

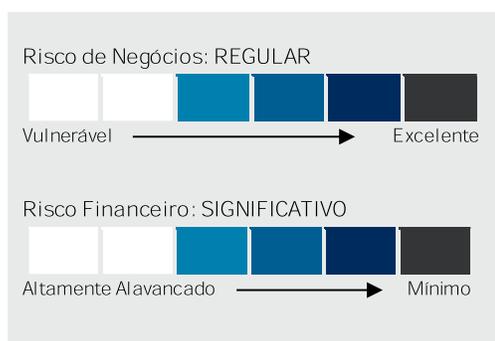
S&P Global Ratings

Análise Detalhada

Natura & Co Holding S.A.

14 de abril de 2022

Resumo de Classificação de Ratings



ANALISTA PRINCIPAL

Flávia Bedran
São Paulo
55 (11) 3039-9758
flavia.bedran
@spglobal.com

CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

Luciano Gremone
Buenos Aires
54 (11) 4891-2143
luciano.gremone
@spglobal.com

Rating de Crédito de Emissor

Natura & Co Holding S.A.

Escala Global

BB/Estável/--

Escala Nacional Brasil

brAAA/Estável/--

Destaques da Análise de Crédito

Resumo

Principais pontos fortes	Principais riscos
Inovação de produtos e canais de vendas diversificados.	Possíveis riscos associados a conflitos no Leste Europeu, considerando a atuação da Natura&Co neste mercado.
Diversificação geográfica, com liderança na participação de mercado na América Latina, juntamente com um forte portfólio de marcas.	Economia global mais fraca e a alta inflação estão pressionando as margens, aumentando a estrutura de custos e limitando a capacidade da Natura&Co de ajustar os preços.
Balanco patrimonial robusto e sólida posição de liquidez.	

Condições econômicas mais fracas e pressões inflacionárias desafiam a recuperação das margens.

Acreditamos que a inflação alta e a economia mais fraca podem limitar a capacidade da Natura & Co Holding S.A. (Natura&Co) de ajustar os preços e, conseqüentemente, impedir um aumento das margens nos próximos 12 meses. Os custos de insumos como óleo de palma, resinas plásticas, celulose e papel, usados para produzir produtos básicos de consumo, aumentaram. Os consumidores trocaram alguns produtos de marca por genéricos, e a demanda por produtos discricionários, como cosméticos, diminuiu, embora a demanda por itens de higiene continue forte. Apesar desses fatores, a Natura&Co registrou margem EBITDA de 10% em 2021, sustentada por uma política financeira mais rígida, mudanças estruturais, principalmente na Avon International Inc., e sinergias sobretudo na América Latina. Considerando o impulso dessas sinergias, esperamos que as margens consolidadas da empresa fiquem próximas de 11% em 2022 e 2023.

O reposicionamento da marca, melhorias de eficiência e recuperação de margem da subsidiária Avon continuam sendo riscos.

A Avon Products Inc. (Avon; BB-/Estável/--) registrou margens EBITDA ajustadas de apenas 2,1% em 2021, prejudicada pelos custos de reestruturação; maiores despesas com vendas, gerais e administrativas (SG&A) para renovar sua marca; e os efeitos persistentes da pandemia em suas vendas diretas. Além disso, o recente conflito Rússia-Ucrânia e as sanções relacionadas levaram a aumentos nos preços de energia e commodities, o que postergará ainda mais a recuperação das operações internacionais da Avon – a Rússia representa de 5% a 10% das receitas da empresa. A Avon suspendeu as exportações da Rússia e está avaliando os embarques do país para outros mercados, mas mantém os esforços para que sua fábrica russa siga operacional. No entanto, a empresa pode transferir seu portfólio de fragrâncias - produzido na fábrica russa - para uma nova unidade na Polônia, o que aumenta ainda mais os custos. Agora esperamos que suas margens melhorem para 5%-7% em 2022. Em 2023, projetamos margens mais próximas de 10%, à medida que o plano de recuperação evolua, os custos de reestruturação se diluam e as sinergias ganhem força.

Balanco patrimonial e liquidez robustos suportam a qualidade de crédito.

A Natura&Co possui um balanço patrimonial sólido para enfrentar as atuais condições voláteis e financiar sua estratégia de crescimento. A empresa encerrou dezembro de 2021 com uma posição de caixa de R\$ 4 bilhões e dívida líquida ajustada sobre EBITDA de 2,4x. Esperamos que a empresa use os recursos de seu recente bond anunciado para amortizar os bonds da Avon, reduzindo as necessidades de refinanciamento nos próximos 24 meses. O grupo mantém seus esforços para otimizar sua estrutura de capital. A Natura&Co resgatou aproximadamente US\$750 milhões em

debêntures e notas promissórias e, em 2021, a Natura Cosméticos concluiu a oferta de notas vinculadas a metas de sustentabilidade no valor principal total de US\$1,0 bilhão com instrumento de proteção cambial, garantido pela Natura&Co.

