



Natura &Co | NTCO3

Compra

Do discurso de reestruturação à execução

Indicação

Estamos elevando nossa recomendação para **Compra** em **Natura &Co (NTCO3)**, com preço-alvo de **R\$ 20,20/ação**, um potencial de, aproximadamente, 25,5%. Nossos principais pontos positivos para a tese vem da recuperação que observamos com a sua reestruturação operacional, que vem trazendo melhor otimização das despesas, melhorando sua rentabilidade, além de trazer uma melhor integração entre as marcas Natura e Avon e a recuperação do fluxo de caixa livre. Além disso, também vemos melhores níveis de produtividade das representantes e uma melhor eficiência logística, com uma maior simplificação das operações. Com isso, somado ao upside que enxergamos em nosso modelo de valuation, estamos elevando nossa recomendação.

Resumo

Bons resultados com a Onda 2. A Natura &Co vem desempenhando um bom trabalho em sua reestruturação operacional, voltando a trazer rentabilidade, ajustando sua base de representantes, integrando suas operações, e recuperando vendas. Com a redução das principais despesas com a integração, além do conclusão da integração de estoques e logística e com uma melhor estabilidade das vendas das representantes, devemos ver a marca Avon voltando a reportar lucro operacional positivo e ganhos de margem. Marca Natura possivelmente mais competitiva, com um melhor desempenho de suas representantes na venda direta.

Vendas mais conservadoras em Avon e busca pela equalização em Natura. Acreditamos em um melhor desempenho das consultoras da Natura, com uma base mais sólida e produtiva, fortificando as vendas. Em Avon, por outro lado, acreditamos em um processo mais lento, dado a recuperação da marca ainda em andamento.

Espaço para expandir rentabilidade na Avon com o andamento da Onda 2 melhorando o SG&A. Com a redução gradual nas despesas operacionais ao longo de 2024 e 2025, devemos começar a observar um melhor desempenho na rentabilidade da Avon. Além disso, na Natura devemos ver uma maior estabilidade, dado uma melhor alavancagem operacional influenciada pelas vendas das representantes, agora com uma base melhor, além de uma melhor estrutura de preços como alavanca de crescimento.

Estrutura de capital mais sólida. Com a venda das marcas Aesop e The Body Shop, a Natura &Co já apresenta uma situação confortável de alavancagem, dado que a companhia vem se reestruturando operacional e financeiramente nos últimos trimestres. Além disso, os níveis mais estáveis de capex, além de uma melhor resiliência na geração de caixa, devem fortalecer o fluxo de caixa livre da companhia ao longo do ano, mesmo que de forma ainda tímida.

Valuation atrativo. Em nossas estimativas, vemos um potencial de valorização de, aproximadamente, 25,5%, implicando em um preço-alvo de R\$ 20,20/ação. Nesse sentido, somado a bons resultados reportados nos últimos trimestres e boas perspectivas para o ano, elevamos nossa recomendação para Compra.

Abra Sua Conta

NTCO3

Valor de mercado (R\$ mi.)	R\$	22.314,4	
Últ. preço	R\$	16,09	
Preço-alvo	R\$	20,20	
Potencial		25,5%	
Múltiplos	12m	24m	Média
P/L	28,4x	15,6x	26,8x
Ev/Ebitda	6,7x	5,5x	7,6x
P/VPA	0,8x	0,8x	0,8x
Oscilação	30d	12m	2024
NTCO3	-8,9%	53,5%	-0,8%
Ibov	-2,2%	17,0%	-7,4%
Comps	2023	2024	2025
ROE	12,9%	0,5%	14%
ROIC	-0,4%	6,1%	7,4%
Alavancagem	-0,5x	-0,1x	-0,2x

Histórico (base 100 = 24 meses)



Research

research@ativainvestimentos.com.br

Pedro Serra, CNPI

pedro.serra@ativainvestimentos.com.br

Lucas Dias

lucas.dias@ativainvestimentos.com.br

Victor Nishioka

victor.nishioka@ativainvestimentos.com.br

R\$ MM	2023	Δ% YoY	2024E	Δ% YoY	2025E	Δ% YoY	2026E	Δ% YoY
Receita Líquida	26.728	-8,5%	28.193	5,5%	29.475	4,5%	30.710	4,2%
Natura &Co Latam	20.441	-7,2%	2.1923	7,3%	23.028	5,0%	24.028	4,3%
Avon International	6.287	-2,6%	6.271	-0,3%	6.447	2,8%	6.681	3,6%
Lucro bruto	17.062	-2,3%	18.088	6,0%	18.910	4,5%	19.808	4,7%
Margem bruta	63,8%	+4,1 p.p.	64,2%	+0,4 p.p.	64,2%	+0,0 p.p.	64,5%	+0,3 p.p.
Ebitda	2.725	-5,2%	2.971	9,0%	3.367	13,3%	4.229	25,6%
Margem ebitda	10,2%	+0,2 p.p.	10,5%	+0,3 p.p.	11,4%	+0,9 p.p.	13,8%	+2,4 p.p.
Lucro líquido	2.975	N/A	126	-95,8%	322	154,5%	461	43,4%
Margem líquida	11,1%	N/A	0,4%	-10,7 p.p.	1,1%	+0,7 p.p.	15%	+0,4 p.p.



