

In Natura

A Natura tornou-se uma empresa pública em maio de 2004 inaugurando o mais longo e bem sucedido ciclo de IPOs (ofertas públicas iniciais de ações) da história do mercado de capitais brasileiro. Desde então ocorreram 108 operações de abertura de capital mobilizando recursos da ordem de R\$ 86,7 bilhões.

Hoje, sabemos que a operação da Natura foi um divisor de águas. O que, àquela altura, estava longe de ser óbvio. A companhia teve a coragem de testar um mercado local até então pouco acostumado ao convívio dos 'múltiplos altos'. Ao oferecer um excelente negócio aliado a uma reputação corporativa única, num modelo de regras societárias equilibradas, a Natura inaugurou um novo padrão de percepção de risco de investimento em ações no Brasil, rompendo paradigmas há muito estabelecidos.

Nem mesmo a presença inovadora de cláusulas estatutárias de proteção do controle (*poison pills*) ou o caráter exclusivamente secundário da operação pareceram trazer incômodo aos investidores. A confiança no negócio, nos acionistas controladores e nas regras de proteção do Novo Mercado garantiram à operação um sucesso incontestável: o livro de ofertas foi coberto várias vezes, o *valuation* implicou múltiplos bem acima daqueles negociados pelas demais ações em nosso mercado, a liquidez pós-operação verificou-se bastante alta e a ação seguiu registrando forte apreciação premiando os investidores que cedo acreditaram nos fundamentos do negócio e nas razões que motivaram a oferta pública.

Recém completado seu quarto aniversário como empresa pública, pode-se dizer que a Natura já tem história no mercado de capitais. A idéia desta Carta é examinar um pouco desta trajetória, à luz de nossas lentes como observadores interessados nos acontecimentos importantes do mercado e, mais ainda, neste caso, como atuais acionistas da companhia.

A Natura no Mercado

Ainda que não muito extensa, a vida da Natura como empresa pública tem sido bem intensa. A companhia já experimentou na própria pele que o temperamento do mercado é de uma fragrância volátil. A avaliação da companhia passou do entusiasmo ao desapontamento, do crédito à dúvida. A história do preço da ação da Natura pode ser dividida em duas fases bem distintas: a primeira, do IPO até novembro de 2006, quando a companhia valorizou-se cerca de 300%. Embora neste período a Bolsa também tenha apresentado um excelente desempenho em termos absolutos, a performance da Natura foi impressionante. A companhia bateu o Ibovespa e o IBX com folgas, apreciando-se 90% e 64% acima dos respectivos índices (cfr. Tabela I).

No decorrer destes dois anos e meio iniciais, a Natura surpreendeu os analistas apresentando resultados acima dos projetados e acabou por cair nas graças do mercado, que celebrava a cada trimestre as virtudes da companhia e de seu negócio. Uma combinação sem precedentes da capacidade de inovação da empresa, do reconhecimento de sua marca pelos consumidores e da força do seu canal de venda direta, avançando sobre um setor de cosméticos em contínua expansão.

No quarto trimestre de 2006, pela primeira vez, a companhia desapontou nos resultados. O Ebitda caiu 9% quando comparado à igual trimestre do ano anterior, enquanto que o mercado continuava esperando um crescimento próximo à media histórica de cerca de 25%. A princípio, argumentou-se tratar de um equívoco pontual na política de descontos. No entanto, os trimestres seguintes confirmaram a tendência de desaceleração da taxa de crescimento do resultado operacional, reflexo do arrefecimento nas vendas e da queda na produtividade das Consultoras.

Os analistas não tardaram em denunciar o acirramento da competição como responsável por esta deterioração, sugerindo um cenário até então desconhecido de crescimento reduzido e margens comprimidas. Enquanto isso, o mercado descontou fortemente este novo horizonte no preço da ação, que chegou a cair cerca de 50% desde a cotação máxima. O tom das análises passou a ser de cautela e até de algum ceticismo. É o conhecido adágio no mercado de capitais: quando a ação perde *momento*, a companhia perde encantamento. A severidade da repreensão do mercado fica mais exposta se lembrarmos que neste mesmo período a Bovespa apreciou-se cerca de 50%. Ou seja, em termos relativos, a Natura caiu quase 60% no período.

A Dynamo participou do IPO do Natura, conforme tivemos oportunidade de comentar em nossa Carta de n.41. Como

Tabela I – Desempenho na Bovespa

	mai.04 a nov.06	nov.06 a mar.08
Natura	296%	-38,9%
IBX	142%	49,4%
Ibovespa	109%	47,3%
Natura/IBX	63,6%	-59,1%
Natura/IBV	89,9%	-58,6%

Fonte: Dynamo. Dados: Economatica

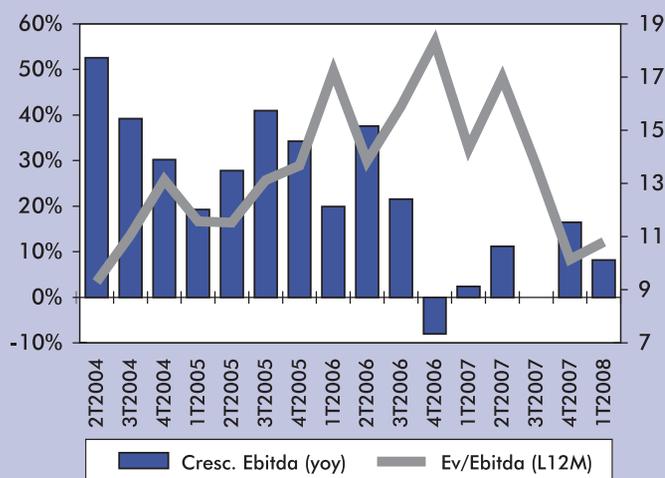
os demais investidores, recebemos uma alocação bem menor do que gostaríamos. Com o tempo, aumentamos nossa posição na companhia, onde, reconhecemos, nunca chegamos a ter um

