

### Hold

Ticker	NATU3
Preço Mercado em 22/07/2010	R\$ 39,99
Preço Potencial para 30/06/2011	R\$ 45,10
Potencial de Valorização	12,8%
Setor	Cosméticos
Free Float	40%
Payout	90%
Min (52 sem)	R\$ 25,13
Máx (52 sem)	R\$ 42,88
Volume R\$ (21 d)	34.170k

Fonte: Economática e BB Banco de Investimento

## I. REVISÃO DE PREÇO

### Fundamentos e cenário macroeconômico permanecem favoráveis ao crescimento da Natura.

Revisamos nosso preço potencial para as ações da Natura (NATU3) para R\$45,10 com a recomendação *Hold*. O preço-alvo definido para 30 de junho de 2011 representa um *upside* de 13% em relação à cotação de 21/07/2010 (R\$39,99).

Nossa análise foi baseada no método do fluxo de caixa descontado em valores nominais. O período analisado para a companhia foi de 10 anos com uma taxa de crescimento nominal na perpetuidade em 5%. Calculamos o WACC para cada ano de projeção, com média geométrica de 12,5%. Utilizamos em nossa avaliação um beta setorial desalavancado de 0,75.

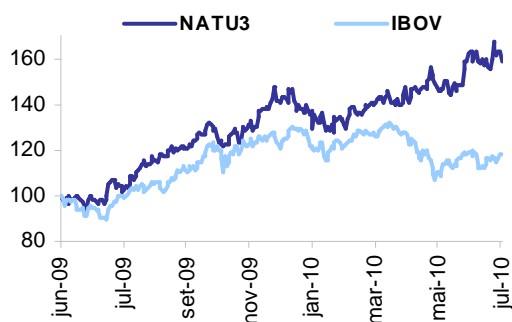
Nossas perspectivas para a Natura no mercado interno nos próximos dois anos permaneceram de acordo com nossa última revisão, ficando estáveis em relação à média histórica da companhia. Projetamos crescimento da quantidade vendida em 11,4% e 14% para 2010 e 2011, respectivamente. Para a Receita Bruta, nossas estimativas para estes mesmos períodos são de crescimento de 21% e 20%.

O setor brasileiro de cosméticos vem apresentando forte e sólida expansão. Segundo dados da ABHIPEC, a indústria de CF&T (Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos) teve crescimento de 9,1% no ano passado em comparação a 2008, contra um PIB de -0,2% e retração de -5,5% da indústria em geral. A participação da mulher no mercado de trabalho, o uso de tecnologias para o desenvolvimento de novos produtos e o índice de inovação aparecem como vertentes para o desempenho do setor, segundo a associação.

Já para o mercado externo, estimamos que a quantidade de produtos vendidos apresente robusto crescimento em virtude da base fraca de comparação e do espaço que a empresa ainda tem para conquistar nesses mercados. Assim, projetamos uma expansão média de 47% para o número total de unidades vendidas internacionalmente em dois anos.

As operações em consolidação (Argentina, Chile e Peru) foram duramente impactadas no início do ano em virtude do terremoto ocorrido no Chile e da apreciação do real frente ao peso argentino. Todavia, a companhia permanece adquirindo solidez e ganho de market share nestes países e espera que voltem a contribuir positivamente para o resultado já nos próximos trimestres. Além disso, há os países em fase de implantação (México e Colômbia), que vêm apresentando bons ganhos de receitas e conseqüentemente registrando contínua melhora de margens. A companhia ainda pretende terceirizar sua produção em desses países até o final deste ano e mais em três deles em 2011.

Múltiplos	2010	2011	2012
EPS	1,7	2,2	2,4
P / L	26,6	20,9	19,0

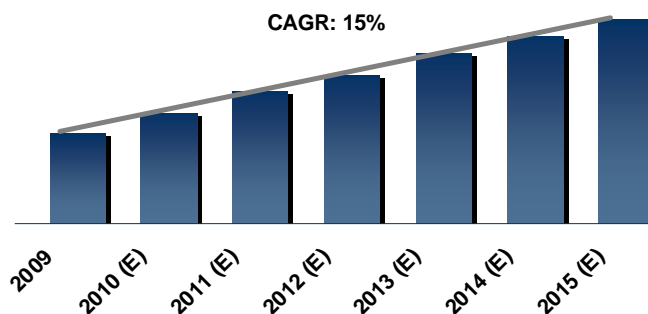


Fonte: Economática

## Premissas

### I. Receitas

Crescemos as receitas da companhia a uma taxa média de 15% ao ano, baseada no número de consultoras e produtividade por consultora, projetadas.