Vemos a Avon como uma subsidiária estrategicamente importante para a Natura&Co. Acreditamos que a Avon é importante para a estratégia de longo prazo do grupo, improvável de ser vendida e que receberia suporte extraordinário do grupo nas circunstâncias mais previsíveis. No entanto, a extensão do suporte do grupo ainda não está totalmente clara, o que impede uma categoria de suporte mais alta e nos impede de equiparar nossos ratings da Avon com os da Natura&Co.

Perspectiva

A perspectiva estável dos nossos ratings da Natura&Co reflete nossa expectativa de que o grupo preservará suas métricas de crédito e seu colchão de liquidez saudável, mesmo em meio aos efeitos da inflação e volatilidade de preços em função do conflito no Leste Europeu. Para 2022, projetamos para a empresa um índice de dívida sobre EBITDA próximo de 3x e geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida em torno de 33%.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os ratings atribuídos à Natura&Co nos próximos 12-24 meses se observarmos mudanças significativas no mercado europeu com repercussões globais, demanda mais fraca do que esperávamos e/ou maiores necessidades de capital de giro, que pressionem suas métricas de crédito. Além disso, um rebaixamento seria possível se a Natura & Co mantivesse uma abordagem mais agressiva em relação às aquisições ou remuneração dos acionistas, ou se a qualidade de crédito do grupo piorasse diante de um consumo de caixa contínuo da Avon. Nesses cenários, provavelmente veríamos:

- Dívida consolidada sobre EBITDA próximo a 4,0x e FFO sobre dívida abaixo de 20%, de forma consistente;
- Posição de liquidez mais fraca e, portanto, margens de cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) mais apertadas na subsidiária Natura Cosméticos S.A. (Natura; BB/Estável/- e brAAA/Estável/--), o que também limitaria nossa capacidade de avaliar a Natura&Co acima de nossos ratings do Brasil.

Um rebaixamento dos ratings da Natura&Co levaria à mesma ação de rating para suas subsidiárias. Em relação aos perfis de crédito individuais (SACPs - *stand-alone credit profiles*) das subsidiárias:

- Poderíamos revisar para baixo o SACP da Natura Cosméticos se observássemos dívida sobre EBITDA próximo a 4,0x e FFO sobre dívida abaixo de 20%, de forma consistente.
- Poderíamos revisar para baixo o SACP da Avon se sua dívida sobre EBITDA permanecesse acima de 5,0x em 2022 e 2023 e FFO sobre dívida abaixo de 12%.

Cenário de elevação

Uma ação de rating positiva para a Natura&Co resultaria de uma melhora muito mais forte do que o esperado nos negócios da Avon, que aumentaria as margens consolidadas e o EBITDA ao criar sinergias, apesar da concorrência e das oscilações cambiais. Nesse cenário, esperaríamos que a Natura&Co mantivesse sua dívida sobre EBITDA abaixo de 2,0x e FFO sobre dívida acima de 45%, e melhorasse o fluxo de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) sobre dívida consistentemente acima de 15%. Também esperamos que a empresa sustente seu colchão de

liquidez saudável, baixa volatilidade de margem e capacidade de suportar um default hipotético do Brasil.

Uma elevação dos nossos ratings da Natura&Co levaria à mesma ação de rating para suas subsidiárias. Em relação aos SACPs das subsidiárias:

- Poderíamos revisar para cima o SACP da Natura Cosméticos se a empresa mantivesse um histórico mais longo de dívida sobre EBITDA abaixo de 2,0x, FFO sobre dívida acima de 45% e FOCF acima de 15%, em meio a rentabilidade estável, mesmo enquanto continua buscando crescimento.
- Poderíamos revisar para cima o SACP da Avon se observarmos dívida sobre EBITDA próximo a 4,0x, cobertura de juros-caixa pelo FFO consistentemente acima de 2,0x, menor volatilidade e um perfil de amortização de dívida gerenciável.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- Contração consolidada da receita em reais de cerca de 1% em 2022, impulsionada principalmente pela queda na receita da Avon devido à queda no número de representantes de vendas, e crescimento de receita de 4% em 2023;
- Receita das operações latino-americanas da Natura&Co (incluindo o Brasil) crescendo 2%-3% em 2022 e 2023;
- Receita internacional da Avon caindo cerca de 12,5% em 2022, mas crescendo 6,0% em 2023;
- Margem EBITDA consolidada da Natura&Co entre 9%-11% em 2022 e 2023;
- Margens EBITDA da Avon de 3%-4% em 2022, prejudicadas por vendas mais baixas, e depois se recuperando gradualmente a partir de 2023;
- Investimentos (capex) consolidados de R\$ 1,1 bilhão em 2022 e R\$ 1,4 bilhão-R\$ 1,6 bilhão nos anos seguintes. O capex menor este ano deve-se a uma política de gastos mais restritiva para tentar proteger as margens, principalmente no curto prazo;
- Pagamento de dividendos de 30% do lucro líquido da empresa.

