

Natura (NTCO3): Atualizando para Compra; Novo preço-alvo de R\$ 70

Atualizando para Compra devido ao progresso recente no Brasil e a integração da Avon

Após uma série de resultados melhores do que o esperado, apesar dos efeitos da pandemia no ano passado, estamos atualizando nossas estimativas. Também analisamos o setor de HPC (Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos) do Brasil e o papel da venda social (*social selling* – utilizando-se de redes sociais) em meio à mudança digital dos consumidores, mas com o canal de venda direta crescendo sua participação mais recentemente. Enquanto mantivemos nossa visão conservadora de longo prazo sobre o caso de investimento, refletindo todas as partes móveis da Natura (global), saudamos os sinais positivos da digitalização, com grandes oportunidades de vendas cruzadas e corte de custos com a integração da Avon, o que deve desbloquear valor. Assim, atualizamos o rating da ação para Compra, também refletindo seu desconto relativo para os principais pares globais de HPC.

Tendência de *Live commerce* e o poder do marketing colaborativo

Nos últimos anos, o e-commerce global evoluiu para o *social selling* (vendas se utilizando de redes sociais), com transmissão ao vivo, vídeos curtos e fortes ferramentas de vendas de redes sociais para envolver os clientes. A Natura está bem posicionada para explorar seu canal de vendas diretas por meio do comércio ao vivo (*live commerce*), aumentando o reconhecimento da marca e o engajamento do consumidor por meio dos representantes de vendas e otimizando o CAC (custo de aquisição do cliente). O *social selling* e o e-commerce já representavam 11% das vendas da Natura&Co em 2020, e a empresa está de olho em 20% até 2023. Para aumentar seu crescimento digital, também investe em seu ecossistema, agregando catálogo online e links de pagamento. Já processa 100% de seus pagamentos do e-commerce, com TPV anualizado de + R\$ 4 bilhões e + 146 mil contas.

Canal de venda direta e oportunidade de venda cruzada da Avon

Desde a sua aquisição, a Avon tem sido um pilar fundamental do caso de negócios mais global da Natura (principalmente por meio de sinergias potenciais com seu próprio modelo de negócios, agrupando representantes de vendas com base na produtividade e simplificando o sortimento). A Natura planeja capturar gradativamente sinergias da Avon, com sinergias operacionais de US\$ 350-450 milhões em uma base anual recorrente no período de 2020-24, com 120 projetos em andamento e 200 mapeados: (i) US\$ 85-115 milhões da cadeia de fornecedores, (ii) US\$ 100-125 milhões de fabricação e distribuição, (iii) US\$ 75-90 milhões de despesas gerais e administrativas e (iv) US\$ 90-120 milhões de receita. Além das sinergias, eles estão implementando um processo de segmentação mais simples para a Avon International, alinhando os incentivos dos representantes de vendas e as metas de carreira, enquanto capturam o

BTG Pactual – Equity Research:

Luiz Guanais

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Gabriel Disselli

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Victor Rogatis

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Analise.Acoes@btgpactual.com

Grupo Natura (NTCO3)

Data	03/08/2021
Ticker	NTCO3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	70,0
Preço (R\$)	54,5
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	74.932,09
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	352,37

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	45,6x	45,8x
EV/EBITDA	18,9x	14,1x

Stock Performance:

Agosto (%)	1,3%
LTM (%)	16,9%



quadro de funcionários inicial e as sinergias de custo e empregam uma abordagem mais digital.

Novo preço-alvo de R\$ 70 para o final de 2022: um caso de investimento em HPC global (e descontado)

Mantemos nossa visão conservadora de longo prazo devido aos desafios de rejuvenescimento da The Body Shop e ao *turnaround* da Avon (que no 2T deve significar receita ainda sob pressão para a bandeira no Brasil), mas observase progresso recente em ambas as frentes. Com uma melhor estrutura de capital após dois aumentos de capital no ano passado, digitalização contínua de representantes de vendas e oportunidades de vendas cruzadas com a Avon, atualizamos o rating para Compra com um preço-alvo para o final de 2020 de R\$ 70 (de R\$ 40 anteriormente), com a ação negociando em 14x EV/EBITDA 2022 (desconto de 10% para os pares internacionais) e CAGR de EBITDA de 16% nos próximos quatro anos.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	23,4	3,7	3,7	7,5	10,1
EV/EBITDA	20,6	20,8	18,9	14,1	12,0
P/L	434,0	-115,2	145,6	45,8	30,4
Dividend Yield %	0,3	0,2	0,0	0,0	0,4

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	32.942	36.922	41.534	44.796	48.205
EBITDA	4.016	4.067	4.535	5.924	6.779
Lucro Líquido	716	-472	516	1.640	2.469
LPA (R\$)	0,13	-0,47	0,05	0,90	1,52
DPA líquido (R\$)	0,11	0,10	0,00	0,01	0,22
Dívida Líquida/Caixa	-7.765	-9.339	-10.391	-8.513	-6.122

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 54,47, em 03 de Agosto de 2021.

História global com potencial e complexidades

Nos últimos anos, a Natura implantou uma série de mudanças em seu modelo de negócios, que envolveu a revisão do alinhamento dos representantes de vendas no canal de venda direta (ainda um dos mais importantes da América Latina), reduzindo o payout e tornando-se um player mais global.

Em junho de 2017, também anunciou a aquisição da fabricante de cosméticos do Reino Unido The Body Shop (anteriormente controlada pela L'Oréal) por EUR 1 bilhão, dando-lhe uma presença global graças à presença da TBS em ~70 países.

Em 2017, fez uma série de mudanças em seu modelo de venda direta no Brasil, por meio do projeto Vendas por Relacionamento. O modelo de remuneração agora varia com base no volume de vendas.