Natura &Co | NTCO3

Compra

Onda 2

Sobre o andamento da reestruturação da Natura &Co, o que estamos vendo é uma melhor tendência em Avon em termos de despesas com a integração das marcas. Devemos observar, ainda em 2024, as despesas com a Onda 2 na Avon pesarem, porém, em menor magnitude, e, em 2025, devemos observar um alívio ainda maior. Olhando para a Natura, alguns custos de integração ainda pesam na América Latina, mas devem seguir uma tendência de melhoria com as novas implementações que a empresa vem trazendo.

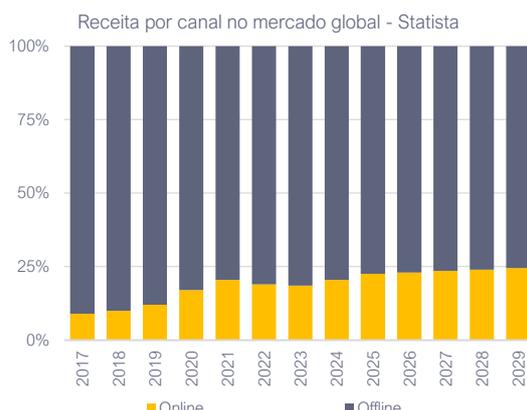
Olhando para Brasil, embora o total de representantes tenha decrescido de forma intensa, sua produtividade vem apresentando melhoria com a limpeza da base, permitindo a permanência apenas das consultoras em atividade. A mesma tendência também pode ser vista no Peru e na Colômbia, além do Chile, que está apresentando melhor desempenho neste início de Onda 2, dado os aprendizados vistos nos outros países.

Em termos de estoques e logística, tivemos um maior impacto nos estoques dado a integração entre produtos, a fim de eliminar a repetição de produtos similares. Já em logística, os atrasos em entregas vistos no 3T23 foram resolvidos no último trimestre do ano passado, com os CDs do nordeste do Brasil já em plena integração, enquanto os CDs do sul e do sudeste devem operar de forma plena, em termos de integração, entre junho e julho de 2024.

Em nossa visão, a Natura &Co tem realizado um bom trabalho de reestruturação operacional, que pôde ser visto em seus últimos balanços trimestrais. Com o fim das principais despesas com a integração, além do conclusão da integração de estoques e logística e com uma melhor estabilidade das vendas das representantes, devemos ver a marca Avon voltando a reportar lucro operacional positivo e a Natura mais competitiva, com um melhor desempenho de suas representantes na venda direta.

Vendas

Olhando para o top line, a companhia não apresenta uma tendência clara de expansão visto a alta volatilidade no número total de representantes, além dos desafios de integração de marcas, que afetam os estoques. Além disso, o setor como um todo ainda é muito dependente das vendas offline (tanto em lojas físicas, quanto com venda direta via representantes), e o online ainda é pouco explorado (por exemplo, a Natura &Co fechou 2023 com 4,2% de penetração digital vs. 19% da indústria).



Natura &Co | NTCO3

Compra

Para a Natura &Co, enxergamos um melhor desempenho das representantes da marca Natura, que devem apresentar maior produtividade com uma base de consultoras mais equalizada. No lado da Avon, com o processo de integração e recuperação da marca ainda em andamento, somos mais cautelosos e enxergamos um crescimento em linha com o que vimos em 2023. Acreditamos que o principal driver para os ganhos de top line sejam os preços praticados (que também deve influenciar positivamente os ganhos de margem bruta), visto que o setor não deve apresentar ganhos de volume significantes em um cenário macroeconômico para renda e consumo ainda deteriorado. Nesse sentido, acreditamos que a Natura &Co apresente um crescimento de 5,4% em sua receita líquida em 2024, contra 8,4% de crescimento para Brasil e 3,3% de crescimento para o mercado mundial, segundo o Statista.

