

# SLC Agrícola

4 de abril de 2017

## Resultado 2016 e atualização de preço: Negativo. Problemas climáticos frustram expectativas

A SLC encerrou 2016 com lucro líquido de R\$ 15 milhões, mostrando recuperação ante aos resultados adversos registrados nos 9M16 (-R\$ 98,4 milhões), devido a perdas em suas principais culturas durante a safra (algodão, milho e soja) decorrentes do pior El Niño dos últimos 50 anos. Conforme divulgado pela companhia, as vendas e os resultados positivos das operações de hedge no último trimestre foram os destaques positivos do período. Em 2016, a receita líquida caiu 5,8% a/a para R\$ 1,7 bilhão, o CPV cresceu 6,4% a/a para R\$ 1,4 bilhão, resultando em um lucro bruto de R\$ 246,5 milhões (-43,1% a/a), enquanto o EBITDA foi reduzido em 26,7% para R\$ 249,1 milhões, com margem EBITDA de 15,6% (-7,3 p.p.).

**Contexto operacional.** Em decorrência dos efeitos negativos do El Niño, a companhia apresentou menor disponibilidade de seus produtos, com a consequente redução nas vendas de algodão (-6,2% a/a), caroço de algodão (-9,6% a/a) e soja (-15,0% a/a) ao longo de 2016. Esses declínios foram parcialmente compensados pela elevação nos preços médios em reais em 15,2% a/a, 28,7% a/a e 23,7% a/a, respectivamente. A exceção foi o milho, que cresceu 3,0% a/a em volume e 44,6% a/a no preço médio. Como resultado, a receita líquida total caiu 5,8% a/a, chegando a R\$ 1,7 bilhão. Na direção oposta, os custos anuais cresceram 6,4% a/a, para R\$ 1,4 bilhão. O CPV/tonelada de algodão cresceu 33,7% a/a, o caroço de algodão 69,0% a/a, a soja 29,8% a/a e o milho 27,4% a/a. O EBITDA do período caiu 26,7% a/a, para R\$ 249,1 milhões e a margem EBITDA terminou em 15,6% (-730 bps a/a).

**Despesas com vendas, gerais e administrativas.** As despesas de vendas atingiram R\$ 97,6 milhões (+6,1% a/a) em 2016. No período, a empresa incluiu o frete no preço de venda do milho (como nova política de preços), devido (i) à recente queda observada no preço do frete e (ii) tentativa de melhorar a rentabilidade nas negociações do milho. No mesmo período, as despesas gerais e administrativas totalizaram R\$ 45,7 milhões (-4,15%).

**Endividamento.** A dívida total aumentou 1,2% a/a para R\$ 1,9 bilhão. A companhia também apresentou perdas com derivativos no valor de R\$ 99,8 milhões. Apesar da piora no desempenho operacional, as reduções de capex e opex contribuíram positivamente para a estabilização da Dívida Líquida / EBITDA em 3,4x (3,2x em 2015).

**Programa de recompra de ações.** Nos últimos doze meses as ações da companhia subiram 10,2%, enquanto a alta do IBOV foi de 37,7%. Nesse sentido, e visando a elevação do retorno a seus investidores, em 16 de março a SLC anunciou fato relevante aprovando a recompra de até 2,5 milhões de ações para posterior cancelamento. Segundo a empresa, o atual preço de mercado da SLCE3 não corresponde ao potencial da companhia, ao mesmo tempo em que melhora a criação de valor a seus acionistas.

**Outlook.** Consideramos o resultado de 2016 da SLC como negativo, uma vez que os desafios enfrentados pela empresa no período frustraram nossas expectativas iniciais. Embora os números apresentados sejam inferiores ao ano anterior, a estratégia adotada pelo management visando enfrentar os efeitos do El Niño foram determinantes em evitar perdas consideráveis no período. Para a próxima temporada, a SLC pretende elevar sua área plantada em 4,7%, para cerca de 395 mil ha, com crescimento de dois dígitos na produtividade de todas as suas culturas. Esta expectativa é corroborada pela previsão de safra recorde feita pela Conab. Para os próximos trimestres, destacamos alguns pontos positivos a serem observados: (i) perspectivas de melhores condições climáticas para a próxima safra, (ii) aumento da área plantada da SLC, (iii) elevação esperada na produtividade em todas as culturas da companhia, com a respectiva maior diluição de custos, e (iv) contínua elevação na demanda mundial por algodão, milho e soja.

