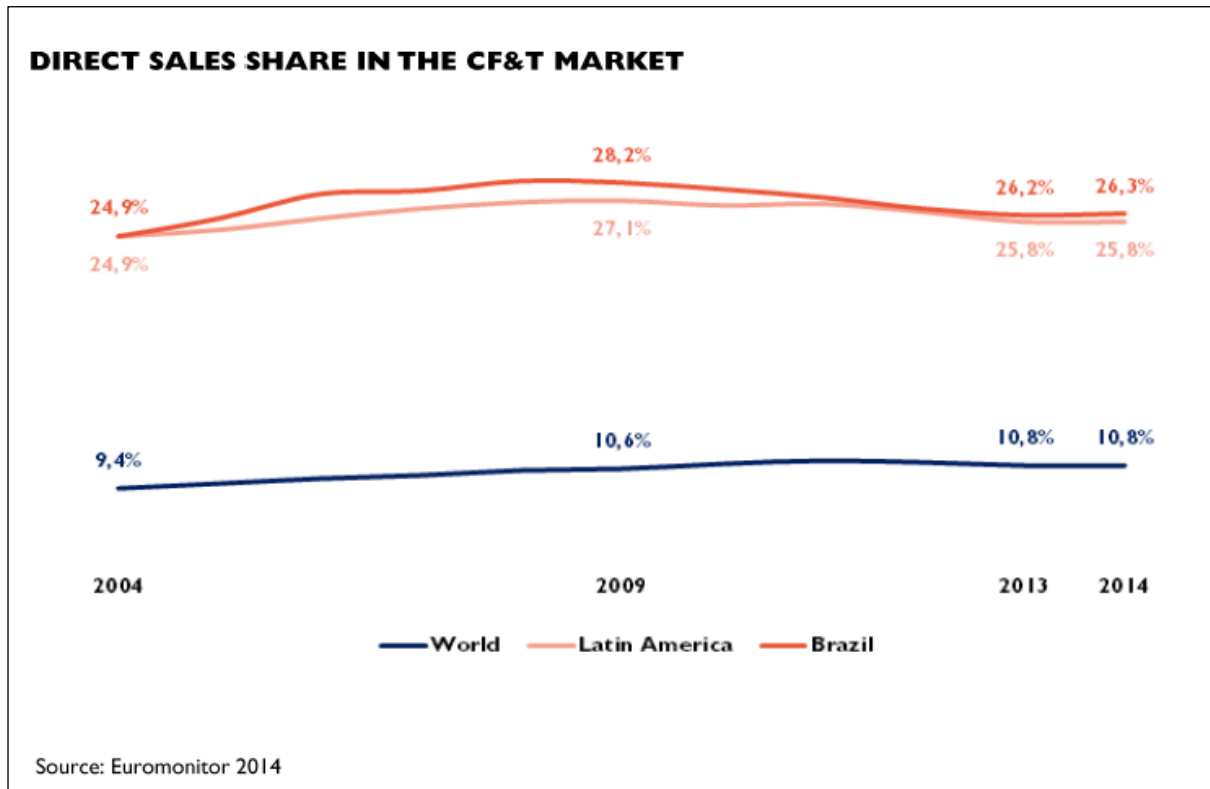
La diversidad brasileña en cuanto a la geografía y la demografía representa retos únicos y oportunidades para la industria de la cosmética. El territorio brasileño, con sus 8,5 millones de km<sup>2</sup>, con sus diferencias climáticas y estilos de vida ofrece gran variedad desde las áreas altamente urbanizadas en el sudeste hasta las regiones de baja población como las del norte. La región del sudeste concentra el 42% de la población y casi el 57% del PBI brasileño, lo cual demuestra una alta concentración del mercado en el área. Como el país continúa en desarrollo, todavía existen diversas oportunidades de expansión en el segmento de consumo. Además, los 198 millones de personas en Brasil representan una compleja mezcla de orígenes africanos, europeos y asiáticos. A pesar de que el mercado brasileño tiene millones de consumidores y productos para el mercado masivo, estas diferencias proveen oportunidades para los productores de desarrollar productos especializados que pueden exitosamente competir con los productos ya existentes.

El sector en el cual opera la compañía dentro de Brasil (Cosméticos, Perfumería e Higiene personal) presentó un crecimiento promedio compuesto deflacionado en el orden del 10% en los últimos 19 años pasando de 4,9 billones de reales en 1996 a 43,2 billones en 2014. Las causas más importantes que posibilitaron este crecimiento fueron: el aumento del ingreso *per cápita*, la participación de la mujer en el mercado de trabajo, los grandes avances tecnológicos que beneficiaron la productividad del sector y permitieron que los precios de los productos sufrieran aumentos menores al índice de precios de la economía en general, el interés creciente de la sociedad por la estética y los estándares de juventud.

Según datos del IBGE Banco Central y Abihpec, al comparar el crecimiento del sector en los últimos años con el PBI y el crecimiento de la industria en general puede observarse que el sector presentó un crecimiento claramente mayor (9,2%) frente al PBI (2,8%) y la industria general (1,9%). Según datos del 2014 de Euromonitor, Brasil con el 9,4% ocupa la tercera posición dentro del mercado mundial de Cosmética, Perfumería e Higiene Personal, detrás de Estados Unidos y China.

El sector es competitivo, con 2540 empresas actuando en todo Brasil. De este total, 20 empresas con facturación anual mayor a los 100 billones de reales comprenden el 73% de la facturación total. Los productos del sector son distribuidos por medio de tres canales básicos: distribución tradicional (tiendas minoristas), venta directa y franquicias (tiendas especializadas).

Como puede observarse en la siguiente imagen, el canal de venta directa posee distintos niveles de maduración en los países de América Latina, pero en conjunto este canal representa más del 25% del sector en esta región, siendo a su vez el mayor porcentaje comparándolo a nivel mundial.



Region	Direct Sales 2014 (%)
<b>Latin America</b>	<b>25,8%</b>
Brazil	26,3%
Argentina	20,2%
Chile	17,8%
Colombia	31,6%
Mexico	24,7%
Peru	34,4%
Eastern Europe	15,0%
Asia Pacific	11,2%
Australasia	7,4%
North America	6,2%
Africa / Middle East	4,1%
Western Europe	3,4%

Fuente: Euromonitor 2014

## 7.1.2. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

### HISTORIA

La compañía inició sus actividades el 28 de agosto de 1969 cuando, en asociación con Jean Pierre Berjeaut, Antonio Luiz da Cunha Seabra fundó *Indústria e Comércio de Cosméticos JeBerjeaut Ltda.* que en enero 1970 cambió su nombre a *Indústria e Comércio de Cosméticos Natura Ltda.* En ese momento, tenía sólo una tienda en San Pablo y la producción se ejecutaba en una pequeña fábrica que sólo empleaba a siete colaboradores.

El 21 de mayo de 2004, la empresa se registró como una compañía pública en la CVM. El 24 de mayo de 2004, realizó su primera oferta pública, que llegó a ser negociada en el listado especial del segmento “nuevo mercado” del Bovespa. Este segmento tenía reglas diferenciadas de gobernación corporativa (*Novo Mercado*). Los vendedores de acciones de la mencionada oferta fueron Antonio Seabra, Guilherme Peirao Leal, entre otros.

El nombre corporativo actual es Natura Cosméticos S.A. y el objetivo social puede resumirse como la explotación del comercio, exportación e importación de productos de belleza, higiene, baño, productos cosméticos, artículos de vestimenta, equipos eléctricos personales, joyas, *bijouterie*, artículos del hogar, artículos para bebés y niños, ropa de cama, toallas de baño y manteles, comida, complementos nutritivos, software, libros, material editorial, productos de entretenimiento, etc.

Como parte de su nueva estrategia, el 20 de diciembre de 2012, Natura adquirió el 65% de Aesop, empresa australiana, con presencia en Asia, Europa y Norte América.

### OBJETIVOS

La empresa ha determinado los siguientes objetivos de largo plazo, los cuales guían el accionar de la compañía.



- Fortalecer la marca Natura.
- Mantener los índices de retención relacionados con los representantes de venta independientes.
- Desarrollar nuevos productos exitosamente en los segmentos en los cuales opera.
- Mejorar la eficiencia operacional de los equipos e instalaciones existentes.
- Incrementar los niveles de productividad de los consultores Natura en Brasil y expandir la base de Consultores en LATAM (Latinoamérica).
- Mantener los sistemas de TI operando, prevenir interrupciones, cortes, fallas y limitaciones de integración.
- Proteger las marcas, patentes y derechos intelectuales.

Es de destacar que si bien todos los objetivos deben cumplirse para lograr éxito, la empresa señala como uno de los temas más importantes el lograr atraer y mantener a los consultores Natura, ya que de no lograrse sus ventas pueden verse severamente afectadas.

## **DESCRIPCIÓN DE LA OFERTA DE PRODUCTOS**

Natura ofrece una gran variedad de productos cosméticos, fragancias, productos de higiene personal, y desarrollo continuo de nuevos productos. Las diferentes líneas están agrupadas en las categorías de maquillaje, tratamiento facial y corporal, baño, aceites corporales, perfumería, cabello, filtro solar, niños e higiene oral.

Producen una porción de sus productos en el centro integrado de investigación, producción y logística en Cajamar, inaugurado en 2001. En 2012 produjeron 330 millones de unidades en Cajamar, comparados con las 331 millones en 2011 y aproximadamente 290 millones en 2010. Las instalaciones fueron elaboradas de manera tal de proveer expansión eficiente, permitiendo mayor economía de escala en su planta física. Tercerizan la manufactura de algunos de sus productos como jabones en barra y líquidos, productos capilares, productos en aerosol y algunos ítems de

maquillaje. En 2012, los productos producidos por terceros representaron un 52% del total de la producción.

De los productos elaborados en Brasil, se exportó el 12,6% en 2012, contra el 9,8% en 2011, y 9,7% en 2010. En 2010 se inició el embotellamiento de perfume en Argentina, y en 2012, comenzaron con productos de maquillaje. Adicionalmente, se comenzó a producir jabones, fragancias y productos para el cuerpo en Colombia y productos para el cabello en México.

Poseen un almacén vertical que utiliza un sistema automatizado. Este toma la materia prima y los productos terminados de los racks y envía las órdenes de producción a las unidades.

Los últimos años fueron marcados por un ciclo importante de capacitación e inversiones en infraestructura logística que permitió aumentar la calidad del servicio prestado a las consultoras Natura (CN) así como también reducir los plazos de entrega de los pedidos que estas realizan (reducción de 5.1 a 4.5 días, con 35% de los pedidos entregados dentro de las 48 horas). Otro ejemplo de este ciclo de inversiones es la inauguración del centro administrativo y de distribución en San Pablo y del complejo industrial Ecoparque en Benevides (PA) además del aumento de la capacidad productiva en la planta de Cajamar.

Todas estas acciones tuvieron como objetivo fortalecer el negocio actual para poder atender las demandas del mercado tanto en el corto como en el largo plazo, teniendo en cuenta el escenario competitivo que existe en la industria.

### 7.1.3. ANÁLISIS FODA

#### AMENAZAS Y DEBILIDADES

La habilidad que la empresa posee para competir efectivamente depende de la capacidad y éxito en crear nuevos productos y satisfacer a los consumidores y a las tendencias del mercado. Estas tendencias pueden cambiar debido a varios factores, como cambios en tendencias demográficas, clima, publicidad negativa, etc.

Los consumidores también pueden empezar a comprar productos de la competencia, o la demanda agregada en el segmento puede disminuir. Si no pueden predecir cambios en las preferencias de los consumidores y tendencias, el negocio puede verse negativamente afectado.

Existe competencia de otros representantes de ventas en el canal de ventas directas, y otras empresas competidoras que buscan atraer vendedores ofreciendo oportunidades de ingresos, campañas y otros incentivos competitivos. Es por ello que trabajan continuamente para retener a los vendedores y atraer a nuevos ofreciéndoles oportunidad de ganancias, incentivos competitivos y otros productos atractivos.

Poseen competidores significativos en los sectores de productos de higiene personal, cosméticos y fragancias, de varias empresas brasileñas y multinacionales que venden sus productos a través de tiendas de *retail*. A nivel global, algunos de sus competidores tienen un mayor mercado y mayores recursos financieros, además de ofrecer un *portfolio* de productos de mayor envergadura, en comparación con Natura. El segmento de venta directa no permite compras inmediatas e impulsivas, o exposición frecuente de la marca, como en el caso de los productos vendidos en el segmento de *retail*.

Existe también un riesgo mayor al de otras industrias de soportar un incremento en los tributos, debido a las políticas impositivas del gobierno en cuanto a los productos no

esenciales, como los de cosmética. En este caso, podrían estar obligados a transmitir el impacto del aumento en los impuestos al precio final de los productos.

El segmento de cuidado personal y cosmética se encuentra sujeto a un riguroso control en materia ambiental; se necesita autorización de agencias gubernamentales para operar. Si alguna de estas licencias es cancelada, la compañía podría enfrentar costos extras para adecuarse a los requerimientos del gobierno. Las agencias del gobierno también podrían emitir nuevas regulaciones, para las cuales se debe incurrir en gastos extras a los efectos de poder adecuarse.

La operación en el extranjero está sujeta a una variedad de riesgos sociales, políticos y económicos, y puede estar afectada por fluctuaciones en el tipo de cambio o controles de cambio. Al 31 de diciembre de 2013, Natura opera en 6 países además de Brasil (Argentina, Chile, Colombia, Perú, México y Francia). Particularmente, Argentina está pasando por un estancamiento en su crecimiento económico, con problemas de inflación, control de cambio y medidas gubernamentales para solucionar estos problemas. Estas medidas restrictivas pueden afectar el negocio de la compañía en Argentina.

