

REJUVENESCIMENTO

Era uma vez uma empresa chamada Natura, que se destacava como líder em um setor resiliente, sustentada por um capital humano alinhado, bom crescimento de *EPS*¹ e fluxo de caixa, alto *ROIC* e baixa alavancagem. Após aquisições relevantes e questionáveis (The Body Shop e Avon), a alavancagem aumentou (ainda num patamar razoável de ~3x Dívida Líquida/*EBITDA*), e após piora nas operações, seja pela guerra da Ucrânia ou maior duração da pandemia, ficou excessiva (>5x Dívida Líquida /*EBITDA*).

Nesta carta, exploraremos a redefinição estratégica da empresa, os passos mais recentes e as próximas ações, demonstrando como o foco na América Latina e a simplificação da estrutura corporativa podem recuperar a qualidade intrínseca da empresa e realinhar sua percepção no mercado. Para isso, é necessário começarmos com uma pequena retrospectiva.

Alocações de capital / desinvestimentos

No fim de 2012, o Grupo Natura adquiriu 65% da Aesop, marca australiana de cosméticos de luxo, por aproximadamente 70 milhões de dólares (em 2016, exerceu a opção de compra para ter 100%). Em 2016, a Natura anunciou a aquisição da The Body Shop por cerca de 1 bilhão de euros e em 2019, a da Avon por 2 bilhões de dólares (acima de 30% do valor de mercado da época, em cada uma delas). A partir daí, o grupo não apresentou crescimento, a baixa rentabilidade das operações adquiridas prejudicou o *ROIC* e a alta alavancagem tornava o fluxo de caixa inexistente.

Imagem 1: Histórico alavancagem, crescimento receita e retorno do grupo Natura.

| | 2006 -2017 | 2017-2022 |
|---|------------|-----------|
| Div Liq/ <i>EBITDA</i> | 0,7 | 3,3 |
| <i>CAGR</i> ² Receita orgânica | 11% | negativo |
| <i>ROIC</i> antes IR | 62% | 15% |

Fonte: Site RI Natura. Elaboração: Athena Capital, 2025.

O objetivo do grupo era se transformar em uma plataforma global com várias marcas. Roberto Marques (*CEO* de 2016 - 2022), foi o responsável pela execução e teve a ideia de ter uma estrutura centralizada para captura de sinergias, ficando responsável pelo planejamento estratégico, financeiro e humano, de todas as marcas do grupo.

Com isso, a *holding* passou a se mostrar uma estrutura cara (>10% *EBITDA*) e engessava a tomada de decisões. Apesar disso, compreendíamos o racional da estratégia de *M&A* (tentando replicar algumas estratégias³ da L'Oréal), que visava não apenas ampliar o *know how* da empresa no varejo físico, mas também acelerar a expansão da marca Natura em outras regiões, além de aproveitar sinergias com a operação da Avon na América Latina. A execução foi provavelmente a principal razão do insucesso, embora não se possa afirmar que a alocação de capital se provou com o racional correto.

1 *EPS* - *Earnings Per Share* – Lucro líquido por ação.

2 *CAGR* - O termo *CAGR* (Compound Annual Growth Rate) se refere à Taxa de Crescimento Anual Composta.

3 Aquisições de marcas com boa presença em determinadas regiões geográficas, visando impulsionar o crescimento local e facilitar a introdução de outras marcas do portfólio. Exemplos incluem a aquisição da Mininurse na China (2003), da Canan Cosmetics na Turquia (2007) e da Niely Cosméticos no Brasil (2014).

Ademais dos erros de gestão, a guerra na Ucrânia derrubou as vendas no leste Europeu. A terceira onda de Covid fez com que os franqueados da The Body Shop ficassem com os estoques abarrotados. Com as dinâmicas de resultados e operações muito distintas, o grupo na verdade não tinha várias marcas e sim, quatro negócios bastante diferentes entre si. Em alguns casos, ficava a percepção de falta de clareza na estratégia e *accountability*⁴.

Em 2022, começou a mudança de mentalidade da empresa ao anunciar um desejo quanto a simplificação na estrutura e aumento de autonomia para as marcas. As decisões de portfólio continuariam com a *holding*. Para liderar este *turnaround*, Fabio Barbosa (no conselho do grupo há mais de 5 anos) foi escolhido para ser o novo *CEO*. Apesar da falta de experiência no setor de beleza, por ser uma pessoa de confiança dos controladores, ter apreço por sustentabilidade e um histórico relevante, principalmente no setor financeiro, o tornava uma ótima escolha para ocupar o cargo de agente de transformação de um projeto global fracassado anteriormente.

Ao mesmo tempo, Guilherme Castellan, CFO do grupo desde 2021, que teve um papel importante no diagnóstico dos problemas, também ajudou nesta mudança de mentalidade, assim como em sua execução. O primeiro passo relevante foi a venda da Aesop (no início de 2023) para a L'oreal por 2,5 bilhões de dólares (TIR do investimento superior a 30% ao ano em dólares), já resolvendo o problema de alavancagem, porém sem relevância para a melhoria da rentabilidade do grupo. Para isso, a empresa teria que desinvestir das operações de baixa rentabilidade.

Tal passo veio depois com a venda da The Body Shop para a gestora alemã Aurelius, que apesar de ter sido bem abaixo do valor adquirido, possibilitou a compensação de parte do imposto do ganho de capital da Aesop pelo fato de a venda ter ocorrido no mesmo ano, eliminando o primeiro grande detrator de resultado.

No início de 2024, a empresa anunciou sua intenção de avaliar a separação da Natura &Co América Latina da Avon Internacional, em duas companhias independentes, o que acreditamos ser o último grande passo para a simplificação. Em agosto do mesmo ano, a Avon Products Inc. solicitou o *Chapter 11*⁵, um movimento que inicialmente causou preocupação no mercado com questionamentos sobre o processo de simplificação, se seria encerrado. No entanto, avaliamos essa decisão como positiva, sendo um passo para a futura separação dos ativos, conforme detalharemos a seguir.

Chapter 11 – por que era bem melhor do que parecia?

Em agosto de 2024, a Avon Products, Inc. (API – *holding* não operacional, com sede nos Estados Unidos) solicitou o *Chapter 11* para renegociar seus passivos com os credores. Desde então, até o final do 2º semestre de 2024, este era o tema mais comentado, apesar de não necessariamente ser o de maior valor (ou perda) para o grupo. Para entender esses passivos e entender o porquê da existência desta *holding* não operacional, é necessário revisitar o período anterior à aquisição da Avon pela Natura.

Em 2015, o Cerberus⁶ adquiriu 80% da Avon América do Norte. Como parte dessa transação, foi realizado um *carve-out*⁷ dos ativos da região, deixando os passivos anteriores na *holding* (API). Portanto, mesmo após a venda da operação para a LG⁸ (2019), junto com a Cerberus, os passivos anteriores à 2015 permaneceram na *holding*. Os que foram mais significativos e cresceram consideravelmente nos últimos anos, **estão relacionados aos produtos de talco, vendidos pela Avon nas décadas de 1960 a 1980 (época em que a Natura não era a controladora).**

4 *Accountability* - Refere-se à obrigação de indivíduos, empresas ou instituições de prestar contas de suas ações, decisões e resultados a quem tem interesse ou autoridade sobre eles.