Não podemos deixar de mencionar o hedge cambial à taxa média de R\$ 3,56/US\$, aliado ao hedge de algodão em US\$ 73,9 c/lp, além do hedge de soja a US\$ 10,6/bushel, os quais deverão impulsionar os resultados da companhia.

Atualizamos nossas estimativas para a SLC Agrícola visando incorporar o atual guidance da companhia, sua cobertura de hedge, bem como os atuais preços de mercado das commodities. Como resultado, decidimos manter nossa recomendação Outperform para SLCE3, com um preço-alvo YE17 de R\$ 22,5/ação.

R\$ milhões	4T16	4T15	a/a	2016	2015	a/a
Receita Líquida	629,6	583,6	7,9%	1.659,6	1.761,6	-5,8%
Lucro Bruto	204,8	117,8	73,9%	246,5	433,1	-43,1%
Margem Bruta (%)	32,5%	21,3%	11,2 p.p.	15,4%	28,2%	-12,8 p.p.
EBITDA Ajustado	249,1	339,7	-26,7%	249,1	339,7	-26,7%
Margem EBITDA – Aj. (%)	15,6%	22,9%	-7,3 p.p.	15,6%	22,9%	-7,3 p.p.
Lucro Líquido	114,0	35,3	222,8%	15,6	121,2	-87,1%
Margem Líquida (%)	18,1%	6,1%	12,1 p.p.	0,9%	6,9%	-5,9 p.p.
Dívida Líquida	852,9	1.093,8	-22,0%	852,9	1.093,8	-22,0%
Dív. Líquida / EBITDA-Aj.	3,4x	3,2x	0,2x	3,4x	3,2x	0,2x

Fonte: SLC e BB Investimentos

### Commodities - Agronegócios

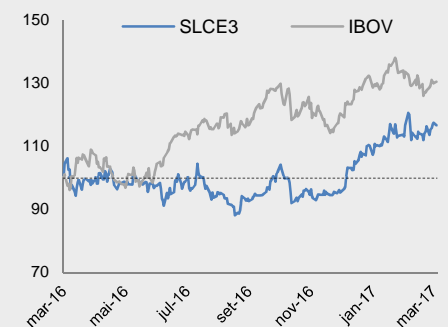
Marcio Montes, CNPI  
Analyst  
mcmontes@bb.com.br

SLCE3	Outperform
Preço em 03/04/2017 (R\$)	17,7
Preço-alvo 12/2017 (R\$)	22,5
Upside	27,1%
Valor de Mercado (R\$ milhões)	1.720
Varição 1 mês	0,0%
Varição UDM	11,6%
Varição 2017	22,3%
Min. 52 sem. (R\$)	13,3
Máx. 52 sem. (R\$)	18,6

Valuation	R\$ milhões
Valor da Firma 2017e	3.024
Dívida Líquida 2017e	-835
Valor para o acionista 2017e	2.188
Número de Ações (mil)	97.155
WACC	11,5%
Crescimento na Perpetuidade (g)	3,0%

R\$ milhões	2017E	2018E	2019E
Receita Líquida	1.907	1.942	2.116
EBITDA	312	339	385
Lucro Líquido	112	114	135

Múltiplos	2017E	2018E	2019E
EV/EBITDA	9,7x	8,9x	7,9x
P/E	19,5x	19,2x	16,2x
LPA (R\$)	1,2	1,2	1,4



Fonte: Economática e BB Investimentos

<b>Financiais (R\$ mil)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
Receita Líquida	1.761.581	1.659.649	1.906.816	1.942.318	2.115.785
EBIT Ajustado	285.497	110.315	206.791	232.314	273.738
EBITDA Ajustado	339.740	249.109	312.368	338.509	384.811
Dívida Bruta	1.878.877	1.901.245	1.727.899	1.570.358	1.427.180
Dívida Líquida	1.177.417	836.739	835.184	825.480	789.081
Margem Bruta (%)	24,6%	14,9%	21,4%	22,5%	22,5%
Margem EBITDA Ajustado (%)	19,3%	15,0%	16,4%	17,4%	18,2%
Margem Líquida (%)	6,9%	0,9%	5,9%	5,9%	6,4%
ROE (%)	5,1%	0,6%	4,1%	4,1%	4,7%
EV / EBITDA	8,9	12,1	9,7	8,9	7,9
P / L	18,1	139,9	19,5	19,2	16,2
LPA	1,2	0,2	1,2	1,2	1,4