Además, por la adquisición de Aesop, se suman los mencionados riesgos en las regiones de Europa, Asia y América del Norte.

## **FORTALEZAS Y OPORTUNIDADES**

En los últimos años, Brasil y América Latina mostraron un crecimiento continuo en el ingreso disponible de la población. Esto se reflejó en una expansión en el consumo de productos de cosmética, perfumería e higiene personal convirtiéndose en una importante variable para la performance de compañía.

Natura entiende que parte de sus fortalezas están basadas en acuerdos apropiados y estables con sus proveedores, fuerte control financiero y políticas restrictivas del manejo del efectivo.

La empresa es conocida y aceptada en los mercados en los que actúa por tener como uno de sus principales pilares la sustentabilidad. Busca constantemente que sus productos y sus acciones estén en sintonía con este valor. Posee una fuerte responsabilidad ambiental que puede observarse en las acciones que realizan: *packaging* reciclable, fórmulas biodegradables, disminución de CO<sub>2</sub>, posibilidad de recargar sus productos.

En 2014 la empresa recibió la certificación de B-Corporation. Las empresas B son aquellas que ofrecen soluciones ambientales y sociales, además de ser rentables, operando con altos estándares de desempeño y transparencia. También fueron seleccionadas para ser parte del índice Dow Jones de Sustentabilidad 2014 (DJSI).

En relación a lo expuesto, en el Anexo III se presenta el análisis FODA de la compañía.

#### **7.1.4. MODELO DE NEGOCIO**

Una compañía plantea un modelo de negocio para explicitar la manera en la que crea valor para un segmento específico del mercado a través de una mezcla de distintos elementos. Es decir, mediante un modelo de negocio la entidad define qué ofrecerá al mercado, la forma en que lo hará, quienes serán sus clientes, con qué recursos cuenta, cómo obtendrá ingresos, etc.

Para describir el modelo de negocio de Natura, se definen tres pilares importantes: el segmento de mercado en el cual opera, la propuesta de valor que posee y los recursos que utiliza para cumplir con sus objetivos.

En el Anexo IV se muestra gráficamente este modelo.

## SEGMENTO DE MERCADO

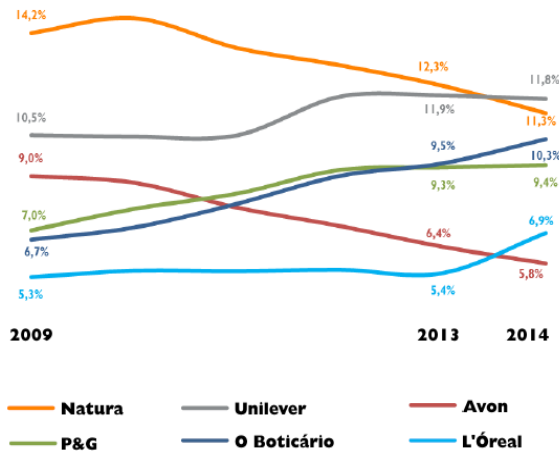
La compañía posee un negocio apoyado en la venta directa. Ofrece productos de tratamiento para la piel, rostro y cuerpo, cuidado y tratamiento del cabello, maquillaje, perfumería, productos para el baño, protección solar y líneas infantiles. Este *portfolio* de productos está dirigido a hombre y mujeres de todas las edades y principalmente al segmento de ingresos medios.

Si bien su mayor mercado actualmente es Brasil, las operaciones internacionales año a año cobran mayor relevancia. Su actuación dentro de América Latina se concentra en Argentina (donde se encuentra la oficina regional), Chile, Colombia, México y Perú. Cada país posee un centro de distribución para apoyar sus respectivas operaciones. Fuera de América Latina, la empresa posee presencia en Estados Unidos (donde fue inaugurado un centro de innovación) y Francia. En 2013 se produjo la adquisición de la empresa australiana Aesop, que ya posee un mercado desarrollado en su país, Oceanía, Asia, América del Norte y Europa.

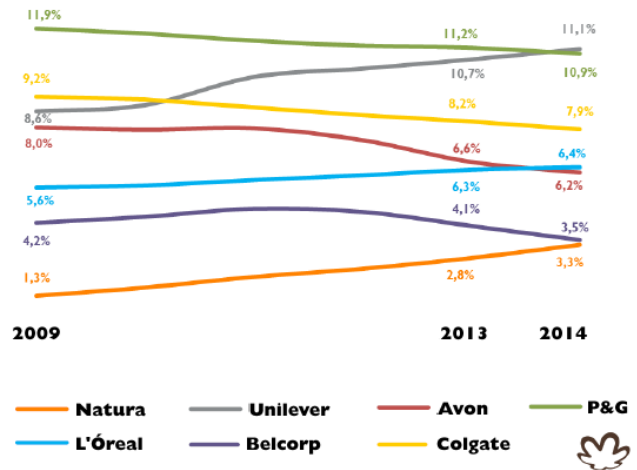
La compañía lidera el segmento de venta directa en Brasil. Su modelo creció 7,2% en 2013 en su país de origen, según datos de ABEVD (Asociación Brasileña de Ventas Directas). En los demás países de América Latina donde opera, la venta directa tiene distintos niveles de maduración, con un crecimiento de la red Natura de un 29% desde 2009, la empresa continúa ampliando su participación y preferencia de marca en todos los países donde opera.

Si observamos la totalidad del sector (incluyendo los tres canales de venta mencionados en el punto 7.1.1), en 2014 Natura cedió el puesto de líder que supo mantener por varios años al perder un 0,9% de su *market share*.

**Major Players in Brazil**  
(Market Share Euromonitor, 2014)



**LatAm (ex Brazil)**  
(Market Share Euromonitor, 2014)



Fuente: Euromonitor 2014

**PROPUESTA DE VALOR**

La propuesta de valor de la compañía se describe a través del comportamiento empresarial, su red de relaciones, los productos y sus conceptos y las ideas que estos transmiten.

Su comportamiento empresarial está guiado por la búsqueda del desarrollo sustentable. Es decir, articular el crecimiento económico a las necesidades sociales y ambientales. Para ello sus objetivos están ligados al *triple bottom line*: obtener resultados económicos consistentes, mayor generación y distribución de riquezas y cuidado del medio ambiente.

Algunas de las ambiciones que posee la empresa para el 2020 son:

- 30% de las materias primas vendrán de la región amazónica.
- El *packaging* será como mínimo 74% reciclable.
- Utilizar como mínimo 10% de material reciclado en el *packaging*.
- Reducir en 33% la emisión de carbono.

- Implementar un sistema de logística que permita recolectar el 50% de los residuos generados por los embalajes.
- Alcanzar diez mil familias en la cadena productiva Pan-Amazonia.
- Reducir el consumo de agua.
- Aumentar el consumo de energía renovable.
- Aumentar la ganancia de las consultoras en un 32%.
- Aumentar el número de mujeres en altos cargos.
- Llegar al 100% de trazabilidad en los insumos producidos por los distintos actores en la cadena productiva.

Su red de relaciones es otro concepto que define su propuesta de valor. Las consultoras y consultores Natura son los primeros clientes de la empresa y el eslabón principal con los consumidores finales. La venta final se produce gracias a las relaciones que crean con sus clientes y es a través de estas relaciones se diseminan los valores e ideales que representan a la compañía.

Las relaciones con los principales públicos se monitorean constantemente por medio de índices de lealtad y satisfacción. La fuerza de las relaciones está presente en la visión de sustentabilidad y la estrategia de crecimiento en los próximos años. El modelo de la Red Natura, establecido para conectar a las consultoras y consultores en la web y aproximarlos a sus consumidores, es una de las principales innovaciones del modelo de venta directa y fue constituido para acompañar la evolución en las formas de hábito de los consumidores.

Natura cree que forma parte de un ecosistema de relaciones y que, en red, amplía su alcance y contribución para la evolución de la sociedad y del desarrollo sustentable. Como ejemplo de ello poseen políticas propias de incentivos y distribución de beneficios con las comunidades proveedoras de activos de la biodiversidad. También implantaron un programa de desarrollo de proveedores con criterios socio-ambientales (emisión de CO<sub>2</sub>, inversión en educación de los empleados, consumo de agua, etc.).



Por último, completan su propuesta de valor las innovaciones que poseen sus productos. La empresa busca que estos posean bajo impacto ambiental, seguridad y calidad. Aproximadamente el 3% de los ingresos son invertidos anualmente en innovación. Para ampliar la captación de las tendencias mundiales, el proceso de innovación de la empresa es cada vez más global. En 2013, Natura inauguró el *Innovation Hub*, una oficina en Nueva York (EE.UU.) para acelerar la identificación de oportunidades relevantes en la moda, el mercado cosmético y el diseño, entre otros temas.

Desde hace 15 años, la empresa incorpora activos de la biodiversidad brasileña en la fabricación de sus productos, gran parte originarios de la región amazónica, generando oportunidades de trabajo y renta para centenas de familias agro-extractivistas.

## RECURSOS

Infraestructura:

- Posee ocho centros de distribución en Brasil.
- En Cajamar (SP) se encuentra la sede administrativa, tres fábricas y el Centro Global de Innovación (mayor laboratorio de desarrollo cosmético en América Latina).
- En Benevides (PA) se inauguró en 2014 el Ecoparque donde se encuentra la fábrica de jabones de tocador. El objetivo del Ecoparque es atraer socios y aliados que compartan los mismos valores que posee la empresa para poder apalancar la demanda de insumos de la socio-biodiversidad y el emprendedurismo local. La meta es generar un área industrial de operación compartida donde las empresas instaladas en un espacio común formen una red de cooperación que pueda intercambiar recursos y articular alternativas conjuntas para fomentar la generación de negocios sustentables en la Amazonia.
- En Manaus existe el Núcleo de Innovación Natura Amazonia (NINA).

- En 2013 se inauguró un nuevo centro de innovación en Nueva York.
- En 2013 se adquirió la marca australiana Aesop que culminó el año 2014 con 98 tiendas.

Recursos ambientales: utilizar activos de la socio-diversidad generan una importante diferenciación de marca.

Capital humano: poseen más de 5200 empleados en Brasil y 1300 en operaciones internacionales

Capital intelectual: el índice de innovación se encuentra en el 63%, este índice demuestra la participación en las ventas de los productos lanzados hace menos de dos años. Natura es una empresa que ha realizado importantes inversiones en innovación.

Red de relaciones: Poseen más de 1,7 millones de consultoras y consultores en Brasil y en sus operaciones internacionales. La empresa trabaja con más de 5 mil proveedores y terceros (proveedores que fabrican productos en nombre de Natura), 33 comunidades agro-extractivas (extraen insumos de la biodiversidad). Totalizan más de 100 millones de consumidores en Brasil.

#### **7.1.5. MODELO COMERCIAL**

Una de las creencias más fuerte que posee la empresa es el poder de las relaciones, por ello como forma de distribución de sus productos eligieron la venta directa. Para 2014 el total de consultoras en los distintos países donde la compañía opera (Brasil, Argentina, Chile, Perú, Colombia, México y Francia) superaba el 1,7 millón (1,3 en Brasil y 0,4 en las operaciones internacionales).

Cada ciclo comercial tiene una duración aproximada de 21 días. La forma de acercar los productos, promociones y lanzamientos a los clientes es por medio de la distribución

de catálogos a las consultoras llamado “Revista Natura”. Esta revista posee el *portfolio* de productos de la empresa junto al precio de venta sugerido al cliente final.

En cada ciclo también se ofrece entrenamiento a las consultoras para que puedan conocer los distintos productos y categorías. Anualmente son reconocidas por su tiempo de relación con la empresa y por su volumen de ventas.

La marca Aesop, adquirida en 2013, realiza la comercialización de sus productos principalmente por medio de una red de 98 tiendas propias (14 fueron inauguradas en 2014) distribuidas por Australia (país de origen), Asia, Europa y Estados Unidos. En 2015 se abrió la primera tienda en Brasil. Otros canales de distribución de menor envergadura son la venta online y establecimientos internacionales seleccionados (hoteles, restaurantes y compañías aéreas).

Las consultoras Natura (CN) son revendedoras independientes que no poseen contrato de exclusividad con la empresa, no existe una relación laboral como tampoco se requiere un mínimo de tiempo de asociación. Ellas compran los productos directamente a Natura y luego los revenden a sus clientes de la forma en que ellas escojan. La empresa las considera ante todo como consumidores primarios que conocen los productos y una vez que estén seguros de ellos, comienzan a revenderlos a toda su red de relaciones.

Otro eslabón de su modelo comercial lo forman las consultoras Natura orientadoras (CNO). Son revendedoras como las CN pero además presentan nuevas candidatas para convertirse en CN y orientan al grupo de CN con respecto a las promociones de cada ciclo y los canales internos de atención que posee la empresa con las consultoras.

Como se indicó previamente, el ciclo comercial posee aproximadamente 21 días. A su vez, el ciclo de pedido es un proceso que comienza con la solicitud del pedido de la consultora a la empresa y culmina con la entrega del producto al consumidor final. Las

CN respetando una cantidad mínima de productos, realiza su pedido vía *website* o telefónicamente al Centro de Atención Natura (CAN). Luego recibe los productos solicitados en su domicilio y posee entre 21 a 60 días para efectuar el pago a Natura. Las CN cuentan con un límite de crédito en función al historial de pago y el tiempo de relación con la empresa.