Fonte: Natura e BB Investimentos

### II. Consultoras

Estimamos que a companhia continue com o crescimento no número de consultoras bem próximo ao observado nos últimos períodos, portanto, projetamos um aumento no total de consultoras neste ano em 21% em relação a 2009. A partir de 2011, aplicamos a elasticidade PIB/Crescimento de consultoras, com um CAGR de 10% em cinco anos.

### III. Investimentos (Capex)

Estimamos um CAGR de 19% para os investimentos em Capex nos próximos cinco anos, acompanhando os principais dispêndios intencionados pela companhia em TI e aumento de capacidade.

### IV. Dívida

A Natura possui endividamento relativamente baixo, com linhas de financiamento com o BNDES e Notas Promissórias e recentemente emitiu R\$ 350 milhões de debêntures simples para alongamento dos prazos. Ainda assim, tem boa geração de caixa. Portanto, projetamos um perfil de novas dívidas de acordo com a atual estrutura da companhia.

## Perspectivas

Nossas estimativas são de que o mercado de CF&T tenha desempenhado um bom primeiro semestre e siga com o mesmo ritmo de crescimento na segunda metade do ano, uma vez que se trata de um melhor período para as indústrias com o aquecimento das vendas.

A Natura tem cenário macroeconômico e fundamentos favoráveis para continuar conquistando mercado, recuperando *market-share* e manter seu patamar de crescimento. No mercado interno, esperamos que a boa percepção de valor agregado com baixo tíquete médio, somada à estratégia de regionalização de seus produtos possam sustentar o desempenho da companhia nos próximos períodos.

Para o mercado externo, estimamos que sua representatividade chegue a 9,5% de participação na Receita Bruta em cinco anos ante aos atuais 6,4%. Acreditamos que o desenvolvimento das operações Argentina, Chile e Peru sofra um leve arrefecimento neste ano, provocado pelos problemas com o terremoto chileno e a apreciação do real em relação ao peso argentino. Por outro lado, as operações México e Colômbia, que possuem capacidade de crescimento figuram como vedetes do desempenho internacional em 2010. Além disso, a companhia anunciou o plano de implementação do modelo CNO (Consultora Natura Orientadora) nestas operações, com ajustes às culturas locais tendo previsão para 2011 e 2012, o que sugere um maior nível de evolução à frente.

A principal ameaça em nossa percepção continua relacionada ao acirramento da concorrência no setor, que tende a ficar cada vez mais intensa. Por fim, acreditamos que as ações já tiveram boa valorização e o *upside* no médio prazo é curto, justificando nossa recomendação de manutenção das ações.

Índices Econômicos	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
Vendas Líquidas (R\$ mil)	4.242.057	5.148.040	6.181.011	6.955.225
EBITDA (R\$ mil)	1.008.454	1.274.396	1.541.756	1.761.188
Margem Bruta (%)	69,5%	68,9%	68,5%	68,3%
Margem EBITDA (%)	23,8%	24,8%	24,9%	25,3%
Margem Líquida (%)	16,1%	14,2%	15,0%	14,7%
E.V. (Enterprise Value)/ EBITDA - Valor de Mercado	17.264.949	13,5	11,2	9,8
E.V. (Enterprise Value)/ EBITDA - Valor Potencial	19.446.221	15,3	12,6	11,0

Índices de Estrutura	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
Dívida (R\$ mil)	704.358	755.683	871.220	1.012.745
Dívida/Dívida + Patrimônio Líquido (%)	38,2%	40,8%	40,4%	39,8%
Alavancagem = Dívida/Patrimônio Líquido (%)	61,8%	68,8%	67,7%	66,1%