5 *Chapter 11* - O Capítulo 11 do Código de Falências dos Estados Unidos refere-se ao processo de reorganização judicial de empresas que enfrentam dificuldades financeiras, similar ao conceito de recuperação judicial no Brasil.

6 Cerberus Capital Management – É uma empresa americana de private equity, especializada em investimentos em ativos em dificuldades, private equity e crédito.

7 *Carve-out* – Refere-se à separação de uma unidade de negócios ou de uma parte de uma empresa para criar uma nova entidade independente, ou para ser vendida para outra empresa.

8 LG – O Grupo LG é um conglomerado sul-coreano multinacional com uma presença global, que atua em diversos setores. O LG Household & Healthcare é uma divisão do Grupo LG, focada em produtos de cuidados pessoais, cosméticos, saúde e bem-estar, além de produtos para o lar.

Alegou-se que esses produtos estavam contaminados com amianto (asbesto), substância que, quando inalada ou absorvida, poderia causar câncer de ovário. A presença de amianto se deve à origem natural do talco, que se não for rigorosamente purificado, pode conter essa substância. Na época, a tecnologia para purificar o talco não era amplamente disponível.

Quando a Avon foi adquirida pela Natura, não existia operação nos Estados Unidos na API, mas os possíveis passivos anteriores da *holding* na região. A expectativa de perdas devido a esses casos era considerada imaterial, pois a empresa já não vendia mais esses produtos desde de 1990. No entanto, em dezembro de 2022, o caso de Rita Chapman, processando a Avon, foi julgado por júri popular na Califórnia e a empresa foi condenada a pagar cerca de 40 milhões de dólares. Em uma indústria onde escritórios de advocacia frequentemente financiam litígios, esse veredicto resultou em um aumento exponencial de novos casos relacionados à venda de talcos.

Imagem 2: Histórico provisões cíveis do Grupo Natura e número de casos relacionados ao talco.

| | 2021 | 2022 | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T23 | 1T24 | 2T24 |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Provisão cível (R\$ mn) | 306 | 558 | 556 | 544 | 545 | 626 | 726 | 630 |
| # casos | - | 227 | 245 | 275 | 317 | 372 | 398 | 429 |
| qoq ⁹ | - | - | 8% | 12% | 15% | 17% | 7% | 8% |
| novos | - | 128 | 42 | 108 | 163 | 234 | 38 | 41 |
| indeferidos | - | 52 | 25 | 61 | 74 | 90 | 12 | 10 |

Fonte: Site RI Natura. Elaboração Athena Capital, 2025.

A *holding* API tornou-se insolvente porque sua principal subsidiária, a Avon Internacional, não gerava caixa suficiente para honrar suas dívidas, incluindo parte delas como empréstimos *intercompany* com a Natura, além de outros passivos, como provisões indenizatórias relacionadas aos casos das vendas de talco. Diante desse cenário, para viabilizar uma possível separação da Avon Internacional, seria necessário realizar um aporte de capital ou recorrer ao *Chapter 11*. A incerteza em relação aos valores das perdas desses casos gerava dificuldade na mensuração do tamanho do aporte de capital necessário, como também tornava o *case* Avon Internacional muito dependente deste valor.

A opção pelo *Chapter 11* foi adotada. **Ao contrário da visão inicial do mercado, tínhamos uma opinião positiva em relação ao processo, pela chance muito baixa de *spillover*¹⁰ dos passivos para o grupo e/ou controladores, e por não afetar as operações das outras divisões.** Durante o processo de *Chapter 11*, surgiram boas notícias: foram identificadas diversas apólices de seguro que poderiam ser utilizadas para cobrir parte das demandas judiciais relacionadas citadas, o que facilitou as negociações com os credores. O acordo foi concluído em novembro, com a Natura aceitando um desembolso de caixa de ~ 100 milhões de dólares, excluindo os custos advocatícios.

Em nossa visão e da empresa, o processo teve um desfecho positivo por não ser um valor muito acima do que já estava provisionado para tais casos, pela proteção em relação a novos processos judiciais relacionados, por readquirir a Avon Internacional sem desembolso de caixa adicional¹¹ e sem afetar suas operações.

Avon Internacional

Embora, ainda não saibamos se a Avon Internacional será vendida (total ou parcialmente) ou se passará por um *spin-off*¹², o mais relevante é que os controladores e a diretoria reconhecem a falta de sinergia entre

⁹ QoQ - (*quarter-over-quarter*) - Mede a variação percentual de um trimestre em relação ao trimestre imediatamente anterior.

¹⁰ *Spillover* - "Efeito de transbordamento".

¹¹ *Credit bid* - Aquisição utilizando créditos.

¹² *Spin-off* - É uma estratégia corporativa em que uma empresa separa uma parte de suas operações para formar uma nova empresa independente.

as operações da Avon fora da América Latina e a Natura &Co América Latina. Por isso, faz pouco sentido manter essas empresas sob o mesmo guarda-chuva corporativo. Um aspecto que pode ser revisitado são os *royalties* cobrados da Natura &Co América Latina pelo uso da marca Avon na região, previstos de forma vitalícia no contrato firmado pela companhia.

Embora, os detalhes deles não sejam públicos, é possível que um potencial comprador da Avon Internacional questione o percentual atual. Acreditamos, no entanto, que essa questão pode ser ajustada, caso necessário, durante as negociações. Ao analisar os documentos do *Chapter 11*, observa-se que um *private equity*, o IG4, possui exclusividade para negociações com a Avon Internacional (*docket 513*)¹³.

Assim como há sinergias significativas entre Natura e Avon na América Latina, acreditamos que a Avon Internacional também poderia gerar boas sinergias com outras empresas de venda direta na região, como Oriflame ou Vorwerk. Até o momento, contudo, não temos informações sobre o interesse desses *players*. Dado que acreditamos que o futuro do grupo está centrado na Natura &Co América Latina, que possuem outro patamar de *ROIC* e crescimento, cujo potencial e rentabilidade dessa operação exploraremos a seguir.

Imagem 3: ROIC antes do IR, crescimento da receita e Ebitda dos últimos trimestres.

| | ROIC antes IR | 14Receita (yoy) ¹⁵ | | | Ebitda (yoy) | | |
|------------------------|---------------|-------------------------------|-------|--------|--------------|--------|--------|
| | - | 1T24 | 2T24 | 3T24 | 1T24 | 2T24 | 3T24 |
| Com Avon Internacional | ~10% | -5,70% | 5,40% | - | 4,20% | 14,20% | - |
| Só América Latina | >40% | -3,30% | 8,40% | 17,40% | 5,40% | 17,00% | 40,60% |

Fonte: Site RI Natura. Elaboração Athena Capital, 2025.