En los distintos países donde Natura comercializa sus productos existen distintos formatos de venta directa:

- Modelo mono-nivel (Argentina): existe una sola cadena de relación entre la empresa y las consultoras (CN)
- Modelo bi-nivel (Brasil, Chile, Perú y Colombia): Las CNO además de la comercialización de productos, pueden formar grupos de relaciones a través de sus indicaciones (incorporación de CN) y ser remuneradas por la empresa por estas acciones.
- Modelo Multinivel (México): Este modelo llamado Red de Relaciones Sustentables se introdujo en 2011. Cuenta con 8 niveles donde las CN van evolucionando desde incorporar nuevos clientes a su red hasta promover iniciativas ambientales en sus comunidades. En ningún nivel, existe relación laboral entre las CN y Natura.
- Modelo Digital o Red Natura (Brasil): En este formato las Consultoras Natura Digital (CND) poseen su propia página de internet para vender los productos. El cliente final recibe su pedido en su domicilio directamente de la empresa y puede realizar el pago vía internet con tarjeta de crédito o débito.

#### **7.1.6. ESTRATEGIA**

Natura comenzó a implementar una estrategia de mediano plazo basada en dos pilares:

- Fortalecer el negocio actual
- Expandir la red y apalancar su propuesta de valor

## **FORTALECER EL NEGOCIO ACTUAL**

En relación al primer pilar, buscarán reforzar y mantener su liderazgo en Brasil ya que actualmente el sector se encuentra muy competitivo, siendo de ejemplo, la pérdida de 1,2% de participación en el mercado durante el 2013. Esta pérdida estuvo concentrada en cosméticos pero se mantuvo la posición en la categoría de higiene personal, principalmente motivada por el lanzamiento de la sub-marca SOU (producto emblema de la sustentabilidad para la compañía). En 2014 continuaron perdiendo la participación en un 1%.

En relación al mercado brasilero, la compañía posee un 60% de penetración al 2013 (existió una gran expansión en los últimos 5 años, este índice aumento de 30% en 2008 a 60% en 2013). Otro índice favorable fue la preferencia de marca de un 46% y un *market share* de 13%.

Basándose en esta información, la compañía buscará mantener y ampliar su participación en el mercado a través de:

- Aumento en la productividad de las consultoras.
- Implementación de nuevos medios de pago.
- Segmentación de ofertas.
- Aumento de la inversión en marketing.
- Mayor relevancia de proyectos de innovación relacionados a sectores de mercados en los que hoy no participan.
- Tecnología digital para fortalecer el modelo actual.

Con respecto a sus operaciones en el exterior, las mismas ya están mostrando gran crecimiento permitiendo generar resultados positivos para la empresa. Durante los próximos años se buscará potenciar estos resultados de forma acelerada, apoyados en el *know how* adquirido y en su propuesta de valor.

## **EXPANDIR LA RED Y APALANCAR LA PROPUESTA DE VALOR**

Este segundo pilar posee dos temas importantes. Por un lado buscarán conectar y profundizar las relaciones dentro de su red y para ello los medios digitales serán de gran apoyo.

Por otro lado, llevarán adelante una estrategia de multi-marca y multi-categoría generando nuevos productos en segmentos donde hoy no operan y a su vez adquirir o asociarse con empresas que compartan sus valores y creencias.

Un ejemplo de esto último fue la adquisición a fines del 2012 de la empresa australiana Aesop la cual posee las siguientes características:

- Comercializa productos para la piel, cabello y cuerpo, *premium*.
- Presencia en 11 países.
- Ventas en 2013 por 56 millones AUD.
- 300 empleados.

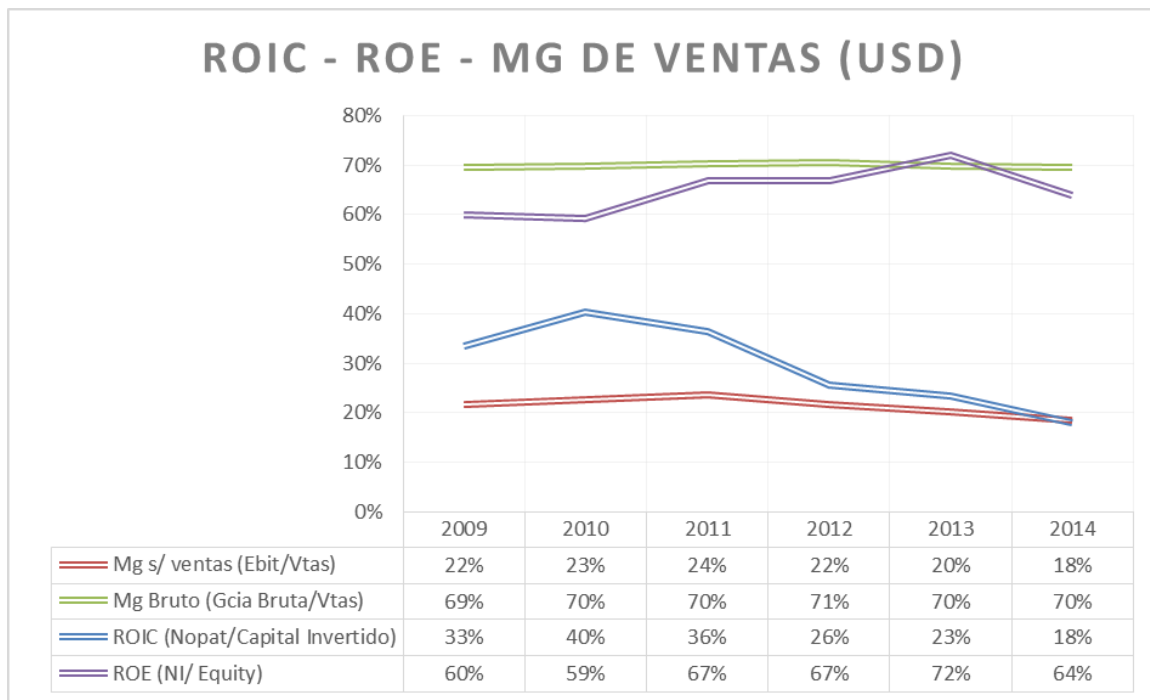
Las dos marcas operan actualmente de forma independiente (solo comparten competencias y conocimientos, manteniendo al fundador y al equipo existente).

En el Anexo V se muestra gráficamente los puntos relevantes de la estrategia que posee Natura.

## **7.2. INFORMACIÓN ECONÓMICA FINANCIERA**

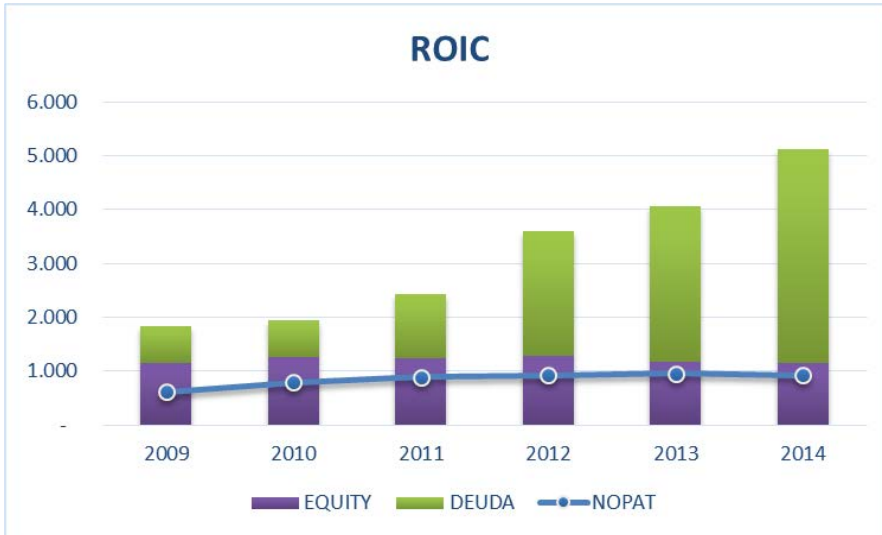
En relación a los indicadores económicos del balance consolidado (basados en importes en BRL –reales-) se puede observar que Natura posee un margen bruto y un margen sobre ventas (calculado como Ebit/Ventas) constante en los últimos 6 años promediando el 70% y el 20% respectivamente.

Posee un ROE (Net Income/Equity) considerablemente elevado promediando el 65% en los últimos 6 años, lo que nos indica que los accionistas poseen un alto rendimiento sobre los fondos invertidos en la sociedad. En sintonía con este tema, es interesante observar que el payout (porcentaje de dividendos pagados sobre el resultado del ejercicio anual) se encuentra en 96%.



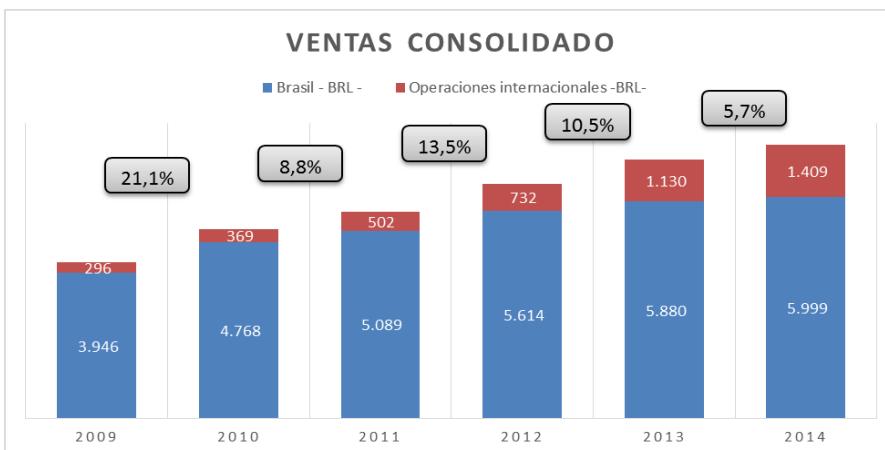
*Fuente: Propia basada en información pública de la empresa*

El ROIC, que nos indica la rentabilidad que los inversionistas (accionistas y acreedores) obtienen sobre su inversión, ha estado disminuyendo en los últimos años. Para entender esta situación se puede observar que en los últimos 6 años el NOPAT promedió un aumento del 9% mientras que el capital invertido creció en promedio un 24%, siendo el protagonista de este crecimiento la deuda con los acreedores. Este aumento significativo se explica por mayores necesidades en el capital de trabajo y en activo fijo. Durante los últimos años la empresa transitó un período de fuertes inversiones en infraestructura tecnológica, producción y logística. Esta nueva estructura permitirá soportar el crecimiento futuro que proyecta la compañía.



Fuente: Propia basada en información pública de la empresa

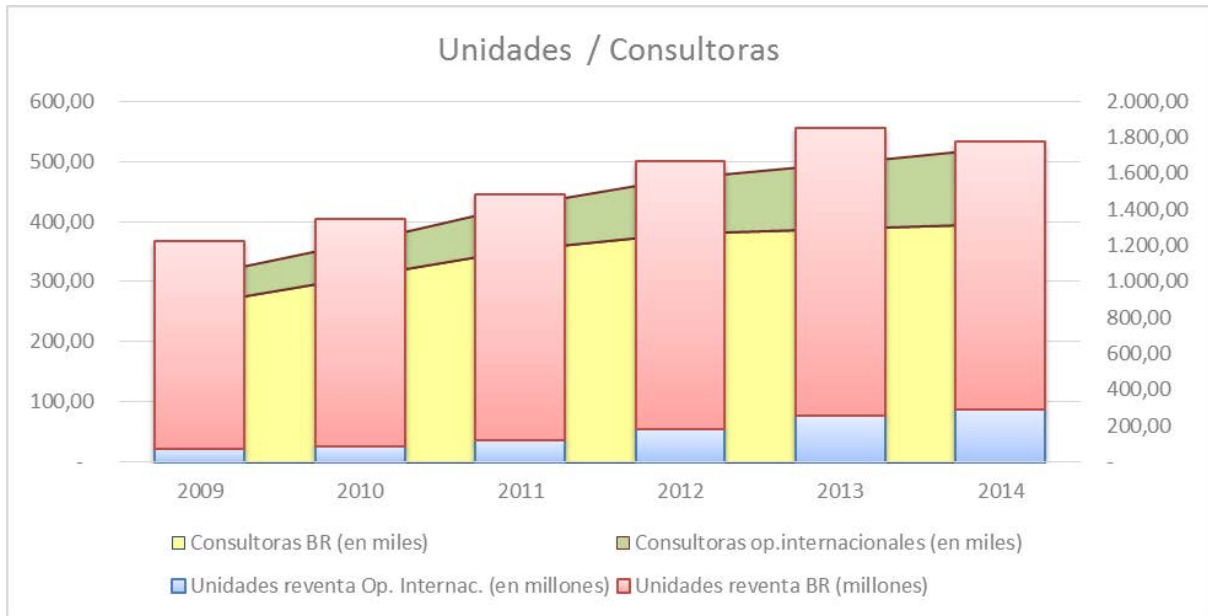
En relación a las ventas, los últimos 6 años mostraron un crecimiento promedio de 13% (10% corresponde a Brasil y 37% a las operaciones internacionales). Si analizamos el crecimiento anual compuesto los números son 10%, 7% y 30% respectivamente. Durante los últimos 2 años las ventas en Brasil comenzaron a desacelerarse en contraposición a las operaciones internacionales donde la empresa continúa con una fuerte expansión. Según los datos del 2014, las operaciones internacionales representaron una participación del 19% en el total de ventas frente a un 7% en el 2010.