DRE Projetado	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
Receita Operacional Bruta	5.789.313	7.009.355	8.415.212	9.469.275
Receita operacional líquida	4.242.057	5.148.040	6.181.011	6.955.225
Lucro bruto	2.947.492	3.546.617	4.233.992	4.750.419
Despesas Operacionais	(2.031.464)	(2.397.308)	(2.797.157)	(3.181.443)
Resultado do líquido antes do IR	874.154	1.108.548	1.409.025	1.545.732
Resultado do líquido do exercício	683.924	730.995	929.957	1.020.183

BP Sintético Projetado	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
<b>ATIVO</b>	<b>2.741.218</b>	<b>3.441.512</b>	<b>4.017.941</b>	<b>4.820.239</b>
Circulante	1.716.362	2.450.100	2.861.744	3.580.499
Realizável a longo prazo	449.860	263.182	263.182	263.182
Permanente	574.996	728.231	893.016	976.559
<b>PASSIVO</b>	<b>2.741.218</b>	<b>3.441.512</b>	<b>4.017.941</b>	<b>4.820.239</b>
Circulante	1.337.082	1.617.568	1.933.470	2.359.793
Exigível a longo prazo	264.314	725.391	797.792	928.922
Patrimônio líquido	1.139.821	1.098.553	1.286.679	1.531.523

Fonte: Natura e BB Investimentos

<b>Valor das Operações da Empresa + Residual</b>	<b>19.561.965</b>
Aplicações Financeiras	785.471
Investimentos	0
Passivos contingentes	(1.157.744)
Valor da Empresa	20.231.692
Financiamentos	836.485
Dívida com coligadas	0
Participações Minoritárias	0
<b>Valor para os acionistas</b>	<b>19.395.207</b>
<b>número de ações (mil ações)</b>	<b>430.456</b>
<b>Valor justo por lote de Ações Ordinárias (mil ações)</b>	<b>45,10</b>

Fonte: BB Investimentos

## II. RESULTADO 2T10

### Ganho de *market-share* , redução de Despesas e queda de Margens

A Natura divulgou o resultado do 2T10, com bom crescimento nas suas receitas e ganho de *market-share*. As Despesas Operacionais como percentual da Receita Líquida caíram novamente, registrando ganho de eficiência no período. As operações internacionais em consolidação voltaram a contribuir positivamente com o resultado consolidado da companhia.

Os destaques no segundo trimestre do ano foram: (i) ganho de 0,9 p.p. no *market-share*, segundo dados da Sipatestp / Abihpec; (ii) elevação de 1,6 p.p. de Margem EBITDA em relação ao 2T09; (iii) a redução das Despesas com Vendas e das Despesas Administrativas como percentual da Receita Líquida e; (iv) Operação Argentina, Chile e Peru apresentaram resultados positivos, após o fraco início de ano.

Por outro lado, o destaque negativo foi a perda de Margem Bruta e de Margem Líquida. No primeiro caso, o Lucro Bruto teve impacto do aumento do CPV, que passou 29,2% para 31,2% da Receita Líquida. No segundo caso, a margem foi pressionada pelo fim do benefício de amortização de ágio.

R\$ Milhões	2T10	%2T09	6M10	%6M09
Receita Operacional Líquida	1.283,6	24,1%	2.298,0	23,0%
Lucro Bruto	883,6	20,6%	1.586,3	21,6%
Margem Bruta (%)	68,8%	-2,0 p.p.	69,0%	-0,8 p.p.
EBITDA	331,8	32,2%	575,3	31,0%
Margem EBITDA (%)	25,8%	1,6 p.p.	25,0%	1,5 p.p.
Lucro Líquido	191,5	13,8%	331,1	7,9%
Margem Líquida (%)	14,9%	-1,4 p.p.	14,4%	-2,0 p.p.

Fonte: Natura e BB Banco de Investimento

### Análise de Desempenho - 2T10 x 2T09

A Natura teve crescimento de 24,1% em sua Receita Líquida, registrando crescimento de 24,3% nas vendas do mercado interno. A receita das operações em consolidação apresentou um aumento de 18,5%, com um EBITDA de R\$ 5,4 milhões e Lucro Líquido de R\$ 2,2 milhões. Por outro lado, a Margem Bruta nessas operações teve forte queda de 7,4 p.p impactada pela insuficiência no aumento dos preços, que não compensou a desvalorização da cesta de moedas, segundo a companhia. Já as operações em implantação continuam sua trajetória de melhora, com crescimento de 36% na receita e ótima recuperação na Margem EBITDA. No 2T10, as operações internacionais passaram a representar 6,5% da Receita Bruta consolidada, ficando estável em relação ao 2T09. O número de consultoras da companhia cresceu 19,2% (18% no mercado interno), chegando a 1.118,9 milhões no total.

A Margem Bruta ficou em 68,8%, com queda de 2,0 p.p., porém ainda ficando no seu patamar histórico. A diminuição pode ser explicada pelo aumento do Custo dos Produtos Vendidos, decorrente do aumento de estoques no segundo semestre do ano passado, a maior participação dos estoques de Dia das Mães e Dia dos Namorados nas vendas, além da apreciação do real nas operações do mercado externo, segundo a companhia.

As Despesas Comerciais como percentual da Receita Líquida tiveram redução de 3,1 p.p. em relação ao 2T09, decorrente do ganho de eficiência por uma melhor gestão das despesas com marketing e da diluição das despesas com vendas nas operações internacionais, segundo a empresa. Da estratégia de investimentos adicionais em marketing, já foram gastos até o momento R\$ 281,0 milhões, dos R\$ 400 milhões previstos. As Despesas Administrativas caíram, passando representar 11,7% da Receita Operacional Líquida, -1,4 p.p. em comparação com o quarto trimestre do ano anterior.

A Margem EBITDA cresceu 1,6 p.p. no comparativo trimestral, para 25,9%, impactada pelo decréscimo das despesas acima mencionadas. Por outro lado, o crescimento foi freado pelo aumento nas Outras Despesas Operacionais, devido à provisão atuarial sobre benefícios médicos aos aposentados e realização de inventário, de acordo com a companhia. O Lucro Líquido teve evolução de 13,8%, chegando a R\$ 191,5 milhões, com Margem Líquida de 14,9%, -1,4 p.p em comparação com o 2T09. A margem foi impactada, mais uma vez, pelo efeito de uma maior alíquota de imposto de renda em 2010, decorrente do fim do benefício fiscal pela amortização de ágio referente à reorganização societária, no período 2004-2009.

### Opinião do Analista

O resultado da Natura no 2T10 foi positivo pela redução de despesas, e pelo expressivo ganho de *market-share* pelo quinto resultado consecutivo. Os investimentos adicionais em marketing que foram iniciados em 2008 estão surtindo os efeitos desejados e a companhia permanece recuperando sua fatia na preferência dos consumidores. Além disso, as operações internacionais em consolidação se recuperaram muito bem do impacto negativo do primeiro trimestre do ano.

Acreditamos que as estratégias de redução de despesas e a manutenção do alto patamar de índice de inovação tendem a impactar positivamente os próximos resultados, considerando que sazonalmente o segundo semestre é melhor.

Para o próximo trimestre, esperamos crescimento nas vendas do mercado interno, influenciado pelo evento Dia dos Pais, com recuperação em sua Margem Bruta, porém novamente com queda de Margem Líquida, considerando que o efeito do fim do benefício fiscal vai impactar negativamente o Lucro Líquido da companhia. Para o mercado externo, esperamos que o resultado nas operações Argentina, Chile e Peru seja positivo novamente e os países em implantação mostrem contínua melhora no desempenho.

Com a base de comparação ficando cada vez mais forte, será um desafio para a empresa manter o crescimento das receitas a altas taxas como observado até o momento.

Os pontos a monitorar no próximo período são:

- a recuperação na Margem Bruta;
- a continuidade no ganho de *market-share*;
- a seqüência de ganhos de eficiência operacional;
- a necessidade de compensar o fim do benefício fiscal, melhorando a Margem Líquida.