Principais Métricas

Natura&Co Holding					
R\$ milhões	2020R	2021R	2022P	2023P	2024P
Receita	37	40	39-42	41-44	42-45
EBITDA	3,5	3,9	3,7-4,2	4,5-5,0	5,3-5,8
Margem EBITDA (%)	9,5	9,7	9,5-9,7	10,9-10,2	12,4-12,7
Geração interna de caixa (FFO)	2,4	2,2	2,5-3,0	3,2-3,7	4,1-4,6
Investimentos (capex)	0,6	1,4	1,1-1,3	1,4-1,6	1,5-1,7
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	0,6	(1,5)	0,9-1,2	1,4-1,8	2,2-2,6
Dívida/EBITDA (x)	1,9	2,4	2,6-3,1	2,1-2,6	1,6-2,1
FFO/dívida (%)	31	21	24-29	33-38	46-51
Cobertura de juros pelo FFO (x)	2,9	3,2	3,1-3,6	3,9-4,4	5,1-5,6
FOCF/dívida (%)	8	(15)	9-14	15-20	25-30

*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings.

r-Realizado

p-Projetado

Natura Cosméticos					
R\$ milhões	2020R	2021R	2022P	2023P	2024P
Receita	18	20	22-26	23-27	24-28
EBITDA	3,5	3,7	3,9-4,4	4,5-5,0	4,7-5,2
Margem EBITDA (%)	19	18	17-19	19-21	19-21
Geração interna de caixa (FFO)	2,7	2,2	2,9-3,4	3,4-3,9	3,6-4,1
Investimentos (capex)	0,4	0,9	0,7-1,0	0,9-1,2	1,0-1,3
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	2,5	(0,6)	1,6-2,1	2,3-2,8	2,5-3
Dívida/EBITDA (x)	1,6	1,8	1,7-2,1	1,5-1,9	1,4-1,9
FFO/dívida (%)	50	34	43-48	49-53	53-57
Cobertura de juros pelo FFO (x)	5,9	4,6	4,5-5	5,4-5,9	5,8-6,4
FOCF/dívida (%)	46	(1,0)	25-30	33-38	36-41

*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings.

r-Realizado

p-Projetado

Avon Products Inc.					
R\$ milhões	2020R	2021R	2022P	2023P	2024P
Receita	3.625	3.404	3.200-3.400	3.300-3.500	3.500-3.700
EBITDA	90	73	134-140	188-200	296-310
Margem EBITDA (%)	2,5	2,1	4,1-4,5	5,6-6	8,4-8,9
Geração interna de caixa (FFO)	(101)	(26)	52-57	120-125	215-220
Investimentos (capex)	44	68	65-70	83-86	86-90
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	(287,9)	(289,1)	(44,3)	31-33	104-108
Dívida/EBITDA (x)	9,8	11	4,1-5	3-4	1,9-3
FFO/dívida (%)	(11)	(3,1)	9,6-12	22-24	38-42
Cobertura de juros pelo FFO (x)	0,4	0,6	1,6-2	2,9-4	4,3-5
FOCF/dívida (%)	(32,4)	(34,6)	(8,1-9)	5,7-7	18-20

*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings.

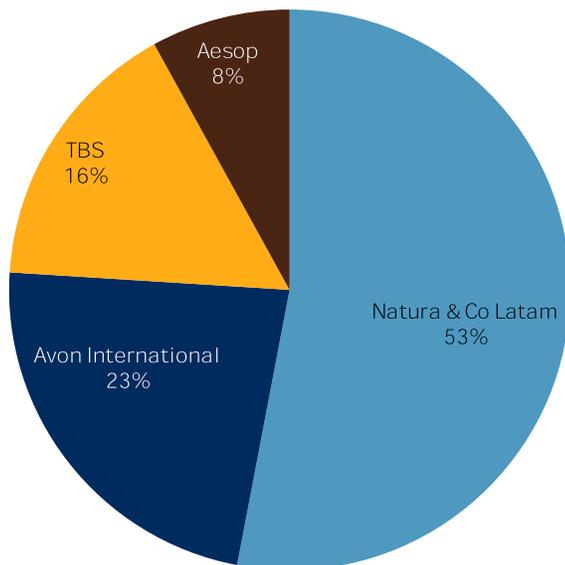
r-Realizado

p-Projetado

Descrição da Empresa

A Natura&Co é o quarto maior grupo cosmético global, com receita anual de R\$ 40 bilhões e EBITDA de R\$ 4,1 bilhões em 2021. O grupo controla a Natura Cosméticos S.A. e a Avon Products Inc. e possui as marcas Natura, Avon, Aesop e The Body Shop (TBS). O grupo atua em mais de 100 países em todos os continentes, com posição de liderança no Brasil, e possui uma ampla diversificação de portfólio, com ofertas para diversos níveis de clientes e canais. O grupo possui marcas fortes e posição de liderança no modelo de venda direta de cosméticos, com mais de 6 milhões de representantes e mais de 3.000 lojas globalmente.

Gráfico 1 – Composição da receita
Em dezembro de 2021



Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Comparação com os pares

Selecionamos como pares da Natura&Co dois líderes de mercado com métricas financeiras muito fortes: a L'Oréal S.A. (L'Oréal) e Estée Lauder Cos. Inc. (The) (Estée Lauder).