Fuente: Propia basada en información pública de la empresa

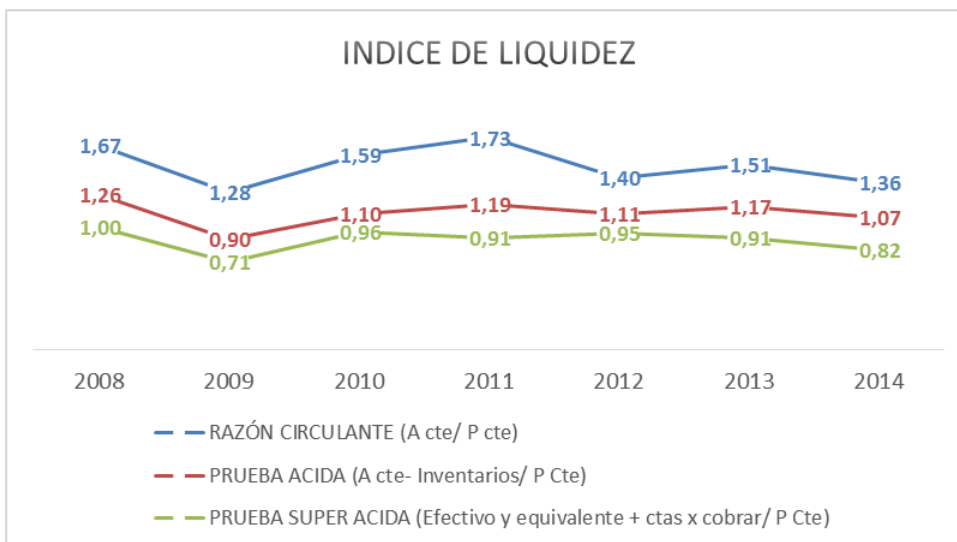


Debido al canal de ventas utilizado por la empresa, el número de consultoras es un factor importante e influyente en el desempeño de las ventas. En el siguiente gráfico puede apreciarse la evolución en el crecimiento de las vendedoras y las unidades vendidas.



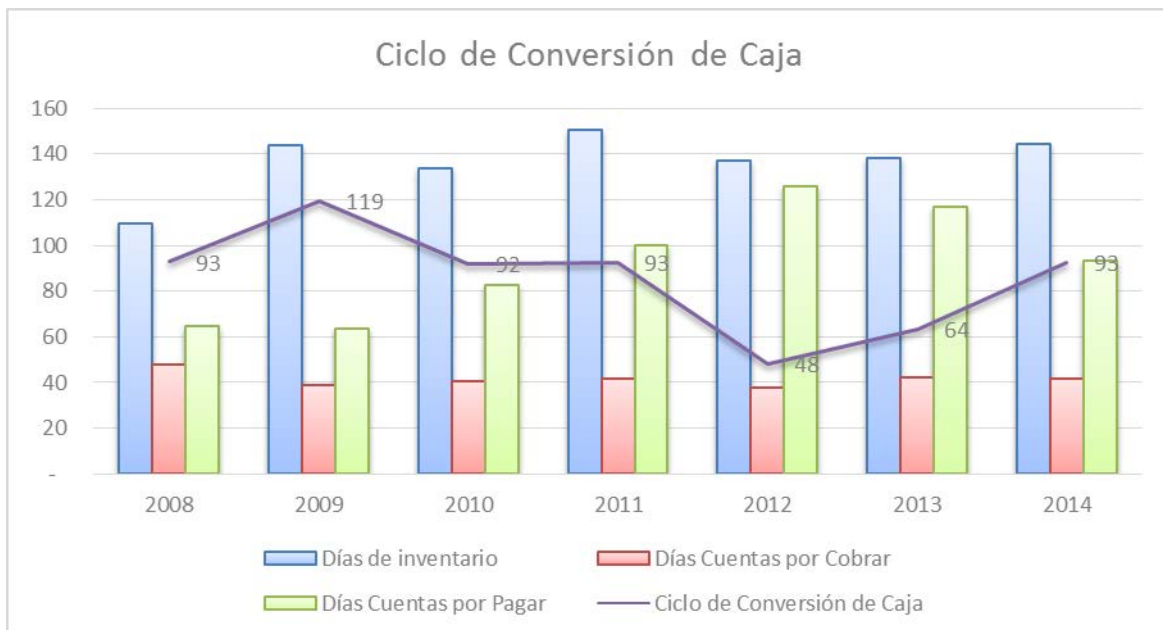
Fuente: Propia basada en información pública de la empresa

Natura posee índices de liquidez favorables (mayores a la unidad) como se muestran en el gráfico siguiente.



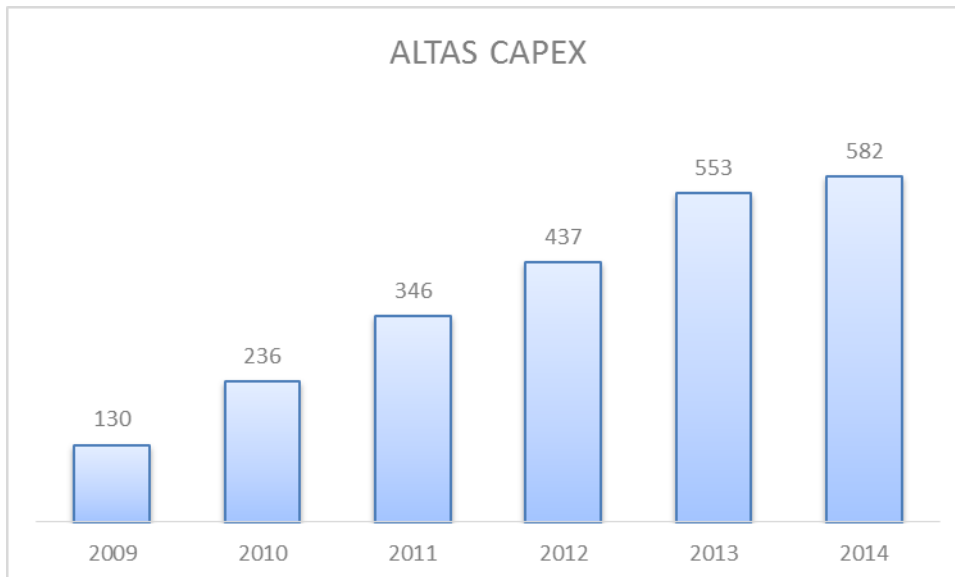
Fuente: Propia basada en información pública de la empresa

En relación al ciclo de conversión de caja, su actuación mejoró desde el 2009 hasta el 2012 comenzando en 119 días para llegar a 48 días. Sin embargo, en los últimos 2 años este número comenzó a subir nuevamente hasta casi duplicarse en el 2014. Las causas se deben a una disminución en los días de pago a proveedores y un aumento en los días de inventario. Esto último causado por un exceso de producción y una menor demanda generando un aumento de stock al cierre del ejercicio 2014.



*Fuente: Propia basada en información pública de la empresa*

Con respecto al rubro de activo fijo, la empresa realizó fuertes inversiones en los últimos 4 años. Estas inversiones posibilitaran en los próximos años ampliar su capacidad productiva, mejorar los niveles de inventario y acompañar al tradicional canal de venta directa con el desarrollo web a través de la Red Natura.

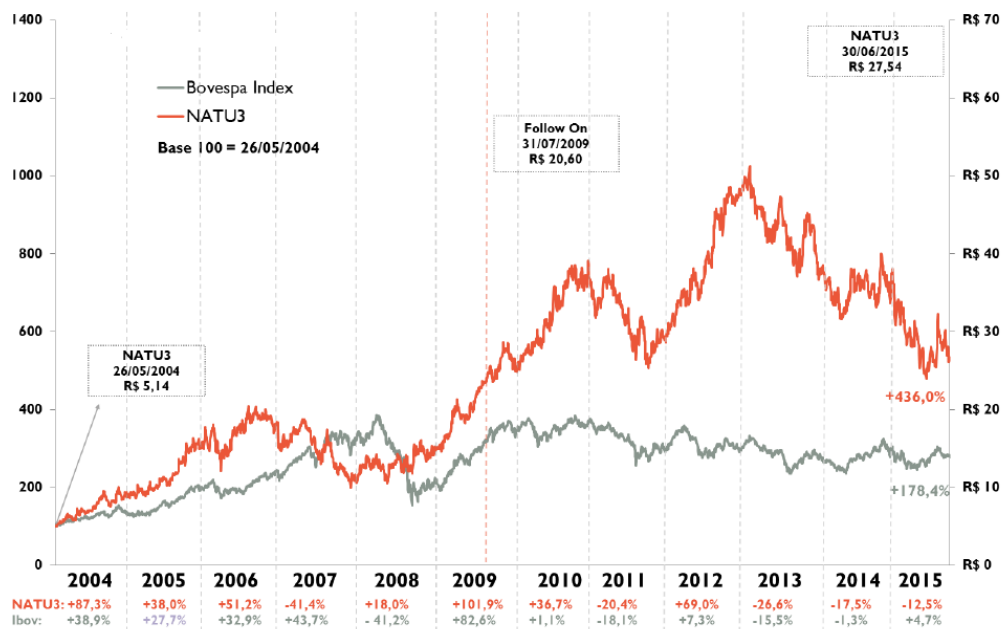


*Fuente: Propia basada en información pública de la empresa*

En relación a los niveles de endeudamiento, se trata de una compañía con un nivel de endeudamiento de 5,4 veces el importe de su patrimonio neto (valor libros 2014) o 2,6 veces su ebitda. Si bien estos niveles estuvieron en aumento (en correlación con las mayores necesidades de capital de trabajo y activo fijo), se encuentra dentro de los parámetros preestablecidos por la compañía.

Si se calcula la tasa promedio de intereses implícita en los estados contables de los últimos 3 años el costo de deuda en BRL (reales brasileros) se encuentra en torno al 3,02%. Considerando este costo y el ROIC que en 2014 fue de 18%, el apalancamiento es favorable permitiendo aumentar el ROE, es decir el rendimiento de los accionistas.

Como se mencionó anteriormente, Natura cotiza en el Bovespa desde el año 2004, el total de acciones cotizantes al 31/12/2014 es de 172 millones (representando el 39% del total de acciones de la compañía). Desde el momento en que lanzó su IPO hasta el segundo semestre de 2015 el precio de la acción tuvo un rendimiento punta a punta del 436% versus un 178,4% del Bovespa.



Fuente: Propia basada en información pública de la empresa

En el Anexo VI se encuentra un resumen de los índices comentados en este apartado.

## 7.3. VALUACIÓN

### 7.3.1. PROYECCIONES

Para realizar las proyecciones se utilizó como referencia de performance histórica, los balances individuales de los últimos 6 años (2009 a 2014). A su vez, las proyecciones están sustentadas por la estrategia de la empresa, su modelo de negocio, las perspectivas del mercado, del sector y de la propia gerencia.

### VENTAS

Al tratarse de uno de los rubros más importante en la proyección, se realizó un análisis detallado del mismo. Se analizaron las ventas por segmento de negocios según la información brindada en los estados contables de la compañía. Esta segmentación se realiza por región geográfica incluyendo la siguiente segregación: Brasil, operaciones en consolidación (Argentina, Chile y Perú), operaciones en implantación (México y Colombia) y otros (que incluye a Francia y ventas corporativas de Latinoamérica).

Como puede observarse en el Anexo VII las distintas regiones poseen diferentes niveles de crecimiento. Sin lugar a dudas, en sus operaciones internacionales la empresa está en un proceso acelerado de crecimiento. Posee grandes oportunidades de ampliar su *market share* en todos los países donde actualmente opera.

Se proyecta que en los próximos 5 años la compañía continuará su crecimiento en estas regiones en los porcentajes de crecimiento anual compuesto histórico de los últimos 5 años para luego gradualmente comenzar a estabilizarse en torno al PBI.

En relación al segmento Otros se proyectó que el mismo mantendrá la misma participación dentro de las ventas totales (3,6%).

Con respecto a Brasil, principal mercado de la compañía, la situación en los últimos años mostró un crecimiento menor a los objetivos esperados por los ejecutivos. Las causas de esta situación ya han sido explicadas en apartados anteriores.

Se proyectó un escenario que prevé un año 2015 donde el crecimiento se encontrará en el orden del 3%, similar al del año 2014 pero con una leve recuperación que comenzará a acentuarse a partir del 2016 y mantenerse por los próximos 5 años para luego estabilizarse en torno a porcentajes de crecimiento similares al PBI.

Este escenario, ciertamente favorable, que incorpora una hipótesis de crecimiento en el mercado brasilero tiene sus fundamentos en las acciones que realizó y/o realizará en el futuro la compañía, además de analizar el contexto económico del país, del sector y de la competencia.

En relación a la caída en las ventas que presentó Natura en los últimos 2 años, se puede observar que no se trató de una situación aislada sino que se encuentra en conexión directa con la situación económica del país y del sector. Avon (uno de los principales competidores) reportó una variación negativa en sus ventas de 1,3% en 2013 y 5,2% en 2014 en Brasil y 3,07% y 12,4% respectivamente, en América Latina.

Como se indicó en el punto 7.1.1 es importante tener en cuenta que el sector en el que opera Natura (CF&T) en los últimos años tuvo un crecimiento mayor al PBI de Brasil y si bien mostró una retracción, se mantuvo resistente a la contracción en la economía que se presentó en los últimos años.

Con respecto al canal de venta directa, en los últimos 6 ó 7 años existió una gran expansión y Natura aumentó su participación pero este ciclo terminó. Sin embargo, los analistas estiman que el sector continuará creciendo en torno al 10%. A su vez, es importante tener en cuenta que Brasil es el tercer mercado mundial en este sector de la industria y el primer mercado en cuanto a perfumería.

En relación al tipo de cambio, un dólar alto puede ayudar a la industria nacional, como es el caso de Natura.