Tabela II – Ebitda - R\$ milhões

	2004	2005	2006	2007
Média das projeções dos relatórios iniciais (A)	393	471	537	611
Efetivo Natura (B)	432	568	654	702
(B)/(A)	10%	21%	22%	15%

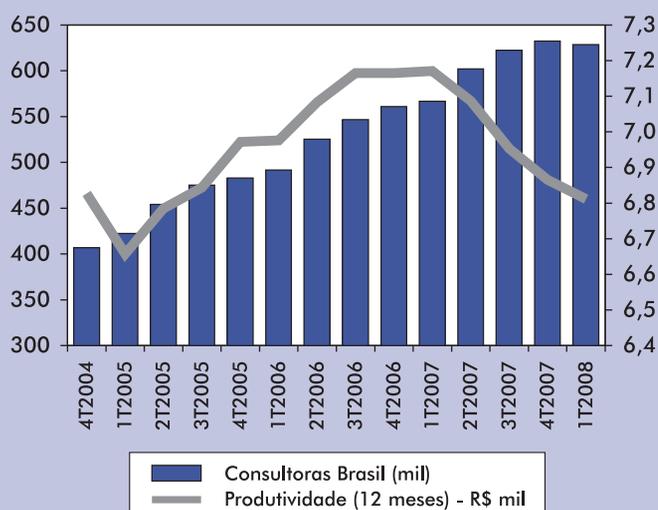
Fonte: Natura, Itaú, UBS, Pactual

Gráfico I – Crescimento de Ebitda (yoy) X Ev/Ebitda (L12M)



Fonte: Relatórios Trimestrais da Natura

Gráfico II Força de Vendas X Produtividade



Fonte: Relatórios Trimestrais da Natura

investimento particularmente significativo. Ficamos reféns de nossa cautela, ancorados na prudência de resistir em pagar na frente por um crescimento que, em nossa experiência de gestão no Brasil, sempre encontra obstáculos inesperados para se realizar. Num ambiente de negócios tão peculiarmente incerto como o nosso, pagar na frente pelo crescimento provava-se ser com freqüência uma proposição financeira de payoffs desfavoráveis ou no mínimo de risco elevado. E assim, ultrapassados limites que julgávamos razoáveis, vendemos nossa participação bem antes da euforia que fez a ação chegar ao seu pico histórico.

Seguimos acompanhando a Natura, seus controladores e executivos, que sempre nos despertaram grande admiração. Para nós foi particularmente frustrante proporcionar aos nossos cotistas um ganho apenas parcial neste enorme sucesso da Natura no mercado de capitais. Mas, paciência. Acreditávamos conhecer a empresa e seguíamos freqüentemente nos questionando se e onde havíamos "errado". O fato é que, com o benefício de poder olhar hoje pelo retrovisor, percebemos que o entusiasmo do mercado naquela fase inicial fora exagerado. Fenômeno aliás que viria a se repetir com freqüência por ocasião de novos IPOs. Dificilmente poderíamos encontrar razões fundamentalistas que justificassem a ação ter quadruplicado de preço em apenas 30 meses. Mesmo procurando pistas remotas nos relatórios de início de cobertura dos bancos coordenadores da oferta pública da Natura, que poderiam balizar as expectativas dos investidores neste momento de poucas referências de valor, não encontramos lá razões que poderiam sustentar qualquer coisa que justificasse uma valorização desta ordem. Os resultados efetivos apresentados pela companhia nos exercícios seguintes à abertura do capital não foram exageradamente subestimados por estes relatórios iniciais de boa qualidade (cfr. Tabela II).

Além do que, estas mesmas previsões acompanhadas por outras análises não tardaram a ser revistas para cima, ajustando as expectativas do mercado para níveis bem mais próximos dos resultados divulgados pela companhia já em 2005 e 2006. Ou seja, embora o desempenho operacional da Natura tenha sido bastante interessante nos momentos seguintes ao IPO, ele não consegue explicar, por si só, tamanha aceleração no preço da ação.

Se os fundamentos hesitam, a psicologia sugere alguma explicação. Pode ser o caso da conhecida armadilha heurística de ancoragem aos eventos mais evidentes, neste caso, os resultados mais recentes. Nas análises menos críticas, os excelentes desempenhos dos últimos trimestres, com expansão de margens e aumentos crescentes de participação de mercado, estariam sendo transferidos no mesmo gradiente de crescimento para os exercícios futuros.

Vejamos ainda os Gráficos I e II, a título de ilustração.

No primeiro (gráfico I), comparamos a taxa de crescimento do resultado operacional (ebitda) da Natura com o seu múltiplo negociado no mercado (ev/ebitda). O interessante a observar é que no período em que o múltiplo da ação dobra, saindo no IPO de 9x até atingir o pico em 18x, o resultado operacional apresenta taxas anuais de crescimento consistentemente altas (entre 20% e 40%). Este desempenho excepcional do preço da ação coincide com a ampliação da força de vendas e do crescimento da produtividade do canal que atingiu seu pico no primeiro trimestre de 2007 (gráfico II).

Desde então, com a produtividade do canal em queda, o mercado insinua que o ciclo virtuoso da Natura poderia estar terminando. Inicia-se um processo acelerado de contração de múltiplos, que chegam a voltar para níveis do pós-IPO.