## Administração

### Diretor-Gerente

José Maurício Pereira Coelho

acoes@bb.com.br

## Equipe de Pesquisa

**Gerente** - Marianna Waltz - CNPI

marianna@bb.com.br

### Renda Variável

#### Agronegócios

 Mariana Marcolin Peringer - CNPI  
 Jane Lima - CNPI

 marianaperinger@bb.com.br  
 janelima@bb.com.br

#### Bancos

Nataniel Cezimbra - CNPI

nataniel.cezimbra@bb.com.br

#### Bens de Capital, Logística e Transportes

 Fernanda Marques - CNPI  
 Victor Penna - CNPI

 fernandamarques@bb.com.br  
 victor.penna@bb.com.br

#### Construção Civil e Materiais de Construção

Henrique Koch - CNPI

hkoch@bb.com.br

#### Consumo, Serviços e Small Caps

 Marianna Waltz - CNPI  
 Mário Bernardes Junior - CNPI  
 Leonardo Nitta - CNPI

 marianna@bb.com.br  
 mariobj@bb.com.br  
 leonardo.nitta@bb.com.br

#### Petróleo, Gás e Petroquímico

Nelson Rodrigues de Matos - CNPI

nelsonrodriguesmatos@bb.com.br

#### Saneamento e Sucroalcooleiro

Leticia Soares Campos - CNPI

leticia-soares@bb.com.br

#### Siderurgia, Mineração, Papel e Celulose

Antonio Emilio B. Ruiz - CNPI

antonioemilio@bb.com.br

#### Telecom

Leonardo Nitta - CNPI

leonardo.nitta@bb.com.br

#### Renda Fixa e Estratégia de Mercado

 Hamilton Moreira Alves - CPA20  
 Ney Fukuy Katayama - CPA20

 hmoreira@bb.com.br  
 neykatayama@bb.com.br

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 de nosso julgamento 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 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. O(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório declara(m) que:

- As análises refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a(s) empresa(s) em questão e foram realizadas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A., instituição à qual o analista está vinculado;

- Não é remunerado por serviços prestados ou possui relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou pessoa natural ou jurídica, fundo ou universidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s);

- Sua remuneração é fixa e não está, direta ou indiretamente, relacionada a recomendações específicas ou atrelada à precificação de quaisquer dos valores mobiliários emitidos pela empresa(s) analisada(s), ou às receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo BB-Banco de Investimento S.A.;

- Não é titular, direta ou indiretamente, de valores mobiliários de emissão da(s) empresa(s) analisada(s) que representam 5% ou mais de seu patrimônio pessoal, (nem) está envolvido na aquisição, alienação e intermediação de tais valores no mercado;

- Não mantém vínculo com pessoa natural que atue na(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório;

- De acordo com o BB-Banco de Investimento S.A.:

1 - A instituição não é remunerada por serviços prestados nem possui relações 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 não possui 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.

## Equipe de Vendas

### Atacado

bb.distribuicao@bb.com.br

### Gerente

 - Cleber Aguiar - CPA20

 João Carlos Floriano - CPA20  
 Kate O. Mastroianni Dela Corte - CPA20  
 Maurício Oliveira Guimarães - CPA20  
 Pedro Mendes Rauber - CPA20  
 Thiago Cogo Pires - CPA20  
 Wagner Silveira Neustaedter - CPA20

### Varejo

acoes@bb.com.br

### Gerente

 - Marconi Maciel - CPA20

### Distribuição e varejo

 Mário Francisco D'Amico - CPA20  
 Márcio Carvalho José - CPA20

## BB Securities

 7th Floor, 16 St. Martin's Le Grand  
 London EC1A4NA - UK  
 +44 207 7960836 (facsimile)

### Managing Director

Eduardo Nascimento +44 (207) 3675801

### Deputy Managing Director

Leonardo Loyola +44 (207) 3675802

### Head of Capital Markets

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

### Sales

 João Paulo Loyola +44 (207) 3675833/32  
 Jorge Bento  
 Renata Kreuzig

### Trading

 Bruno Fantasia +44 (207) 3675852  
 Alex Freitas +44 (207) 3675842

### Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

### Private Clients

 Newton Tanaka +44 (207) 3675807  
 Marina Castro

## Banco do Brasil Securities LLC

 600 Fifth Avenue, 3rd floor  
 New York City, NY 10020 - USA  
 (Member: FINRA/SIPC/NFA)

### Managing Director

Gustavo Sousa +1 (212) 6267206

### Institutional Sales

Charles Langalis +1 (212) 6267206

### Sales Trader

 Daniela Valle +1 (212) 6267014  
 Cassandra Voss +1 (212) 6267048

### BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar

Rio de Janeiro RJ - Brasil

Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355