Las medidas propias de la compañía que fundamentan un crecimiento en las ventas en los próximos años se enumeran de forma sintetizada a continuación:

- La empresa es consciente que el modelo de negocios que los impulsó, necesita evolucionar. Si bien en el último año se analizó la posibilidad de ingresar en el canal de *retail* (como sucede con Unilever o P&G) o abrir tiendas especializadas a través de franquicias (como Ó Boticário), ambas posibilidades fueron descartadas en el corto plazo (en parte por la posible canibalización a su canal principal de venta directa). Sin embargo parte de la necesidad de evolución se observa en el reemplazo del CEO Alessandro Carlucci (que permaneció en esta posición durante 10 años) por Roberto Lima (ejecutivo que posee una imagen de reestructurador) a finales del 2014.
- La empresa analiza la posibilidad de crear nuevas marcas y posicionarlas en otros canales sin canibalizar el negocio de las revendedoras. La compra de la compañía Aesop puede entenderse como un primer paso hacia esta acción.

- Impulsarán su crecimiento a través de la gran fuerza de ventas que poseen (1,7 millones de consultoras). No solo buscarán ampliar esta base de consultoras sino que se focalizarán en mejorar su productividad. La compañía observa que aún existe espacio para crecer en número de revendedoras pero el foco a futuro está en el aumento de venta de productos por consultora aprovechando la preferencia de marca que poseen. Para ello utilizarán las oportunidades que ofrece el mundo digital. A través de las nuevas herramientas tecnológicas tendrán mayor conocimiento de sus consultoras y sus consumidores finales. Buscarán trabajar con grupos de consultoras en segmentos mejor identificados para poder entender el comportamiento de cada una (lo que compra, cuánto compra, con qué frecuencia) y hacer ofertas cada vez más individualizadas. Es decir, irán un paso más allá que la simple segmentación regional o social.
- Con el objetivo de estar presentes en el mercado de *e-commerce*, continuarán mejorando la Red Natura Digital (comentada en apartados anteriores) dentro de Brasil (crearán la aplicación para *smartphones*) y extendiéndola a sus operaciones internacionales. La gerencia considera que este canal revitalizará el canal de ventas directas ya que es un complemento y no una canibalización al canal principal
- Además de lo ya mencionado, Natura es una empresa que posee una estructura robusta, que mostró ser flexible ante los cambios y que fue y es reconocida por sus logros en distintos ámbitos.

## **COSTO**

En relación a sus costos, como se puede observar en el gráfico del punto 7.2, los últimos 6 años reflejan un comportamiento constante siendo un 30% de las ventas. Si bien la compañía en los últimos 4 años realizó inversiones en el área productiva, aún no se observan cambios en el costo. Se utilizó un criterio discrecional en este rubro proyectando el porcentaje sobre ventas histórico mencionado.

## **GASTOS**

Natura en respuesta a la situación económica del país y de la propia compañía inició a fines del 2014 un nuevo diseño organizacional. Este cambio se reflejó en 2015 con la eliminación de 2 niveles jerárquicos (paso de 8 niveles a 6), disminuyendo la plantilla de empleados en aproximadamente 100 personas de niveles jerárquicos.

Este nuevo diseño permite observar que los gastos administrativos y comerciales tendrán una tendencia a disminuir en los próximos años en relación al 2014. Por otro lado, los gastos de marketing son claves para impulsar las ventas, por lo tanto en los gastos comerciales la disminución producida por el nuevo diseño organizacional se compensará con el alta de gastos de marketing.

La participación de estos gastos sobre las ventas en 2014 era de 36% para los gastos comerciales y 15% para los gastos administrativos. Se proyecta el porcentaje histórico siendo 36% y 13% respectivamente.

## **IMPUESTO A LAS GANANCIAS**

Se utiliza la tasa promedio histórica de los últimos 5 años (33%).

## **CUENTAS POR COBRAR**

Se calcularon tomando como base los días de cobranzas promedios históricos que permanecieron estables en los últimos 5 años en torno a los 41 días.

Sin embargo, es importante tener en cuenta que estos días podrían disminuir frente a nuevas políticas de cobranzas y acuerdos individualizados de créditos para cada una de las consultoras según su perfil que implementaría la compañía. Además los pagos por medios electrónicos a través de *smartphones*, tarjeta de crédito y débito podrán disminuir el índice de días de cobranzas.



## **INVENTARIO**

Se calcularon tomando como base los días de inventario promedio histórico de los últimos 5 años. Sin embargo es importante destacar que este índice histórico se utiliza manteniendo un criterio discrecional en la proyección pero los días de inventario podrían disminuir considerablemente.

Como se mencionó, en los últimos años se realizaron fuertes inversiones, una de ellas fue en el sector logístico. En Brasil el plazo medio de entrega de los productos en 2014 fue de 4,5 días (en 2011 era de 6,8), el 38% de los pedidos se entregan en 48hs. En sus operaciones internacionales, 56% de los pedidos se entregan en 48hs. A su vez en 2014 el 98% de las entregas se realizaron en el plazo establecido. Lo que perjudicó a la compañía fue una estimación de ventas superior a la real que generó sobre stock de mercadería.

## **CUENTAS POR PAGAR**

Se calcularon tomando como base los días de cuentas por pagar promedios históricos de los últimos 5 años (104 días). Si se observa el año 2014 los días de cuentas por pagar disminuyeron en relación al promedio, sin embargo esta tendencia será revertida según información divulgada por la gerencia, negociando con sus proveedores nuevas condiciones más favorables para la empresa.

## **CAPEX<sup>1</sup>**

Como demuestra el gráfico del punto 7.2, en los últimos años la empresa realizó fuertes inversiones (superior a los 2 billones de reales en los últimos 5 años) para modificar los estándares de infraestructura tecnológica, producción y logística.

Esta nueva estructura va a soportar su crecimiento futuro. Por ejemplo el complejo industrial de Ecoparque en Pará, la nueva fábrica en Cajamar, el nuevo centro de distribución en San Pablo, la consolidación de la plataforma digital y la reducción en los

---

<sup>1</sup> El término *capex* señala las inversiones en capital realizadas por una empresa (por ejemplo edificio, maquinaria, equipos, etc.)

plazos de entrega de los productos. Las grandes inversiones ya se realizaron en los últimos años, en la actualidad la compañía se encuentra con capacidad ociosa que permitirá ampliar sus ventas y absorber los costos fijos que poseen.

Para el 2015 las inversiones comenzarán a disminuir (385 millones según la gerencia), el foco se encontrará en la evolución del modelo comercial en Brasil y en la expansión de tecnología de la información (SAP) y logística en las operaciones internacionales. Esta disminución en el Capex permitirá mejorar el flujo de caja.

Por lo mencionado, se proyecta un alta de Capex para los primeros años similar al indicado por la gerencia para el 2015. Las amortizaciones de cada período se calculan en base al índice promedio histórico Amortización/Activo Fijo. Para los siguientes 5 años, previendo una necesidad mayor de inversiones, se proyectan los activos fijos manteniendo la relación Activo Fijo/Ventas de los últimos 4 años (2011-2014) donde se realizaron las inversiones más significativas.

## **DEUDA FINANCIERA**

Se consideró el nivel de endeudamiento promedio de los últimos 2 años que según lo informado por la compañía, es un nivel adecuado para su estructura financiera. Este nivel se calcula a través de la relación Deuda/Ebitda.

## **PATRIMONIO NETO**

Se proyectó el patrimonio neto (PN) de cada año como la diferencia entre el PN inicial + resultados del año – PN \* *payout*<sup>2</sup> histórico (la empresa posee un promedio histórico de *payout* de 96%).

## **VALOR TERMINAL**

---

<sup>2</sup> El término *payout* señala el porcentaje que representa el pago de dividendos respecto de los beneficios obtenidos por una empresa.

Para calcular el valor terminal se utilizó como tasa de crecimiento “g”, la tasa del PBI promedio de los últimos 50 años (según datos del Banco Mundial años) de los seis países en los cuales opera Natura. La tasa resultante fue de 3,95%.

## **TIPO DE CAMBIO**

Una vez obtenidos los flujos de fondos en la moneda local (reales) se utilizaron los tipos de cambio futuro según consulta realizada en las cotizaciones publicadas por el CME (*Chicago Mercantile Exchange*).

### **7.3.2. CÁLCULO DEL WACC**

Para el cálculo de la tasa de descuento (en USD) se procedió del siguiente modo:

#### **BETA**

Se calculó el beta de la acción con respecto al índice S&P, para ello los precios de las acciones de Natura se transformaron en dólares al tipo de cambio de cada día. Se realizó el cálculo del beta desde el momento del IPO hasta el 2014 con distintas periodicidades (mensual, diario, semanal) para luego calcular el coeficiente  $R^2$ <sup>3</sup> en cada caso. El beta con mayor  $R^2$  fue el elegido para calcular el WACC. Este fue de 0,5477 correspondiente al período 2007-2014 con periodicidad semanal.

En el Anexo VIII puede apreciarse un resumen de los distintos betas calculados.

#### **TASA LIBRE DE RIESGO (Rf)**

Se tomó como aproximación de la tasa libre de riesgo, la tasa de los bonos del Tesoro Americano a 30 años (fuente *Ámbito Financiero* al 30/06/2015).

---

<sup>3</sup> El coeficiente de determinación o R cuadrado es una medida estadística que se utiliza para conocer la bondad de ajuste de un modelo. Es decir, un modelo estadístico permite explicar una variable a partir de otras variables, el coeficiente de determinación indicará cuánto de la primera es explicado por la/s segunda/s.

## PRIMA DE RIESGO

Se utilizó como aproximación una prima de riesgo promedio de largo plazo (últimos 50 años) tomando como portafolio de mercado al índice S&P y como activo libre de riesgo el Bono del Tesoro Americano (fuente página Fama & French).

## RIESGO PAÍS

Al estar presente en distintos mercados emergentes se calculó un riesgo país promedio ponderado según el porcentaje de participación de cada país en las ventas del 2014. A continuación se presenta el cálculo detallado (datos riesgo país según fuente Ámbito Financiero 30/06/2015)

<b>SEGMENTOS VENTAS S/BALANCE 2014</b>	
Brasil	80,90%
Argentina, Chile y Perú	9,90%
México y Colombia	5,60%
Otros (Francia, corporativo LATAM)	3,60%

<b>País</b>	<b>Riesgo País</b>	<b>% de Ventas</b>	<b>Rgo país x % Vtas</b>
Brasil	304	80,9%	246
Argentina	631	3,3%	21
Chile	158	3,3%	5
Perú	181	3,3%	6
México	194	2,8%	5
Colombia	229	2,8%	6
Francia	0	3,6%	-
			<b>290</b>

*Fuente: Propia*

## COSTO DE LA DEUDA (Kd)

El cálculo de este costo se realizó por distintos métodos:

- Tasa de interés implícita en los estados contables: realizando el cociente entre los interés financieros y la deuda financiera (en USD) de los últimos 3 años se obtuvo una tasa de 3,02%.

- Tasa de interés según rating crediticio: según los datos que ofrecen los estados contables el índice de cobertura de intereses promedio de los últimos 3 años es de 18,53. Según la tabla de ratings crediticios este ratio se corresponde con un spread del 0,4% sobre la tasa libre de riesgo. Según este cálculo, el costo de la deuda se encuentra en 3,52%
- Tasa de interés utilizada por entidades financieras: la compañía en 2013 contrajo una deuda en USD a largo plazo con una tasa de interés de 4,61%. Este préstamo representa el 57% del total en 2014.

Para el cálculo del WACC se utilizó como costo de deuda la última tasa indicada. Al tratarse de una deuda con una entidad financiera, en dólares, con un peso significativo sobre el total de las obligaciones de la empresa y con una antigüedad menor a dos años, se consideró la tasa más adecuada para representar el rendimiento que exigirían en la actualidad posibles acreedores a la compañía.

#### **TASA DE IMPUESTO A LAS GANANCIAS**

Se consideró la tasa promedio histórica de los últimos 5 años según datos del balance.

#### **EQUITY**

Se utilizó como referencia el precio (27,54 reales), cantidad de acciones (431 millones) y tipo de cambio (3,10) al 30/06/2015.

#### **DEUDA**

Se consideró la deuda financiera informada en el último reporte de la compañía (segundo trimestre del 2015). Se toma como supuesto que la deuda según balance es igual a la deuda a valor de mercado.

En el Anexo IX puede observarse el cálculo de la tasa con sus componentes.

### **7.3.3. RESULTADO DE LA VALUACIÓN**

Se utilizaron como referencia histórica los balances de los últimos 6 años (2009 a 2014). Los flujos de fondos fueron proyectados por 10 años (2015 a 2024) y luego se estimó un valor terminal que prevé un crecimiento constante similar al PBI histórico de los países en los cuales Natura opera (como se mencionó en el apartado anterior). La valuación en objetivo se realizó durante el primer semestre de 2015.

El resultado final de la valuación fue 3148 millones de dólares. La valuación de la firma según datos del mercado es 5528 millones de dólares.

En el Anexo X puede observarse el detalle de la proyección realizada.

### **7.3.4. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD Y PROYECCIÓN DE ESCENARIOS**

Por medio del análisis de sensibilidad se modificaron individualmente los datos de las variables más importantes para poder analizar el impacto que éstas generan en el valor final de la valuación. Los resultados pueden observarse en el Anexo XI.

En relación a variables propias de la compañía, se observa que el resultado final de la valuación es particularmente sensible a las cuentas de costos y gastos. Un cambio del 5% en estos rubros produce una variación de 30% y 24% respectivamente sobre la valuación. Un crecimiento de 10% en las ventas podría generar un aumento del 7% en la valuación de la firma.

Con respecto a la inversión en capital de trabajo y activo fijo, variaciones del 20% impactarían en un 11% y 9% respectivamente en el resultado final.

