

SLC Agrícola

01 de junho de 2018

Commodities - Agronegócios

Marcio Montes, CNPI
Analista
mcmontes@bb.com.br

Atualização de Preço: recorde de produtividade na soja e arrendamento de terras trazem boas perspectivas para 2018

Revisamos nossas estimativas para a SLC Agrícola (SLCE3), atribuindo a recomendação *Outperform* e elevando nosso preço-alvo 18E para R\$ 50/ação. A companhia continua sendo uma de nossas *top picks* para 2018 e já apresenta forte valorização no preço de suas ações ao longo de 2018 (+80%). No 1T18, a companhia divulgou a finalização da colheita de soja da safra 2018/19, com a produtividade divulgada superando as expectativas em 11,8%. Outro fato a ser considerado foi a conclusão do arrendamento de terras divulgado pela companhia em fato relevante, o que eleva o portfólio de terras da SLC em 26,1 mil hectares (40,0 mil hectares de área cultivada). Uma vez que as terras arrendadas são desenvolvidas, os resultados desse arrendamento serão incorporados às receitas da companhia já ao longo de 2018. No curto prazo, a instabilidade política e econômica local deverão continuar afetando o mercado de renda variável como um todo. Contudo, os *drivers* de crescimento da SLC apresentam-se positivos para o ano de 2018.

Após uma safra 2015/16 desafiadora, onde um intenso El Niño causou perdas médias de 20% na produtividade esperada pela companhia, a SLC decidiu modificar sua estratégia de crescimento agressivo para o foco em produtividade e rentabilidade. O resultado dessa estratégia apresentou-se acertado já na safra 2016/17, uma vez que a companhia registrou elevada produtividade em suas lavouras, não só pelas técnicas de cultivo aplicadas, mas também pelas condições climáticas favoráveis do período, levando a companhia a atingir resultado recorde. Outro fator que colaborou para um lucro líquido robusto foi a venda de 11,6 mil hectares por R\$ 176,7 milhões, anunciada em 20 de dezembro de 2017.

Em seu *release* do 1T18, a companhia apresentou seu quadro atualizado da área plantada, registrando 404,5 mil hectares para safra 2017/18, acréscimo de 2,9% a/a, com crescimento de 8,8% a/a no algodão, 7,0% a/a no milho e estabilidade na cultura da soja. Outras culturas deverão ser reduzidas em 34% a/a, em linha com a estratégia de foco em produtividade e rentabilidade das principais culturas desenvolvidas: algodão, soja e milho. Durante o 1T18, a companhia finalizou a colheita da soja da safra 2018/19, sendo que produtividade obtida superou em 11,8% aquilo que havia sido planejado, em função de boas condições climáticas. Consequentemente, acreditamos que as culturas de algodão e milho possam apresentar produtividade além do apontado pela SLC, o que deverá incrementar ainda mais as receitas e resultados ao longo do ano. Outros fatores que poderão incrementar as receitas da companhia são: (i) a quebra de safra ocorrida na Argentina, e (ii) as divergências comerciais entre Estados Unidos e China, assuntos que têm proporcionado elevações nos preços da soja e do milho.

Visando manter as receitas e custos dentro dos parâmetros traçados em seu plano estratégico, a SLC negocia hedge de moedas e commodities. No 1T18, as posições da companhia registravam operações protegendo 93,3% das operações cambiais, 99,1% do algodão, 78,7% da soja e 59,6% do milho a serem comercializados (antes do arrendamento acima descrito).

Endividamento. A retomada da economia local vem permitindo a redução sistemática das taxas de juros. A SLC, visando reduzir suas despesas financeiras e alongar o perfil de suas dívidas, analisa os diversos produtos disponibilizados pelo mercado. Nesse sentido, em 30 de novembro de 2017, a companhia anunciou uma operação de CRA no valor de R\$ 200 milhões e, no 1T18, anunciou o pré-pagamento de R\$ 129,1 milhões de dívidas em taxas acima do patamar que julgou adequado. O múltiplo DL/EBITDA no 1T18 atingiu 1,14x em função dessas estratégias.

