

## Resultados trimestrais

**Natura &Co**
**2T18: recuperando o ritmo de crescimento no Brasil**

Os resultados da Natura&Co no 2T18 vieram sólidos, na nossa opinião, com o *top line* bem acima das nossas expectativas em todas as marcas e um nível robusto de margem bruta. Na nossa visão, o maior destaque positivo foi a expansão de 6,7% a/a nas vendas na operação nacional, mostrando que, de fato, os esforços recentes focados na melhoria do modelo de venda direta, além das iniciativas nos demais canais de venda, têm funcionado. Mesmo frente à greve dos caminhoneiros, a companhia foi capaz de atingir um sólido patamar de vendas, recuperando participação no mercado brasileiro. A operação Latam e a Aesop, por sua vez, mantiveram um robusto ritmo de crescimento, também ultrapassando nossas estimativas. Em relação à The Body Shop, embora a receita líquida tenha caído 1,1% a/a no trimestre em uma base proforma, isto já era esperado, dado o deslocamento de vendas ocorrido para o 1T18. A rentabilidade bruta também foi uma boa surpresa, vindo 11,1% acima das nossas projeções, refletindo o maior nível de margem bruta da operação da TBS.

Do lado negativo, destacamos uma base de consultoras ainda em queda no Brasil (-15,2% a/a em média). Na última teleconferência de resultados, o *management* havia declarado que a expectativa era de que essa redução cessasse a partir do 2S18, o que não acreditamos que vá ocorrer, dado o ritmo ainda acelerado de queda no 2T18. Além disso, também observamos: (i) despesas não recorrentes acima do esperado; (ii) despesas com depreciação além do estimado e (iii) um nível abaixo do projetado de margem EBITDA na TBS, o que levou a um lucro líquido 68,6% abaixo do nosso. De fato, acreditamos que uma visibilidade completa em relação aos números da TBS (e de despesas com reestruturação) ainda é limitada e já esperávamos algum desafio em projetar os resultados trimestrais. Finalmente, no fluxo de caixa, a necessidade de capital de giro piorou em 226,4% a/a, o que acreditamos que tenha sido por conta de um nível ainda mais elevado de estoques, refletindo uma pressão adicional proveniente da greve.

No geral, seguimos otimistas em relação ao case de investimento da Natura &Co. Embora reconheçamos que ainda há muito a ser feito tanto na operação nacional quanto na TBS, acreditamos que a companhia esteja no caminho certo. Em linha com o que vimos no 1T18, o 2T18 continuou apresentando alguns sinais positivos. Assim, reiteramos nossa recomendação de *Outperform* com preço alvo de R\$ 49,90 para o final do ano. De acordo com as nossas estimativas, NATU3 está sendo negociada a 12,9x EV/EBITDA e 38,5x P/E para o final de 2018, contra uma média histórica (últimos 5 anos) de 11,9x e 25,3x, respectivamente.

**Highlights**

R\$ Milhões	2T18	2T17	a/a	1S18	a/a
Receita Bruta	4,301	2.802	53.5%	8,010	54.1%
<i>Brazil</i>	2,045	1.944	5.2%	3,709	2.3%
<i>Latam</i>	803	688	16.6%	1,465	18.1%
<i>Aesop</i>	260	168	55.2%	482	47.4%
<i>The Body Shop</i>	1,191	-	-	2,350	-
Receita Líquida	3,100	2.026	53.0%	5,788	54.2%
Lucro Bruto	2,205	1.421	55.2%	4,157	58.1%
Margem Bruta (%)	71.1%	70.1%	100 bps	71.8%	180 bps
EBITDA Ajustado	372	299	24.5%	691	4.2%
Margem EBITDA Ajustada (%)	12.0%	14.7%	-270 bps	11.9%	-570 bps
Lucro Líquido	32	164	-80.5%	56	-84.1%
Margem Líquida Ajustada (%)	1.0%	8.1%	-710 bps	1.0%	-840 bps
Dívida Líquida/EBITDA	3.3x	1.2x	-	3.3x	-