Este movimento de contração de múltiplo é típico de ações de companhias de alto crescimento (*growth stocks*). O racional é que nestas companhias o valor da ação reflete basicamente o valor presente do fluxo de caixa da perpetuidade, dado que em um processo de crescimento acelerado a empresa estará re-investindo sua geração interna de caixa na expansão do negócio. Ou seja, os fluxos de caixa próximos são sacrificados no esforço do crescimento, diferindo no tempo a monetização do valor da empresa para o acionista. Neste caso, quando a premissa de crescimento futuro é ameaçada, o valor da perpetuidade encolhe a taxas compostas, consumindo assim parte importante do valor da empresa.

Na nossa visão, a Natura não deveria ser classificada como uma *growth stock* comum. Ao lado das altas taxas de crescimento, a Natura apresenta também retornos sobre o capital investido (ROIC) extremamente elevados. Esta combinação muito pouco usual merece tratamento analítico especial, nem sempre reconhecido pelos analistas. A Natura possui um ROIC antes do pagamento de impostos por volta de 60%, o que a situa entre um dos maiores retornos dentre as companhias abertas brasileiras e o maior dentre as principais companhias ligadas ao consumo doméstico (tabela III).

Além disso, esta taxa vem se mantendo em níveis elevados (entre 41% e 53%), em flagrante descompasso com amplos *swings* experimentados pelo preço da ação (gráfico III).

O ROIC diferenciado da Natura traduz uma combinação rara de margem operacional elevada *cum* baixa necessidade de investimentos. A companhia consegue crescer a taxas de dois dígitos gerando ainda expressivo fluxo de caixa livre. Dito de outra forma, as necessidades de crescimento futuro são atendidas empenhando apenas uma pequena proporção dos recursos gerados pelas atividades operacionais. O valor da empresa distribui-se mais equilibradamente no tempo. Os acionistas conseguem ano a ano monetizar valor, sem depender tanto de premissas mais longínquas (e remotas) sobre parâmetros na perpetuidade.

Por exemplo, quem participou do IPO da Natura, tornou-se acionista de uma empresa de R\$ 3,1 bilhões de valor de mercado, à época. Mantendo sua posição, ao final de 2007, este investidor era sócio de uma companhia que cresceu seu resultado operacional em 62% e que distribuiu via dividendos R\$ 1,1 bilhão de reais, sem aumentar o nível de endividamento. Ou seja, mesmo com o bom crescimento do período, a Natura foi capaz de devolver aos seus acionistas cerca de 35% do valor que estes investiram desde então.

Acreditamos que o mercado tenha penalizado excessivamente a companhia, tratando-a como um caso ordinário de ação que não entrega o crescimento futuro esperado (ajuste de "g"). A natureza resiliente dos retornos auferidos pela Natura espelha a qualidade do seu modelo de negócios fazendo-a merecer um tratamento mais adequado. Por isso, enxergamos nesta correção uma ótima oportunidade para voltarmos a ser acionistas, agora sim, com um investimento bem mais expressivo.

Sabemos que a Natura vem passando por um processo de transformação interna ao mesmo tempo em que o ambiente competitivo tem sido particularmente agressivo, o que teria provocado um período de resultados aquém das expectativas. Trata-se de uma combinação de desafios importantes, mas não suficientes para questionarmos a qualidade e as probabilidades de sucesso a médio e longo prazos do modelo. Na verdade, esta "derrapada" da companhia é que nos permitiu adquirir um excelente negócio, avaliado como um negócio apenas mediano. Vejamos então alguns de seus atributos mais interessantes.

O Negócio

Nos últimos cinco anos, o principal mercado-alvo da Natura, o segmento de cosméticos, cresceu à taxa real de 11,3%^{aa}. O setor se expande a múltiplos do PIB, alavancado pela melhoria de

Tabela III – ROIC - Retorno sobre o Capital Investido (base 2007)⁽¹⁾

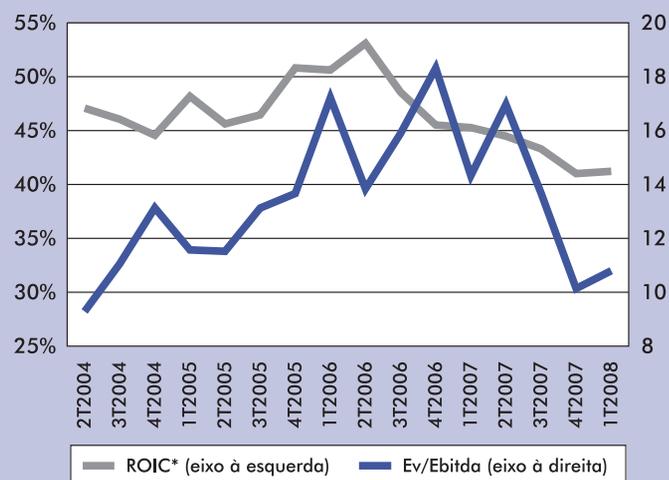
Natura	61%
Lojas Renner	35%
Lojas Americanas ⁽²⁾	32%
Ambev	23%
B2W	18%
Sadia	16%
Perdigão	14%
Pão de Açúcar	14%

(1) ROIC = EBIT (lucro antes de imposto)/Capital Investido (ativo permanente + capital de giro).