América Latina: crescimento

(i) Brasil (57% da receita e 62% do EBITDA da América Latina)

Com o foco da companhia na simplificação, é natural esperar que o grupo não apresente um crescimento robusto no curto prazo, algo que julgamos ser mal compreendido pelo mercado. Durante esse processo, é crucial compreender se haverá regiões ou segmentos que serão descontinuados / desincentivados. O segmento de Casa & Estilo e as consultoras menos produtivas da Avon possuem uma margem de contribuição baixa, em alguns casos negativo. **Por isso, este crescimento menor de receita não é ruim, pelo contrário, a empresa sacrificar receita de curto prazo para no futuro crescer de forma mais sustentável, é um ótimo indicativo para perenidade.** Abordaremos a melhoria de margem e fluxo de caixa posteriormente.

Imagem 4: Crescimento dos segmentos no Brasil.

| Brasil | 3T23 | 4T23 | 1T24 | 2T24 | 3T24 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Natura | 10,5% | 8,6% | 11,3% | 14,8% | 19,4% |
| Avon CFT ¹⁶ | -24,8% | -11,9% | -11,3% | -0,8% | 14,4% |
| Avon Casa & Estilo | -41,6% | -40,7% | -42,1% | -42,4% | -29,8% |

Fonte: Site RI Natura. Elaboração Athena Capital, 2025.

O canal que mais tem crescido na região é o varejo físico, que apresentou um CAGR acima de 50% nos últimos três anos, com um CAGR de aproximadamente 15% no número de lojas. Dado o foco histórico em venda direta, o market share da marca Natura no canal físico e online ainda está aquém do seu potencial de brand equity. Isso se deve ao fato de que a empresa investia pouco nesses canais, tanto por preocupações com possíveis efeitos colaterais para as consultoras quanto pelo foco na execução da Onda 2 no Brasil.

¹³ <https://dm.epiq11.com/case/aiousinc/dockets>

¹⁴ YOY – oscilação do período em relação ao mesmo do ano anterior.

¹⁶ CFT - Abreviação de Cosmetics, Fragrances, and Toiletries.

Imagem 5: Breakdown da receita da marca Natura por canal e estimativa de *market share* por canal.

| Marca Natura | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | CAGR (2021-2024) | Market share |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|------------------|--------------|
| Online | 7,3% | 7,0% | 6,9% | 6,8% | 11,1% | 11% |
| Varejo ¹⁷ | 2,2% | 3,5% | 3,9% | 5,4% | 53,5% | 1% |
| Venda Direta | 90,5% | 89,4% | 89,2% | 87,8% | 12,7% | 43% |

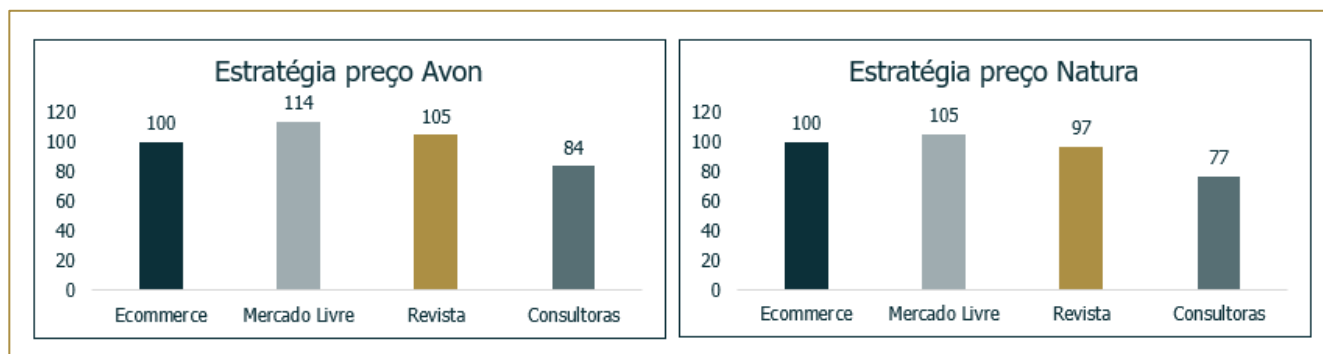
Fonte: Euromonitor e Site RI Natura. Elaboração Athena Capital, 2025.

Embora não seja 100% comparável, a companhia possui atualmente 943 lojas próprias e franquias, enquanto o Grupo Boticário conta com mais de 4.000 lojas (sendo mais de 3.700 da marca O Boticário) e distribuição em mais de 65 mil pontos de venda, como farmácias, drogarias e varejo especializado. Não acreditamos que a companhia atingirá o mesmo número de lojas da marca O Boticário. No entanto, consideramos viável manter o *CAGR* de crescimento no varejo físico nos próximos anos. Nos últimos meses, já foi possível observar a companhia firmando parcerias para expandir sua presença em outros canais.

Em agosto de 2024, a marca Avon anunciou sua primeira parceria no canal físico com as lojas da perfumaria Soneda Casa de Beleza e, mais recentemente, fechou acordo com a Bel Cosméticos. Para fortalecer o canal online, as marcas Natura e Avon passaram a ter lojas oficiais no Mercado Livre, a partir de dezembro de 2024.

Esse crescimento omnicanal traz desafios de execução, como a seleção de sortimento por canal e definição de preços, mas até o momento, a companhia tem mostrado uma boa evolução. Isso nos leva a projetar um crescimento de receita na faixa de *high single digits* na região, especificamente no segmento de cuidados pessoais, fragrâncias e cosméticos (*CFT*).

Imagem 6: Estudo da estrutura de preço¹⁸ por canal das marcas Natura e Avon no Brasil.



Fonte: Pesquisa feita pelo time sellside da XP Investimentos. Elaboração Athena Capital, 2025.

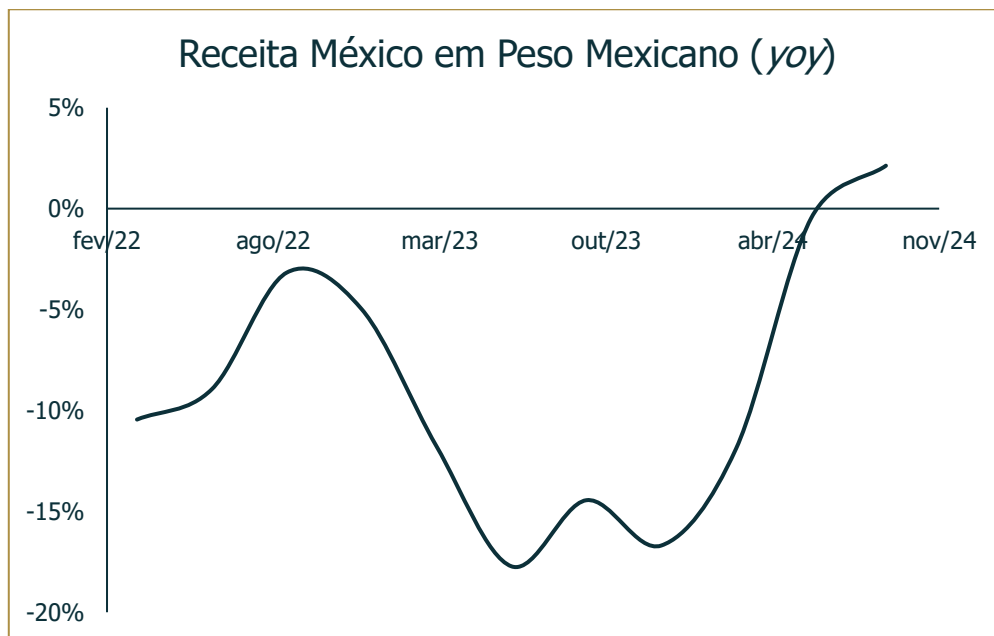
(ii) México (15% da receita e 10% do EBITDA da América Latina):

Nos últimos 10 anos, segundo os dados da Euromonitor, o crescimento do setor de *CFT* no México foi de 1,5-2 pp acima do crescimento no Brasil. Se a região tem potencial de crescimento, por que os últimos anos foram tão voláteis? Essa é uma pergunta bastante pertinente, e a explicação é simples: mudança no modelo comercial e maior representatividade de Avon no segmento Casa & Estilo.