Vendas e arrendamento de terras. Dentre os objetivos estratégicos da SLC, constam a compra, transformação, venda e arrendamento de terras. Nesse sentido, a companhia possui expectativas de negociar a venda de cerca de 10,0 mil hectares por ano. No entanto, diante da atual situação econômica do país e do atual maior nível de endividamento das empresas, observamos uma menor dinâmica de negociações de terras. Apesar disso, em 20 de dezembro, a companhia anunciou a venda de 11,6 mil hectares, com o respectivo arrendamento das mesmas. Quanto ao arrendamento de terras e o foco na sua estratégia de maximização de retorno aos seus acionistas, em 28 de maio de 2018, a SLC publicou fato relevante anunciando o arrendamento de 26,1 mil hectares na região dos estados de Mato Grosso e Goiás, onde pretende plantar algodão, soja e milho, o que amplia a área cultivada em cerca de 40,0 mil hectares, com capex relacionado somente a máquinas, pois as terras já são desenvolvidas e as instalações da propriedade estão inclusas no arrendamento. Além disso, a área plantada junta-se à área cultivada já divulgada pela SLC para a safra 2018/19, com expectativa de alta produtividade.

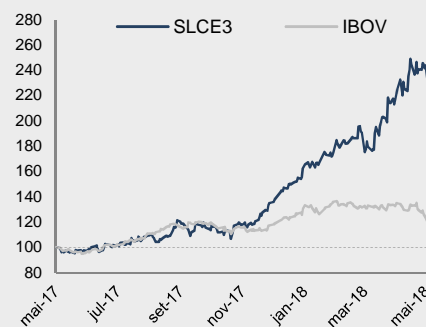
R\$ milhões	1T18	1T17	a/a	2017	2016	a/a
Receita Líquida	662,7	459,1	44,3%	2.219,9	1.659,6	33,8%
Ativos biológicos	-239,4	-109,4	118,9%	-361,8	-57,7	527,1%
Receita Líquida (Ajustada)	423,3	349,7	21,0%	1.858,1	1.601,9	16,0%
Lucro Bruto	314,5	185,0	70,0%	677,3	246,5	174,8%
Margem Bruta (%)	74,3%	52,9%	21,4 p.p.	36,5%	15,4%	21,1 p.p.
EBITDA (Ajustado)	150,5	123,5	21,9%	738,6	249,1	196,5%
Margem EBITDA (%)	35,6%	35,3%	0,2 p.p.	39,8%	15,6%	24,2 p.p.
Lucro Líquido	169,3	83,9	101,6%	369,3	15,6	2267,3%
Margem Líquida	40,0%	24,0%	16,0 p.p.	19,9%	1,0%	18,9 p.p.
Dívida Líquida	874,9	829,8	5,4%	828,8	852,9	-2,8%
Div.Liq./EBITDA (Ajustado)	1,1x	3,2x	-2,0x	1,1x	3,4x	-2,3x

Fonte: SLC e BB Investimentos

SLCE3	Outperform
Preço em 30/05/2018 (R\$)	45,3
Preço para 12/2018 (R\$)	50,0
Upside	10,4%
Market Cap (R\$ milhões)	4.244
Varição 1 mês	6,4%
Varição 12 meses	150,7%
Varição 2018	78,4%
Mín. 52 sem.	17,2
Máx. 52 sem.	48,0

R\$ milhões	2017	2018E	2019E
Receita Líquida	2.220	2.363	2.560
EBITDA (aj.)	650	894	862
Lucro Líquido	369	422	391

Múltiplos	2017	2018E	2019E
EV/EBITDA	8,2	6,0	6,2
P/E	12,7	11,1	12,0
LPA (R\$)	3,9	4,5	4,2



Fonte: Economática e BB Investimentos

Riscos à tese do investimento. Entre os fatores que podem frustrar nossas expectativas em relação ao crescimento da SLC, destacamos: (i) perdas relacionadas às condições climáticas no país; (ii) redução da demanda global pelas commodities negociadas pela companhia; (iii) aumento nos preços dos insumos utilizados pela companhia; (iv) aumento das taxas de juros no país; e (v) efeitos cambiais contrários às posições mantidas pela SLC.