(2) Considerando apenas o negócio de varejo tradicional

Fonte: Dynamo

Gráfico III – ROIC e Ev/Ebitda (últimos 12 meses)



(*) ROIC – Pós IR

Fonte: Dynamo

renda. Pesquisas apontam um número crescente de consumidores chegando ao mercado a cada ano, além de um aumento da participação do setor no dispêndio total das unidades familiares (*share of wallet*). A experiência comparada mostra um padrão comum em sociedades afluentes: os cosméticos passam de produtos supérfluos a bens fidelizados aos hábitos de consumo.

Desde 2002, a Natura cresce receita em 25%^{aa} ganhando *market share* e se tornando a empresa líder nos segmentos de cosméticos e higiene pessoal. Seu sucesso operacional repousa num tripé bem conhecido: produto, marca e canal de distribuição.

A força de vendas constitui em nossa opinião o principal ativo da companhia e também a principal barreira à entrada do negócio. São atualmente cerca de 630 mil consultoras espalhadas pelo país vendendo os produtos da Natura. A formação de um canal de vendas diretas é caracterizada por uma longa curva de aprendizado e sua administração é bastante complexa. Não constitui um ativo tangível negociado no mercado, nem tampouco admite replicação imediata. O canal de venda direta é geralmente construído de forma orgânica, num processo experimental, demorado e árduo, especialmente para quem não detém tecnologia de gerenciamento do canal – a sofisticadíssima tecnologia de gestão de gente. Prova disto é que somente a Avon possui uma rede cuja escala é comparável à da Natura, com cerca de 1 milhão de consultoras.

A venda de cosméticos, ao contrário da maioria dos produtos de higiene pessoal, é caracterizada por um elemento consultivo importante e, não por acaso, o modelo de venda direta no Brasil, se solidificou como o principal canal de distribuição. Embora o modelo de franquia também tenha conquistado o seu espaço, sendo o Boticário um sucesso incontestável e algumas redes de farmácias estejam crescendo a taxas aceleradas (como a Drogasil, por exemplo), a verdade é que no Brasil o varejo ainda ocupa um papel secundário no segmento.

Além da assistência no momento da venda, acreditamos que o modelo de venda direta também traz outras vantagens interessantes

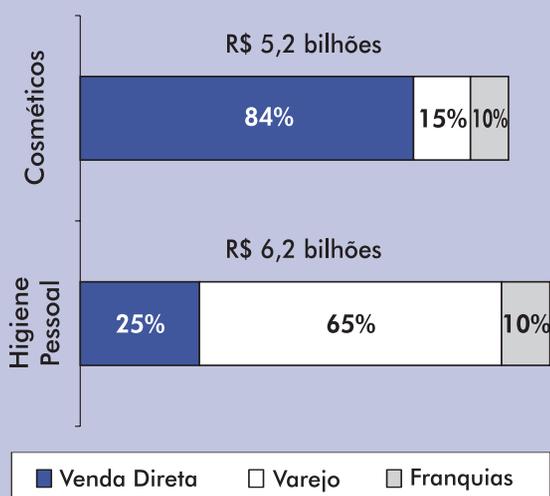
sobre o varejo tradicional: i) costuma oferecer uma resposta rápida sobre a aceitação do produto junto ao consumidor final, ajustando *in time* o esforço de vendas; ii) ajuda a calibrar o esforço de inovação, ao acelerar o filtro natural de seleção de produtos; iii) permite uma expansão capilar e veloz com níveis reduzidos de investimentos (não há capex de abertura de lojas, por exemplo); iv) oferece a possibilidade de testar experimentos controlados, localizados, sem grandes desembolsos de marketing, treinamento e logística.

Aliado importante da força de vendas é o trabalho de inovação da companhia. A área de P&D da Natura alimenta uma oferta contínua de novos produtos, o que definitivamente ajuda a empurrar o canal. Aliás, foi o desenvolvimento de linhas inovadoras como *Ekos* e *Todo Dia* que permitiu à Natura galgar participações relevantes nos segmentos higiene pessoal e beleza, fato muito pouco usual para uma companhia de venda direta. Todo ano a empresa aloca algo entre 3% e 4% de sua receita líquida para o investimento em P&D e, devido ao forte crescimento dos últimos anos, a área teve seus recursos ampliados de maneira significativa. Como o ciclo de desenvolvimento é relativamente longo, levando cerca de 2 anos desde a definição conceitual do produto até sua inserção no catálogo de vendas, acreditamos que poderemos observar nos próximos anos uma nova onda de lançamentos. É importante frisar que não estamos nos referindo ao número anual de lançamentos, os quais a companhia tem como objetivo reduzir e sim à sua qualidade e impacto. Não ficaremos surpresos – na verdade contamos com isso – se no futuro a produtividade por consultora voltar a subir em função do aparecimento de novas linhas *blockbusters*.

Completando o tripé, está a marca Natura cuja ótima aceitação junto aos consumidores é o reflexo de um conjunto de crenças e valores que vêm sendo cultivadas pela companhia desde a sua fundação. Já no início dos anos 90, quando ainda não estava “na moda” mencionar a “razão de ser” corporativa, a Natura já se definia como uma empresa cuja atuação buscava a “importância das relações, o compromisso com a verdade, o aperfeiçoamento contínuo, o estímulo à diversidade, a valorização da beleza sem estereótipos ou manipulações”, a promoção do “enriquecimento social”. Palavras como essas muito facilmente refletem apenas a tentação da retórica óbvia. No caso da Natura, não. Toda ação empresarial da companhia encontra-se intimamente conectada ao desenvolvimento sustentável, ao cuidado com a biodiversidade, à melhoria dos indicadores sócio-ambientais e à promoção do bem-estar/estar bem. E assim, a venda é um processo de “relacionamento pessoal”, os produtos são “instrumentos de aperfeiçoamento dos indivíduos” e a marca da companhia embute uma proposta única de “valor aspiracional”.