No final de maio de 2019, a Natura concordou em comprar a Avon em um negócio de ações avaliando o grupo americano em US\$ 3,3 bilhões (negócio concluído em janeiro de 2020). Desde sua aquisição, a Avon tem sido um pilar fundamental por trás do caso de negócios mais global da Natura (principalmente com potenciais sinergias com seu modelo de negócios, agrupando representantes de vendas por produtividade e simplificando o sortimento). Ela planeja capturar sinergias gradualmente da Avon, variando de US\$ 350 milhões a US\$ 450 milhões em uma base anual recorrente no período de 2020-24.

Os principais movimentos de crescimento aumentaram a alavancagem financeira (2T20 encerrou com dívida líquida de R\$ 10,6 bilhões, ou dívida líquida/EBITDA de 3,63x, incluindo IFRS16) e cortaram o ROIC (15,5% no final de 2019 vs. +30% cinco anos atrás). Em 2020, a Natura fez dois aumentos de capital (R\$ 2 bilhões em maio; R\$ 6 bilhões em outubro), fortalecendo seu caixa e reduzindo a alavancagem financeira e a dívida em dólares (28% da dívida bruta). Encerrou o primeiro trimestre com dívida líquida/EBITDA de 1,18x.

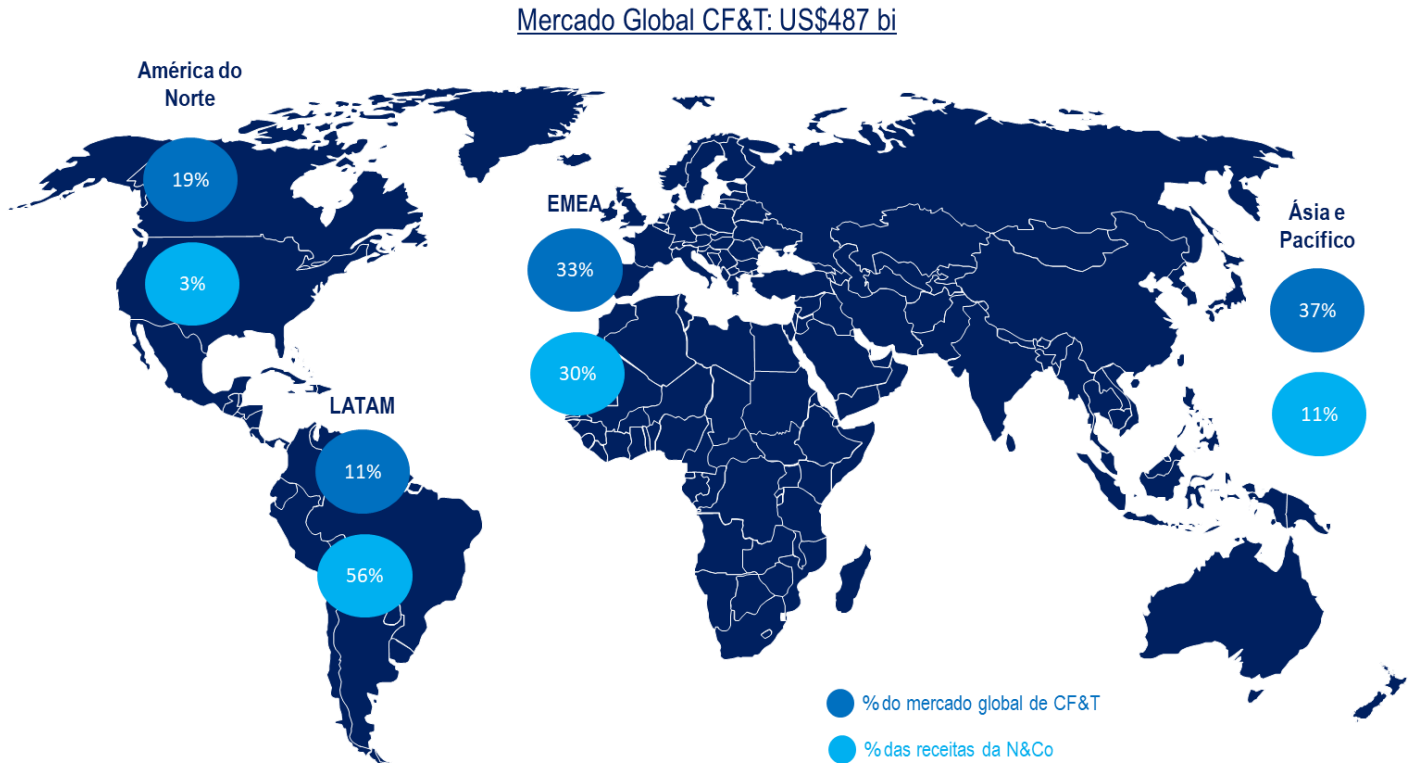
Embora as fusões e aquisições devam significar mais riscos (globais), com o ROIC apenas se recuperando gradualmente das mínimas devido ao *turnaround*, elas também reduzem a exposição a um mercado brasileiro altamente competitivo, ao mesmo tempo que reforçam o domínio na venda direta (agora mais digital).

O histórico de M&As da indústria da beleza está mais carregado, com o mundo da maquiagem, cuidados com a pele, cuidados com os cabelos e perfumes dominado por alguns players importantes - todas corporações multibilionárias com propriedade de várias marcas importantes.

Portanto, mantemos nossa visão conservadora de longo prazo devido aos desafios em rejuvenescer a bandeira da The Body Shop e ao *turnaround* da Avon, mas reconhecemos o progresso recente em ambas as frentes. Com uma melhor estrutura de capital após dois aumentos de capital no ano passado, digitalização contínua de representantes de vendas e oportunidades de vendas cruzadas com a Avon, atualizamos nosso rating para Compra com um novo preço-alvo de R\$ 70 para o final de 2022 (anteriormente de R\$ 40 para o final de 2021), com a ação negociando a 14x EV/EBITDA 2022 (10% de desconto para pares globais).

