

## Natura

### Hoje Risco, Amanhã Oportunidade

#### Raio-X

A Natura é líder de mercado nos segmentos de cosméticos, fragrâncias e higiene pessoal no Brasil, sendo seu principal canal a venda direta (por meio de consultoras). Hoje a empresa está presente em sete países Latino Americanos e na França, e também atua por meio da marca australiana Aesop. O acirramento da concorrência e relativa perda do apelo da venda direta são alguns dos fatores que vem resultando em perda de rentabilidade nos últimos seis anos (a margem EBIT caiu cerca de 10 p.p. de 2011 a 2016). O ano de 2017 se iniciou com melhora relevante nas margens (no 1T17 margem bruta +0,7 p.p. a/a e margem EBIT +8,1 p.p. a/a), reiteração das estratégias com o canal de vendas diretas e valorização de ~50% das ações até meados de Maio. No entanto, desde esse pico no preço das ações, a empresa anunciou a aquisição da The Body Shop, e os papéis voltaram a patamar próximo do início do ano, junto com maior ceticismo do mercado em relação à bolsa.

#### Foco em recuperar participação de mercado e rentabilidade

Tendo em vista o aumento da concorrência e a necessidade de fortalecer as vendas, a Natura possui uma estratégia de retomar o apelo das vendas diretas. De forma geral, a ideia é segregar a base de consultoras em diferentes níveis/categorias (hoje > 1 mi) e reforçar os incentivos (por meio de benefícios, cursos, programa de pontos, etc.). Além disso, a empresa vem reforçando a abertura de lojas e promovendo mudanças na base executiva.

#### Zoom na mais recente aquisição: The Body Shop

A compra da rede foi anunciada em Junho, pelo valor de € 1 bi. A The Body Shop (TBS) está presente no mundo todo, majoritariamente por meio de lojas físicas (mais de 3.000) e com presença forte no segmento de cuidados para a pele. A maior parte da receita (~51% 2016) vem da região da Europa/Oriente Médio/África, seguida por Ásia e Pacífico (~26%). Por um lado, a TBS traz complementaridade grande para a Natura em termos de produtos, geografia e canal de vendas. Por outro lado, traz risco cambial relevante e um desafio significativo de retomar a lucratividade de um business que a empresa ainda não domina. Considerando o último semestre de 2016, a rede traria acréscimo relevante de 42% nas receitas da Natura e de apenas 29% no resultado operacional (ou seja, resultaria em perda de margem). A TBS vem apresentando quedas consecutivas na margem operacional desde 2012 (queda de ~5 p.p. de 2012 a 2016), além de possuir margens estruturalmente menores.

#### Onde tem risco, tem oportunidade

O mercado parecia ter dado o benefício da dúvida para a empresa, até que a delação da JBS ocorreu e a aquisição foi anunciada. O desafio da Natura agora não consiste apenas em recuperar a própria rentabilidade, mas também de convencer o mercado que conseguirá ganhar expertise no business da TBS e recuperar a rentabilidade do negócio. A TBS já tem um tamanho relevante dentro da estrutura da Natura e, considerando a base relativamente "fraca" de margens de ambas as empresas, a melhora da atividade (local e estrangeira) e uma boa execução podem reverter o cenário positivamente.

#### Recomendação

O papel negocia hoje ~20% abaixo da média histórica em termos de EV/EBITDA, e também abaixo da média global da indústria. Mesmo que esteja atrativo em termos de valuation, ainda acreditamos que seja cedo para recomendar compra. O médio prazo ainda deve ser volátil operacionalmente (considerando o grupo como um todo), o que deve se refletir no preço das ações.

## Neutro

Preço Atual: R\$ 23,84

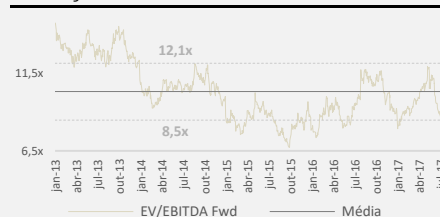
20-jul-17

**Celson Plácido, CNPI**  
(11) 3526-1866  
celson.placido@xpi.com.br

**Marco Saravalle, CNPI**  
(11) 3027-2285  
marco.saravalle@xpi.com.br

**Bruna Pezzin, CNPI**  
(11) 3526-1452  
bruna.pezzin@xpi.com.br

#### Evolução EV/EBITDA Est - NATU3



#### Cenários de Preço

	EV/EBITDA	Preço	Var %
Hoje	8,3x	R\$ 23,84	-
Base	8,8x	R\$ 25,50	7% ↑
Ótimo	9,3x	R\$ 27,30	15% ↑
Stress	7,8x	R\$ 22,10	-7% ↓