Nas duas últimas cartas, levantamos a proposição de que os mercados financeiros e também as companhias possam se compreendidas como Sistemas Adaptativos Complexos. Podemos estender aqui este conceito para analisar a Natura sob este prisma. Neste caso, o enfoque parece particularmente adequado. Vejamos. A essência do negócio fundamenta-se numa rede capilar de relacionamentos pessoais, entre Promotoras e Consultoras e, principalmente, entre Consultoras e suas clientes. Como vimos, é este emaranhado de milhares de interações descentralizadas que sustenta todo o sistema, orientando a participação dos demais agentes (fornecedores, comunidades de entorno, pesquisadores,

Gráfico IV
Canais de Distribuição (2006)



executivos, etc). É esta base disseminada de relações que define a vitalidade do canal de vendas. De lá vêm as melhores respostas sobre o acerto dos lançamentos de produtos. É a base dispersa e pulverizada que provê as informações precisas sobre o julgamento do trabalho de inovação, desenvolvimento e *marketing*. E assim, quando a base cresce de forma saudável, com alta produtividade das Consultoras, é sinal (propriedade emergente) de que este mecanismo de *feedbacks* positivos está funcionando em harmonia. O sistema se expande, fortalecendo cada elo da cadeia, num círculo virtuoso. Por exemplo, o aumento das receitas permite um maior dispêndio em desenvolvimento de produtos e em *marketing* reforçando a marca e permitindo o lançamento de produtos diferenciados. Isto acaba por ampliar a produtividade do canal, melhorando a proposta de valor da Consultora Natura. Quanto melhor esta proposta, maior será o crescimento do canal e conseqüentemente das vendas, iniciando-se o ciclo novamente.

Por outro lado, quando o canal cresce menos do que o mercado-alvo e/ou de forma menos saudável – produtividade decrescente – há algum ruído no fluxo normal de informações no sistema. Ou a proposta de valor sugerida na concepção dos produtos não está chegando com a força necessária na base, ou a resposta da base não está sendo incorporada de forma imediata no desenvolvimento dos produtos. O sistema emite um sinal de perda de robustez, há um problema de falta de coordenação que precisa ser enfrentado.

Eventualmente, uma das razões para este desempenho sub-ótimo pode se dar pela falta de adequação do desenho da rede. No Brasil, por exemplo, cada funcionária da administração comercial (Promotora) aglutina sob sua responsabilidade um “setor” com cerca de 600 Consultoras. Como o custo de manutenção de um “setor” é predominantemente fixo, quanto maior o número de Consultoras por Promotora, mais diluídas serão as despesas e, portanto, maiores serão as margens operacionais. Por outro lado, a alavancagem operacional apresenta um limite, além do qual uma mesma Promotora não consegue atender adequadamente suas Consultoras, provocando uma deterioração na qualidade das relações na rede. Ciente desta questão, a Natura vem testando desde 2004 um novo desenho para o canal, que prevê a inclusão da Consultora Natura Orientadora (CNO), situada entre a Promotora e as Consultoras. A idéia é delegar para a CNO tanto as funções de “back-office” – isto é, tarefas cotidianas, como atrasos, trocas e cobrança – quanto o recrutamento de novas Consultoras. Com isto, as Promotoras ficarão focadas exclusivamente no treinamento e na divulgação de novos lançamentos, atividades de maior valor estratégico. O *roll-out* deste projeto se dará ao longo dos próximos 18 meses. Com isto, espera-se melhorar a qualidade no serviço prestado às Consultoras, o que deve provocar uma revitalização do canal e assim estimular um ciclo de expansão mais saudável.

Além disso, como em todo sistema aberto, elementos externos também afetam a dinâmica do modelo. Neste caso, seria de se esperar um aumento do embate competitivo, natural num negócio de margens altas e crescimento promissor. A Avon perdeu mercado frente à Natura durante seis anos (2000 a 2005). Em meio a um processo de reestruturação mundial, a Avon iniciou em 2006 uma estratégia comercial bastante agressiva no Brasil. O foco concentrou-se numa política de descontos mais ousados e em um

vertiginoso aumento nos gastos com publicidade, cujo orçamento anual triplicou nos dois últimos anos.

Muitas pessoas interpretaram este movimento como uma resposta ao programa de expansão internacional da Natura. O intuito então seria o de retaliar no mercado local, fonte geradora do caixa necessário para financiar o projeto de expansão externa. O fato que é a Natura não conseguiu encontrar uma solução rápida para enfrentar sua principal concorrente. A Natura perdeu mercado, a Avon perdeu margem, o consumidor saiu ganhando. Recentemente, a Avon anunciou nova diretriz a nível mundial para recompor margens, alinhando os investimentos em publicidade com o crescimento da receita. Parece que esta também será a tônica da operação brasileira, até por que o mercado local é o segundo maior gerador de receitas e, provavelmente, a maior contribuição no resultado operacional da empresa.

Adicionalmente, o desenho corporativo criado em 2006 para dar suporte ao crescimento das atividades internacionais previu o recrutamento de diversos executivos em posições-chave na operação brasileira. Este remanejamento de talentos, certamente mexeu com o equilíbrio gerencial da companhia. Daí que tenhamos observado recentemente uma reaproximação dos sócios fundadores ao dia a dia da gestão da companhia, iniciativa que nos parece prudente e muito bem-vinda. O caminho da profissionalização numa empresa com uma história empresarial bem sucedida costuma ser um processo crítico e, muitas vezes, ambivalente: se a renovação traz

NOSSO DESEMPENHO

Neste primeiro trimestre, as cotas do Dynamo Cougar se desvalorizaram em 3,0%. O Ibovespa caiu 5,2% e o IBX apresentou uma queda de 7,6%. Nos últimos dez anos, o Fundo apresenta um retorno de 22,8^{aa} em IGP-M e de 29,5^{aa} em dólar. Neste mesmo período, o Ibovespa valorizou-se 6,8^{aa} sobre o IGP-M e 12,7^{aa} sobre a moeda americana, e o IBX 12,6^{aa} e 18,8^{aa}, respectivamente.