¹⁷ Farmácias, varejo alimentar e lojas especializadas.

¹⁸ Considerando a consultora de menor produtividade.

Imagem 7: Evolução receita México nos últimos anos.



Fonte: Site de RI Natura. Elaboração Athena Capital, 2025.

A Natura iniciou suas operações de venda direta no Brasil como mononível, mas em 2008, adotou o modelo binível. Nesse formato, foi criado o papel das líderes, que passaram a ser responsáveis pela gestão do canal. Isso centralizou essa função e permitiu que as demais consultoras focassem exclusivamente na venda de produtos. A Avon, por outro lado, utilizava modelos comerciais diferentes dependendo do país. No Brasil e no México seguiam o modelo multinível¹⁹. Ao entrar no México, a Natura optou pelo modelo multinível por ser o modelo mais utilizado na região.

Em 2023, a Avon no México migrou para o modelo binível, e a Natura passou a operar com ambos os formatos, simultaneamente, na região. Com o avanço da implementação da Onda 2 no México, a partir de dezembro de 2024, a marca Natura passou a atuar exclusivamente no modelo binível na região. Com todos esses ajustes no modelo comercial, que geram efeitos colaterais para as vendas, acreditamos que as marcas, especialmente a marca Natura, ainda não alcançaram sua participação de mercado ideal (*fair share*). Embora seja improvável atingir os ~13% de *market share*, que a empresa possui no Brasil, esperamos um aumento significativo em relação aos atuais 3,8%.

No caso da marca Avon, focamos na análise da receita proveniente do segmento de cosméticos, fragrâncias e cuidados pessoais (*CFT*), uma vez que o segmento Casa & Estilo, que representava quase 50% da receita na região, deixou de ser uma prioridade estratégica devido a sua baixa rentabilidade. Não conseguimos calcular a queda da sua representatividade especificamente no México, mas na América Latina como um todo, estimamos que já caiu para menos da metade de anos atrás.

Apesar de acreditarmos no ganho de *market share* da marca Natura no México, é possível que haja maior volatilidade da receita no curto prazo, devido ao recente fim do modelo multinível e à migração da Onda 2. Contudo, após a conclusão desse processo, esperamos um crescimento de receita mais robusto para a marca Natura. Esse crescimento, no entanto, não deve superar o observado no Brasil na região, dado que a representatividade da Avon no mercado mexicano é significativamente maior.

¹⁹ Marketing Multinível (MMN) - Também conhecido como marketing de rede, é um modelo de negócio legal, no qual o empreendedor obtém lucro tanto com a revenda de produtos e serviços como também com a formação de sua própria equipe de vendas, indicando outras pessoas para a sua rede. Nesse caso, seu faturamento será proporcional à receita gerada pelas vendas dos revendedores do seu time. Este modelo aumenta a capilaridade dos produtos e serviços oferecidos pelas empresas e tem papel importante no fomento de novos empreendedores. Como existe o ganho pela formação da sua equipe de vendas, este modelo tende a ter um crescimento mais rápido do número de consultoras, mas tem como desvantagem o possível desequilíbrio entre foco em trazer mais consultoras versus a venda dos produtos.

(iii) Argentina (14% da receita e 19% do EBITDA da América Latina)

Temos uma dificuldade maior em traçar um cenário para a empresa na Argentina. A companhia já possui um *market share* de ~20% (marca Natura ~15%) estimado pela Euromonitor na região, e apresenta boa rentabilidade (margem >15% nos 9M24, excluindo os efeitos de hiperinflação). Apesar do cenário macroeconômico adverso nos últimos anos, isto criou um ambiente competitivo mais favorável. É comum que regiões com alta inflação apresentem boas margens devido ao “ganho de estoque”. Por outro lado, países que enfrentam inflações anuais superiores a 100% por mais de três anos passam a ser submetidos a um tratamento contábil específico para hiperinflação (CPC 42).

Esse tratamento contábil gera distorções significativas na receita, especialmente no quarto trimestre, quando a empresa é obrigada a atualizar o câmbio ponta para todo o resultado do ano. Um exemplo claro disso ocorreu no quarto trimestre de 2023, quando a receita contábil na Argentina foi negativa, levando a companhia a divulgar dados ajustados (ex-hiperinflação). Apesar das explicações fornecidas junto aos resultados trimestrais, percebemos que nem todas as análises levam em conta esses efeitos contábeis.

Dito isso, o resultado contábil do quarto trimestre de 2023 na Argentina não reflete o valor real gerado pela região para a empresa e em 2024, o crescimento contábil será alto. Em relação aos próximos anos, entendemos conviver com as incertezas desse cenário, mas acreditando que a empresa possui bases sólidas para manter o crescimento e destacada participação de mercado.

América Latina: margem – dinâmica micro

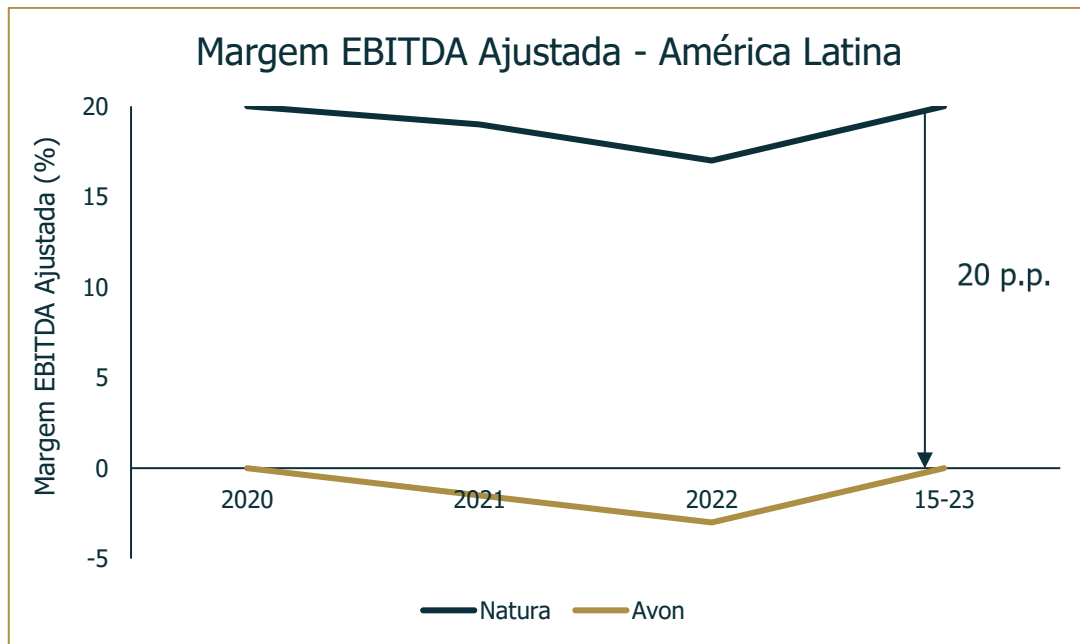
Hoje, a estrutura de capital da empresa encontra-se em uma posição muito confortável, o que abre a possibilidade de distribuição de um dividendo maior no próximo ano. No entanto, o ponto que gostaríamos de destacar não é esse, mas sim o fato de que o crescimento do lucro por ação (*EPS*) tornou-se menos dependente de desalavancagem financeira e da dinâmica de taxas de juros no Brasil. Com isso, o que mais impulsionará o *EPS* será o crescimento de receita e da margem *EBITDA/EBIT* da empresa.