Financiais (R\$ mil)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Receita Líquida	2.219.901	2.363.270	2.560.494	2.602.556	2.701.473
EBIT Ajustado	593.453	797.538	761.273	691.646	695.129
EBITDA Ajustado	650.412	893.645	862.240	797.955	806.983
Dívida Bruta	1.589.174	1.469.507	1.384.264	1.335.916	1.317.772
Dívida Líquida	839.846	675.322	765.279	733.071	774.624
Margem Bruta (%)	30,5%	42,5%	38,5%	35,4%	34,5%
Margem EBITDA Ajustado (%)	29,3%	37,8%	33,7%	30,7%	29,9%
Margem Líquida (%)	16,6%	17,8%	15,3%	13,3%	12,7%
ROE (%)	13,7%	14,6%	12,8%	10,8%	10,3%
EV / EBITDA	8,2	6,0	6,2	6,7	6,6
P / L	12,7	11,1	12,0	13,5	13,6
LPA	3,9	4,5	4,2	3,7	3,7

Índices de Estrutura	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Dívida Curto Prazo / Dívida Total (%)	54%	54%	54%	54%	54%
Dívida / Dívida + PL (%)	37%	34%	31%	29%	28%
Participação Capital de Terceiros (%)	49%	46%	45%	43%	43%
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado	1,3x	0,8x	0,9x	0,9x	1,0x
Dívida Bruta / EBITDA Ajustado	2,4x	1,6x	1,6x	1,7x	1,6x

DRE (R\$ mil)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Receita Líquida	2.219.901	2.363.270	2.560.494	2.602.556	2.701.473
(-) CPV	-1.542.605	-1.357.711	-1.573.840	-1.681.828	-1.768.553
Lucro Bruto	677.296	1.005.559	986.654	920.729	932.919
Despesas Operacionais	-83.843	-208.020	-225.381	-229.083	-237.790
(-) Vendas	-90.206	-124.205	-134.571	-136.781	-141.980
(-) Gerais e administrativas	-73.050	-71.266	-77.214	-78.482	-81.465
(-) Outras	79.413	-12.549	-13.596	-13.819	-14.344
EBIT Ajustado	593.453	797.538	761.273	691.646	695.129
(+) Resultado Financeiro	-92.463	-158.874	-168.436	-167.775	-174.184
EBT	500.990	638.664	592.837	523.870	520.946
(-) IR + CSLL	-131.728	-217.146	-201.565	-178.116	-177.121
Resultado Líquido	369.262	421.518	391.272	345.754	343.824

Fonte: SLC e BB Investimentos

Balanco Patrimonial (R\$ mil)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Ativo	5.293.685	5.375.723	5.536.169	5.659.344	5.832.164
Circulante	2.250.339	2.246.665	2.315.063	2.333.356	2.398.796
Caixa e Equivalentes de Caixa	749.328	794.185	618.985	602.845	543.149
Contas a Receber	304.718	226.797	245.724	249.761	259.253
Estoques	569.524	579.392	671.623	717.706	754.715
Ativos biológicos	522.997	552.962	677.614	660.265	734.993
Outros ativos	103.772	93.329	101.118	102.779	106.685
Não Circulante	3.043.346	3.129.058	3.221.105	3.325.988	3.433.368
Realizável a Longo Prazo	182.726	189.451	197.502	205.404	213.623
Investimentos	202.243	202.243	202.243	202.243	202.243
Imobilizado	2.647.977	2.726.964	2.810.960	2.907.940	3.007.102
Intangível	10.400	10.400	10.400	10.400	10.400
Passivo	5.293.685	5.375.723	5.536.169	5.659.344	5.832.164
Circulante	1.662.232	1.625.340	1.648.356	1.636.921	1.661.798
Empréstimos e Financiamentos	860.976	796.143	749.960	723.767	713.937
Adiantamentos de Clientes	98.652	88.284	95.651	97.223	100.918
Fornecedores	424.041	511.394	554.072	563.174	584.579
Obrig. sociais, trabalhistas e fiscais	91.115	40.691	44.087	44.811	46.514
Provisões	2.446	20.037	21.709	22.066	22.905
Outras obrigações	185.002	168.790	182.876	185.880	192.945
Não Circulante	929.626	867.304	836.486	822.421	822.520
Empréstimos e Financiamentos	728.198	673.364	634.303	612.149	603.835
Outros LP	201.428	193.940	202.183	210.272	218.685
Patrimônio líquido	2.701.827	2.883.080	3.051.327	3.200.001	3.347.846

Fonte: SLC e BB Investimentos

Valor da Firma 2018E (R\$ milhões)		Valuation Assumptions	
Valor total para a firma	5.360	Beta (Alavancado)	0,76
Dívida Líquida	-675	WACC	9,8%
Valor para os acionistas	4.685	Taxa livre de risco	4,9%
Número de ações (milhões)	93.694	Prêmio de Mercado	4,6%
Valor justo por ação ON	50,0	Crescimento na perpetuidade	4,0%

Análise de sensibilidade

g \ wacc	Preço alvo 18E				
	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%
3,0%	53	49	46	43	40
3,5%	56	52	48	44	41
4,0%	60	55	50	46	43
4,5%	65	58	53	48	45
5,0%	70	62	56	51	47

g \ wacc	EV/EBITDA 18E				
	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%
3,0%	6,4	5,9	5,5	5,2	4,9
3,5%	6,7	6,2	5,8	5,4	5,1
4,0%	7,1	6,5	6,0	5,6	5,2
4,5%	7,5	6,8	6,3	5,8	5,4
5,0%	8,1	7,3	6,6	6,1	5,7

Fonte: BB Investimentos

INFORMAÇÕES RELEVANTES

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

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

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

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

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

Informações Relevantes – Analistas

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

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

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

Analistas	Items		
	3	4	5
Márcio de Carvalho Montes			

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

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

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

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

RATING

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

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

Av. Paulista, 1.230 – 9º andar

São Paulo (SP) - Brazil

+55 (11) 4298-7000

Diretor	Gerente Executivo
Fernando Campos	Denisio Augusto Liberato

Gerentes da Equipe de Pesquisa

Estratégia - Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	Análise de Empresas - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
--	---

Renda Variável

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

Bancos e Serviços Financeiros

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

Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	Papel e Celulose
	Gabriela E Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

Bens de Capital

Viviane Silva viviane.silva@bb.com.br	Imobiliário
	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br

Utilities

Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	Varejo
	Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br

Alimentos e Bebidas

Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Fabio Cardoso fcardoso@bb.com.br
---	-------------------------------------

	Transporte e Logística
	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

Macroeconomia e Estratégia de Mercado

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

Equipe de Vendas

Investidor Institucional bb.distribuicao@bb.com.br	Varejo acoos@bb.com.br
--	----------------------------------

Gerente - Antonio Emilio Ruiz Bianca Onuki Nakazato Bruno Finotello Daniel Frazatti Gallina Denise Rédua de Oliveira Edger Euber Rodrigues Elisangela Pires Chaves Fábio Caponi Bertoluci Henrique Reis Marcela Andressa Pereira	Gerente - Mario D'Amico Fabiana Regina de Oliveira Sandra Regina Saran
--	---

BB Securities - London

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

London EC2N 1ER - UK

+44 (207) 3675800

Managing Director

Admilson Monteiro Garcia +44 (207) 3675801

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853

Melton Plummer +44 (207) 3675843

Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Carla Sarkis Teixeira +1 (646) 845-3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

Institutional Sales - Fixed Income

Fabio Frazão +1 (646) 845-3716

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

Managing Director

Marcelo Sobreira +65 6420-6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

Institutional Sales

Zhao Hao +65 6420-6582