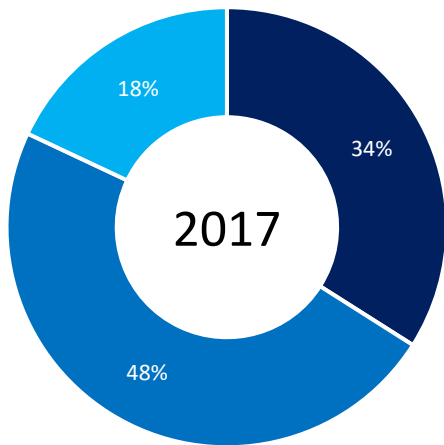
Destaques da Natura

Tabela 1: Distribuição geográfica – Natura&Co



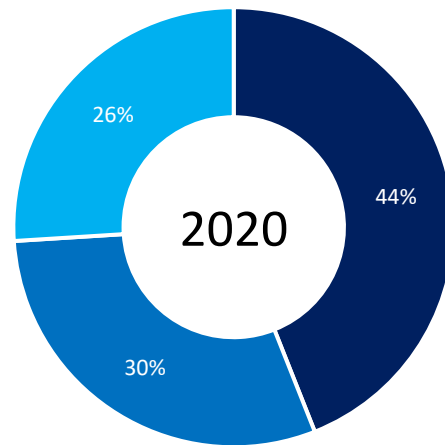
Fonte: Euromonitor, Empresa, BTG Pactual. Nota: Euromonitor International Limited, Beauty and Personal Care 2021, Retail Value RSP inclui impostos sobre vendas em dólares americanos, taxas de câmbio fixas de 2020, histórico de preços atuais / projeção de preços constantes para 2020 | CF&T = cosméticos, perfumaria e higiene pessoal | EMEA = Europa, Oriente Médio e África

Tabela 2: Natura & Co - Composição da receita por região - 2017



■ International ■ Brasil ■ Hispanic Latam

Tabela 3: Natura & Co - Composição da receita por região - 2020

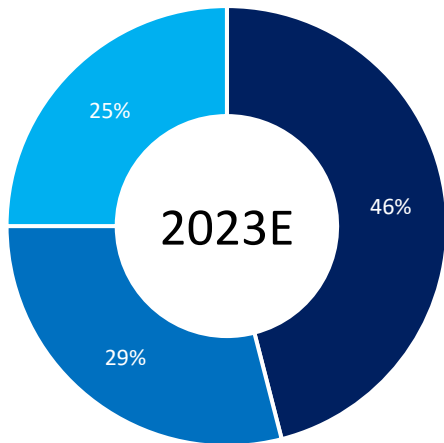


■ International ■ Brasil ■ Hispanic Latam

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Fonte: Empresa e BTG Pactual

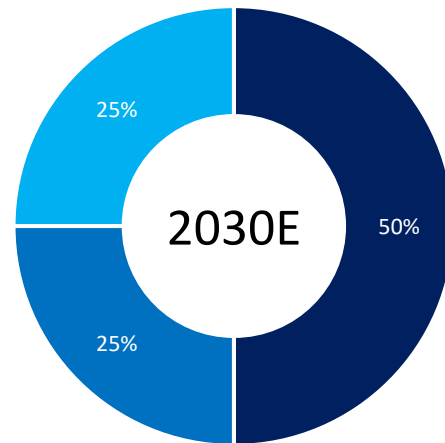
Tabela 4: Natura & Co - Composição da receita por região – 2023E



■ International ■ Brasil ■ Hispanic Latam

Fonte: Empresa e BTG Pactual

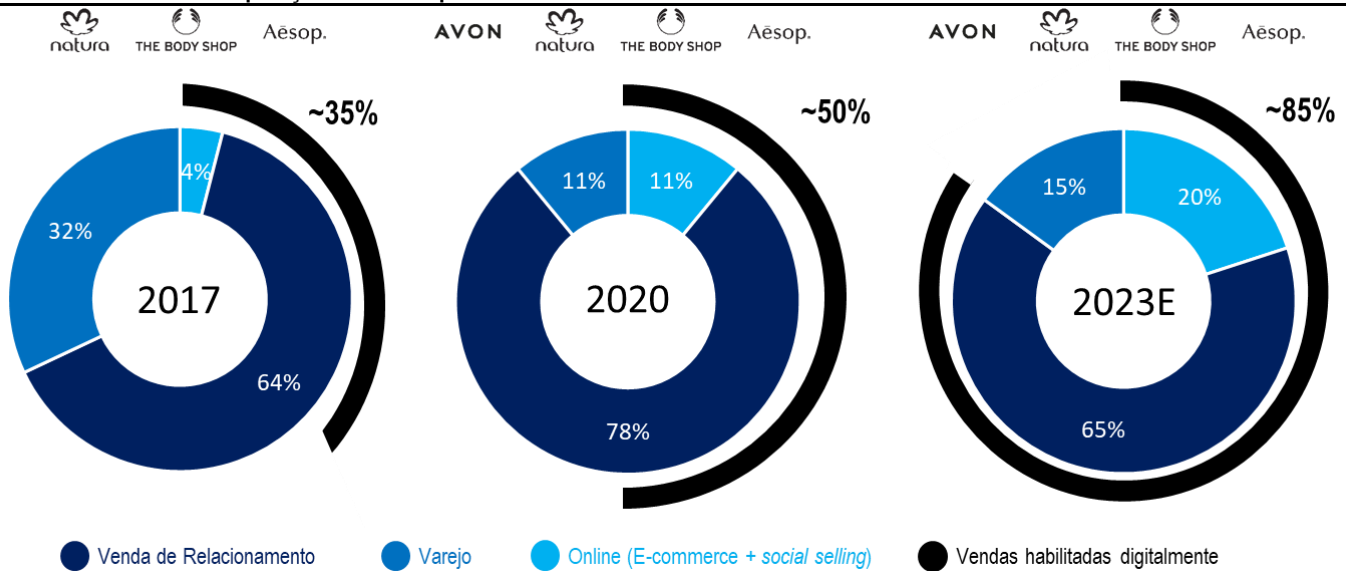
Tabela 5: Natura & Co - Composição da receita por região – 2030E



■ International ■ Brasil ■ Hispanic Latam

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 6: Natura & Co - Composição da receita por canal