O mercado sofreu no período os desdobramentos da crise no sistema financeiro americano. Novas perdas anunciadas pelas instituições financeiras e suspeitas de arrefecimento da atividade econômica americana provocaram uma queda sincronizada das Bolsas mundo afora. SPX US, Euro Stoxx e SPX Ásia caíram 9,9%, 10,6% e 10,5% em dólar, respectivamente.

O Ibovespa cedeu ‘apenas’ 4,6% em termos da moeda americana, já que o Real seguiu sua trajetória de apreciação. O Dynamo Cougar resistiu ainda mais, com a boa performance relativa de algumas posições importantes como Gerdau, Pão de Açúcar e Natura. O nível de caixa mais elevado, a receita com aluguel de ações e operações financeiras de proteção da carteira ajudaram a amortecer o impacto no fundo da performance negativa da maioria dos nossos investimentos no período.

Na contramão do mercado de ações, os indicadores de atividade econômica seguiram apresentando excelente desempenho. A ocupação da capacidade instalada da indústria atingiu

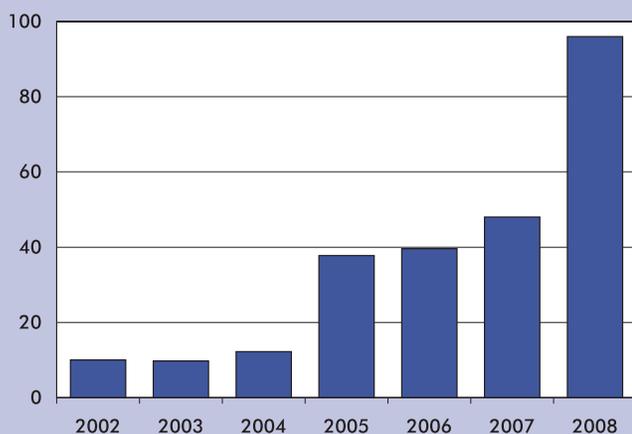
consigo oportunidades, sugere também descontinuidades. Quando coincide com um recrudescimento do ambiente competitivo, torna-se ainda mais delicado. Neste caso, é saudável resgatar os afãs originais para em seguida retomar o processo num ambiente de maior segurança e tranqüilidade. É o que parece estar ocorrendo.

A partir de nossas conversas com a companhia, nos parece que a Natura já detectou os problemas que levaram ao esfriamento dos resultados nos últimos trimestres e as ações de concerto já estão sendo implementadas. Dentre elas, destacam-se:

i) melhoria da estrutura logística através da construção de novos centros de distribuição; ii) maior foco em disciplina de custos e no aumento da produtividade, com o congelamento do *overhead* e o compromisso em perseguir metas divulgadas de eficiência; iii) redução do portfólio de produtos, simplificando as etapas de produção industrial e de *picking*, além de descomplicar o catálogo de vendas, iv) aprimoramento no processo de desenvolvimento de produto, a fim de oferecer uma resposta mais imediata às iniciativas da concorrência e às necessidades do canal; v) implementação do novo formato do canal de vendas com a introdução das CNOs, vi) abertura da Casas Natura e vii) revisão da estratégia de expansão internacional limitando os esforços fora da América Latina à França e aos Estados Unidos.

A propósito, esta questão da internacionalização parece-nos ainda mal compreendida pela comunidade de investidores. Antes de concluirmos, o tema merece então algumas anotações.

Gráfico V – Investimento Operações Internacionais (R\$ Milhões)



Fonte: Prospecto IPO e Relatórios Anuais da Natura

A Expansão Internacional

Nos últimos anos a Natura vem destinando recursos crescentes para financiar seu projeto de internacionalização. A companhia atua em seis países da América Latina através da venda direta, além de uma loja *flagship* em Paris. Também está previsto para este ano a entrada no mercado norte americano. Como a maior parte destas operações ainda é deficitária, analistas e investidores em geral tendem a enxergar esta iniciativa com desconfiança e ceticismo.

Da nossa parte, iniciamos um esforço de pesquisa "in loco". Fomos visitar algumas destas operações e a elas retornaremos em breve. O intuito foi o de conhecer melhor a empreitada e buscar *insights* que nos ajudassem a julgar sobre suas probabilidades de sucesso. Estivemos nos escritórios da Argentina, Peru, Chile e México onde conversamos com os executivos responsáveis por cada unidade. Basicamente, levamos conosco duas indagações: i) por que após tantos anos estas operações ainda eram relativamente pequenas e deficitárias? e ii) quais motivos explicariam o otimismo num futuro mais promissor para, desta forma, justificar os investimentos crescentes?

O processo de internacionalização da Natura tem seu embrião no início dos anos 80 quando um distribuidor de cosméticos local negociou um acordo de comercialização dos produtos da companhia no Chile. Em meados da década de 90, iniciou-se um processo mais estruturado de expansão para fora do país com a abertura das filiais do Peru e da Argentina em 94 e a compra do distribuidor chileno em 95. Nos últimos três anos, ocorreu a inauguração da loja da Natura em Paris, além da inauguração das unidades no México, Colômbia e Venezuela.