Até o ano passado, a melhoria na margem era mais uma expectativa do que uma realidade, especialmente ao analisar os primeiros resultados da implementação da Onda 2, no Peru e na Colômbia. Nessas regiões, a representatividade da receita ainda é pouco significativa. No Brasil, a implementação da Onda 2 teve início no segundo semestre de 2023, e diferentemente das outras regiões, foi realizada em fases devido à maior complexidade, com a parte da logística sendo finalizada apenas no segundo semestre de 2024.

Devido à grande relevância do mercado brasileiro para o grupo, já é possível observar uma evolução consistente na margem do *EBITDA* nos últimos trimestres, e acreditamos que essa tendência continuará nos próximos anos. A Onda 2 ainda está em andamento no México e será implementada na Argentina, o que também contribuirá para a melhoria das margens.

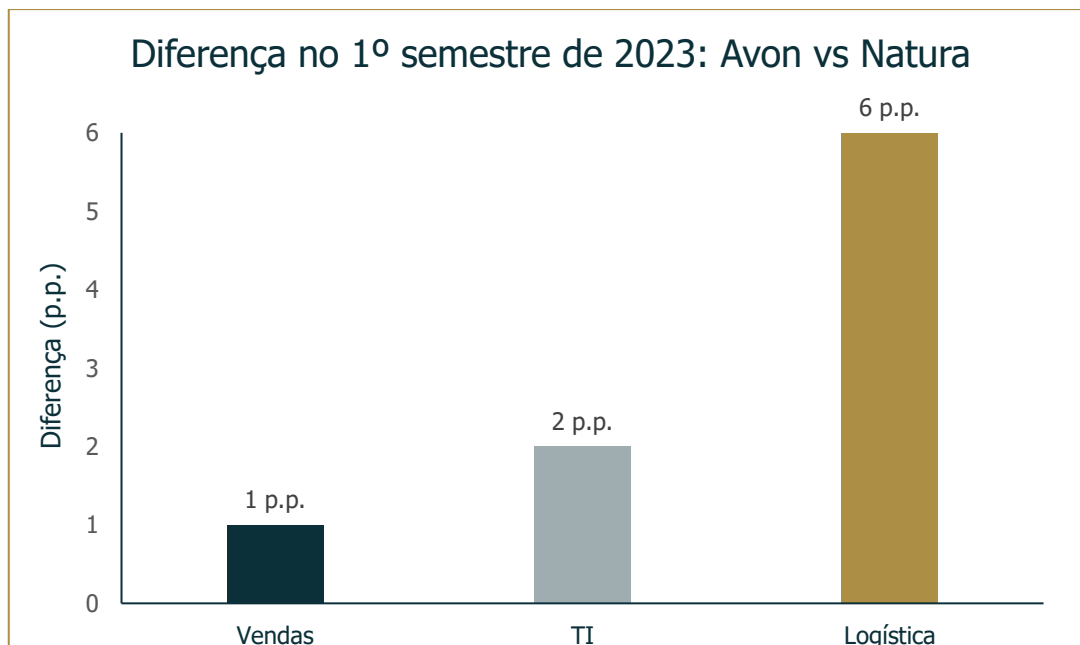
Dadas as diferenças estruturais entre as marcas Natura e Avon — como, por exemplo, a menor margem bruta da Avon —, não acreditamos que o grupo consiga retomar os patamares de margem do *EBITDA* de *low twenties*, observados quando apenas a marca Natura compunha o portfólio. Para o médio prazo, considerando apenas melhoria do *SG&A*, por conta da Onda 2, vislumbramos um patamar de margem do *EBITDA* na faixa de *high teens*. Essa projeção se baseia principalmente em fatores como: os ganhos logísticos ainda pendentes no Brasil, as margens ainda baixas no México (inclusive na marca Natura), e o impacto do mix de produtos, com o crescimento da marca Natura e a redução da participação de categorias como Casa & Estilo.

Imagem 8: Margem EBITDA Ajustada por marca na América Latina.



Fonte: Site de RI Natura. Elaboração Athena Capital, 2025.

Imagem 9: Diferença das despesas entre as marcas na América Latina em relação a receita.



Fonte: Site de RI Natura. Elaboração Athena Capital, 2025.

Imagem 10: Evolução da margem EBITDA na América Latina.

| | 2021 | 2022 | 2023 | 1T24 | 2T24 | 3T24 | ... | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|--------|
| Mg Ebitda | 11,2% | 10,0% | 12,1% | 14,2% | 14,4% | 15,3% | ... | 17-18% |

Fonte: Site RI da Natura e estimativas Athena Capital. Elaboração Athena Capital, 2025.

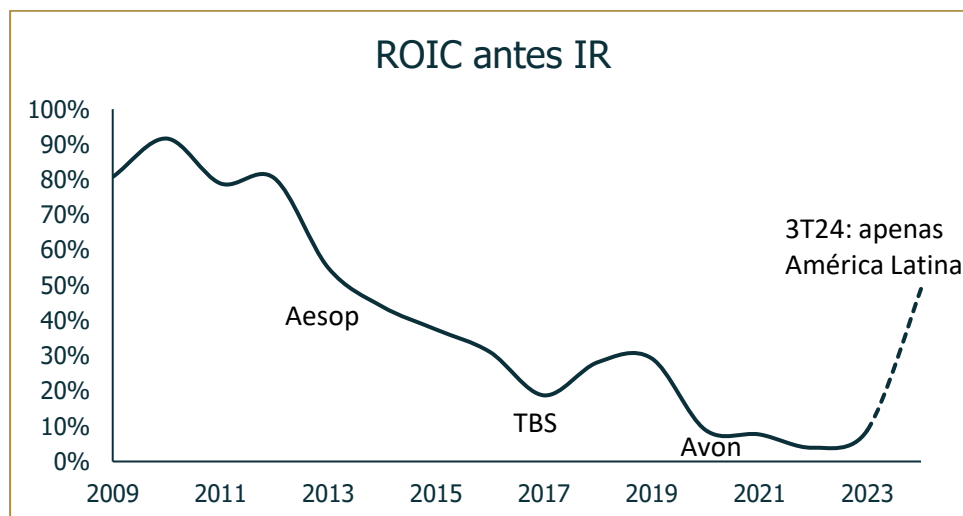
Com o resultado dessa melhoria de margem, o crescimento de receita na faixa de mid-high single digits deverá se traduzir em um aumento de EPS e FCF yield na faixa de high teens nos próximos anos.