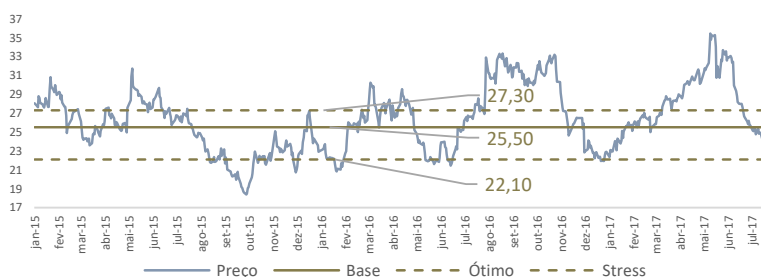
Fontes: XP Investimentos

#### Principais Múltiplos

	2017E	2018E
P/E	19,5x	16,2x
EV/EBITDA	8,7x	8,3x
P/B	8,0x	7,1x
Dividend Yield*	2,5%	
Dívida Líq/EBITDA**	1,3x	

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. \*2017. \*\*1T17.

**Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários**



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

**CENÁRIO BASE**

**R\$ 25,50 (+7%)**

No cenário base as margens da Natura melhoram mas continuam pressionadas em relação a um passado mais distante. A compra é aprovada conforme o cronograma (2º semestre) e a TBS não reporta ganhos relevantes de margem.

**CENÁRIO ÓTIMO**

**R\$ 27,30 (+15%)**

Um cenário ótimo poderia se materializar com uma desvalorização acima do esperado do Real, com ganho de market share no Brasil e melhora acima de 1 p.p. na margem da Natura. Melhora operacional na TBS, embora menos provável, também seria fonte de upside.

**CENÁRIO STRESS**

**R\$ 22,10 (-7%)**

Cenário de stress se materializaria caso a concorrência se acirre e culmine em guerra de preços. Recuperação das margens demoraria mais a acontecer e a receita também continuaria pressionada. Valorização forte do Real também seria um agravante.

**Tabela 1. Consenso Bloomberg**

R\$ Milhões	2015	2016	2017E	2018E
<b>Receita Líquida</b>	7.899	7.913	8.435	9.467
Crescimento A/A		0%	7%	12%
<b>EBITDA</b>	1.496	1.344	1.489	1.674
Crescimento A/A		-10%	11%	12%
<b>Margem EBITDA</b>	18,9%	17,0%	17,7%	17,7%
<b>Lucro Líquido</b>	514	297	545	652
Crescimento A/A		-42%	84%	20%
<b>Margem Líquida</b>	6,5%	3,7%	6,5%	6,9%

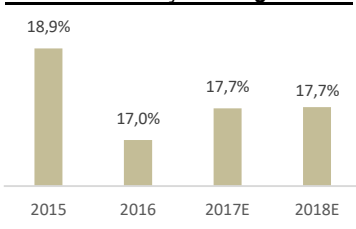
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

**Tabela 2. Outras Informações**

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquido	2.115
Ações em Circulação	430
Market Capitalization	10.258
<b>Performance da Ação</b>	
Últ. Semana	-3%
Últ. Mês	-6%
Acumulada Ano	4%
Últimos 12 Meses	-12%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos

**Gráfico 2. Evolução da Mg. EBITDA**



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

**CATALISADORES**

**1. Fundamentos Macroeconômicos no Brasil.** Ritmo mais acelerado que o esperado no corte juros, desemprego menor e renda real maior são alguns dos fatores que tendem a beneficiar o consumo e, conseqüentemente, as vendas de empresas do setor.

**2. Macroeconomia externa.** Tendo em vista que > 40% da receita do grupo virá de fora, sobretudo da Europa/Ásia/Oriente Médio, os fundamentos e as políticas econômicas dessas regiões também serão de grande importância para a empresa.

**3. Sinergias.** É difícil falar em grandes ganhos de sinergia quando se trata de empresas que atuam em geografias e canais distintos. No entanto, elas podem existir no nível executivo e logístico, resultando em ganhos de margem.

**RISCOS**

**1. Concorrência.** Guerra de preços ou mesmo maiores ameaças dos principais concorrentes são fatores que já vem resultando em queda na receita e lucro operacional. Acirramento desse cenário pode postergar o efeito do ganho operacional.

**2. Câmbio.** O risco cambial já fazia parte da Natura com sua atuação externa (~30% da receita bruta em 2016 veio do exterior), mas agora tomou uma proporção muito maior. Nesse caso, depreciação do Real (ou apreciação de moedas estrangeiras, sobretudo o Euro), pode impulsionar o resultado do grupo. O inverso também vale: valorização do Real, tudo mais constante, comprime o resultado.

#### **Disclaimer**

- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Instrução CVM nº 483/10 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- 5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- 6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
- 7) Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.
- 8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- 9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- 10) A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- 11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: [www.xpi.com.br](http://www.xpi.com.br).
- 12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
- 14) *O investimento em ações é indicado para investidores de perfil moderado e agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.*
- 15) *O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.*
- 16) *O investimento em termos é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. São contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.*
- 17) *O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos, e por isso é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.*
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.