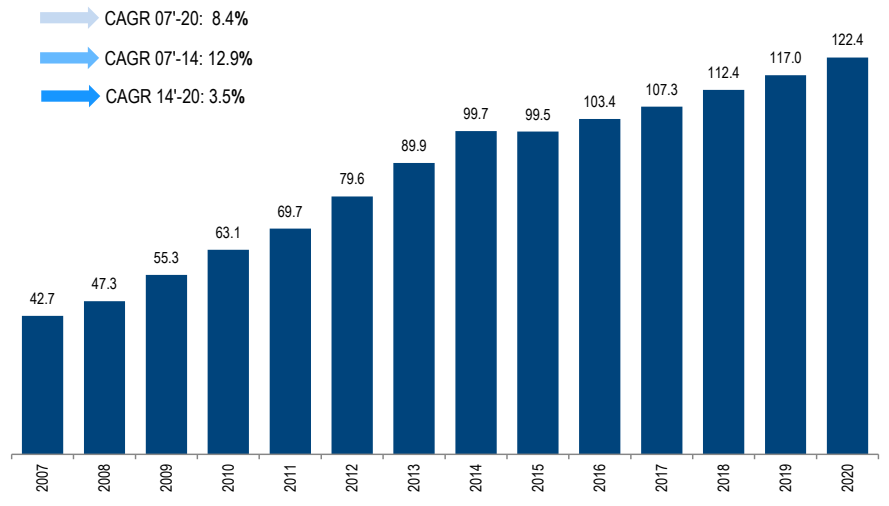


● Venda de Relacionamento ● Varejo ● Online (E-commerce + social selling) ● Vendas habilitadas digitalmente

Fonte: Empresa e BTG Pactual

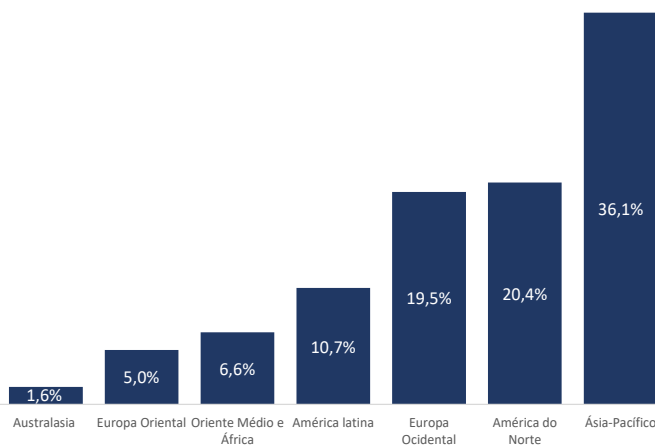
Setor de CF&T (cosméticos, perfumaria e higiene pessoal) do Brasil

A indústria apresentou um desempenho sólido nas últimas décadas, superando consistentemente o PIB, com um CAGR de 8,4% nos últimos 13 anos. A indústria não estava imune à desaceleração econômica do Brasil, que incluiu 2020 e o efeito da pandemia, embora ainda resiliente em relação a outros segmentos de consumo e varejo.

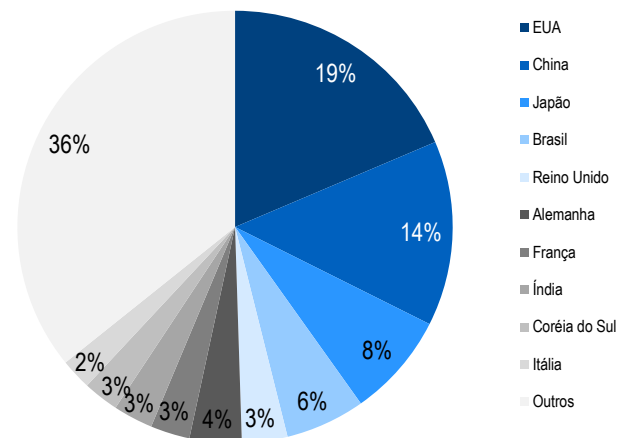
Tabela 7: Faturamento da indústria de CF&T (R\$ bi)


Fonte: Euromonitor, BTG Pactual

O Brasil é o 4º maior mercado de CF&T (cosméticos, perfumaria e higiene pessoal), com 5% do consumo global na indústria de higiene pessoal e perfumaria, respondendo por 50% do mercado latino-americano de CF&T. É o 2º em perfumaria, produtos masculinos e desodorantes, o 3º em proteção solar e produtos infantis, o 4º em cuidados com os cabelos, 5º em higiene bucal, 7º em cosméticos de cor (maquiagem e cuidados com as unhas), 8º em cuidados com a pele e 9º em depilatórios.

Tabela 8: Análise do mercado de CF&T - por região (2020)


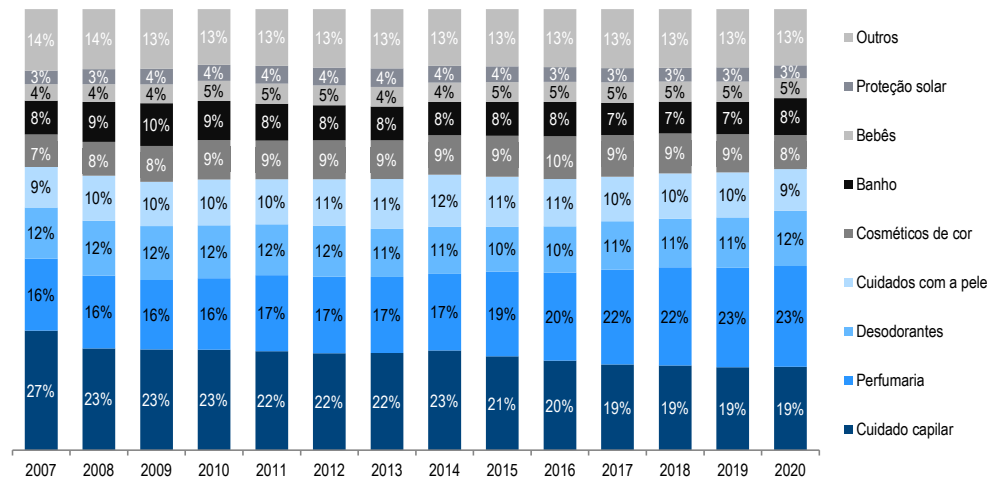
Fonte: Euromonitor, BTG Pactual

Tabela 9: Análise do mercado de CF&T - por país (2020)


Fonte: Euromonitor, BTG Pactual

Um atributo do mercado brasileiro é que o consumo se dá principalmente em segmentos básicos v.s. produtos premium. Apesar de ser o 4º mercado de CF&T, o Brasil é apenas o 16º mercado mundial para produtos premium de CF&T. No entanto, nos últimos anos houve um aumento no setor de perfumaria (que geralmente possui maior valor agregado).