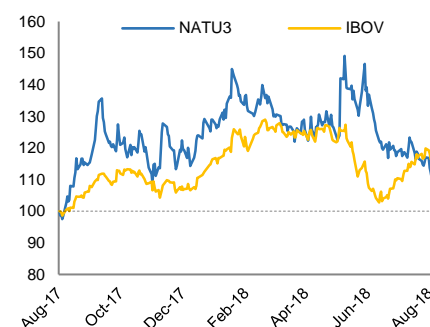
Fonte: Natura e BB Investimentos

**NATU3**

Rating	<i>Outperform</i>
Preço-alvo - 2018E	49.90
Preço da ação - 09/08/2018	28.03
Upside	78.0%

**Trading data**

em 08/09/2018		
Valor de Mercado	R\$ milhões	12,088
Varição 1 mês	%	-3.7%
Varição UDM	%	11.8%
Varição 2018	%	-14.4%
Min. 52 sem.	R\$	24.73
Máx. 52 sem.	R\$	37.79


**Valuation**

		2018e
Valor da Firma	R\$ milhões	27,160
Dívida Líquida	R\$ milhões	(5,662)
Valor para o Acionista	R\$ milhões	21,499
Ações	# milhões	431
WACC	%	11.8
Crescimento na perpetuidade (g)	%	6.0

**Múltiplos**

	2018e	2019e	2020e
EV/EBITDA	12.9	11.6	10.4
P/E	38.5	32.4	28.8
EPS	R\$ 1.64	1.95	2.19

**Maria Paula Cantusio**  
 Sênior Analyst  
[paulacantusio@bb.com.br](mailto:paulacantusio@bb.com.br)

**Vendas consolidadas e EBITDA.** A receita líquida aumentou 53,0% a/a ou 13,6% em uma base proforma, chegando a R\$ 3.100 mi (+9,9% A/E), com destaque para o desempenho do Brasil, da Latam e da Aesop. Na TBS, as vendas foram impactadas pelo deslocamento das compras feitas pelos franqueados (sell in) para o 1T18, o que já era esperado. A margem bruta melhorou em 1,0 p.p., para 71,1%, refletindo o maior nível de rentabilidade natural da operação da TBS. A margem EBITDA, por sua vez, caiu 4,0 p.p. a/a, para 10,8%, também impactada pela operação da TBS, na qual a rentabilidade operacional ainda é baixa. Desconsiderando os custos com transformação (relacionados à melhorias que tem sido feitas na marca TBS), a margem EBITDA caiu menos, cerca de 2,7 p.p. a/a, para 12,0%.

**Dívida maior seguiu pressionando o bottom line.** As despesas financeiras líquidas somaram R\$ 145 mi no 2T18 (contra receitas financeiras líquidas de R\$ 14 mi no 2T17), impactadas pela maior dívida bruta (+127,7% a/a, para R\$ 7,7 bi), em decorrência da aquisição da TBS. O aumento do endividamento, no entanto, já era esperado, e a relação dívida líquida/EBITDA passou de 1,2x no 2T17 para 3,3x no 2T18. Assim, o lucro líquido reduziu cerca de 80,5% a/a, para R\$ 32 mi (-68,6% A/E), representando uma margem líquida de 1,0% (-7,1 p.p. a/a e -2,6 p.p. A/E).

**Geração de caixa veio negativa.** A queima de caixa livre durante o 1S18 totalizou R\$ 230 mi, contra uma geração de caixa livre de R\$ 242 mi durante o 1S17, impactada pelo menor lucro líquido (-84,0% a/a), pelo maior Capex (+57,6% a/a) e por maiores necessidades de capital de giro (+226,4% a/a). Desde o 2S17, a companhia tem operado com níveis maiores de estoque visando evitar problemas de ruptura. Além disso, acreditamos que a greve tenha causado uma pressão adicional sobre o capital de giro durante o 2T18.