Rentabilidade

Em termos de rentabilidade, os custos de integração seguem consumindo parte do resultado bruto, o que interfere nos ganhos de margem ebitda, especialmente na Avon International. Devemos observar esses custos ainda elevados em 2024, como mencionado pela própria empresa, no entanto, em níveis menores, podendo sinalizar uma melhoria para 2024 (embora ainda enxerguemos um ebitda negativo na Avon). Para 2025, a magnitude deve ser ainda menor, visto a sequencial melhoria dos custos de integração, o que deve trazer uma alavanca para ganhos de ebitda na Avon.

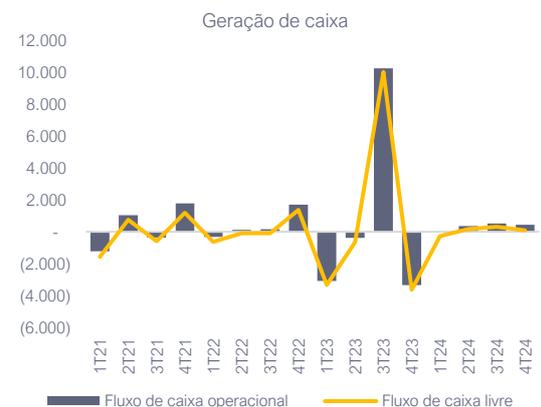
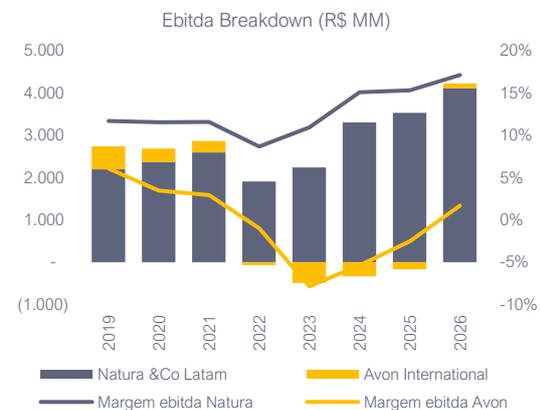
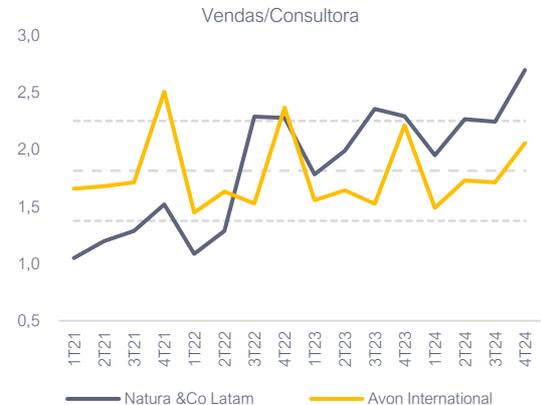
Olhando para a Natura &Co Latam já enxergamos uma rentabilidade mais estável, dado uma maior resiliência da companhia e uma maior alavancagem operacional, influenciada por uma maior produtividade das representantes e despesas mais estáveis.

Em nossa visão, a companhia tem espaço para crescer sua rentabilidade na Avon, com a finalização da reestruturação, além de enxergarmos também ganhos marginais na Natura, com uma melhor estabilização no SG&A. A empresa vem demonstrando clara recuperação ao longo dos trimestres, o que reforça o comprometimento da gestão com a otimização da companhia, além do andamento da Onda 2 periodicamente informado pela companhia, demonstrando maior alinhamento de interesses para com os acionistas. Nesse sentido, nossa tese de recuperação de margens se reforça no comprometimento da gestão da empresa em retornar a ter uma companhia saudável financeiramente e eficiente operacionalmente.

Estrutura de capital e geração de caixa

Quanto a estrutura de capital da Natura &Co, atualmente a companhia apresenta uma relação dívida líquida / ebitda em -0,5x, fruto dos ganhos de caixa com a venda de suas antigas marcas, Aesop e The Body Shop. Acreditamos que a companhia deve manter os níveis atuais de alavancagem, visto que a empresa saiu recentemente de uma situação financeira mais apertada (o que causou a necessidade de vender alguns ativos).

Além disso, com o fim da poluição no balanço da companhia, ocasionada pela venda dos ativos citados, enxergamos o retorno da geração de caixa operacional de forma mais recorrente ao longo de 2024, mesmo que ainda de forma tímida. Enxergamos um capex estável, visto que a companhia segue em processo de otimizar suas operações e não devemos ver projetos que sejam relevantes em termos de investimento no curto prazo. Assim, devemos ver um melhor nível de fluxo de caixa livre ao longo do ano.