América Latina: rentabilidade

Nos últimos anos, o *ROIC* como um todo apresentou níveis baixos, em grande parte devido às marcas The Body Shop e Avon. A tabela abaixo destaca a evolução do *ROIC* do grupo, com ênfase nas mudanças após aquisições relevantes. No entanto, sempre foi possível realizar simulações com o *ROIC* da Natura &Co América Latina utilizando os resultados operacionais da região, combinados com o balanço da Natura Cosméticos.

No terceiro trimestre de 2024, devido ao processo de *Chapter 11* da API, a empresa foi obrigada a divulgar os resultados desconsolidando a API e por consequência, o que restou foi a operação Natura &Co América Latina. Essa divulgação evidenciou que o *ROIC* da operação é significativamente superior ao observado no grupo como um todo, nos últimos anos.

Imagem 11: Evolução do *ROIC* do Grupo.



Fonte: Site RI Natura. Elaboração Athena Capital, 2025.

Apesar de saber que nem todas as operações e todas as dívidas estão no CNPJ da Natura Cosméticos, vale destacar que o seu lucro líquido anualizado de 2024 aproxima-se de R\$ 2 bilhões, se excluirmos as despesas que julgamos não recorrentes (despesas do plano de transformação / integração, provisões relacionadas a recebíveis da API e etc).

Com o valor de mercado da Natura abaixo de R\$ 18 bilhões e baixa alavancagem, de forma simplificada, a unidade de negócios da América Latina estaria negociando um dígito alto *P/E*. Um dos múltiplos utilizados pelo mercado para analisar um ativo é o *P/E*, sendo que, no caso da Natura, são necessários ajustes que grande parte do mercado desconsidera. Concordamos que *P/E*, combinado com *ROIC* e potencial de crescimento, oferece um bom resumo. No entanto, é fundamental considerar possíveis mudanças contábeis que possam impactar as análises. Discordamos com o múltiplo que o mercado olha, por não fazer os ajustes necessários.

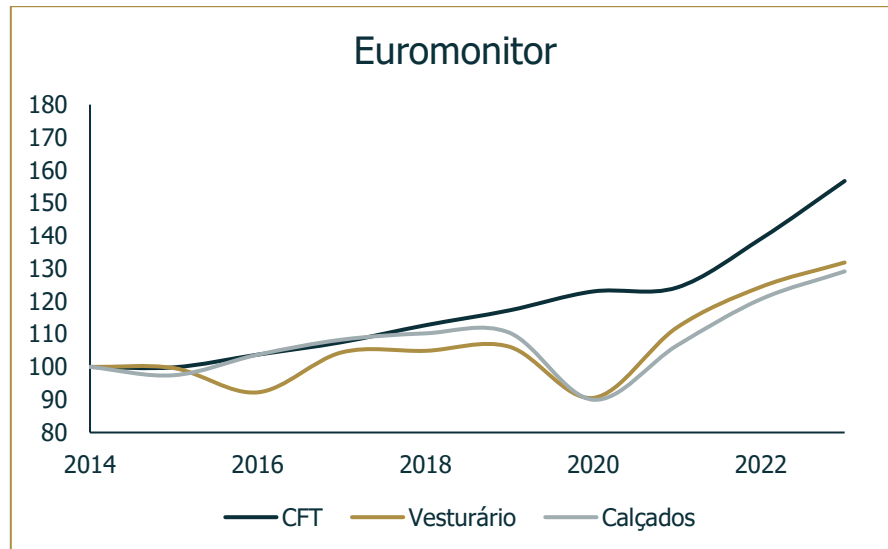
No último trimestre, a empresa divulgou uma alteração contábil de uma despesa de TI, que antes era capitalizada. Esta mudança implicará, nos próximos anos, uma diferença substancial entre os valores de depreciação e investimentos. Por conta disso, acreditamos que a análise de *FCF yield* é mais representativa. Em nossas estimativas, a empresa apresenta um *FCF yield* de 9% e *CAGR* de dois dígitos para os próximos anos.

Adicionalmente, a simplificação da análise baseada no *P/E* deve ser complementada com a avaliação dos diferenciais competitivos e da resiliência do negócio. Observamos que, em diversas análises, o setor de cosméticos é frequentemente comparado a múltiplos de empresa de varejo, uma abordagem com a qual discordamos.

Ao comparar o setor de cosméticos, no Brasil, com o setor de vestuário e calçados, por exemplo, os dados históricos de vendas ao consumidor final desses setores, divulgados pela Euromonitor, mostram que o setor de cosméticos apresentou um crescimento superior, acompanhado de menor volatilidade, evidenciando

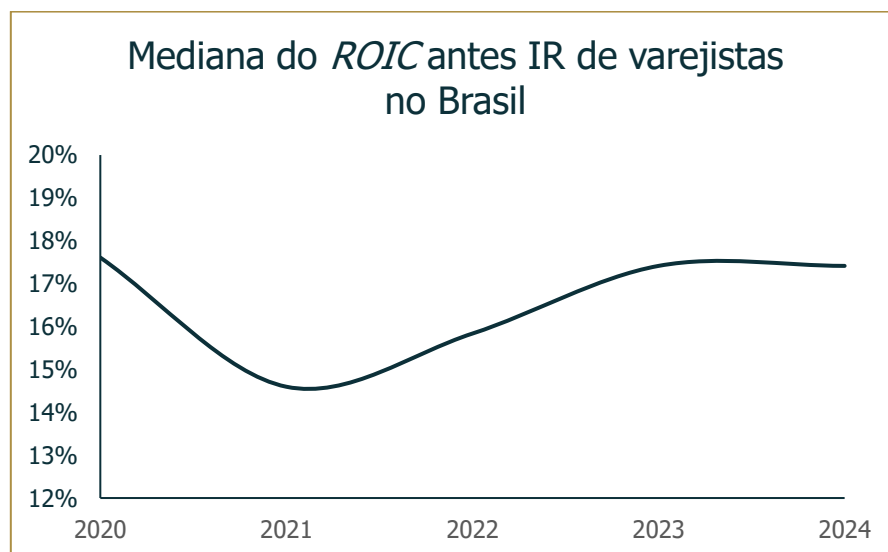
maior resiliência. Também podemos observar que o *ROIC* da Natura &Co América Latina (>45%) é substancialmente maior do que a média das varejistas listadas no Brasil. Essa combinação justifica um prêmio para o setor de cosméticos.

Imagem 12: Evolução Vendas no varejo no Brasil segundo Euromonitor.



Fonte: Euromonitor. Elaboração Athena Capital, 2025.

Imagem 13: Mediana do *ROIC*, antes do imposto de renda de varejistas²⁰.