A L'Oréal (AA/Estável/A-1+) é a maior empresa de beleza e cuidados pessoais do mundo, com participação estimada de 14,2% de mercado em 2021, além de uma sólida diversificação por categoria de produto, marca, região e preço. A empresa se recuperou rapidamente após a pandemia, com forte crescimento no e-commerce. Assim como a Natura&Co, aproveitou bem seus canais digitais, aumentando seu lucro operacional em cerca de 11% em relação ao período pré-pandemia. Além disso, em 2021, a L'Oréal conseguiu controlar seu fluxo de caixa graças à sua alavancagem operacional e ao uso prudente de capex.

A Estée Lauder (A+/Estável/A-1) também está solidamente posicionada na indústria global de beleza, especialmente quando se trata de produtos premium. Assim como para a Natura&Co, a inflação tem sido um fator de aumento do custo dos produtos básicos de consumo. No entanto, considerando a posição da Estée Lauder no mercado superpremium e sua demografia alvo, não acreditamos que o aumento da inflação interfira significativamente em seu crescimento.

Também consideramos a Coty Inc. (Coty; B/Estável/-) como par. A Coty, juntamente com suas subsidiárias, fabrica, distribui e comercializa produtos de beleza em todo o mundo. Entre os pares selecionados, consideramos que as métricas da Coty são as mais fracas, uma vez que seus concorrentes têm portfólios de produtos mais fortes com melhores perspectivas de crescimento devido ao maior volume de vendas em mercados emergentes. A L'Oréal, Estée Lauder e Natura também se beneficiam de um histórico de inovação de produtos e métricas de crédito mais robustas.

Comparação com os pares	Natura & Co Holding S.A.	Coty Inc.	Estée Lauder Cos. Inc. (The)	L'Oréal S.A.
	BB/Estável/--	B/Estável/--	A+/Estável/A-1	AA/Estável/A-1+
Rating de emissor em moeda estrangeira	BB/Estável/--	B/Estável/--	A+/Estável/A-1	AA/Estável/A-1+
Rating de emissor em moeda local	BB/Estável/--	B/Estável/--	A+/Estável/A-1	AA/Estável/A-1+
Rating de emissor na Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--	-	-	-
Período	Anual	Anual	Anual	Anual
Exercício findo em	31-12-2021	30-06-2021	30-06-2021	31-12-2021
Milhões	R\$	R\$	R\$	R\$
Receita	40.165	23.224	81.337	177.827
EBITDA	4.183	3.286	21.349	42.429
Geração interna de caixa (FFO)	2.203	1.749	16.866	33.861
Juros	858	1.643	1.167	588
Juros-caixa pagos	1.004	1.457	1.152	206
Fluxo de caixa operacional (OCF - operating cash flow)	(114)	1.683	20.252	40.996
Investimentos (capex)	1.479	872	3.195	6.177
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	(1.593)	811	17.057	34.819
Fluxo de caixa discricionário (DCF - discretionary cash flow)	(1.768)	760	9.563	20.902
Caixa e investimentos de curto prazo	5.986	1.272	24.870	40.695
Caixa disponível bruto	5.986	1.272	24.870	40.695
Divida	10.147	36.108	24.966	0
Patrimônio líquido	28.567	15.388	34.852	184.222
Margem EBITDA (%)	10,4	14,1	26,2	23,9
Retorno sobre capital (%)	4,0	0,1	36,4	16,6
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	4,9	2,0	18,3	72,2
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	3,2	2,2	15,6	165,5
Divida/EBITDA (x)	2,4	11,0	1,2	0,0
FFO/divida (%)	21,7	4,8	67,6	N.S.
OCF/divida (%)	(1,1)	4,7	81,1	N.S.
FOCF/divida (%)	(15,7)	2,2	68,3	N.S.
DCF/divida (%)	(17,4)	2,1	38,3	N.S.