En relación al WACC, si este tiene una variación mayor al 2% comienza a generar un impacto en la valuación mayor al 25%. Si se avanza en el análisis de las variables que

componen al WACC teniendo como parámetro una variación en la valuación de la compañía de 25%, se puede observar lo siguiente:

- El beta no es significativo (solo si este fuera de 1 generaría un cambio en la valuación mayor al 25%).
- El riesgo país impacta disminuyendo la valuación en los parámetros establecidos si supera el 5%, a su vez la eleva si es menor al 1,5%.
- El Kd no es una variable relevante.
- El resultado de la valuación es sensible al Ke cuando éste último supera el 8,5%.

El tipo de cambio a perpetuidad solo modificaría la valuación si este fuera menor a 5 reales por dólar. Por último, la tasa de crecimiento a perpetuidad no es una variable relevante ya que modificaría la valuación disminuyéndola en un porcentaje superior al 25% solo si fuera del 0% y aumentándola a partir del 6%.

Utilizando las variables mencionadas se proyectaron dos escenarios alternativos:

- Escenario optimista: Natura comienza a operar en nuevos países de Latinoamérica y lanza nuevas líneas de productos (por ejemplo líneas destinadas al público adolescente) con excelente aceptación por parte de los consumidores. El proyecto de la Red Natura obtiene los beneficios proyectados por la gerencia ampliando y complementado el canal de venta directa. Las inversiones realizadas en los últimos años permiten mejorar el capital de trabajo a través de una reducción significativa en los días de inventario y una reducción en los días de pago a proveedores. A su vez, durante los próximos años, la compañía obtiene resultados favorables en los trámites para el recupero de impuestos cooperando a la reducción en las necesidades de capital de giro. Las nuevas políticas de diseño organizacional permiten reducir los gastos administrativos. Las principales variables macroeconómicas no presentan cambios significativos respecto al caso base, el PBI se estabilizaría en torno al 3-4% en Brasil y la

inflación se mantendría en parámetros similares a los históricos. En relación al riesgo país se estima una disminución debido a la estabilidad económica del país.

Las premisas utilizadas y los efectos en la valuación de la empresa pueden observarse en el Anexo XII.

- Escenario pesimista: Brasil presenta una situación económica recesiva, con aumento de las tasas impositivas y de los salarios, disminución del PBI y aumento el desempleo. A su vez, la competencia se intensifica.

Debido a que el mercado donde se desarrolla la compañía está en relación directa a la renta disponible, la situación descrita en el párrafo anterior genera dos impactos. Por un lado, puede aumentar la fuerza de ventas (consultoras) que están buscando una ganancia adicional, por otro lado, pueden existir personas que restrinjan su consumo o consuman menos.

Es interesante observar que si el consumidor pierde poder de compra y los precios aumentan, buscan productos más baratos. A su vez, aquellos consumidores que se encuentra en una clase social más alta, al ver aumento en los precios, pueden migrar a productos importados un poco más caros pero que les proporcionan una mejor relación costo beneficio.

Las premisas utilizadas y los efectos en la valuación de la empresa pueden observarse en el Anexo XII.

## **8. CONCLUSIÓN**

Una vez concluido el proceso de valuación se puede observar que la empresa analizada refleja en gran medida el ciclo económico de su país de origen. La empresa creció radicalmente en el momento donde el país mostró un gran cambio económico que permitió ser incluido dentro de las economías emergentes más importantes del



mundo. Sin embargo esta situación que comenzó a cambiar en los últimos años hace que su futuro posea un mayor grado de incertidumbre.

Observando los valores mencionados en el punto 7.3.3 la primera conclusión que se obtiene es que la empresa se encuentra sobrevaluada y que aquellos inversores que posean acciones de la compañía deberían comenzar a deshacerse de ellas. Sosteniendo la hipótesis que los mercados siempre son eficientes, es un momento oportuno para vender las acciones de la compañía antes de que el propio mercado ajuste a la baja el precio, situación que lentamente ha estado ocurriendo.

No obstante lo expuesto en el apartado anterior es, como se mencionó, la primera conclusión. Se debe tener en cuenta que las valuaciones nunca son completamente precisas y que si bien para realizarla se utiliza un modelo conocido y ampliamente aceptado, los supuestos que se introducen en el modelo poseen cierta subjetividad. Sin embargo, el análisis de sensibilidad y la creación de escenarios nos ofrecen herramientas que permiten minimizar esta subjetividad. Es por ello que a pesar de la incertidumbre sobre el futuro de la compañía y del mercado donde opera (sobre todo si se trata de mercados emergentes), realizar una valuación brinda grandes beneficios a distintos actores interesados: tomar mejores decisiones de inversión, exigir un retorno adecuado al riesgo asumido, conocer si la empresa está creando valor a sus accionistas, etc.

En concordancia al último punto mencionado, la valuación de la empresa junto a la formulación de posibles escenarios alternativos permite a sus directivos tomar mejores decisiones (financieras, comerciales, estratégicas, etc.) para incrementar el valor de la firma y consecuentemente crear valor a sus accionistas. El proceso de valuación, como se pudo observar en el desarrollo del presente trabajo, necesita de información clave de la empresa, sus ventas, sus costos, la forma de financiamiento, las decisiones de inversión, etc. Cuando los propios directivos valúan la compañía, indirectamente están delineando las acciones más importantes que definirán el futuro de ésta.

Al formular los escenarios Natura mostró que uno de los caminos a seguir para el éxito de la empresa es a través de la ampliación de sus mercados y la mejora en su ciclo de conversión de caja. Se trata de una empresa que nació en un mercado emergente, que creció junto a él y que actualmente posee una infraestructura avanzada y un *know how* que permitió posicionarse como líderes en el tercer país más importante del sector donde actúan. El mercado internacional se presenta como una gran oportunidad para esta empresa. Tomando como referencia la experiencia actual en los mercados latinoamericanos donde actúa, su desempeño mostró excelentes resultados financieros y gran aceptación por parte del público a la calidad de sus productos y a la idea de sustentabilidad que es parte de la esencia de la compañía.

Si bien la situación macroeconómica es fundamental para el desarrollo y éxito de las compañías, las estrategias que emprendan sus directivos y la capacidad de flexibilidad y adaptación a los cambios definirán su rumbo y el mercado lo reflejará en el precio de sus acciones. Para que todo esto suceda, una valuación de la empresa es fundamental.

## 9. BIBLIOGRAFÍA

BENNINGA, S. y SARIG, O., *Corporate Finance – A Valuation Approach*. 1a ed. New York: McGraw-Hill, 1997.

BENNINGA, S. *Financial Modeling*. 3a ed. Cambridge: The MIT Press, 2008.

BODIE, Z., KANE A., MARCUS A. *Investments*. 8a ed. New York: Mc Graw-Hill, 2009

BREALEY, R. Y MYERS, S. *Principio de Finanzas Corporativas*. 9a ed. México: McGraw-Hill, 2010.

COPELAND, T.; KOLLER, T. y MURRIN, J. *Valoración – Medición y gestión del valor*. Barcelona: Ediciones Deusto, 2004.

COTTANI, Joaquín. Análisis económico: Factores externos adversos provocan ajustes internos en América Latina a medida que la actividad económica se desacelera. Standard & Poor's Rating Services. Abr.2015.

DAMODARAN, A. *Applied Corporate Finance*. 3a ed. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2011.

DAMODARAN, A. *Corporate Finance – Theory and Practice*. New York: J. Wiley & Sons, Inc., 2001.

DAMODARAN, A. *Investment Valuation*. 1a ed. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1996.

DAMODARAN, A. *On Valuation, Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 1a ed. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1994.

DAMODARAN, A. *The Dark Side of Valuation*. 2a ed. New Jersey: Financial Times Press, 2010.

GRAHAM, J.; SMART, S.; MEGGINSON, W. *Finanzas Corporativas, el vínculo entre la teoría y lo que las empresas hacen*. 3ª ed. México: Cengage Learning, 2011.

INTERNATIONAL MONETARY FOUND. *Perspectivas económicas. Las Américas*. Washington, D.C. International Monetary Found, 2015.

KOLLER, T., DOBBS, R. y HUYTET, B. *Value: The Four Cornerstones of Corporate Finance*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2010.

LOPEZ DUMRAUF, G., *Finanzas Corporativas, un enfoque latinoamericano*. 3a ed. Buenos Aires: Alfaomega Grupo Editor Argentino, 2013.

OLIVIERI, C. *Cuánto vale una empresa*. 1a ed. Buenos Aires: La Ley, 2005.

PALEPU, K.; HEALY, P.; BERNARD V. Análisis y valuación de negocios mediante estados financieros. 2a ed. México: Thomson Editores S.A., 2002.

PEREIRO LUIS E., *Valuation of companies in emerging markets: a practical approach*. New York: J Wiley and Sons, 2002.

ROSS, S. WESTERFIELD, R. Y JAFFE, J. *Finanzas Corporativas*. 8a ed. México: McGraw-Hill, 2009.

SMURRA R., TELIAS A. Y OTROS, *Contabilidad para Gerenciar*. 2a ed. Buenos Aires: Editorial Temas, 2007.

WESTON, F.; COPELAND, T. *Finanzas en Administración*. 8ª ed. México: McGraw Hill, 1988.

## 10. FUENTES

ÁMBITO FINANCIERO – EMBI [en línea]. [consulta 2014-2015].  
<<http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/>>.

BM&F BOVESPA. A NOVA BOLSA [en línea]. [consulta 2014-2015].  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/>>.

CME GROUP [en línea]. [consulta 2015].  
<<http://www.cmegroup.com/trading/fx/emerging-market/brazilian-real.html>>.

DAMODARAN ONLINE [en línea]. [consulta 2014-2015].  
<<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.

MSCI – EMERGING MARKETS INDEXES [en línea]. [consulta 2014-2015].  
<[http://www.msci.com/products/indexes/country\\_and\\_regional/em/](http://www.msci.com/products/indexes/country_and_regional/em/)>.

NATURA COSMÉTICOS – INVESTITORES [en línea]. [consulta 2014-2015].  
<<http://natura.infoinvest.com.br/>>.

## 11. ANEXOS

### 11.1. ANEXO I: CÁLCULO DE LOS CASH FLOWS

Ventas
(-) Costos de explotación
<b>Resultado Bruto</b>
(-) Costos de Administración
(-) Costos de Comercialización
<b>Resultado Operativo (EBIT)</b>
(-) EBIT * $t$
(+) Amortizaciones
(+/-) Variación en Capital de Trabajo
(+/-) Variación en Activo Fijo
<b>FCF (Free Cash Flow)</b>
(+) Escudo Fiscal
<b>CCF (Capital Cash Flow)</b>
(-) Intereses
(+/-) Variación de Deuda
<b>ECF (Equity Cash Flow)</b>

} Cash Flow para los acreedores de Deuda

EBIT : *Earnings before interest and taxes*  
 $t$  : Taxes, Tasa de impuesto a las ganancias  
 Capital de Trabajo/*Working Capital* = Activo circulante - Pasivo circulante  
 Escudo Fiscal = Intereses \*  $t$

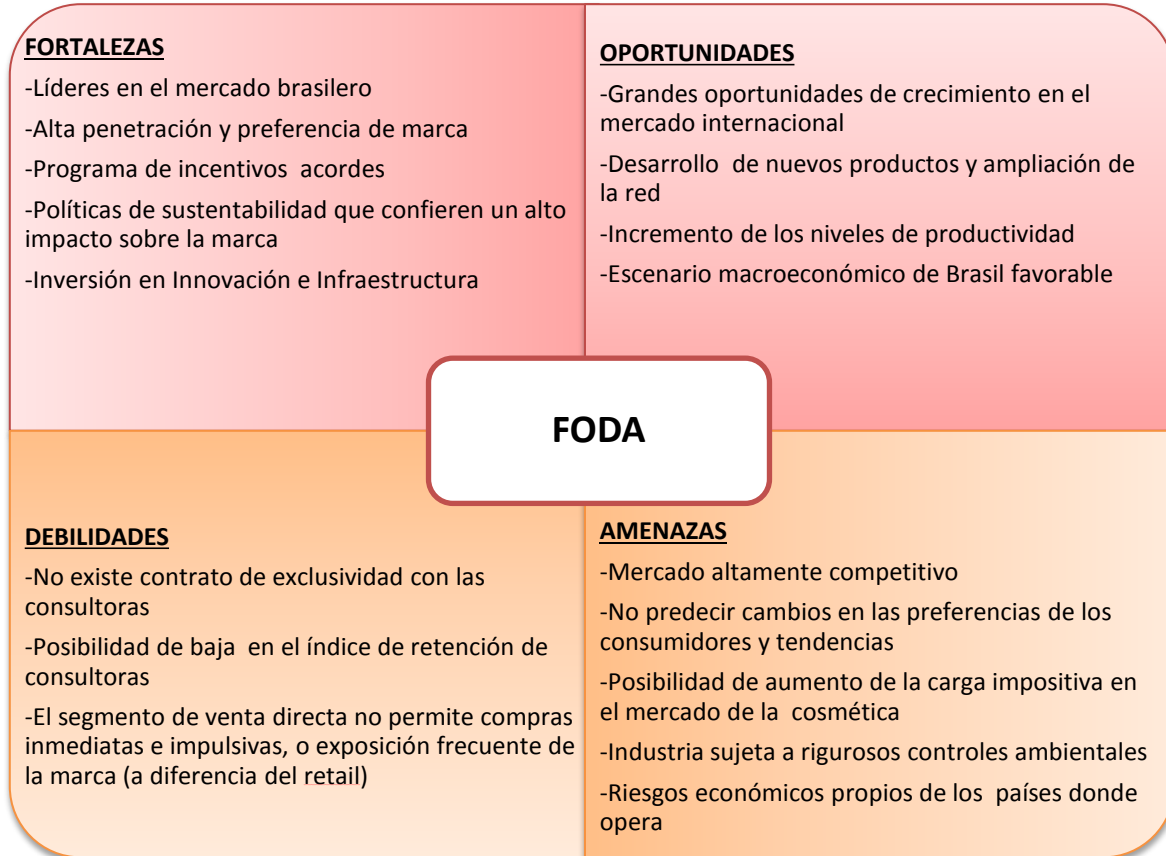
Fuente: Confección propia basada en fórmulas reconocidas internacionalmente en el ámbito académico