Natura &Co | NTCO3

Compra

Valuation e recomendação

Atualizamos nosso modelo de valuation a fim de incorporar as novas premissas. O novo preço-alvo foi definido com base em nosso modelo de fluxo de caixa descontado para a firma. Consideramos um WACC de 12,7% e um g de 4,0%, chegando a um preço-alvo de R\$ 20,20/ação, implicando em um upside de, aproximadamente, 25,5%. Com isso, dado a recuperação operacional que a companhia vem apresentando e um nível de upside relativamente atrativo para a companhia, dado nossas projeções mais conservadoras, estamos elevando nossa recomendação para Compra.

Custo de capital	
Risk free rate	9,0%
Equity risk premium	5,5%
Beta alavancado	0,98
Ke	14,4%
Custo de dívida	9,0%
Alíquota efetiva de IR	34,0%
Kd	6,0%
%Capital próprio	79%
%Capital de terceiros	21%
WACC	12,7%

		Sensibilidade WACC x G				
		14,2%	13,5%	12,7%	12,0%	11,2%
5,5%	R\$ 19,10	R\$ 20,60	R\$ 22,30	R\$ 24,60	R\$ 27,50	
4,8%	R\$ 18,40	R\$ 19,70	R\$ 21,20	R\$ 23,00	R\$ 25,40	
4,0%	R\$ 17,80	R\$ 18,90	R\$ 20,20	R\$ 21,80	R\$ 23,80	
3,3%	R\$ 17,30	R\$ 18,20	R\$ 19,40	R\$ 20,80	R\$ 22,50	
2,5%	R\$ 16,80	R\$ 17,70	R\$ 18,70	R\$ 19,90	R\$ 21,40	

Balço Patrimonial, DRE e Fluxo de Caixa

R\$ MM

Balço Patrimonial	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2024	2025	2026
Ativo Total	53.192,4	50.593,5	50.570,8	42.747,0	38.744,8	43.060,7	43.212,2	44.139,2
Caixa & Aplicações	3.812,0	3.455,5	6.773,4	7.775,0	7.341,0	7.301,4	8.186,4	9.038,7
Estoques	4.382,4	4.207,4	4.362,9	3.087,4	2.117,1	3.322,4	3.531,3	3.733,5
Contas à Receber	3.327,9	3.452,6	3.406,6	3.547,3	2.681,6	3.707,6	3.633,9	3.365,5
Outros Ativos CP	16.367,9	16.271,7	17.463,1	15.987,2	13.342,8	15.994,9	17.023,6	17.879,7
Outros Ativos LP	36.824,5	34.321,9	33.107,7	26.759,8	25.402,1	27.065,8	26.188,6	26.259,5
Ativo Fixo	29.674,7	28.463,6	28.129,7	21.078,2	21.069,0	21.074,8	21.144,9	21.004,5
Passivo & PL	53.192,4	50.593,5	50.570,8	42.747,0	38.744,8	43.060,7	43.212,2	44.139,2
Fornecedores	5.592,3	5.648,9	5.517,0	5.302,5	3.440,4	5.399,0	5.499,6	5.376,3
Dívida (Curto Prazo)	289,2	362,7	141,1	163,8	164,4	162,8	164,4	166,2
Outros Passivos CP	7.223,1	5.940,6	3.952,3	4.947,2	3.610,4	5.184,8	4.485,7	5.080,4
Dívida (Longo Prazo)	12.965,7	13.026,1	6.069,8	5.947,9	5.969,3	5.910,3	5.968,6	6.031,6
Outros Passivos LP	5.095,9	5.055,1	6.845,4	3.265,2	2.356,7	3.429,3	3.892,9	4.038,7
Patrimônio Líquido	22.026,2	20.560,2	28.045,2	23.120,5	23.203,7	22.974,5	23.201,0	23.446,0

R\$ MM

DRE	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2024	2025	2026
Receita Líquida	7.320,2	7.773,5	7.517,3	4.126,3	6.005,2	28.193,4	29.475,0	30.709,8
CMV	(2.494,7)	(2.687,9)	(2.611,0)	(1.881,8)	(2.041,4)	(10.105,8)	(10.564,9)	(10.902,0)
Lucro Bruto	4.825,5	5.085,6	4.906,3	2.244,5	3.963,8	18.087,6	18.910,1	19.807,8
Total de Despesas Op.	(4.798,0)	(5.217,7)	(4.954,9)	(2.246,0)	(3.755,4)	(16.878,3)	(17.311,8)	(17.634,7)
EBIT	27,4	(132,1)	(48,6)	(15)	208,4	1.209,3	1.598,2	2.173,1
Resultado Fin.	(476,3)	(402,1)	(1.064,9)	(570,2)	(144,0)	(1.430,6)	(1.140,6)	(1.498,1)
IR & CSLL	(82,8)	(98,6)	962,0	(694,2)	18,8	75,2	(155,6)	(229,5)
Lucro Líquido	(652,2)	(731,9)	7.024,0	(2.665,4)	83,2	(146,0)	302,1	445,5
EBITDA	712,1	753,1	751,5	1.089,3	648,9	2.971,4	3.366,7	4.229,1