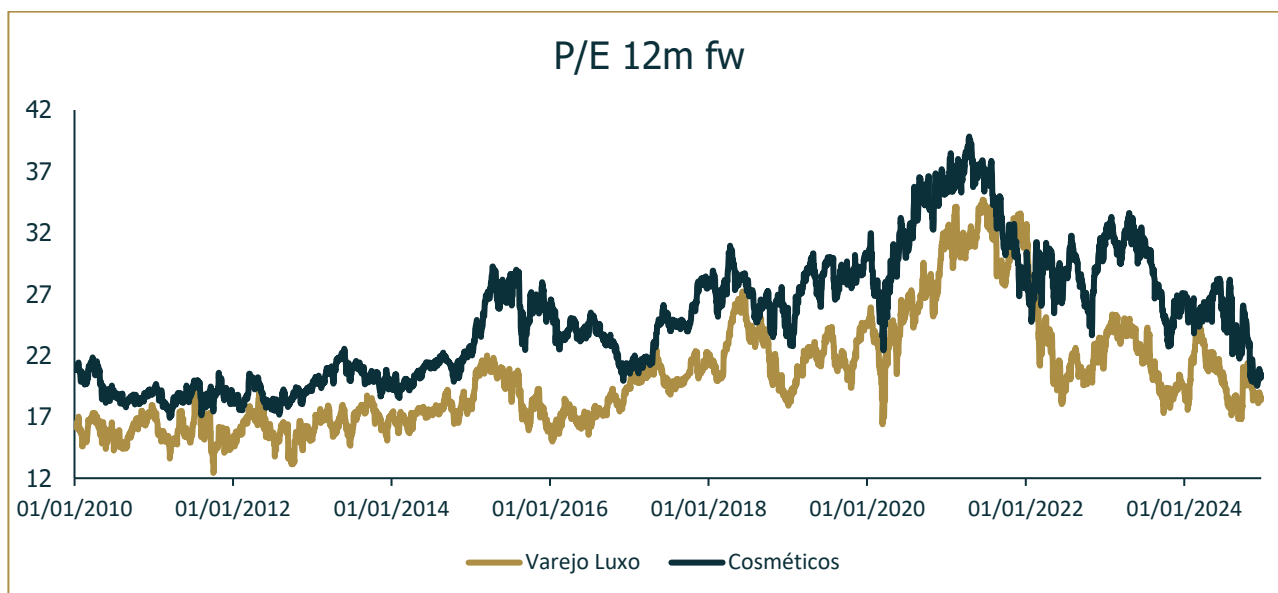


Fonte: Sites de RI de empresas listadas. Elaboração Athena Capital, 2025.

Essa dinâmica de prêmio de múltiplo já se reflete no mercado global, onde as empresas de cosméticos são negociadas com múltiplos superiores aos do varejo tradicional. No gráfico abaixo, é possível observar que o setor de cosméticos também negocia com prêmio em relação às varejistas de luxo, que por sua vez, também têm maior resiliência em comparação ao varejo como um todo.

²⁰ Lojas Renner, Guararapes, Magazine Luiza, Grupo Soma, Assaí, Grupo Mateus, Quero-Quero e Grupo SBF.

Imagem 14: Histórico de P/E (12 meses para frente) de empresas globais de cosméticos²¹ em relação a empresas globais do varejo de luxo²².



Fonte: Bloomberg. Elaboração Athena Capital, 2025.

Alinhamento

Embora a análise do alinhamento do capital humano esteja posicionada mais para o final desta carta, ela é, na verdade, o aspecto mais crucial da nossa avaliação. O alinhamento entre as competências, os valores e a visão estratégica das pessoas que conduzem o negócio, é o que sustenta a resiliência e o desempenho superior de longo prazo. No setor de cosméticos, em particular, esse alinhamento é ainda mais relevante, dado o papel central da inovação, da conexão emocional com os consumidores e da adaptação às tendências globais.

O programa de remuneração variável, baseado em ações para a diretoria, foi introduzido em 2004, um ano antes da realização do *IPO* da empresa. Ainda que existente há duas décadas, sua relevância na composição da remuneração total aumentou nos últimos anos. Adicionalmente, após a entrada do atual *CEO* Fábio Barbosa, houve mudanças nas principais metas que determinam o pagamento de remuneração variável. O foco foi direcionado para o *EBITDA* e Fluxo de Caixa, enquanto o peso atribuído à meta de receita foi reduzido para apenas 10%.

Imagem 15: Histórico da remuneração em ações da diretoria estatutária do grupo Natura.



Fonte: Formulários de Referência da Natura. Elaboração Athena Capital, 2025.

²¹ Mediana dos múltiplos das empresas: L'Oréal, Estée Lauder, Shiseido, Kose, Amore Pacific e LG Household & Health Care.

²² Mediana dos múltiplos das empresas: LVMH, Richemont, Kering, Burberry, Swatch, Brunello Cucinelli, Moncler, Prada, Salvatore Ferragamo e Zegna.

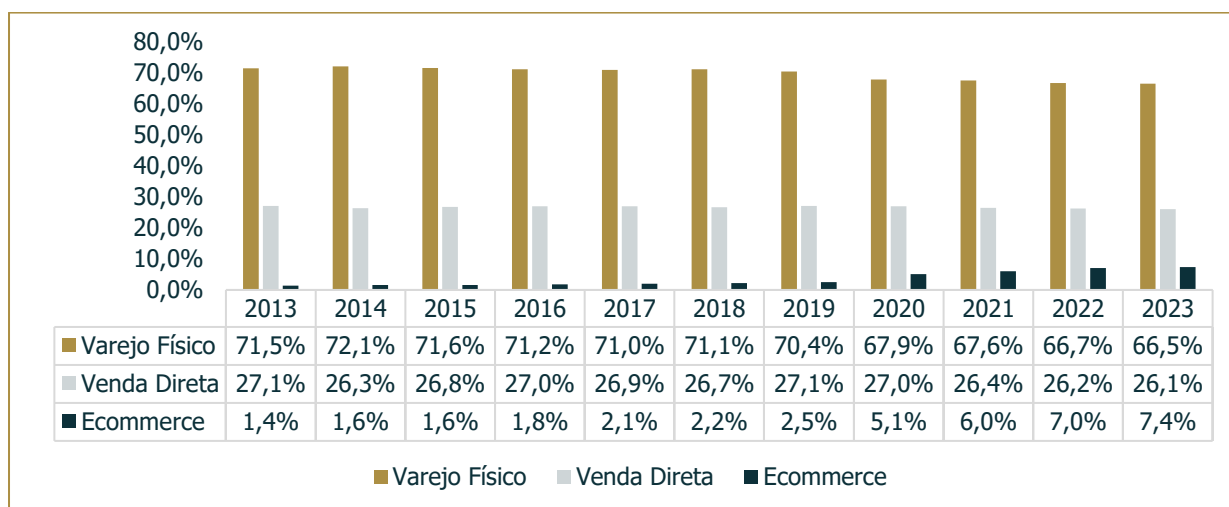
Acreditamos que após a simplificação da estrutura, ocorrerão mudanças na diretoria, até pelo foco na América Latina. Vale lembrar que o atual *CEO* era do conselho e, por isso, uma opção seria retornar a este cargo. Na nossa visão, há pessoas internamente que são competentes para assumir. O grupo de acionistas controladores faz parte de um acordo com vigência até 12 de fevereiro de 2025, vinculando 97% das ações destas famílias. Este grupo é formado por 5 famílias (Seabra, Leal, Passos, Pinotti e Mattos) e detém 38,5% do capital da companhia. Neste grupo temos a combinação de fundadores com executivos de longa data, evidenciando que a meritocracia já era um princípio presente há décadas.