<b>Índices de Estrutura</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
Dívida Curto Prazo / Dívida Total (%)	50%	61%	61%	61%	61%
Dívida / Dívida + Patr. Líquido (%)	44%	42%	39%	36%	33%
Participação Capital de Terceiros (%)	55%	52%	50%	48%	46%
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado	3,5x	3,4x	2,7x	2,4x	2,1x
Dívida Bruta / EBITDA Ajustado	5,5x	7,6x	5,5x	4,6x	3,7x

<b>DRE (R\$ mil)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.761.581</b>	<b>1.659.649</b>	<b>1.906.816</b>	<b>1.942.318</b>	<b>2.115.785</b>
(-) CPV	-1.328.460	-1.413.181	-1.499.174	-1.505.414	-1.640.343
<b>Lucro Bruto</b>	<b>433.121</b>	<b>246.468</b>	<b>407.642</b>	<b>436.905</b>	<b>475.442</b>
Despesas Operacionais	-147.624	-136.153	-200.851	-204.590	-201.704
(-) Vendas	-92.070	-97.589	-117.382	-119.567	-109.088
(-) Administrativas	-47.710	-45.733	-67.482	-68.739	-74.878
(-) Outras	-7.844	7.169	-15.987	-16.284	-17.739
<b>EBIT Ajustado</b>	<b>285.497</b>	<b>110.315</b>	<b>206.791</b>	<b>232.314</b>	<b>273.738</b>
(+) Resultado Financeiro	-118.844	-114.476	-36.924	-60.060	-69.053
<b>EBT</b>	<b>166.653</b>	<b>-4.161</b>	<b>169.867</b>	<b>172.254</b>	<b>204.686</b>
(-) IR + CSLL	-45.483	19.802	-57.755	-58.566	-69.593
<b>Resultado Líquido</b>	<b>121.170</b>	<b>15.641</b>	<b>112.112</b>	<b>113.688</b>	<b>135.092</b>

Fonte: SLC e BB Investimentos

Balanco Patrimonial (R\$ mil)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Ativo</b>	<b>5.309.633</b>	<b>5.453.376</b>	<b>5.427.659</b>	<b>5.381.137</b>	<b>5.420.700</b>
<b>Circulante</b>	<b>2.176.848</b>	<b>2.332.168</b>	<b>2.286.204</b>	<b>2.209.045</b>	<b>2.179.557</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	701.460	1.064.506	892.714	744.878	638.099
Contas a Receber	228.024	85.575	180.151	183.505	199.894
Estoques	728.192	486.425	644.263	646.945	704.930
Impostos a Recuperar	423.705	521.174	486.724	549.833	545.258
Outros Ativos	95.467	174.488	82.351	83.884	91.376
<b>Não Circulante</b>	<b>3.132.785</b>	<b>3.121.208</b>	<b>3.141.455</b>	<b>3.172.092</b>	<b>3.241.143</b>
Outros LP	276.030	223.375	231.372	241.806	252.711
Investimentos	93.350	210.644	210.644	210.644	210.644
Imobilizado	2.760.438	2.683.944	2.696.194	2.716.396	2.774.542
Intangível	2.967	3.245	3.245	3.245	3.245
<b>PASSIVO</b>	<b>5.309.633</b>	<b>5.453.376</b>	<b>5.427.659</b>	<b>5.381.137</b>	<b>5.420.700</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>1.747.970</b>	<b>1.838.376</b>	<b>1.809.616</b>	<b>1.727.995</b>	<b>1.710.045</b>
Empréstimos e financiamentos	931.732	1.155.641	1.050.275	954.516	867.488
Adiantamentos de clientes	110.401	19.285	74.500	75.887	82.664
Fornecedores	398.860	439.735	481.742	490.712	534.537
Obrigações sociais e trabalhistas	20.465	23.303	25.143	25.611	27.899
Obrigações fiscais	20.415	15.022	20.357	20.736	22.588
Outros	266.097	185.390	157.598	160.532	174.869
<b>Não Circulante</b>	<b>1.169.400</b>	<b>986.114</b>	<b>903.672</b>	<b>852.084</b>	<b>806.588</b>
Empréstimos e financiamentos	947.145	745.604	677.624	615.841	559.692
Outros LP	222.255	240.510	226.048	236.243	246.897
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>2.392.263</b>	<b>2.628.886</b>	<b>2.714.372</b>	<b>2.801.058</b>	<b>2.904.066</b>