Margens

Bruta	65,9%	65,4%	65,3%	54,4%	66,0%	64,2%	64,2%	64,5%
EBIT	0,4%	-1,7%	-0,6%	0,0%	3,5%	4,3%	5,4%	7,1%
EBITDA	9,7%	9,7%	10,0%	26,4%	10,8%	10,5%	11,4%	13,8%
Líquida	-8,9%	-9,4%	93,4%	-64,6%	14%	-0,5%	10%	15%

Crescimento Ano/Ano

Δ Receita Líq.		6,2%	-3,3%	-45,1%	45,5%	5,4%	4,5%	4,2%
Δ EBITDA		5,7%	-0,2%	45,0%	-40,4%	-10,1%	13,3%	25,6%
Δ Lucro Líq.		12,2%	-1059,7%	-137,9%	-103,1%	-104,9%	-306,9%	47,5%

R\$ MM

Fluxo de Caixa	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2024	2025	2026
NOPLAT	128,7	195,8	28,9	1.605,0	269,2	798,2	1.054,8	1.434,3
(-) IR & CSLL	(82,8)	(98,6)	962,0	(694,2)	18,8	75,2	(155,6)	(229,5)
(+) Depreciação & Amort.	603,5	587,8	539,2	364,4	440,5	1.762,1	1.768,5	2.056,0
(-) Δ Capital de Giro	(2.621,9)	(1.486,2)	6,2	3.258,0	(988,5)	(147,1)	(742,2)	467,6
(-) CAPEX	(258,2)	(256,8)	(225,9)	(291,9)	(240,2)	(994,2)	(1.039,4)	(1.083,0)
(=) FCFE	(2.147,9)	(959,4)	348,4	4.935,5	(518,9)	1.418,9	1.041,7	2.874,9



DISCLAIMER

Este relatório foi elaborado exclusivamente pela Ativa Investimentos e está sendo fornecido exclusivamente para fins informativos. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação prévia, exceto quando encerrar a cobertura do emissor dos títulos discutidos neste relatório.

Este relatório não é uma oferta ou solicitação de qualquer instrumento financeiro. Antes de tomar a decisão de aplicar em qualquer operação, os potenciais investidores devem considerar cuidadosamente sua própria situação financeira, seus objetivos de investimento, todas as informações disponíveis e, em particular, avaliar os fatores de risco aos quais o investimento está sujeito. Os investidores deverão procurar aconselhamento financeiro em relação aos produtos ou estratégias de investimentos discutidas neste relatório, quando necessário. Os investidores devem observar que os rendimentos de títulos ou outros investimentos, mencionados neste relatório, podem flutuar e o preço de tais títulos e investimentos pode aumentar ou diminuir. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. A Ativa Investimentos não aceita responsabilidade por qualquer perda direta ou indireta decorrente do uso deste relatório.

Os traders e demais profissionais da Ativa Investimentos e das empresas do conglomerado podem realizar comentários ou estratégias de negociação que refletem opiniões contrárias à opinião expressa neste relatório. Esses comentários de mercado ou estratégias de negociação refletem os diferentes prazos, premissas, visões e métodos analíticos das pessoas que as elaboraram, e a Ativa Investimentos e seu conglomerado não possuem nenhuma obrigação de garantir que tais comentários de mercado ou estratégias de negociação sejam levados ao conhecimento de qualquer destinatário deste relatório. Este relatório é baseado em informações publicamente disponíveis e que a Ativa Investimentos considera confiável, porém não representa que é preciso e/ou completo, sendo assim, não deve ser considerado como tal.

Research

research@ativainvestimentos.com.br

Institucional

Ações | Renda Fixa | Mercados Futuros

Mesa RJ: (55 21) 3515-0290
Mesa SP: (55 11) 3339-7036
Sales: (55 21) 3515-0202

Pessoa Física

Mesa RJ: (55 21) 3515-0256/3958-0256
Mesa SP: (55 11) 3896-6994/6995/6996
Mesa GO: (55 41) 3270-4100
assessoriadigital@ativainvestimentos.com.br

Atendimento

0800 285 0147

Ouvidoria

0800 717 7720