Destaca-se ainda, a complementariedade de competências entre seus integrantes. Luiz Seabra, considerado um ícone da empresa, trouxe uma abordagem emocional e holística, influenciando profundamente todos os níveis da organização. Guilherme Leal, com perfil mais eclético, foi fundamental para consolidar a conexão da marca com causas socioambientais. Por sua vez, Pedro Passos, de perfil pragmático e focado, ingressou na Natura em 1983, como gerente industrial, sendo promovido a *CEO* em 1998. Em 2005, ele deixou o cargo de *CEO* para integrar o conselho junto com Luiz Seabra e Guilherme Leal.

Riscos

Muito se discute sobre o risco associado ao modelo de venda direta, especialmente considerando a tendência de declínio na participação de mercado (*market share*) desse canal, em países desenvolvidos. Concordamos que é um risco, apesar da resiliência que o canal tem apresentado na América Latina nos últimos anos. Para cada unidade de perda na venda direta, a empresa precisa de apenas uma fração correspondente de ganho nos outros canais para compensar.

Imagem 16: Evolução das vendas CFT por canal na América Latina.



Fonte: Euromonitor. Elaboração Athena Capital, 2025.

O ambiente competitivo do setor passou por mudanças relevantes no passado. Décadas atrás, observou-se um aumento nos investimentos dos grandes grupos internacionais no Brasil. Monitoramos tanto a evolução destes grupos, como também do Grupo Boticário, por exemplo, que tem se destacado pela criação de novas marcas e pela expansão em outros canais. Outro ponto a ser monitorado, é o avanço das *indie brands* em mercados internacionais, embora no Brasil ainda não tenham conquistado relevância significativa.

Um ponto de atenção na análise é o impacto dos itens não recorrentes, que têm se mantido em níveis elevados ao longo de um período prolongado, ultrapassando R\$ 100 milhões por trimestre, nos últimos trimestres (~15% do *EBITDA* ajustado). Avaliamos com cautela os ajustes realizados para garantir que sejam devidamente justificados e reflitam a realidade operacional.

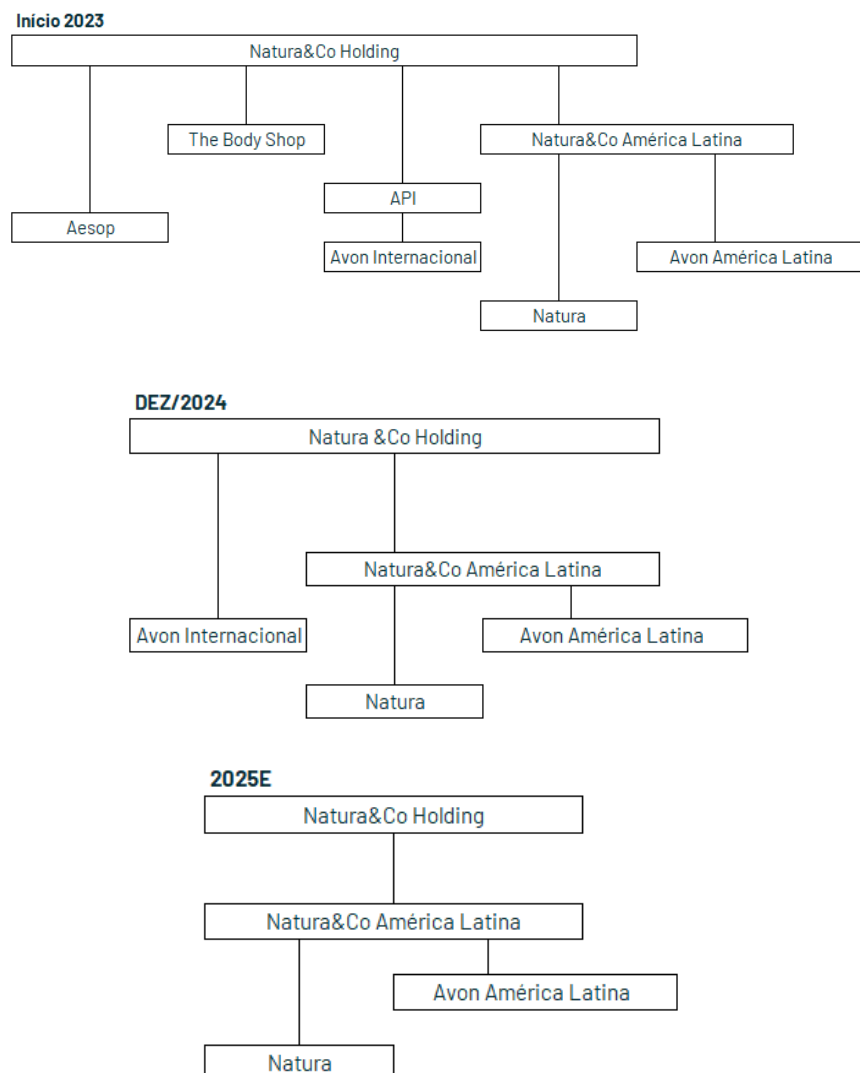
O único trimestre que gerou maior dúvida foi o terceiro de 2023, quando cerca de 30% dos itens não recorrentes na América Latina estavam relacionados a eventos e comunicações. Embora, seja possível criticar historicamente diversos casos de ajustes não recorrentes, devido ao desalinhamento com as metas do *EBITDA*

ajustado, **traz conforto saber que a empresa tem como uma de suas principais metas a geração de fluxo de caixa livre, sem ajustes contábeis, reforçando o compromisso com a qualidade dos resultados.**

CONCLUSÃO

Vemos uma mudança relevante no *case* da empresa com a redefinição estratégica, foco na América Latina onde os *MOATS*²³ são mais evidentes e a operação apresenta maior rentabilidade. A forte geração de caixa esperada para os próximos anos traz opções de alocação de capital. Com a nova estratégia e alinhamento, temos maior confiança na capacidade da empresa de gerar valor a partir de seus investimentos, seja por meio de iniciativas como *marketing*, dentre outras. Além disso, o mercado atualmente precifica a empresa como se fosse um negócio de baixo crescimento e *ROIC*.

Imagem 17: Evolução e perspectiva da estrutura de negócios.



Fonte: Site RI da Natura. Elaboração Athena Capital, 2025.

²³ *MOAT* – Termo em inglês para fosso ou muralha, é utilizado no contexto de estratégia empresarial e análise de investimentos para descrever a vantagem competitiva sustentável de uma empresa que a protege contra a concorrência, permitindo-lhe manter uma posição dominante no mercado e gerar lucros superiores a longo prazo.