Fonte: SLC e BB Investimentos

Valor da Companhia 2017E (R\$ milhões)		Premissas do Valuation	
FCFF	3.024	Beta	0,93
Dívida Líquida	-835	WACC	11,0%
Valor para os acionistas	2.188	Taxa livre de risco	5,0%
Número de ações (mil)	97.155	Prêmio de Mercado	4,5%
Valor justo por ação	22,5	Crescimento na perpetuidade	3,0%

### Análise de Sensibilidade

g \ wacc	Preço-alvo YE17				
	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
2,0%	24,5	22,2	20,2	18,4	16,8
2,5%	26,0	23,5	21,3	19,4	17,6
3,0%	27,7	24,9	22,5	20,4	18,5
3,5%	29,6	26,5	23,9	21,6	19,5
4,0%	31,8	28,4	25,4	22,9	20,7

g \ wacc	EV/EBITDA 17E				
	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
2,0%	10,3	9,6	9,0	8,4	7,9
2,5%	10,8	10,0	9,3	8,7	8,1
3,0%	11,3	10,4	9,7	9,0	8,4
3,5%	11,9	10,9	10,1	9,4	8,7
4,0%	12,6	11,5	10,6	9,8	9,1

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. 18 da ICVM 483, 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.

### 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.

Analysts	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**

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar

Rio de Janeiro (RJ) - Brasil

+55 (21) 38083625

<b>Diretor</b>	<b>Gerente Executiva</b>
Fernando Campos	Fernanda Peres Arraes
<b>Equipe de Pesquisa</b>	
<b>Gerente</b> - Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	<b>Analista Chefe</b> - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
<b>Renda Variável</b>	
<b>Agronegócios</b>	<b>Alimentos e Bebidas</b>
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br
<b>Bancos e Serviços Financeiros</b>	<b>Siderurgia e Mineração</b>
Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	Gabriela Cortez gabrielaeacortez@bb.com.br
Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br	<b>Óleo e Gás</b>
Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br
<b>Bens de Capital</b>	<b>Papel e Celulose</b>
Fabio Cardoso fcardoso@bb.com.br	Gabriela Cortez gabrielaeacortez@bb.com.br
<b>Educação</b>	<b>Imobiliário</b>
Victor Penna victor.penna@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
<b>Utilities</b>	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	<b>Varejo</b>
Viviane Silva viviane.silva@bb.com.br	Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br
	<b>Transporte e Logística</b>
	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br
<b>Macroeconomia e Estratégia de Mercado</b>	<b>Renda Fixa</b>
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
<b>Equipe de Vendas</b>	<b>Varejo</b>
<b>Investidor Institucional</b> bb.distribuicao@bb.com.br	ações@bb.com.br
<b>Gerente</b> - 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	<b>Gerente</b> - Mario D'Amico Bruno Henrique de Oliveira Fabiana Regina de Oliveira

**BB Securities - Londres**

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

London EC2N 1ER - UK

+44 (207) 3675800

**Managing Director**

Admilson Monteiro Garcia +44 (207) 3675801

**Deputy Managing Director**

Selma Cristina da Silva +44 (207) 3675802

**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 Plumber +44 (207) 3675843

Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

**Trading**

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

**Head of M&A**

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

**Banco do Brasil Securities LLC - Nova Iorque**

535 Madison Avenue 34th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

**Managing Director**

Daniel Alves Maria +1 (646) 845-3710

**Deputy Managing Director**

Carla Sarkis Teixeira +1 (646) 845-3710

**Institutional Sales - Equity**

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

**Institutional Sales - Fixed Income**

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

**DCM**

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

**Syndicate**

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

**Sales**

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

**BB Securities Asia Pte Ltd - Cingapura**

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**

Paco Zayco +65 6420-6571

Zhao Hao +65 6420-6582