## 11.2. ANEXO II: FÓRMULAS – MODELOS DCF

MÉTODOS	FÓRMULA
Free Cash Flow (FCF)	$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$
Capital Cash Flow (CCF)	$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{CCF_t}{(1+WACC_{ai})^t}$
Equity Cash Flow (ECF)	$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{ECF_t}{(1+ke)^t}$
Adjusted Present Value (APV)	$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{ku} + D * t$
Dividend Discount Model (DDM)	$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1+ke)^t}$
<i>WACC</i>	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>
<i>WACC<sub>ai</sub></i>	<i>Weighted Average Cost of Capital (antes de impuesto)</i>
<i>t</i>	Cantidad de Períodos
<i>ke</i>	Costo del Equity
<i>ku</i>	Tasa de descuento desapalancada
<i>D</i>	Deuda
<i>Div<sub>t</sub></i>	Dividendos

Fuente: Confección propia basada en fórmulas reconocidas internacionalmente en el ámbito académico

### 11.3. ANEXO III: ANÁLISIS FODA



*Fuente: Propia basada en información pública de la empresa*

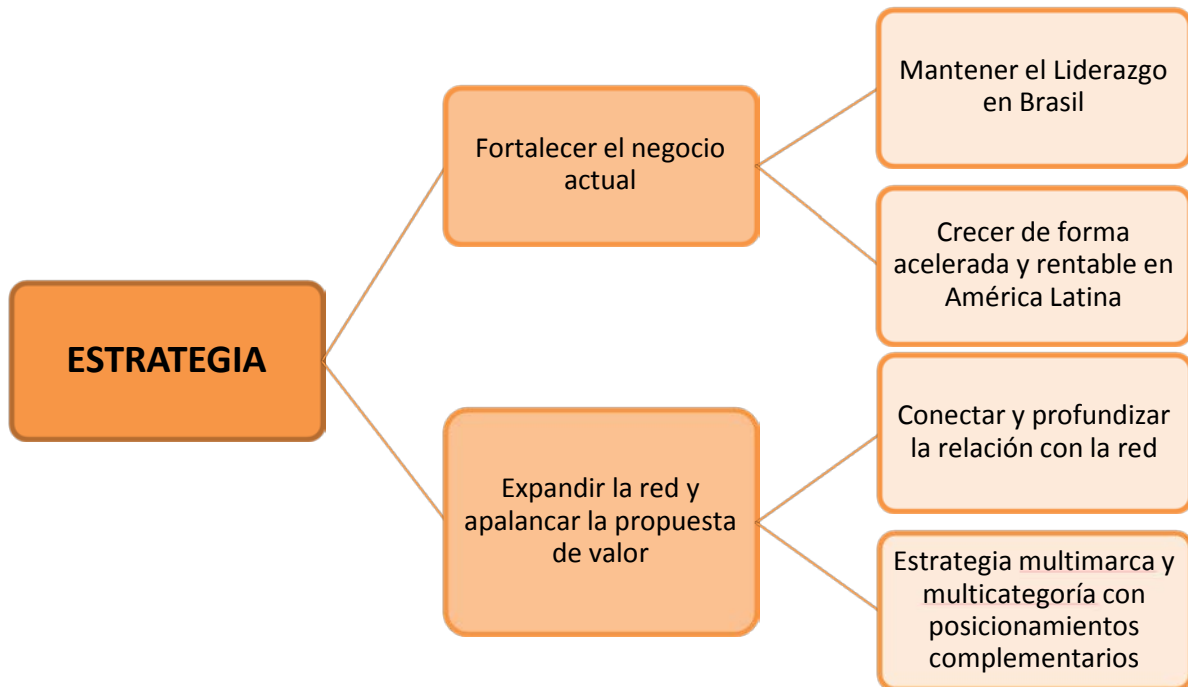
## 11.4. ANEXO IV: MODELO DE NEGOCIO



Fuente: Propia basada en información pública de la empresa



## 11.5. ANEXO V: ESTRATEGIA



*Fuente: Propia basada en información pública de la empresa*

## 11.6. ANEXO VI: INDICES FINANCIEROS Y ECONÓMICOS (HISTÓRICOS Y PROYECTADOS)

INDICES	NATURA COSMÉTICOS S.A.	PROM HIST.	HISTÓRICO						
			2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ACTIVIDAD</b>									
	Días de inventario	141		134	151	137	138	144	
	Bcbio/CMV/365	41		41	42	37	42	42	
	Días Cuentas por Cobrar	-104		-83	-100	-126	-117	-94	
	CxP/Compras/365	78		92	93	48	64	93	
	Ciclo de Conversión de Caja	4,10		5,59	5,09	3,23	3,73	2,86	
	ROTACIÓN CAPITAL DE TRABAJO								
	Ventas/MK								
<b>LIQUIDEZ</b>									
	RAZÓN CIRCULANTE	1,51	1,67	1,28	1,59	1,73	1,40	1,51	
	A cte/ P cte	1,12	1,26	0,90	1,10	1,19	1,11	1,17	
	PRUEBA ACIDA	0,89	1,00	0,71	0,96	0,91	0,95	0,91	
	PRUEBA SÚPER ACIDA								
	(Efectivo y equivalente + ctas x cobrar/ P Cte								
<b>RENTABILIDAD</b>									
	CRECIMIENTO	13%	19%	21%	9%	13%	10%	6%	
	(Ventas)	70%	69%	70%	70%	71%	70%	70%	
	Mg. BRUTO	30%	33%	40%	36%	26%	23%	18%	
	Gra. Bruta/Vtas	65%	60%	59%	67%	67%	72%	64%	
	ROI	29%	33%	36%	35%	26%	23%	19%	
	ROIC	21%	22%	23%	24%	22%	20%	18%	
	ROE	1,33	1,55	1,59	1,48	1,18	1,12	1,03	
	ROA								
	NI/ Equity								
	Ebit/activo total								
	DESCOMPOSICIÓN ROA								
	Mg s/ ventas								
	Ebit/ventas								
	Rotación de la inversión								
	Ventas/activo								
<b>ENDEUDAMIENTO</b>									
	ENDEUDAMIENTO	3,32	1,56	2,05	3,16	4,43	5,39		
	Pasivo/PN	-1,45	-0,6	-0,8	-1,5	-1,8	-2,6		
	Deuda/EBITDA	1,85	0,55	0,96	1,79	2,48	3,47		
	Deuda/Equity	2,54	1,63	1,93	2,62	3,18	3,37		
	ROE/ROA								
<b>OTROS</b>									
	ROTACIÓN DE INVENTARIOS	8,90	10,72	8,33	8,99	8,12	9,06	8,32	
	Ventas/Inventario	0,78	1,17	1,11	0,93	0,79	0,65	0,38	
	FINANC. DE LA INMOVILIZACIÓN	1,48	1,63	1,37	1,51	1,59	1,49	1,37	
	PN+P no cte/A.no Cte	96%	95%	86%	95%	98%	98%	96%	
	PAYOUT	33%	33%	33%	33%	33%	33%	32%	
	TASA IMPOSITIVA								

Fuente: Propia basada en información pública de la empresa

INDICES	PROYECCIÓN									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 R TERMINAL
<b>NATURA COSMÉTICOS S.A.</b>										
<b>ACTIVIDAD</b>										
Días de inventario	141	141	141	141	141	141	141	141	141	141
Bchto/CMV/365										
Días Cuentas por Cobrar	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41
CxC/Vtas/365										
Días Cuentas por Pagar	-103	-100	-100	-99	-99	-100	-101	-101	-102	-102
Cxp/Compras/365										
Ciclo de Conversión de Caja	79	81	82	82	82	81	80	80	80	79
ROTACIÓN CAPITAL DE TRABAJO	4,61	4,51	4,36	4,19	4,04	3,76	3,88	3,90	3,96	3,97
Ventas/MK										
<b>LIQUIDEZ</b>										
RAZÓN CIRCULANTE	1,24	1,26	1,29	1,32	1,35	1,40	1,37	1,37	1,36	1,43
A cte/ P cte										
PRUEBA ACIDA	0,88	0,89	0,92	0,95	0,99	1,04	1,01	1,00	0,99	1,10
(A cte- Inventarios/ P Cte										
PRUEBA SUPER ACIDA	0,67	0,69	0,72	0,76	0,80	0,85	0,83	0,82	0,81	0,93
(Efectivo y equivalente +										
ctas x cobrar/ P Cte										
<b>RENTABILIDAD</b>										
CRECIMIENTO										
(Ventas)	12%	11%	12%	13%	13%	11%	7%	7%	5%	4%
MG BRUTO	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Gra Bruta/Vtas										
ROIC	21%	21%	22%	22%	23%	23%	23%	23%	23%	24%
no pat/capital invertido										
ROE	76%	81%	88%	96%	104%	112%	115%	117%	117%	131%
M/ Equity										
ROA	22%	22%	23%	23%	23%	24%	24%	24%	24%	25%
Ebit/activo total										
<b>DESCOMPOSICIÓN ROA</b>										
Mgs/ ventas	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	21%
Ebit/ventas										
Rotación de la inversión	1,21	1,23	1,26	1,28	1,30	1,29	1,30	1,30	1,30	1,20
Ventas/activo										
<b>ENDEUDAMIENTO</b>										
ENDEUDAMIENTO										
Pasivo/PN	4,59	4,90	5,29	5,71	6,16	6,59	6,74	6,88	6,90	6,91
Deuda/EBITDA	-2,2	-2,18	-2,18	-2,18	-2,18	-2,18	-2,18	-2,18	-2,18	-2,18
Deuda/Equity	3,01	3,20	3,45	3,72	4,00	4,28	4,39	4,48	4,49	4,50
<b>INDICE APALANCAMIENTO</b>										
ROE/ROA	3,46	3,65	3,90	4,16	4,43	4,70	4,79	4,88	4,89	4,90
<b>OTROS</b>										
ROTACIÓN DE INVENTARIOS	8,57	8,57	8,57	8,57	8,57	8,57	8,57	8,57	8,57	8,57
Ventas/Inventario										
FINANC DE LA INMOVILIZACIÓN	0,35	0,34	0,33	0,32	0,32	0,32	0,30	0,30	0,29	0,29
PN/A NO CTE										
PN+P no cte/A no Cte	1,18	1,20	1,24	1,28	1,33	1,40	1,36	1,36	1,34	1,45
PAYOUT										
TASA IMPOSITIVA										

Fuente: Propia basada en información pública de la empresa

## 11.7. ANEXO VII: DETALLE PROYECCIÓN VENTAS

PROYECCIÓN VENTAS NATURA COSMÉTICOS S.A.	PROYECCIÓN																
	HISTÓRICO											2024					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ventas Netas																	
Brasil	3360	3946	4768	5089	5614	5880	5999	6.179	6.673	7.341	8.075	8.882	9.770	10.259	10.772	11.310	11.876
Argentina, Chile, Perú	164	219	256	335	487	669	735	875	1.041	1.239	1.474	1.754	1.929	2.122	2.335	2.451	2.574
México y Colombia	44	66	98	149	227	312	418	531	674	856	1.087	1.381	1.588	1.826	2.100	2.205	2.316
Otros (Francia, corporativo LATAM)	8	11	15	18	18	159	256	283	313	352	397	449	496	531	568	596	626
Ventas en \$R (en millones)	3576	4242	5136	5591	6346	7010	7408	7.868	8.702	9.788	11.033	12.466	13.784	14.738	15.775	16.563	17.391
								Prom. Histórico									
Brasil	17%	21%	21%	7%	10%	5%	2%	10%	8%	10%	10%	10%	10%	5%	5%	5%	5%
Argentina, Chile, Perú	33%	17%	17%	31%	45%	35%	12%	29%	19%	19%	19%	19%	10%	10%	10%	5%	5%
México y Colombia	51%	47%	47%	52%	52%	37%	34%	46%	27%	27%	27%	27%	15%	15%	15%	5%	5%
Otros (Francia, corporativo LATAM)	36%	42%	42%	17%	0%	803%	61%	160%	11%	12%	13%	13%	11%	7%	7%	5%	5%
Vtas Totales	19%	21%	21%	9%	14%	10%	5,7%	13%	6%	11%	13%	13%	11%	7%	7%	5%	5%
								Prom. Histórico									
								últimos 6 años									
Brasil	80,90%							10%	3%	10%	10%	10%	10%	5%	5%	5%	5%
Argentina, Chile y Perú	9,90%							29%	19%	19%	19%	19%	10%	10%	10%	5%	5%
México y Colombia	5,60%							46%	27%	27%	27%	27%	15%	15%	15%	5%	5%
Otros (Francia, corporativo LATAM)	3,60%							160%	11%	12%	13%	13%	11%	7%	7%	5%	5%

PARTICIPACIÓN EN LAS VENTAS / BALANCE 2014	
Brasil	80,90%
Argentina, Chile y Perú	9,90%
México y Colombia	5,60%
Otros (Francia, corporativo LATAM)	3,60%

Fuente: Propia basada en información pública de la empresa

## 11.8. ANEXO VIII: DETALLE CÁLCULO BETA

RESUMEN				
Período	Concepto	Daily	Weekly	Monthly
2005-14	Beta	0,6583	0,5846	0,6101
	Alpha	0,0951	0,1105	0,1295
	R2	0,0815	0,0915	0,0906
2007-14	Beta	0,6476	0,5477	0,5379
	Alpha	0,0233	0,0321	0,0415
	R2	0,0929	0,1024	0,0825
2008-14	Beta	0,5972	0,4966	0,4862
	Alpha	0,0883	0,0969	0,1092
	R2	0,0839	0,0992	0,0791
2009-14	Beta	0,5883	0,4075	0,3668
	Alpha	0,0722	0,0984	0,1225
	R2	0,0569	0,0559	0,0348
2010-14	Beta	0,5702	0,3561	0,4298
	Alpha	-0,0853	-0,0529	-0,0534
	R2	0,0381	0,0324	0,0383
2011-14	Beta	0,5877	0,2939	0,1713
	Alpha	-0,1829	-0,1699	-0,1056
	R2	0,0331	0,0197	0,0047
2012-14	Beta	0,6333	-0,0643	0,3163
	Alpha	-0,1313	-0,0115	-0,0660
	R2	0,0183	0,0006	0,0128

Se elige la beta del período 2007-14 con periodicidad semanal por tratarse del período que posee el mayor R2.