N.S.: Não Significativo

Risco de Negócios

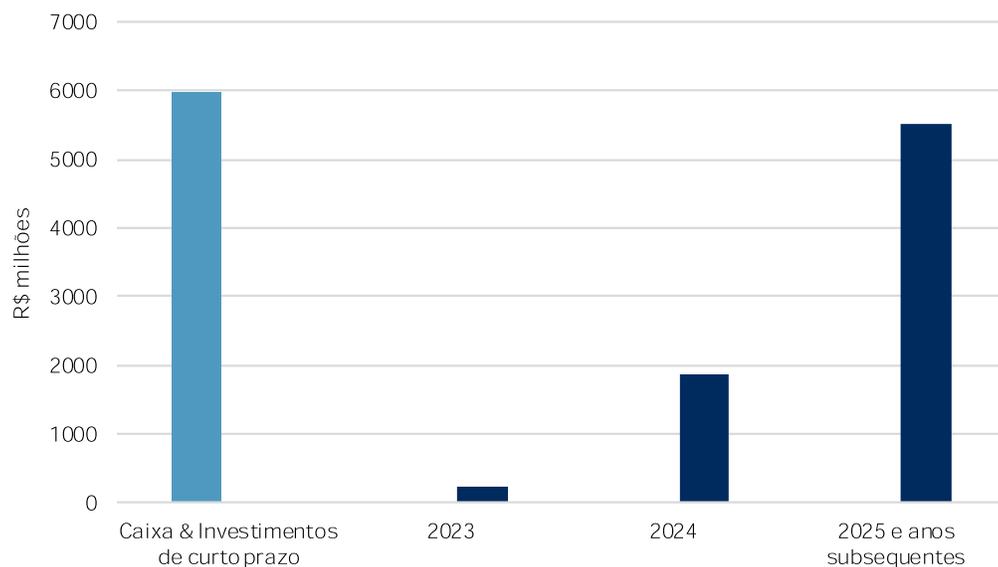
As margens da Natura&Co estão expostas à alta inflação e crescimento econômico mais fraco no momento, dificultando o ajuste de preços. A empresa está exposta às economias emergentes, que respondem por cerca de 50% das receitas do grupo. Essas economias apresentam volatilidade historicamente maior do que os países em desenvolvimento, mas também têm perspectivas de crescimento mais fortes. Além disso, as margens EBITDA de 10%-13% da Natura&Co – afetadas principalmente pela consolidação da Avon – estão abaixo da média da indústria e destacam os desafios de eficiência operacional da empresa. A Avon ainda apresenta rentabilidade fraca, embora esperemos uma melhora nos próximos anos à medida que a empresa executa seu plano de recuperação e acelera a digitalização de sua plataforma, suportada pela expertise da Natura&Co.

Os canais de vendas da empresa têm apresentado forte diversificação nos últimos anos, com destaque para a expansão dos canais digitais. Na Avon International, a adoção do aplicativo de vendas “Avon On” pelos representantes de vendas cresceu consistentemente nos últimos trimestres. Na Natura América Latina, os pedidos nas lojas online das consultoras em 2021 ficaram acima dos níveis de 2019. Além dessas iniciativas, o &Co Pay, sistema próprio de pagamentos e crédito do grupo, foi beneficiado pela adoção do serviço de pagamentos instantâneos (Pix) do Banco Central do Brasil, que impulsionou a receita. Outro ponto forte é o foco contínuo da Natura na inovação de produtos. Até o final de 2021, a empresa havia desenvolvido brindes de final de ano aprimorados em todas as marcas, como os Calendários do Advento da The Body Shop e kits de presentes Natura e Aesop vinculados a instituições beneficentes. O grupo também lançou uma marca de cuidados pessoais zero plástico, com embalagens veganas, fórmulas naturais e recicláveis. Essa iniciativa pode atrair novos clientes que valorizam produtos com menor impacto ambiental e destaca o foco da Natura em inovação sustentável.

Risco Financeiro

A potencial volatilidade, decorrente dos riscos de execução para recuperar as operações da Avon e dos riscos associados à pandemia, pesa no perfil de risco financeiro da Natura&Co. No entanto, também consideramos as medidas anticíclicas adotadas pela empresa, incluindo a redução dos pagamentos de dividendos e uma oferta *follow-on* para conter a alavancagem, enquanto busca o crescimento global. Nosso cálculo da posição de dívida inclui o arrendamento operacional reportado de acordo com o IFRS 16.

Gráfico 2 – Cronograma de amortização de dívida
Em dezembro de 2021



Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Vencimentos de dívida

Resumo Financeiro					
	Ano fiscal findo em 31 de dezembro de				
	2021	2020	2019*	2018*	2017*
Moeda	R\$ milhões				
Receitas	40.165	36.922	32.942	34.966	28.790
EBITDA	4.183	4.001	3.628	3.876	3.629
Geração interna de caixa (FFO)	2.203	2.412	1.815	1.948	2.221
Despesas com juros	859	1.352	1.204	1.401	1.095
Juros-caixa pagos	1.004	1.258	1.275	1.319	882
Fluxo de caixa operacional (OCF)	(114)	1.286	1.794	1.730	2.548
Investimentos (capex)	1.479	674	814	852	685
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	(1.593)	611	981	877	1.863
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	(1.768)	529	788	664	1.735
Caixa e investimentos de curto prazo	5.986	8.342	8.161	4.493	6.591
Caixa disponível bruto	5.986	8.342	8.161	4.493	6.591
Dívida	10.147	7.611	11.745	13.706	13.015
Patrimônio líquido	28.567	27.387	1.729	(898)	(733)
ÍNDICES AJUSTADOS					
Crescimento de receita anual (%)	8,8	12,1	(5,8)	21,5	N.S.
Margem EBITDA (%)	10,4	10,8	11,0	11,1	12,6
Retorno sobre capital (%)	4,0	5,4	15,6	18,6	17,6
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	4,9	3,0	3,0	2,8	3,3
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	3,2	2,9	2,4	2,5	3,5
Dívida/EBITDA (x)	2,4	1,9	3,2	3,5	3,6
FFO/dívida (%)	21,7	31,7	15,5	14,2	17,1
OCF/dívida (%)	(1,1)	16,9	15,3	12,6	19,6
FOCF/dívida (%)	(15,7)	8,0	8,3	6,4	14,3
DCF/dívida (%)	(17,4)	6,9	6,7	4,8	13,3