Em nosso *tour* pelas unidades latinas ficou claro a enorme dificuldade de se iniciar uma empresa de vendas direta do zero, sem qualquer reconhecimento de produtos e de marca. Aquilo que no Brasil são vantagens competitivas consolidadas e proteção contra a entrada de novos concorrentes transforma-se em obstáculos, durante o lento e penoso processo de formação do canal. A virtude do modelo se inverte: uma marca pouco reconhecida produz uma baixa proposta de valor para as Consultoras, o que por sua vez dificulta a capacidade de crescimento do canal. Além disto, o

NOSSO DESEMPENHO

níveis históricos no trimestre. Diversos setores apresentaram crescimento de dois dígitos. O emprego formal, a arrecadação pública, o índice de confiança da indústria, a renda doméstica, entre outros indicadores, subiram mais de 5% trimestre contra mesmo trimestre do ano anterior. Neste ambiente, as perspectivas para as empresas da carteira expostas ao consumo doméstico são particularmente promissoras. Algumas delas tiveram sucesso em implementar reajustes de preços importantes já neste início de ano, fato não usual, por ser um período de atividade sazonalmente mais fraca. Neste contexto, não seria demasiado otimismo esperar crescimentos substanciais nos resultados operacionais destas companhias ao longo do exercício.

Ao longo dos últimos doze meses observamos uma mudança no perfil de concentração da carteira com o aparecimento de algumas novidades nas posições intermediárias e menores. São empresas de menor capitalização que vimos acompanhando de perto há algum tempo, algumas delas até mesmo antes da abertura de capital. Recentemente, a forte correção do mercado – muitas companhias neste grupo chegaram a cair até 30% - ofereceu-nos uma oportunidade de compra com boa margem de segurança. Tão logo atinjam o percentual desejável na carteira, trataremos de comentar os fundamentos destes investimentos.

alto *turn-over* das Consultoras, característico do estágio inicial de formação da rede de vendas, faz com que uma boa parte dos dispêndios em treinamento seja perdido.

Outra questão relevante é a escala do canal. Como vimos, o canal só se rentabiliza a partir de determinado tamanho. A fim de atingir este *break-even* é preciso investir na rede, mas não a qualquer preço. Um crescimento excessivamente acelerado da rede pode vir acompanhado de uma produtividade baixa demais das Consultoras. É preciso então calibrar o *trade-off* crescimento-rentabilidade. Ou seja, uma expansão muito rápida no início da vida do canal pode não significar o melhor NPV para o projeto.

Esta dinâmica fez com que o início das operações na América Latina fosse particularmente difícil para a Natura, uma vez que a companhia não dispunha na época de recursos financeiros suficientes para bancar estas atividades em uma velocidade compatível com a necessidade de se atingir a auto-suficiência financeira. No entanto, superadas as dificuldades deste período crítico de crescimento, isto é, quando a marca se torna conhecida e a rede mais produtiva, inicia-se o ciclo virtuoso descrito anteriormente: a operação entra em velocidade de cruzeiro, o canal se movimenta (expande) com facilidade. É exatamente o que está ocorrendo agora nas operações da Argentina, Chile e Peru, cujos volumes vêm crescendo a mais de 50%^{aa} sem sinais de arrefecimento.

Com isso, assistimos nos últimos anos outra rodada de investimentos com abertura de novas unidades em mercados externos, alavancadas pela forte geração de caixa da operação brasileira. Chegou-se até a anunciar planos de entradas em mercados longínquos como Rússia e Índia. No entanto, a desaceleração sentida no Brasil serviu para frear a onda expansionista, fazendo com que a administração admitisse a abertura de apenas uma nova operação, nos Estados Unidos.

Temos dúvidas quanto à probabilidade de êxito da empreitada norte-americana, mercado mais competitivo do mundo, onde o apelo do modelo de venda direta nos parece menor. No entanto, entendemos a postura da companhia de encarar esta tentativa como uma opção real (*real option*) de custo (prêmio) limitado num mercado de grande envergadura. A idéia é alocar uma determinada quantidade de recursos (cerca de R\$ 40 milhões em 2008), testando a aderência do modelo e a aceitação dos produtos. Caso os resultados sejam satisfatórios, exerce-se a opção, isto é, acelera-se o plano de crescimento e os níveis de investimento.

Quanto às perspectivas das operações do México, Colômbia e Venezuela, seguimos cautelosamente otimistas. Em particular, será crucial a performance da companhia no México pela dimensão do seu mercado. A vitalidade da venda direta mostra-se muito alta em todos estes mercados. Acreditamos que a Natura possui os ativos (gente, marca e produto) e a expertise necessária para replicar nestes países, a exemplo do que vem ocorrendo na Argentina, Chile e Peru, seu modelo de negócios com bons resultados.