Fuente: Propia

## 11.9. ANEXO IX: CÁLCULO WACC

CÁLCULO WACC	
NATURA COSMÉTICOS S.A. - USD -	
<i>Beta (periodicidad semanal dde 2007-14)</i>	<i>0,5477</i>
Riego País (Promedio Ponderado)	2,90%
Rf (bonos Tesoro Americano 30 años USD)	3,12%
Prima de riesgo (S&P) USD	5,92%
<i>Ke</i>	<i>6,37%</i>
<i>Kd</i>	<i>4,61%</i>
<i>E/V - VI de mercado</i>	<i>0,69</i>
<i>D/V - VI de mercado</i>	<i>0,31</i>
<b>TAX</b>	<b>33%</b>
<b>WACC</b>	<b>8,26%</b>

Fuente: Propia

## 11.10. ANEXO X: RESULTADO DE LA VALUACIÓN

VALUACIÓN	PROYECCIÓN										B	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 VALOR TERMINAL		3,95%
NATURA COSMÉTICOS S.A.												
<b>FCFF - VALUACIÓN</b>												
EBIT	1.422	1.573	1.770	1.995	2.254	2.548	2.724	2.916	3.062	3.215	3.789	
EBIT* tax	-466	-515	-580	-654	-738	-835	-893	-955	-1.003	-1.053	-1.241	
NOPAT	956	1.058	1.190	1.341	1.515	1.713	1.832	1.961	2.059	2.162	2.547	
(+) Amortizaciones	177	185	193	200	207	211	233	249	267	280	294	
(+/-) Variación WC	881	-222	-318	-384	-459	-582	-132	-238	-139	-206	-1.137	
(+/-) Variación CAPEX (sin amortiz)	-573	-348	-362	-371	-382	-341	-600	-535	-558	-514	-530	
<b>FCFF - REALES -</b>	<b>1.441</b>	<b>673</b>	<b>702</b>	<b>787</b>	<b>882</b>	<b>1.001</b>	<b>1.333</b>	<b>1.437</b>	<b>1.628</b>	<b>1.721</b>	<b>1.175</b>	
<b>TIPO DE CAMBIO (USD/BRU)</b>	<b>3,64</b>	<b>4,01</b>	<b>4,37</b>	<b>4,73</b>	<b>5,09</b>	<b>5,44</b>	<b>5,80</b>	<b>6,16</b>	<b>6,52</b>	<b>6,87</b>	<b>7,38</b>	
<b>FCFF - USD -</b>	<b>396</b>	<b>168</b>	<b>161</b>	<b>166</b>	<b>173</b>	<b>184</b>	<b>230</b>	<b>233</b>	<b>250</b>	<b>250</b>	<b>159</b>	
DF (factor de descuento)	0,92	0,85	0,79	0,73	0,67	0,62	0,57	0,53	0,49	0,45	0,41	
VP (Valor Presente FCFF)	366	143	127	121	117	114	132	124	122	113	113	
Terminal Value											3.692	
VP Terminal Value											1.669	
<b>VALOR DE LA FIRMA s/ Valuación DCF</b>	<b>3.148</b> (en millones de dólares)											
<b>VALOR DE LA FIRMA (D+E) a VI Mercado al 30/06/2015</b>	<b>5.528</b> (en millones de dólares)											

Fuente: Propia

## 11.11. ANEXO XI: ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

(\*) en todos los casos se sombrearon los importes que son un 25% mayor o menor al valor de la compañía

		TASA DE CRECIMIENTO (g)					
		0%	1%	2%	3%	3,95%	5%
<b>WACC</b>	<b>3.148</b>						
	1%	16.510	#¡DIV/0!	-12.318	-5.111	-5.111	-1.508
	2%	8.520	15.050	#¡DIV/0!	-11.073	-11.073	-2.365
	3%	5.839	7.814	13.738	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!	-4.033
	4%	4.488	5.384	7.177	12.555	12.555	-8.957
	5%	3.669	4.158	4.973	6.602	6.602	#¡DIV/0!
	6%	3.118	3.414	3.859	4.600	4.600	10.527
	7%	2.720	2.912	3.182	3.587	3.587	5.610
	8%	2.351	2.471	2.629	2.848	2.848	3.687
	9%	2.180	2.273	2.394	2.554	2.554	3.114
	10%	1.988	2.056	2.141	2.251	2.251	2.602
	11%	1.829	1.880	1.942	2.020	2.020	2.254
	12%	1.695	1.734	1.781	1.838	1.838	2.001
	13%	1.581	1.611	1.647	1.689	1.689	1.807

Fuente: Propia

		TASA DE CRECIMIENTO (g)					
		0%	1%	2%	3%	3,95%	5%
<b>BETA</b>	<b>3.148</b>						
	0,40	2.513	2.663	2.865	3.154	3.574	4.387
	0,45	2.455	2.594	2.780	3.042	3.416	4.117
	0,50	2.400	2.529	2.700	2.939	3.273	3.883
	0,55	2.348	2.468	2.625	2.843	3.143	3.677
	0,60	2.298	2.409	2.555	2.754	3.025	3.496
	0,65	2.250	2.354	2.489	2.671	2.916	3.334
	0,70	2.204	2.301	2.427	2.594	2.816	3.188
	0,75	2.161	2.251	2.368	2.522	2.724	3.057
	0,80	2.119	2.204	2.312	2.454	2.639	2.938
	0,85	2.079	2.158	2.259	2.391	2.560	2.829
	0,90	2.040	2.115	2.209	2.331	2.486	2.730
	0,95	2.003	2.073	2.161	2.274	2.417	2.638
1,00	1.968	2.033	2.116	2.221	2.352	2.554	

Fuente: Propia

		TASA DE CRECIMIENTO (g)					
		0%	1%	2%	3%	3,95%	5%
<b>RIESGO PAÍS</b>	<b>3.148</b>						
	1,00%	2.959	3.211	3.578	4.163	5.169	7.911
	1,50%	2.767	2.971	3.259	3.695	4.387	5.973
	2,00%	2.601	2.768	2.997	3.331	3.830	4.849
	2,50%	2.454	2.593	2.778	3.040	3.413	4.113
	3,00%	2.325	2.441	2.593	2.802	3.088	3.593
	3,50%	2.209	2.307	2.433	2.603	2.827	3.204
	4,00%	2.106	2.189	2.294	2.433	2.613	2.902
	4,50%	2.012	2.083	2.172	2.287	2.433	2.660
	5,00%	1.927	1.988	2.064	2.160	2.280	2.461
	5,50%	1.849	1.902	1.967	2.049	2.148	2.295
	6,00%	1.778	1.824	1.880	1.949	2.032	2.153
	6,50%	1.712	1.753	1.801	1.860	1.931	2.031
7,00%	1.652	1.687	1.729	1.781	1.840	1.924	

Fuente: Propia



	3.148	TASA DE CRECIMIENTO (g)					
		0%	1%	2%	3%	3,95%	5%
Kd	2,00%	2.494	2.640	2.837	3.117	3.520	4.294
	2,50%	2.465	2.605	2.794	3.061	3.441	4.160
	3,00%	2.437	2.572	2.753	3.007	3.367	4.036
	3,50%	2.409	2.539	2.713	2.955	3.295	3.919
	4,00%	2.382	2.508	2.674	2.905	3.228	3.811
	4,50%	2.356	2.477	2.637	2.858	3.163	3.709
	5,00%	2.330	2.447	2.601	2.812	3.101	3.613
	5,50%	2.305	2.418	2.566	2.767	3.042	3.522
	6,00%	2.281	2.390	2.532	2.725	2.986	3.437
	6,50%	2.257	2.362	2.498	2.683	2.932	3.357
	7,00%	2.234	2.335	2.466	2.643	2.880	3.280
7,50%	2.211	2.309	2.435	2.605	2.830	3.208	
8,00%	2.189	2.283	2.405	2.568	2.782	3.140	

Fuente: Propia

	3.148	TASA DE CRECIMIENTO (g)					
		0%	1%	2%	3%	3,95%	5%
Ke	4,50%	2.730	2.926	3.199	3.611	3.611	5.689
	5,00%	2.616	2.786	3.020	3.363	3.363	4.936
	5,50%	2.511	2.660	2.862	3.150	3.150	4.377
	6,00%	2.415	2.547	2.722	2.967	2.967	3.945
	6,50%	2.327	2.443	2.596	2.806	2.806	3.600
	7,00%	2.246	2.349	2.483	2.664	2.664	3.319
	7,50%	2.170	2.262	2.380	2.537	2.537	3.084
	8,00%	2.100	2.182	2.286	2.424	2.424	2.885
	8,50%	2.034	2.108	2.201	2.321	2.321	2.715
	9,00%	1.973	2.039	2.122	2.228	2.228	2.566
	9,50%	1.916	1.975	2.050	2.144	2.144	2.436
	10,00%	1.862	1.916	1.982	2.066	2.066	2.321
	10,50%	1.811	1.860	1.920	1.995	1.995	2.218

Fuente: Propia

	3.148	TASA DE CRECIMIENTO (g)					
		0%	1%	2%	3,95%	4%	5%
TC en el valor terminal	5,00	2.765	2.942	3.175	3.943	3.972	4.736
	5,50	2.648	2.809	3.021	3.719	3.745	4.440
	6,00	2.550	2.698	2.893	3.532	3.556	4.193
	6,50	2.468	2.604	2.784	3.374	3.396	3.984
	7,00	2.397	2.524	2.691	3.239	3.259	3.805
	7,50	2.336	2.454	2.610	3.121	3.141	3.650
	8,00	2.282	2.393	2.539	3.019	3.037	3.514
	8,50	2.235	2.339	2.477	2.928	2.945	3.395
	9,00	2.193	2.291	2.421	2.848	2.864	3.288
	9,50	2.156	2.249	2.372	2.776	2.791	3.193
	10,00	2.122	2.210	2.327	2.711	2.725	3.107
	10,50	2.091	2.175	2.287	2.652	2.666	3.030
	11,00	2.063	2.144	2.250	2.599	2.612	2.959

Fuente: Propia

**ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD**

**NATURA COSMÉTICOS S.A.**

	Premisa original	Premisa alternativa	Valuación original (en millones de USD)	Nueva valuación (en millones de USD)	Variación (en millones de USD)	Variación en %
<b>Ventas</b>	Análisis según segmento de negocio	Variación <b>-10%</b> sobre las venta final de cada año	3.148	2.922	-226	-7%
		Variación <b>+10%</b> sobre las venta final de cada año	3.148	3.374	226	7%
<b>CMV</b>	30% s/ Ventas	35% s/ Ventas	3.148	2.218	-930	-30%
		25% s/ Ventas	3.148	4.078	930	30%
<b>Gastos Comerciales y Administrativos</b>	36% Com y 13% Adm (s7/vtas)	56% S/Vtas	3.148	2.406	-742	-24%
		46% S/Vtas	3.148	3.890	742	24%
<b>WC</b>	N/A	Variación en <b>+20%</b>	3.148	2.800	-348	-11%
		Variación en <b>-20%</b>	3.148	3.496	348	11%
<b>Activo Fijo</b>	N/A	Variación en <b>+20%</b>	3.148	2.874	-274	-9%
		Variación en <b>-20%</b>	3.148	3.421	273	9%

Fuente: Propia

**11.12. ANEXO XII: ESCENARIO: OPTIMISTA Y PESIMISTA**

Premisas	Hipótesis Pesimista (Variación en las premisas)		Hipótesis Optimista (Variación en las premisas)	
Ventas	↓	-8,00%	↑	10,00%
Costos	↑	4,00%	↓	-2,00%
Gastos Com. y Adm.	↑	2,00%	↓	-2,00%
Tasa Impuesto a las Ganancias	↑	1,00%	→	0,00%
Días de Cobranza	↑	5	↓	-5
Días de Pagos	↓	-10	↑	10
Días de Inventario	↑	15	↓	-20
Inversión en Capex	↓	-5,00%	↑	10,00%
Riesgo País	↑	1,50%	↓	-1,00%
Tasa de crecimiento "g"	↓	-1,50%	→	0,00%

	Hipotesis Pesimista	Caso Base	Hipótesis Optimista
Valuación (en millones de USD)	1.512	3.148	4.942
Variación respecto al caso base	↓ -52%	0%	↑ 57%

Fuente: Propia