N.S.: Não Significativo

Reconciliação

Reconciliação dos valores reportados pela Natura & Co Holding S.A. com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ milhões)

	Divida	Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	Lucro operacional	Despesas de juros	EBITDA ajustado pela S&PGR	Fluxo de caixa operacional	Dividendos	Capex
Exercício fiscal	31 de dezembro de 2021									
Montantes reportados pela empresa	12.717	28.546	40.165	3.910	1.118	845	4.183	(114)	0	1.479
Impostos-caixa pagos	-	-	-	-	-	-	(977)	-	-	-
Impostos-caixa pagos - Outros	-	-	-	-	-	-	(1.004)	-	-	-
Juros capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Juros-caixa pagos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Arendamentos operacionais	3.548	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Obrigações de benefícios pós-emprego /remuneração diferida	0	-	-	14	14	14	-	-	-	-
Caixa acessível e investimentos líquidos	(5.986)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Despesas de remuneração baseada em ações	-	-	-	228	-	-	-	-	-	-
Resultado (despesa) não operacional	-	-	-	-	304	-	-	-	-	-
Participação de não controladores/Participação minoritária	-	21	-	-	-	-	-	-	-	-
Divida: Hedge cambial	(379)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Divida: Outros	247	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Divida: Derivativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Divida: Opção de venda (put) de participações minoritárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Divida: Passivos tributários	-	-	-	4	4	-	-	-	-	-
EBITDA - Ganhos/(Perdas) com venda de imobilizado (PP&E)	-	-	-	28	28	-	-	-	-	-
EBITDA - Outros	-	-	0	274	349	14	(1.980)	0	0	0
Ajustes totais	(2.570)	21								
Ajustes da S&P Global Ratings		Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	EBIT	Despesas de Juros	FFO	OCF	Dividendos	Capex
	10.147	28.567	40.165	4.183	1.467	858	2.203	(114)	0	1.479

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Natura&Co como adequada. Estimamos o índice de fontes de caixa sobre usos em torno de 1,6x nos próximos 12 meses, e esperamos que as fontes líquidas permaneçam positivas mesmo que o EBITDA caia 15% em relação à nossa projeção. A Natura&Co dispõe de uma posição de caixa significativa, fortalecida pela linha de crédito rotativo, e possui um perfil de amortização de dívida bastante estável. Seu próximo vencimento significativo são as notas 2023 da Avon, totalizando US\$460 milhões. Também consideramos que a Natura&Co possui um relacionamento bem estabelecido com bancos e alta reputação nos mercados de crédito, evidenciado por sua contínua capacidade de acesso aos mercados de capitais de ações e dívidas.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa de R\$ 4 bilhões em 31 de dezembro de 2021;
- FFO de R\$ 2,5 bilhões nos próximos 12 meses.

Principais usos de liquidez:

- Saídas de capital de giro de R\$ 342 milhões nos próximos 12 meses;
- Capital de giro sazonal de R\$ 700 milhões para o próximo ano;
- Capex de R\$ 1,1 bilhão nos próximos 12 meses;
- Pagamento de dividendos de R\$ 182 milhões para 2022.

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Exigências

A Natura&Co e a Avon não possuem *covenants* financeiros em suas dívidas. O cálculo do *covenant* exclui o impacto do IFRS 16, com obrigações de arrendamento reportadas de R\$ 3,5 bilhões ao final de 2021.

Expectativa de cumprimento

A debênture de emissão da Natura Cosméticos está sujeita a um *covenant* de dívida líquida sobre EBITDA de 3,0x, o que pode levar a uma aceleração da dívida. Esperamos que a empresa cumpra o *covenant* com um colchão superior a 30% no próximo ano.

Fatores Ambientais, Sociais e de Governança (ESG - *Environmental, Social, and Governance*)

Natura&Co Holding e Natura Cosméticos

Indicadores de crédito ESG

E-1	E-2	E-3	E-4	E-5	S-1	S-2	S-3	S-4	S-5	G-1	G-2	G-3	G-4	G-5
-----	------------	-----	-----	-----	-----	------------	-----	-----	-----	-----	------------	-----	-----	-----

Os indicadores de crédito ESG oferecem divulgação e transparência adicionais no nível da entidade e refletem a opinião da S&P Global Ratings sobre a influência que os fatores ambientais, sociais e de governança têm em nossa análise de ratings. Eles não são um rating de sustentabilidade ou uma avaliação de ESG da S&P Global Ratings. A extensão da influência desses fatores se reflete em uma escala alfanumérica de 1-5 em que 1= positiva, 2= neutra, 3= moderadamente negativa, 4= negativa e 5= muito negativa. Para mais informações, veja nosso comentário "Definições e aplicação dos indicadores de crédito ESG", publicado em 13 de outubro de 2021.

Os fatores ESG são uma consideração neutra em nossa análise de rating de crédito da Natura&Co.

Avon Products Inc.

Indicadores de crédito ESG

E-1	E-2	E-3	E-4	E-5	S-1	S-2	S-3	S-4	S-5	G-1	G-2	G-3	G-4	G-5
- N/A					- N/A					- Gestão de risco, cultura e supervisão				

Os indicadores de crédito ESG oferecem divulgação e transparência adicionais no nível da entidade e refletem a opinião da S&P Global Ratings sobre a influência que os fatores ambientais, sociais e de governança têm em nossa análise de ratings. Eles não são um rating de sustentabilidade ou uma avaliação de ESG da S&P Global Ratings. A extensão da influência desses fatores se reflete em uma escala alfanumérica de 1-5 em que 1= positiva, 2= neutra, 3 = moderadamente negativa, 4 = negativa e 5 = muito negativa. Para mais informações, veja nosso comentário "Definições e aplicação dos indicadores de crédito ESG", publicado em 13 de outubro de 2021.

Os fatores de governança são uma consideração moderadamente negativa em nossa análise de rating de crédito da Avon Products Inc., enquanto os fatores ambientais e sociais são uma consideração neutra. O desempenho operacional historicamente mais fraco da Avon comparado com o de seus pares, que levou a sucessivos planos de recuperação e mudanças na estratégia de suas marcas e produtos, bem como a falta de uma estratégia de portfólio de longo prazo, prejudicaram o reconhecimento da marca da empresa. Esperamos que essas falhas diminuam com a integração da Avon nas operações da Natura&Co, com os primeiros sinais de um desempenho operacional mais forte em meio a ganhos de sinergia e menores custos de reestruturação.

Influência do Grupo

A Natura&Co é a controladora em última instância e única acionista da Natura Cosméticos S.A. e da Avon Products Inc. As subsidiárias são entidades juridicamente independentes, sem garantia cruzada de dívida entre elas. Vemos a Natura Cosméticos como uma entidade core, refletindo sua importância para o grupo – representando cerca de 80%-90% do EBITDA total e contribui com o fluxo de caixa –, seu papel integral na estratégia de negócios e vínculos de reputação. Além disso, a Natura&Co garante as notas 2028 da Natura Cosméticos, o que destaca o compromisso do grupo em fornecer suporte à Natura Cosméticos. Portanto, o perfil de crédito do grupo influencia o rating da Natura Cosméticos.

Vemos a Avon como uma subsidiária estrategicamente importante para a Natura&Co. Acreditamos que a Avon é importante para a estratégia de longo prazo do grupo, improvável de ser vendida e que receberia suporte extraordinário do grupo nas circunstâncias mais previsíveis. No entanto, a extensão do suporte do grupo não é totalmente clara, o que impede uma categoria de suporte mais alta e nos impede de equalizar os ratings. Devido ao seu status estrategicamente importante, o rating 'BB-' da Avon está dois degraus acima de seu SACP 'b'.

Ratings Acima do Soberano

Testamos a capacidade da Natura&Co de resistir a um cenário de default soberano para podermos avaliá-la acima de nosso rating 'BB-' em moeda estrangeira no Brasil. Testamos um default do Brasil por ser o único país ao qual a empresa tem mais de 25% de exposição, mesmo considerando as operações da The Body Shop.

No teste de estresse, presumimos:

- PIB do Brasil caindo 10% nos próximos 12 meses, afetando os volumes nacionais;
- Inflação de cerca de 18% naquele ano, elevando custos e despesas com vendas, gerais e administrativas;
- Capacidade limitada de ajustar preços;
- Um corte (*haircut*) de 10% no caixa e nos depósitos bancários e de 70% nos investimentos de curto prazo mantidos no Brasil;

- Desvalorização cambial de 50%, afetando os custos indexados ao dólar e a dívida e caixa mantidos em moeda estrangeira;
- Capex no nível de manutenção;
- Taxas de juros duplicando para a dívida indexada à taxa variável.

Os consideráveis montantes de fluxos de caixa e de caixa fora do Brasil e um cronograma de vencimento de dívida baixo para os próximos 12 meses permitem que a Natura&Co passe no teste de estresse. Isso significa que suas fontes de liquidez superam os usos em mais de 1x no ano estressado.

Ratings de Emissão - Análise de Recuperação

Principais fatores analíticos

A estrutura de capital do grupo em dezembro de 2021 incluía principalmente:

- Notas *unsecured* de US\$500 milhões a 5% com vencimento em 2023 (US\$460 milhões em circulação) emitidas pela Avon Products Inc.
- Notas *unsecured* no valor de US\$250 milhões a 6,95% com vencimento em 2043 (US\$ 213 milhões em circulação) emitidas pela Avon Products Inc.
- Notas *unsecured* de US\$32,6 milhões emitidas pela Avon Products Inc.
- Debêntures locais *unsecured* de R\$ 1,9 bilhão emitidas pela Natura Cosméticos, com vencimento em 2022 e 2024.
- Notas promissórias de R\$ 279 milhões emitidas pela Natura Cosméticos com vencimento em 2022.
- Linha de crédito (*facility agreement*) de R\$ 526 milhões da The Body Shop.
- Notas *senior unsecured* vinculadas a metas de sustentabilidade de US\$1,0 bilhão (cerca de R\$ 5,5 bilhões) emitidas pela Natura Cosméticos.