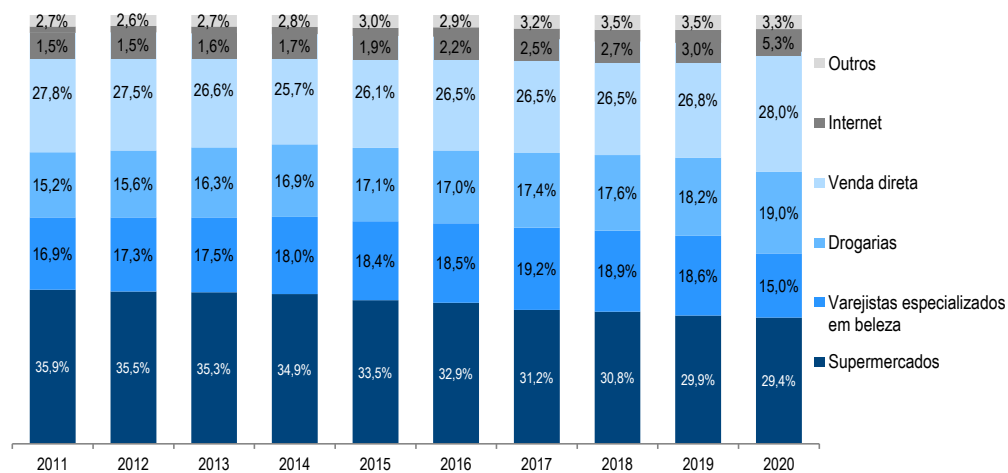
Tabela 10: Vendas do setor de CF&T no Brasil - divisão por segmento



Fonte: Euromonitor, BTG Pactual

Os números de 2020 mostraram três grandes destaques: o canal drogarias ganhou participação no setor de CF&T, favorecido por: (i) consolidação do setor nos últimos anos, à medida que as principais redes farmacêuticas aumentaram o espaço de prateleira para produtos HPC (Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos), e (ii) iniciativas de players de CF&T, que aumentam sua penetração nas drogarias. Enquanto isso, o canal de venda direta registrou uma expansão importante, atingindo sua maior participação em 10 anos, enquanto o e-commerce respondeu por 5,3% das vendas totais do setor (vs. 3% em 2019), seguindo a mudança digital que atingiu a maioria dos segmentos de consumo e varejo.

Tabela 11: Mercado de CF&T - divisão por canal

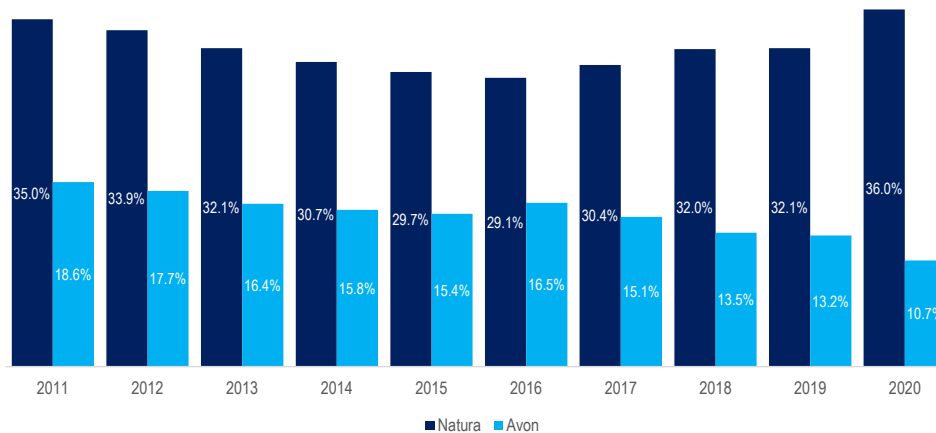


Fonte: Euromonitor, BTG Pactual

A principal diferença entre a América Latina (e o Brasil) e o resto do mundo é o peso da venda direta, que representa 26% das vendas do setor vs. uma média mundial de 8%.

Entre 2012-16, as empresas nascidas na venda direta (Natura e Avon) perderam market share neste segmento. Muitos players brasileiros de CF&T (cosméticos, perfumaria e higiene pessoal) de rápido crescimento também aumentaram seu foco em vendas diretas. Nos últimos quatro anos, a Natura voltou a crescer a partir de uma estratégia bem-sucedida de segmentar consultoras e aumentar a produtividade.






Tabela 14: Participação de mercado Natura e Avon - canal de venda direta de CF&T no Brasil



Fonte: Euromonitor, BTG Pactual

Os esforços recentes da Natura em sua divisão local parecem ter dado frutos, com ganhos de participação de mercado nos últimos quatro anos (tornando-se a #1 desde 2017), após 6 anos de declínio.