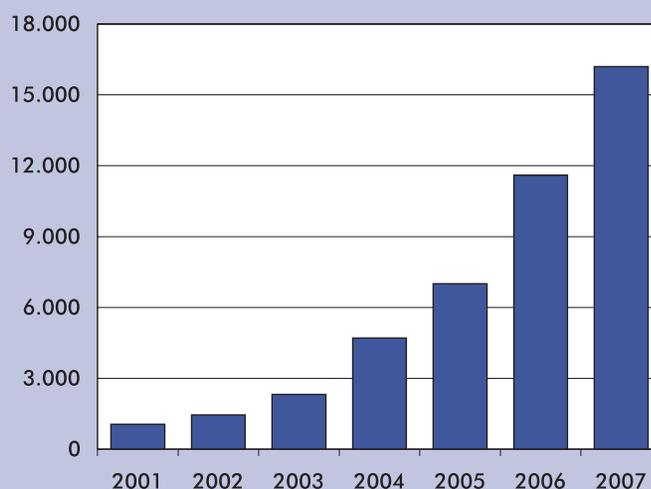
O Futuro

Como dissemos, as iniciativas visando à recuperação do crescimento e da produtividade das Consultoras já estão sendo

implementadas. Naturalmente, seu sucesso é incerto e depende de inúmeros fatores, alguns alheios à vontade da companhia, como por exemplo, o desempenho do mercado-alvo e do ambiente competitivo. Os efeitos também podem demorar a atingir os demonstrativos financeiros, dado que tipicamente ajustes em processos costumam demandar maior tempo de resposta. Entretanto, acreditamos que não estamos pagando na frente por isso. A Natura negocia hoje num nível de *free cash flow* da ordem 8,5%. Pelo que vimos acima, seria bastante razoável tratarmos o ebitda negativo das operações internacionais como investimento para a formação do canal. Se assim retornarmos este valor numa análise de *capex* normalizado, este patamar sobe para 10%.

Na nossa visão, um *free cash flow yield* desta ordem representa um custo de carregamento bastante razoável, para uma opção implícita de crescimento com fundamentos tão interessantes quanto aos da Natura.

Gráfico VI – Natura Argentina, Chile e Peru: Quantidade de Produtos Vendida (em Mil)



Fonte: Prospecto IPO e Relatórios Anuais da Natura

DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até março de 2008

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	428,09%	493,27%	436,69%
36 meses	121,42%	146,36%	127,86%
24 meses	53,43%	63,80%	60,11%
12 meses	22,05%	34,29%	33,01%
3 meses	-2,97%	-7,58%	-5,26%

Valor da cota em 31/03/2008 = R\$ 188,670750678

DYNAMO COUGAR x IBOVESPA x FGV-100 (Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*			FGV-100**			IBOVESPA***		
	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93
1993	-	38,78	38,78	-	9,07	9,07	-	11,12	11,12
1994	-	245,55	379,54	-	165,25	189,30	-	58,59	76,22
1995	-	-3,62	362,20	-	-35,06	87,87	-	-13,48	52,47
1996	-	53,56	609,75	-	6,62	100,30	-	53,19	133,57
1997	-	-6,20	565,50	-	-4,10	92,00	-	34,40	213,80
1998	-	-19,14	438,13	-	-31,49	31,54	-	-38,4	93,27
1999	-	104,64	1.001,24	-	116,46	184,73	-	69,49	227,58
2000	-	3,02	1.034,53	-	-2,63	177,23	-	-18,08	168,33
2001	-	-6,36	962,40	-	-8,84	152,71	-	-23,98	103,99
2002	-	-7,86	878,90	-	-24,15	91,67	-	-46,01	10,12
1ºTrim/03	4,47	4,47	922,65	4,63	4,63	100,55	5,39	5,39	16,06
2ºTrim/03	27,29	32,98	1.201,73	38,16	44,55	177,07	34,33	41,58	55,91
3ºTrim/03	19,37	58,73	1.453,83	24,72	80,29	245,56	22,34	73,20	90,74
4ºTrim/03	22,18	93,94	1.798,51	35,98	145,16	369,91	39,17	141,04	165,44
1ºTrim/04	4,67	4,67	1.887,16	2,35	2,35	380,16	-1,40	-1,40	161,72
2ºTrim/04	-4,89	-0,45	1.790,04	-8,66	-6,51	339,30	-11,31	-12,56	132,11
3ºTrim/04	35,12	34,52	2.453,91	23,73	15,67	443,56	21,13	5,92	181,16
4ºTrim/04	22,17	64,35	3.020,19	25,32	44,96	581,16	21,00	28,16	240,19
1ºTrim/05	-1,69	-1,69	2.967,41	-1,66	-1,66	569,87	1,06	1,06	243,80
2ºTrim/05	5,41	3,62	3.133,23	2,98	1,27	589,80	7,51	8,65	269,60
3ºTrim/05	32,32	37,12	4.178,29	25,21	26,80	763,71	31,63	43,01	386,50
4ºTrim/05	2,97	41,19	4.305,49	3,13	30,77	790,73	0,75	44,09	390,17
1ºTrim/06	23,32	23,32	5.332,90	18,89	18,89	958,98	22,51	22,51	500,48
2ºTrim/06	-3,88	18,54	5.122,20	-4,58	13,44	910,48	-2,68	19,23	484,40
3ºTrim/06	5,68	25,27	5.418,57	2,64	16,44	937,17	-1,03	17,99	478,36
4ºTrim/06	19,56	49,77	6.498,25	23,01	43,23	1.175,83	24,08	46,41	617,65
1ºTrim/07	9,67	9,67	7.136,29	10,07	10,07	1.304,32	6,72	6,72	665,84
2ºTrim/07	29,34	41,85	9.259,40	28,84	41,81	1.709,26	27,19	35,73	874,08
3ºTrim/07	7,46	52,43	9.957,63	15,72	64,10	1.993,66	16,39	57,98	1.033,74
4ºTrim/07	4,76	59,69	10.436,57	2,63	68,42	2.048,71	9,78	73,43	1.144,60
1ºTrim/08	-1,74	-1,74	10.253,11	2,63	68,42	2.048,71	9,78	73,43	1.144,60

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 807.774.020,23

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (**) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (***) Ibovespa Médio (não o fechamento).

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos,
ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720