

## Resultados trimestrais

**BRF**
**2T18: a caminho da recuperação depois de atingir o fundo do poço**

A BRF reportou resultados negativos no 2T18 que parece ser o pior do ano, a nosso ver. A receita líquida foi afetada positivamente pelos maiores volumes (4% a/a), que compensaram a queda de 2% a/a nos preços médios. Nesse sentido, destacamos como positivo o desempenho no Brasil onde o volume aumentou 8,6% a/a. Como resultado, a receita aumentou 2% a/a e chegou a R\$ 8,2 bl (em linha com nossas estimativas e 1% abaixo do consenso). Por outro lado, o CPV aumentou 15% a/a, como esperávamos, impulsionado principalmente pelo aumento dos preços dos grãos, juntamente com: (i) R\$ 246 ml vinculados à operação "Trapaça"; (ii) R\$ 60 ml da greve dos caminhoneiros; (iii) R\$ 127 ml relacionados ao plano de reestruturação; e (iv) R\$ 185 ml em *hedge accounting*. Assim, e adicionado a incrementos em SG&A como resultado de maiores investimentos em marketing associados à Copa do Mundo e despesas logísticas, o EBITDA ajustado caiu substancialmente 47% a/a para R\$ 373 ml (4% abaixo de nossas estimativas e 5% acima do consenso), enquanto a margem EBITDA caiu para 4,6%, de 9,8% no 2T17. Adicionalmente, o resultado também foi negativamente impactado por maiores despesas financeiras induzidas pela variação cambial na política de hedge. Portanto, a BRF acabou com uma perda de R\$ 1,6 bilhão.

**Brasil: os volumes seguiram a tendência positiva do último trimestre, enquanto os custos pressionaram as margens.** No Brasil, o contínuo aumento no número de pontos de vendas, que atingiu 195 mil (+ 14% a/a) no 2T, impulsionou os volumes de in natura (+ 23% a/a) e alimentos processados (+ 3% y/y). Portanto, a queda de 4% a/a nos preços médios observada no trimestre foi totalmente compensada e a receita atingiu R\$ 3,7 bl (+ 4% a/a). No entanto, os maiores custos e despesas (acima mencionados) afetaram o EBITDA que caiu significativamente 59% a/a para R\$ 183 ml, com uma margem de 5% contra 12,7% no 2T17. A nosso ver, a unidade Brasil pode continuar apresentando melhora no top line, dado (i) o foco da empresa em execução comercial e nível de serviço, que aumentou o número de clientes e a participação de mercado (48,8% no 2T18 contra 45,9% no 2T17); e (ii) ajustes nos preços, conforme anunciados pela companhia e já observados em julho.

**Mantemos nosso preço alvo para Dez/18 para BRFS3 em R\$ 35 / ação e recomendação de Outperform.** Para o próximo trimestre, ainda vemos as margens sendo pressionadas pelo aumento de custos e despesas relacionadas a (i) preços de grãos mais altos na comparação anual; (ii) impactos da greve dos caminhoneiros e do plano de reestruturação; e (iii) estratégia de hedge. Por outro lado, destacamos como positivo o anúncio do *management* de aumentar o EBITDA em torno de R\$ 515 milhões em 2018 e R\$ 1,2 bl em 2019, como resultado das iniciativas da empresa para ganhar eficiência e compensar os efeitos negativos mencionados acima. Tudo considerado, ainda estamos otimistas em relação à criação de valor e à desalavancagem à frente, também por trás do desinvestimento de ativos anunciado em junho que deve gerar ~ R\$ 5,0 bilhões em dinheiro, trazendo alavancagem para um nível mais confortável.

**Highlights**

R\$ milhões	2T18	2T17	a/a	1T18	t/t
Receita líquida	8.181	8.027	1,9%	8.203	-0,3%
Lucro bruto	661	1.483	-55,4%	1.537	-57,0%
Margem bruta (%)	8,1%	18,5%	-10,4 p.p.	18,7%	-10,7 p.p.
EBITDA Ajustado	373	704	-47,0%	802	-53%
Margem EBITDA (%)	4,6%	8,8%	-4,2 p.p.	9,8%	-5,2 p.p.
Lucro líquido	(1.574)	(166)	n.a.	(114)	n.a.
Margem líquida (%)	-19,2%	-2,1%	-17,2 p.p.	-1,4%	-17,9 p.p.