Tabela 15: Participação de mercado por empresa - setor brasileiro de CF&T *

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
 natura	13.4%	13.6%	14.2%	14.8%	13.8%	13.2%	12.4%	11.4%	11.1%	10.8%	11.2%	11.6%	11.9%	17.0%
oBoticário	6.1%	6.5%	6.7%	6.3%	7.0%	8.1%	8.8%	9.4%	10.0%	10.2%	10.5%	11.3%	11.8%	10.7%
 Unilever	10.5%	10.6%	10.5%	9.9%	9.9%	10.9%	10.9%	11.0%	10.9%	11.3%	10.8%	11.1%	11.5%	11.4%
 P&G	6.4%	6.4%	6.6%	6.0%	6.0%	6.2%	6.0%	5.8%	5.9%	6.2%	6.2%	6.3%	6.1%	6.4%
L'ORÉAL	5.8%	5.3%	5.3%	5.9%	6.0%	5.9%	5.9%	7.2%	7.4%	7.2%	6.8%	6.3%	6.1%	6.3%
AVON	8.5%	8.8%	9.0%	8.8%	7.9%	7.3%	6.5%	5.9%	5.6%	5.9%	5.3%	4.6%	4.1%	-
 P&G	7.3%	6.9%	6.8%	6.7%	7.1%	7.2%	7.2%	7.2%	7.4%	6.4%	6.3%	6.0%	5.9%	5.6%
 Joff	3.9%	3.9%	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%	4.1%	4.0%	3.8%	3.7%	3.6%
COTY	1.0%	2.6%	2.7%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%	2.9%	2.7%	3.8%	4.2%	4.6%	4.6%	3.4%

Fonte: Euromonitor, BTG Pactual; * Natura em 2020 inclui números da Avon

Papel do *social commerce* e da venda direta 2.0

O consumismo online evoluiu para *social commerce* (compras via redes sociais), com as plataformas líderes criando uma barreira importante para novos participantes por meio dessa estratégia.

O resultado é uma mistura de lojas, locais de entretenimento, praças de alimentação, fliperamas e locais de encontro que reproduzem o shopping americano do século 20 em formato digital. As transmissões ao vivo transformam todo o processo em entretenimento e uma rede de empresas do mundo real entrega as compras.

Não há uma divisão nas mentes chinesas entre redes sociais e sites de compras.

O aumento da Geração Z formou as bases para o sucesso de aplicativos de compartilhamento de estilo de vida como o Little Red Book. A convergência de saúde e bem-estar também estimulou a demanda por cuidados pessoais. Semelhante a outras categorias mais aspiracionais, como vestuário, o rápido aumento nas transmissões ao vivo será um dos principais motores de penetração online.

Em outubro de 2019, a Perfect Corp, empresa líder mundial de AR (Realidade Aumentada), fez parceria com a Alibaba e integrou sua tecnologia de teste virtual YouCam Makeup AR nas experiências de compras online no Taobao e no Tmall da Alibaba. Isso trouxe novos testes virtuais para os consumidores na China. Com apenas seis meses de uso da tecnologia AR da Perfect Corp, o Alibaba revelou que havia aumentado sua taxa de conversão em 4x.

Na China, onde o boca a boca é rei, as transações entre pessoas decolaram com a disseminação das mídias sociais. O mercado de e-commerce para cosméticos é de cerca de 4,8 trilhões de ienes (US\$ 43,8 bilhões). Diz-se que um terço desse volume é formado por influenciadores e comerciantes privados que compram os produtos em grandes quantidades - um grupo que se tornou grande demais para ser ignorado pelos grandes fabricantes.

A transmissão ao vivo disparou à medida que a Covid confinava os chineses em suas salas de estar, impulsionando o crescimento de categorias não essenciais, como roupas, cosméticos e alimentos (geralmente tickets médios mais baixos). Super apps como o WeChat, com 1,2 bilhão de usuários, mostram perfeitamente a simbiose entre rede social e e-commerce. É propriedade da Tencent, a empresa de internet número 1 da China, e direciona o tráfego para JD.com e Pinduoduo, na qual a Tencent possui participações.

O *social commerce* (compras via redes sociais) é uma grande indústria na China, com vendas projetadas para atingir US\$ 363 bilhões em 2021, + 36% a/a e mais de 3x as vendas em 2018.

Tabela 16: 2021E - Vendas de social commerce na China vs. EUA (US\$ bilhões)



Fonte: E-Marketer, BTG Pactual

O *social commerce* como estratégia para otimizar orçamentos de marketing

De acordo com o Fórum Econômico Mundial, enquanto os tradicionais anúncios com display online no Google têm em média 1% de taxas de conversão e os anúncios de pesquisa podem alcançar 4% de conversão, plataformas de transmissão ao vivo como o Taobao alcançaram até 32% dos espectadores de *social commerce*. O recente aumento do uso de bloqueadores de anúncios (47% em 2019 de acordo com o Digital Information World) e novas ferramentas para reduzir o rastreamento de dados (o que reduz a visibilidade para a conversão de anúncios) estão aumentando o valor do acesso direto do *social commerce* aos consumidores. As empresas que investiram em *social commerce* devem gerar mais engajamento e compensar os custos crescentes de aquisição de clientes (um dos principais gargalos para a lucratividade nos canais online).

O modelo chinês é replicável em todo o mundo?

O surgimento do *social commerce* depende de três tecnologias (relacionadas): streaming ao vivo (~4% do mercado de e-commerce chinês), vídeos em formato reduzido e rede social.

Globalmente, as plataformas digitais capturaram com sucesso grandes bases de usuários e compartilhamento de atenção como seus pares chineses: (i) Instagram: 1 bilhão de usuários ativos mensais com 3 horas de uso médio mensal, (ii) Hulu: + 230 milhões de usuários ativos mensais (18 minutos por sessão), e (iii) TikTok: 700 milhões usuários ativos mensais (5 horas por mês na plataforma).

Com essas tendências, as empresas ocidentais estão seguindo o padrão de *social commerce*. A Amazon permitiu que influenciadores promovessem produtos em transmissões ao vivo no início de 2019, lançando um aplicativo para que influenciadores iniciem/gerenciem transmissões. Em 2020, começou a pagar comissões pelas vendas dos criadores. Em maio de 2020, o Facebook lançou o Facebook Shops, permitindo que as empresas criassem uma única loja online em sua principal rede social e aplicativo irmão, o Instagram.