Consideramos que após um processo hipotético de default, o grupo seria reestruturado e continuaria a operar, gerando maior valor aos credores, versus um cenário de liquidação. Avaliamos a Natura Cosméticos usando um múltiplo de 6,0x aplicado ao nosso EBITDA de nível de emergência projetado de R\$ 1,0 bilhão, chegando a um valor de empresa (EV - *enterprise value*) estressado de R\$ 6,3 bilhões. Avaliamos a Avon usando um múltiplo de 5,5x aplicado ao nosso EBITDA de nível de emergência projetado de US\$173 milhões, chegando a um EV estressado de US\$910 milhões. O múltiplo da Avon é inferior ao da Natura Cosméticos, pois a Avon ainda enfrenta uma difícil recuperação operacional.

Também consideramos as novas notas *senior unsecured* emitidas pela Natura&Co Luxembourg. As novas notas são garantidas pela controladora, Natura&Co, e pela Natura Cosméticos. Portanto, a perspectiva de recuperação dessas notas se beneficiará do valor residual da Avon que seria transferido para a Natura&Co. No entanto, a principal perspectiva de recuperação decorre da garantia da Natura Cosméticos, principal geradora de caixa do grupo – dada a garantia, consideramos que as novas notas serão classificadas *pari passu* à dívida *unsecured* da Natura Cosméticos.

Default simulado e premissas de avaliação

- Ano simulado do default: 2027 para Natura Cosméticos e 2025 para Avon
- Múltiplo EBITDA: 6,0x para Natura Cosméticos e 5,5x para Avon
- EBITDA de emergência: R\$ 1,3 bilhão para Natura Cosméticos e R\$ 110 milhões (cerca de R\$ 550 milhões) para Avon

Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)

- Valor líquido de recuperação: R\$ 10,6 bilhões (R\$ 3 bilhões da Avon e R\$ 7,5 bilhões da Natura Cosméticos)
- Dívida *unsecured* da Avon: US\$728 milhões (cerca de R\$ 3,9 bilhões)
- Expectativa de recuperação da dívida *unsecured* da Avon: 50%-70% (estimativa arredondada: 65%)
- Dívida *secured* na Natura Cosméticos e posição de dívida nas subsidiárias da Natura Cosméticos: R\$ 540 milhões
- Dívidas *unsecured* da Natura Cosméticos (debêntures, linhas de capital de giro e notas *unsecured*): R\$ 7,2 bilhões
- Expectativa de recuperação para as dívidas *unsecured* da Natura Cosméticos: 50%-70% (estimativa arredondada: 65%)

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

Ratings de crédito de emissor	
Escala global	BB/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de Negócios	Regular
Risco País	Moderadamente alto
Risco da indústria	Baixo
Posição competitiva	Regular
Risco Financeiro	Significativo
Fluxo de caixa/alavancagem	Significativo
Ancora	bb
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutro (sem impacto)
Estrutura de capital	Neutra (sem impacto)
Política financeira	Neutra (sem impacto)
Liquidez	Adequada (sem impacto)
Administração e governança	Regular (sem impacto)
Análise de ratings comparáveis	Neutra
Perfil de crédito individual (SACP)	bb

Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos Critérios e, por isso, devem ser lidos em conjunto com tais Critérios. Consulte os Critérios de Rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site www.capitaliq.com. Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em www.standardandpoors.com. Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [Critério Geral: Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011

Artigo

- [Definições de Ratings da S&P Global Ratings](#)

Tabela de Ratings Detalhada (Em 14 de abril de 2022)*	
Natura & Co Holding S.A.	
Ratings de Crédito de Emissor	
<i>Escala global</i>	BB/Estável/--
<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAAA/Estável/--
Histórico dos Ratings de Crédito de Emissor	
21 de abril de 2021	BB/Estável/--
<i>Escala Nacional Brasil</i>	
21 de abril de 2021	brAAA/Estável/--
Entidades Relacionadas	
Avon International Operations Inc.	
Ratings de Crédito de Emissor	BB-/Estável/--
Avon Products Inc.	
Ratings de Crédito de Emissor	BB-/Estável/NR
Notas Senior Unsecured	
Natura & Co Luxembourg Holding	
Notas Senior Unsecured	BB
Natura Cosméticos as	
Ratings de Crédito de Emissor	
<i>Escala global</i>	BB/Estável/--
<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAAA/Estável/--
Debêntures Senior Unsecured	
<i>Escala Nacional Brasil</i>	brAAA

*A menos que observado em contrário, os ratings neste relatório referem-se a ratings na escala global. Os ratings de crédito da S&P Global Ratings na escala global são comparáveis entre países. Os ratings de crédito da S&P Global Ratings em escala nacional referem-se a devedores ou obrigações de um país específico. Ratings de emissão ou de dívidas podem incluir dívidas garantidas por outra entidade e dívidas avaliadas garantidas por uma entidade.

Copyright © 2022 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZAÇÃO, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus websites www.spglobal.com/ratings/pt/ (gratuito) e www.ratingsdirect.com (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em www.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGSDIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.