### Desempenho em cada negócio

**Natura Brasil.** No mercado interno, apesar do impacto negativo da greve, a receita bruta expandiu 5,2% a/a, para R\$ 2.045 mi (+2,6% A/E), beneficiada pelo (i) deslocamento do Dia das Mães (mais concentrado no 2T neste ano); (ii) crescimento de duplo dígito no canal de e-commerce e (iii) bom desempenho de vendas durante o dia dos namorados. O número de unidades vendidas aumentou impressionantes 14,7% a/a, levando a uma melhora de 24,1% a/a na produtividade das consultoras. Ao mesmo tempo, o número médio de consultoras continuou em tendência negativa, caindo 15,2% a/a, uma performance melhor que o 1T18 (-18,8% a/a), mas ainda bastante comprimida. A margem bruta, por sua vez, veio pressionada no trimestre, declinando 2,1 p.p. a/a, para 66,9%, devido principalmente aos maiores custos de produção, os quais foram afetados pela greve. Além disso, a companhia também teve efeitos cambiais negativos e uma maior atividade operacional no período. A margem EBITDA, no entanto, diminuiu menos que a margem bruta, cerca de 1,3 p.p. a/a, para 17,8%, beneficiada pela maior produtividade do modelo de vendas e uma melhor eficiência operacional. Assim, enquanto a receita líquida expandiu 6,7% a/a, as despesas com vendas subiram apenas 0,6% a/a.

**Natura Latam.** Durante o 2T18, a receita bruta expandiu 20,6% a/a em moeda constante ou 16,6% a/a em reais, atingindo R\$ 621 mi (+1,3% A/E), com destaque novamente para o desempenho na Argentina, no Chile e no México. O número médio de consultoras aumentou em 10,7% a/a, em linha com a expansão de 10,2% a/a no volume de unidades vendidas. A margem bruta, por sua vez, reduziu 0,7 p.p. a/a, para 66,6%, impactada pelo efeito negativo do câmbio nas importações. Mesmo assim, a margem EBITDA expandiu 0,7 p.p. a/a, para 15,5%, beneficiada pelo maior nível de produtividade e pela maior alavancagem operacional.

**Aesop.** A marca teve mais um forte desempenho trimestral, com a receita bruta crescendo 36,0% a/a em moeda constante ou 55,2% a/a em reais, chegando a R\$ 260 mi (+10,2% A/E). Essa performance foi amparada por um aumento robusto de +21,6% a/a nas vendas em mesmas lojas, pela abertura de 25 novas unidades nos últimos 12 meses e um crescimento acelerado do e-commerce. A margem bruta veio estável em 90,1% (+0,2 p.p. a/a), enquanto a margem EBITDA expandiu 1,5 p.p. a/a, para 10,7%, beneficiada pela maior alavancagem operacional.

**The Body Shop.** A receita bruta atingiu R\$ 1.191 mi no trimestre (+41,9% A/E), representando uma queda de aproximadamente 1,1% a/a em moeda constante, refletindo um efeito calendário negativo e a antecipação de compras pelos franqueados durante o 1T18, um efeito que já era esperado. Desconsiderando estes impactos e olhando o 1S18 como um todo, as vendas subiram 3,6% a/a, com destaque para o desempenho das regiões da APAC e EMEA. No trimestre, a geração de EBITDA ajustado (excluindo os custos de transformação) chegou a R\$ 24,7 mi contra R\$ 8 mi no 2T17 (+208% a/a). Até o 2T18, cerca de £ 7,6 mi (R\$ 37,5 mi) foram gastos em custos com transformação na operação da TBS e, de acordo com o relatório de resultados, os custos totais devem chegar a £ 30 mi entre 2018 e 2019.

## Anunciado versus Estimado

## Dados Financeiros

R\$ Milhões	2T18a	2T18e	A/E	a/a	t/t
Receita Bruta	4,301	3,864	11.3%	53.5%	16.0%
<i>Brasil</i>	2,045	1,994	2.6%	5.2%	22.9%
<i>Latam</i>	803	793	1.3%	16.6%	21.3%
<i>Aesop</i>	260	236	10.2%	55.2%	17.1%
<i>The Body Shop</i>	1,191	839	41.9%	-	2.7%
Receita Líquida	3,100	2,822	9.9%	53.0%	15.3%
Lucro Bruto	2,205	1,985	11.1%	55.2%	13.0%
Despesas Operacionais	(2,015)	(1,680)	19.9%	69.6%	14.4%
VG&A	(1,953)	(1,646)	18.6%	68.5%	12.8%
EBIT	190	304	-37.5%	-18.2%	-0.5%
EBITDA	334	424	-21.2%	12.0%	4.9%
EBITDA Ajustado*	397	459	-13.5%	20.8%	13.9%
Resultado Financeiro Líquido	(145)	(160)	-9.4%	-1121.1%	-7.2%
Lucro Líquido	32	102	-68.6%	-80.6%	29.9%
Margem Bruta (%)	71.1%	70.3%	80 bps	-100 bps	-150 bps
Margem EBITDA (%)	10.8%	15.0%	-420 bps	-390 bps	-110 bps
Margem EBITDA Ajustada (%)	12.8%	16.3%	-350 bps	-340 bps	-20 bps
Margem Líquida (%)	1.0%	3.6%	-260 bps	-710 bps	10 bps

Fonte: Natura e BB Investimentos \*excluímos do EBITDA Ajustado os custos com transformação, despesas com aquisição e outras receitas/despesas enquanto a companhia não excluiu o último efeito

## INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da ICVM 598, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 - O Banco do Brasil S.A. detem indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, participação acionária no capital da Cielo S.A. (cuja participação é detida pelo BB – Banco de Investimento S.A.) e do IRB Brasil Re, companhias brasileiras listadas na bolsa de valores que podem deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB – Banco de Investimento S.A.

### Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Items		
	3	4	5
Maria Paula Cantusio			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

6 - As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

### RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

**BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI**

Av. Paulista, 1.230 – 9º andar

São Paulo (SP) - Brazil

+55 (11) 4298-7000

<b>Diretor</b>	<b>Gerente Executivo</b>
Fernando Campos	Denísio Augusto Liberato

**Gerentes da Equipe de Pesquisa**

<b>Estratégia</b> - Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	<b>Equities</b> - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
--	--

**Renda Variável**

<b>Agronegócios</b>	<b>Siderurgia e Mineração</b>
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

**Bancos e Serviços Financeiros**

Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	<b>Óleo e Gás</b>
Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br

Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	<b>Papel e Celulose</b>
	Gabriela E Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

**Bens de Capital**

Viviane Silva viviane.silva@bb.com.br	<b>Imobiliário</b>
	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br

<b>Utilities</b>	<b>Varejo</b>
Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br
	Fabio Cardoso fcardoso@bb.com.br

<b>Alimentos e Bebidas</b>	<b>Transporte e Logística</b>
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

**Macroeconomia e Estratégia de Mercado**

Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	<b>Renda Fixa</b>
Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br

**Equipe de Sales**

<b>Investidor Institucional</b>	<b>Varejo</b>
bb.distribuicao@bb.com.br	aco@bb.com.br

<b>Gerente</b> - Antonio Emilio Ruiz	<b>Gerente</b> - Mario D'Amico
Bianca Onuki Nakazato	Fabiana Regina de Oliveira
Bruno Finotello	Sandra Regina Saran

Daniel Frazatti Gallina	
Denise Rédua de Oliveira	
Edger Euber Rodrigues	
Elisangela Pires Chaves	
Fábio Caponi Bertoluci	
Henrique Reis	
Marcela Andressa Pereira	

**BB Securities - London**

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

London EC2N 1ER - UK

+44 (207) 3675800

**Managing Director**

Admilson Monteiro Garcia +44 (207) 3675801

**Director of Sales Trading**

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

**Head of Sales**

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

**Institutional Sales**

Annabela Garcia +44 (207) 3675853

Melton Plummer +44 (207) 3675843

**Trading**

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

**Banco do Brasil Securities LLC - New York**

535 Madison Avenue 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

**Managing Director**

Carla Sarkis Teixeira +1 (646) 845-3710

**Institutional Sales - Equity**

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

**Institutional Sales - Fixed Income**

Fabio Frazão +1 (646) 845-3716

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

**DCM**

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

**Syndicate**

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

**BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore**

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

**Managing Director**

Marcelo Sobreira +65 6420-6577

**Director, Head of Sales**

José Carlos Reis +65 6420-6570

**Institutional Sales**

Zhao Hao +65 6420-6582