Em novembro, o Instagram redesenhou sua tela inicial pela primeira vez em anos, introduzindo as abas chamadas Reels e Shop, que promovem vídeos curtos, bem como varejo online. A Shopify alistou a TikTok para permitir que seus + 1 milhão de comerciantes comercializassem seus produtos por vídeo. A Poshmark confia em ser uma plataforma de mídia social em primeiro lugar, com vendedores populares atuando como influenciadores para vender roupas. Com todas essas iniciativas, o mercado global de *social commerce* deve crescer 29% ao ano até 2028.

Tabela 17: Crescimento projetado no tamanho do mercado de *social commerce* global (US\$ bilhões)



Fonte: GrandView Research, BTG Pactual

A empresa de cosméticos Aveda criou uma série de vídeos no Instagram dando dicas sobre tudo, desde arrumar cabelos texturizados a modelar cortes de cabelo - e as visualizações aumentaram + 200% desde o lançamento. A ferramenta Virtual Try-On da MAC, que permite aos compradores experimentar 200 tons de sombra e batom, viu um aumento de três vezes no envolvimento do consumidor desde o *lockdown*. A Fenty Beauty de Rihanna recorreu à Tik Tok para manter seus clientes da Geração Z (principalmente) envolvidos, criando uma conta onde um grupo seletivo de influenciadores postam conteúdo relacionado à marca e tutoriais de maquiagem.

A japonesa Kao começou a fazer negócios com influenciadores de mídia social chineses que compram seus cosméticos em grandes quantidades para revenda em marketplaces online em casa.

Tabela 18: O poder das redes sociais em todo o mundo (2020)

Onde você Busca Informações sobre produtos de beleza antes de comprar?



Fonte: Harvard Business School, BTG Pactual.

A Natura&Co encerrou 2020 com 11% das vendas oriundas dos canais de *social selling* + e-commerce, com ambição de chegar a 20% até 2023.

A tendência irreversível de um consumidor mais digital significa investimentos extras na aquisição de clientes, mas vemos a Natura bem posicionada para explorar seu canal de venda direta (cada vez mais digital, com 100% dos pedidos dos representantes de vendas já online) para promover um conceito de comércio mais ao vivo (alavancando + 4,5 milhões de representantes de vendas e seu modelo de relacionamento, principalmente na América Latina), aumentar o reconhecimento da marca e o engajamento do consumidor. Como parte de seu crescimento digital, o desenvolvimento de seu ecossistema é um pilar fundamental (mais sobre isso abaixo).

Fortalecendo o ecossistema global

Além de digitalizar seus negócios por meio do crescimento do modelo de *social selling* (compras via redes sociais), a Natura continuará focada em: (i) integração e *turnaround* da bandeira Avon, de olho em um novo modelo comercial, inovação e valores essenciais da marca e (ii) oportunidades de expansão geográfica de suas marcas (sempre focado nas áreas onde está presente).

Avon - sinergias e oportunidades de vendas cruzadas

No caso da Avon, a Natura planeja capturar gradativamente, em 2020-24, sinergias operacionais de US\$ 350-450 milhões de forma recorrente anual, com 120 projetos e 200 já mapeados: (i) US\$ 85-115 milhões em cadeia de fornecedores, (ii) US\$100-125 milhões de fabricação e distribuição, (iii) US\$ 75-90 milhões de despesas gerais e administrativas e (iv) US\$

90-120 milhões de receita. Também incorrerá em US\$ 230 milhões em custos não recorrentes com a captura dessas sinergias.

Além das sinergias, a Natura também está implementando um processo de segmentação mais simples para a Avon, alinhando os incentivos dos representantes de vendas e as metas de carreira, ao mesmo tempo em que captura o número de funcionários inicial e as sinergias de custos e empreg a uma abordagem mais digital. Já implementou incentivos aos representantes de vendas Natura no Brasil (que devem ser lançados nos próximos meses) e está em fase de testes no México e Equador, com cronograma de implementação previsto de 6 meses.

Também aproveitando seu ecossistema, especificamente na América Latina, combinando capacidades de produção (6 fábricas em 4 países) e ampla distribuição (22 CDs e 2 centros em 9 países), pode impulsionar vendas cruzadas, níveis de serviço e eficiência operacional. A Natura tem usado sua expertise em cada marca global para implementar as melhores práticas, como a experiência com as lojas Aesop (estendida às bandeiras Natura e TBS).

Olhando para além da pandemia - uma empresa mais internacional

A Natura obtém 44% das vendas ex-LatAm, 30% no Brasil e 26% na América Latina hispânica. O plano é aumentar a penetração na Ásia (principalmente na China, onde abriu uma empresa e registrou produtos em parceria com a Cruelty Free International) e nos Estados Unidos. Ele também usará a distribuição geográfica da Avon para expandir as marcas Natura e TBS (The Body Shop) nos principais mercados e explorar os espaços em branco. Portanto, em 2030, a empresa planeja obter + 50% das vendas ex-LatAm (24-26% no Brasil).

Embora as fusões e aquisições devam significar mais riscos (globais), com o ROIC apenas se recuperando gradualmente das mínimas devido às iniciativas de recuperação, elas também reduzem a exposição ao mercado altamente competitivo do Brasil, reforçando ao mesmo tempo o domínio na venda direta (agora mais digital).

O histórico de M&A da indústria da beleza está mais carregado, com maquiagem, cuidados com a pele, cuidados com os cabelos e perfumes dominados por alguns players - todas corporações multibilionárias com propriedade de grandes marcas (um grupo do qual a Natura agora é uma integrante).

Tabela 22: Conglomerados globais de cosméticos



Fonte: CB Insights e BTG Pactual

Valuation: analisando a expansão global e decodificando os retornos

Estamos introduzindo novas estimativas e definindo um novo preço-alvo de R\$ 70 para o final de 2022 com base no DCF (vs. R\$ 40 anteriormente), e também atualizamos o rating para Compra. Utilizamos uma abordagem FCFE, considerando um custo de capital próprio de 8,6% em USD (taxa livre de risco de 2,5%, ERP – equity risk premium - de 4%).