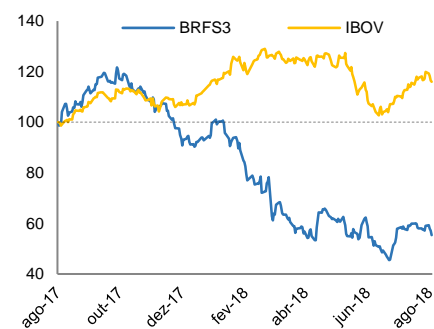
Fonte: BRF e BB Investimentos

**BRFS3**

Rating	Outperform
Preço-alvo - 2018E	35,00
Preço da ação - 09/08/2018	21,84
Upside	60%

**Trading data**

em 09/08/2018		
Valor de Mercado	R\$ milhões	17.715
Variação 1 mês	%	-4.2%
Variação UDM	%	-44.5%
Variação 2018	%	-40.3%
Min. 52 sem.	R\$	17.83
Máx. 52 sem.	R\$	48.80


**Valuation**

		2018e
Valor da Firma	R\$ milhões	43.126
Dívida Líquida	R\$ milhões	14.672
Valor para o acionista	R\$ milhões	28.454
Número de ações	# milhões	811
Perpetuidade (g)	%	5,0

**Múltiplos**

		2018e	2019e	2020e
EV/EBITDA		10,5x	8,3x	7,2x
P/L		n.a.	67,6x	33,0x
Dividend Yield		n.a.	0,6%	1,3%
LPA	R\$	-0,24	0,32	0,66

**Luciana Carvalho**  
 Analista Sênior  
[luciana\\_cv@bb.com.br](mailto:luciana_cv@bb.com.br)

**Unidades internacionais: valorização do dólar beneficiou top line, Halal surpreendeu positivamente, mas outras divisões internacionais desapontaram.** A Halal continuou sendo ajudada por melhorias no equilíbrio entre oferta e demanda, e o foco da empresa em canais mais rentáveis e ganho de eficiência. Como resultado, observamos um aumento em ambos os volumes, de 14% a/a e preço médio, em 17% a/a, o que levou o EBITDA a R\$ 186 ml, com uma margem de 8,8% de 1,9% no 2T17. Seguindo uma direção oposta, a Ásia decepcionou e apresentou seu pior desempenho, impulsionado pelo impacto negativo de estoques elevados no Japão, que pressionaram os preços médios (-14% a/a) e levaram o EBITDA a atingir apenas R\$ 10 milhões, enquanto a margem caiu para 1,0% de 15,9% no 2T17. Em nossa opinião, a divisão internacional ainda pode enfrentar um cenário desafiador à frente devido (i) à restrição mantida da Europa e da Rússia; (ii) tarifas impostas pela China provavelmente limitando volumes; e (iii) uma nova exigência do mercado da Arábia Saudita, impactando negativamente as vendas.

#### Endividamento

R\$ milhões	2T18	a/a	t/t
Dívida Bruta	23.235	-4,0%	9,1%
Dívida Líquida	15.696	13,8%	12,0%
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado	5,69x	0,79x	1,25x

Fonte: BRF e BB Investimentos

## Anunciado versus Estimado

## DRE

R\$ Milhões	2T18a	2T18e	a/e	2T17a	a/a
<b>Receita Líquida</b>	<b>8.181</b>	<b>8.122</b>	<b>0,7%</b>	<b>8.027</b>	<b>1,9%</b>
Lucro Bruto	661	1.436	-54,0%	1.646	-60%
Lucro Líquido	1.574	-299	n.a.	-166	n.a.
<b>EBITDA Ajustado</b>	<b>373</b>	<b>388</b>	<b>-3,8%</b>	<b>704</b>	<b>-47%</b>

## Margens

%	2T18a	2T18e	a/e	2T17a	a/a
Margem Bruta	8,1%	17,7%	-9,6 p.p.	20,5%	-12,4 p.p.
Margem EBITDA	4,6%	4,8%	-0,2 p.p.	8,8%	-4,2 p.p.
Margem Líquida	19,2%	-3,7%	22,9 p.p.	-2,1%	21,3 p.p.

## Por Unidade

Receita	2Q18e	2Q18e	a/e	2Q17a	y/y
Brasil	3.683	3.529	4%	3.534	4%
Halal	2.104	2.183	-3,6%	1.577	33%
Ásia	934	1.154	-19,1%	1.090	-14%
Europa	471	276	70,5%	883	-47%
Cone Sul	575	543	5,9%	457	26%
África	127	115	10,0%	89	42%
Américas	112	86	30,6%	83	35%
Segmento Outros	187	235	-20,4%	314	-40%
<b>EBITDA Ajustado</b>					
Brasil	183	191	-4%	481	-62%
Halal	186	134	39,1%	42	n.a.
Ásia	10	104	-90,4%	184	-95%
Europa	-8	33	n.a.	69	n.a.
Cone Sul	-2	-8	-75,8%	16	n.a.
África	1	17	-94,2%	-28	n.a.
Américas	-1	8	n.a.	12	n.a.
Segmento Outros	21	42	-49,9%	41	-49%
<b>Margem EBITDA (%)</b>					
Brasil	5,0%	5,4%	-0,5 p.p.	13,6%	-8,7 p.p.
Halal	8,8%	6,1%	2,7 p.p.	2,7%	6,2 p.p.
Ásia	1,1%	9,0%	-8. p.p.	16,9%	-15,8 p.p.
Europa	-1,7%	12,0%	-13,7 p.p.	7,8%	-9,5 p.p.
Cone Sul	-0,3%	-1,5%	1,2 p.p.	3,5%	-3,8 p.p.
África	0,8%	14,8%	-14 p.p.	-31,3%	32,1 p.p.
Américas	-0,6%	9,6%	-10,2 p.p.	14,9%	-15,5 p.p.
Segmento Outros	11,5%	17,8%	-6,3 p.p.	13,1%	-1,6 p.p.

Fonte: BRF e 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
Luciana Carvalho	-	-	-

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

<b>Diretor</b>	<b>Gerente Executivo</b>	<b>BB Securities - London</b>
Fernando Campos	Denísio Augusto Liberato	4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St. London EC2N 1ER - UK +44 (207) 3675800
<b>Gerentes da Equipe de Pesquisa</b>		
<b>Estratégia</b> - Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	<b>Equities</b> - Victor Penna victor.penna@bb.com.br	<b>Managing Director</b> Admilson Monteiro Garcia +44 (207) 3675801 <b>Director of Sales Trading</b> Boris Skulczuk +44 (207) 3675831 <b>Head of Sales</b> Nick Demopoulos +44 (207) 3675832 <b>Institutional Sales</b> Annabela Garcia +44 (207) 3675853 Melton Plummer +44 (207) 3675843 <b>Trading</b> Bruno Fantasia +44 (207) 3675852 Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842
<b>Renda Variável</b>		
<b>Agronegócios</b> Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	<b>Siderurgia e Mineração</b> Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	
<b>Bancos e Serviços Financeiros</b> Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	<b>Óleo e Gás</b> Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br <b>Papel e Celulose</b> Gabriela E Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	
<b>Bens de Capital</b> Viviane Silva viviane.silva@bb.com.br	<b>Imobiliário</b> Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br	<b>Banco do Brasil Securities LLC - New York</b> 535 Madison Avenue 33th Floor New York City, NY 10022 - USA (Member: FINRA/SIPC/NFA)
<b>Utilities</b> Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	<b>Varejo</b> Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br Fabio Cardoso fcardoso@bb.com.br	<b>Managing Director</b> Carla Sarkis Teixeira +1 (646) 845-3710 <b>Institutional Sales - Equity</b> Charles Langalis +1 (646) 845-3714 <b>Institutional Sales - Fixed Income</b> Fabio Frazão +1 (646) 845-3716 Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715 <b>DCM</b> Richard Dubbs +1 (646) 845-3719 <b>Syndicate</b> Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717
<b>Alimentos e Bebidas</b> Luciana Carvalho luciana_cvl@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> Renato Odo renato.odo@bb.com.br José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br	<b>BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore</b> 6 Battery Road #11-02 Singapore, 049909
<b>Equipe de Sales</b>	<b>Varejo</b> aco@bb.com.br	<b>Managing Director</b> Marcelo Sobreira +65 6420-6577 <b>Director, Head of Sales</b> José Carlos Reis +65 6420-6570 <b>Institutional Sales</b> Zhao Hao +65 6420-6582
<b>Investidor Institucional</b> bb.distribuicao@bb.com.br	<b>Gerente</b> - Mario D'Amico Fabiana Regina de Oliveira Sandra Regina Saran	
<b>Gerente</b> - Antonio Emilio Ruiz Bianca Onuki Nakazato Bruno Finotello Daniel Frazzatti Gallina Denise Rédua de Oliveira Edger Euber Rodrigues Elisangela Pires Chaves Fábio Caponi Bertoluci Henrique Reis Marcela Andressa Pereira		