Elevamos as estimativas de faturamento em média 13%/ano até 2025, enquanto nossas novas estimativas de EBITDA são de alta de 25%/ano em média, já considerando as sinergias da Avon.

Tabela 23: Estimativas novas vs. antigas

R\$ milhões	Novo					Antigo					Variação				
	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Receita Bruta	53.466	57.674	62.093	66.876	72.053	48.911	50.647	54.743	59.094	63.809	9,3%	13,9%	13,4%	13,2%	12,9%
Receita Líquida	41.534	44.796	48.205	51.894	55.885	37.239	38.555	41.709	45.049	48.671	11,5%	16,2%	15,6%	15,2%	14,8%
Lucro Bruto	27.035	29.370	31.654	34.100	36.715	23.728	24.659	26.687	28.814	31.120	13,9%	19,1%	18,6%	18,3%	18,0%
Margem Bruta	65,1%	65,6%	65,7%	65,7%	65,7%	63,7%	64,0%	64,0%	64,0%	63,9%	138bps	160bps	168bps	175bps	176bps
EBITDA ajustado (post-IFRS16)	4.535	5.924	6.779	7.649	8.274	4.361	4.976	5.427	5.891	6.394	4,0%	19,0%	24,9%	29,8%	29,4%
Margem EBITDA	10,9%	13,2%	14,1%	14,7%	14,8%	11,7%	12,9%	13,0%	13,1%	13,1%	-79bps	32bps	105bps	166bps	167bps
Resultados financeiros	(1.191)	(951)	(801)	(641)	(508)	(842)	(872)	(986)	(1.005)	(929)	41,5%	9,0%	-18,7%	-36,2%	-45,3%
Impostos	(65)	(531)	(700)	(914)	(1.039)	(421)	(593)	(775)	(952)	(1.136)	-84,7%	-10,4%	-9,6%	-4,1%	-8,5%
Lucro líquido ajustado	516	1.640	2.469	3.091	3.493	1.264	1.778	2.325	2.857	3.408	-59,2%	-7,8%	6,2%	8,2%	2,5%

Fonte: Empresa, BTG Pactual; EBITDA e estimativas de resultados excluem custos de transformação

As grandes fusões e aquisições nos últimos anos aumentaram a alavancagem financeira (a Natura encerrou o 2T20 com dívida líquida de R\$ 10,6 bilhões, ou dívida líquida/EBITDA de 3,63x, incluindo IFRS16) e menor ROIC (que encerrou 2019 em 15,5% vs. +30% em 2014).

Em 2020, anunciou dois aumentos de capital: R\$ 2 bilhões em maio e ~R\$ 6 bilhões em outubro, fortalecendo sua posição de caixa, reduzindo a alavancagem financeira e a dívida em dólares (28% da dívida bruta). No 1T21, a Natura encerrou com uma relação dívida líquida/EBITDA de 1,18x.

Assumindo nenhuma mudança no payout e melhores margens devido às sinergias da Avon e ganhos com a rentabilidade da operação brasileira, bem como menor alavancagem financeira após os aumentos de capital de 2020, o ROIC deve saltar para 8% em 2025, ainda abaixo dos níveis históricos da empresa (acima de 20%).

Mantemos nossa visão conservadora de longo prazo devido aos desafios em rejuvenescer a bandeira da The Body Shop e a recuperação da Avon, mas reconhecemos o progresso recente em ambas as frentes.

Considerando a desalavancagem financeira após dois aumentos de capital no ano passado, a digitalização contínua de representantes de vendas e oportunidades de vendas cruzadas com a Avon, atualizamos o rating da Natura para Compra, com um novo preço-alvo de R\$ 70 para o final de 2022 (vs. R\$ 40/ação anteriormente), com a ação a 14x EV/EBITDA 2022 (desconto de 10% para pares globais).

Tabela 26: Comparativos globais - setor de HPC

Empresa	Marcas	País	P/L			EV/EBITDA		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
natura & co	AVON, natura, THE BODY SHOP, Aesop	BR	145,6x	45,8x	30,4x	18,9x	14,1x	12,0x
Unilever	Dove, CLEAR, Kibon, Gf	NL	19,7x	18,3x	17,4x	13,3x	12,8x	12,2x
ESTÉE LAUDER	MAC, MICHAEL KORS, CLINIQUE, ORIGINEZ	US	52,9x	45,8x	39,8x	32,5x	27,7x	24,6x
Kimberly-Clark	HUGOBOS, Vaseline, intimus, NIVEA	US	20,0x	17,9x	17,1x	13,9x	12,7x	12,3x
Unilever	Dove, CLEAR, Kibon, Gf	LI	25,3x	23,5x	22,1x	18,1x	17,1x	15,9x
Johnson & Johnson	Neutrogena, LISTERINE, BAND-AID, TYLENOL	US	21,9x	18,1x	16,8x	16,9x	14,1x	13,2x
COLGATE-PALMOLIVE	COMBATE, PALMOLIVE, Protex, SUDAS	US	24,5x	22,9x	21,6x	16,3x	15,5x	14,8x
AMOREPACIFIC	LANEIGE, Sulwhasoo, ETUDE, MAMONDE	KS	39,5x	31,1x	25,8x	13,9x	12,3x	11,3x
L'ORÉAL	GARNIER, MAYBELLINE, C'EST PARIS, essie	FP	46,6x	42,5x	39,2x	28,1x	26,1x	24,4x
P&G	heads shoulders, PANTENE, Gillette, Oral-B	US	25,6x	24,3x	22,8x	18,1x	17,4x	16,4x
Beiersdorf	NIVEA, Eucerin, Coppertone, MARGOLIN	GR	33,7x	30,7x	28,0x	16,7x	15,6x	14,5x
MILBON	MILBON	JT	42,9x	36,2x	31,3x	21,1x	18,1x	16,0x
Mediana de players internacionais			25,6x	24,3x	22,8x	16,9x	15,6x	14,8x

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx