

Minerva

22 de Fevereiro de 2017

Resultado 4T16: mercado internacional ainda fraco; melhor expectativa à frente

A Minerva enfrentou ventos contrários no 4T16 e apresentou resultados mais fracos em relação ao forte 4T15. Ao contrário de nossas expectativas, dado que este período é considerado positivo para a indústria devido às festividades, a divisão de carne bovina apresentou menores volumes e preços médios, levando a receita bruta a uma queda de 5,5% a/a, atingindo R\$ 2,7 bilhões. Além disso, o aumento dos custos com gado a/a, acompanhado por um desempenho mais fraco no Paraguai e uma menor utilização da capacidade contribuíram para uma queda de 26% do EBITDA, impactando também a margem EBITDA, que caiu de 12,2% no 4T15 para 9,8%. Do lado positivo destacamos a melhora na gestão do capital de giro que impulsionou o fluxo de caixa operacional em R\$ 438 milhões, permitindo uma alavancagem de 3,4x, muito abaixo dos 4,1x no 4T15.

Os volumes exportados continuaram em uma tendência de queda, enquanto o mercado interno ainda enfrentou efeitos da fraca demanda. É hora de reverter? O mercado internacional mostrou outro trimestre fraco. Os volumes caíram significativamente 23% a/a, enquanto a depreciação do dólar impactou negativamente os preços médios em reais que diminuíram 3,3% a/a. No entanto, os preços em dólar aumentaram 13% a/a e 2,3% t/t, o que indica algum sinal de recuperação para 2017, devido à estratégia da empresa focada em mercados e *mix* mais lucrativos.

No mercado interno, os volumes da divisão de carne bovina diminuíram 1,3% a/a, enquanto os preços médios caíram 3,6% a/a. No entanto, em uma comparação trimestral, os preços médios seguiram a trajetória positiva dos trimestres anteriores e aumentaram 2,1%, seguindo a estratégia da empresa como mencionamos acima. Adicionalmente, a estratégia *Go to Market* permitiu à empresa aumentar seus pontos de vendas de 30 para 50 mil, além de resultados positivos também observados na distribuição de produtos de terceiros, o que levou a divisão 'Outros' a aumentar a receita bruta em 170% a/a. Assim, esperamos ganhos de eficiência maiores dessas estratégias nos próximos trimestres.

Fluxo de caixa livre e alavancagem. No 4T16, o fluxo de caixa foi impactado positivamente pelas melhorias nas contas de "fornecedores" e "estoques" que levaram a empresa a atingir FCL mais alto de 2016, em R\$ 186 milhões. Portanto, mesmo diante de uma deterioração do EBITDA, a geração de caixa permitiu que a alavancagem ficasse abaixo do nível de 2015, em 3,4x. Temos observado o *management* engajado no processo de *liability management*, a fim de reduzir o custo da dívida. Assim, esperamos que a dívida líquida / EBITDA chegue a 2,6x YE17.

Mantivemos nosso preço-alvo YE17 para BEEF3 em R\$ 15/ação e reiteramos nossa recomendação de *Outperform*. De fato, a valorização do real, somada ao menor desempenho das exportações, resultou em efeitos negativos sobre os resultados do 4T16, especialmente na comparação anual após os fortes resultados do 4T15. No entanto, acreditamos que a Minerva, na qualidade de produtora de carne bovina exclusivamente, deve se beneficiar da esperada reversão do ciclo e a consequente redução de custos com o gado no curto prazo. No mercado internacional, acreditamos que os preços médios devem se recuperar em função dos novos mercados e da maior demanda por carne brasileira. Além disso, a Colômbia também pode trazer números positivos em termos de exportação considerando as futuras aberturas de mercados, enquanto também esperamos uma recuperação de performance no Uruguai e Paraguai em 2017. Vamos acompanhar a dinâmica dos preços internacionais dado que as exportações representarem cerca de 65% da receita da empresa e tem impacto direto na rentabilidade. Reiteramos nossa recomendação de *Outperform*, considerando o atrativo *valuation* com *upside* de 30% do preço atual. Além disso, BEEF3 está sendo negociado a 5,2x EV/EBITDA17, abaixo do nosso múltiplo implícito de 5,8x.

R\$ milhões	4T16	a/a	t/t	2016	a/a
Receita Líquida	2.556	-7%	1%	9.649	1%
CPV	-2.099	-2%	3%	-7.763	2%
Lucro Bruto	458	-26,2%	-6,8%	1.885	-2%
Margem Bruta (%)	17,9%	-5 p.p.	-1,5 p.p.	19,5%	-0,6 p.p.
EBITDA	250	-25,8%	0%	989	-3%
Margem EBITDA (%)	9,8%	-2,5 p.p.	-0,06 p.p.	10,3%	-0,5 p.p.
Lucro Líquido	12	-82%	-74%	195	-124%
Margem Líquida (%)	0,5%	-2 p.p.	-1,4 p.p.	2,0%	10,4 p.p.

Endividamento (R\$ milhões)	4Q16	y/y	q/q
Dívida Bruta	6.827,7	-2,6%	1,4%
Dívida Líquida	3.400,5	-19,6%	-2,0%
Dívida Líquida / EBITDA	3,4x	-0,7x	0,2x

Fonte: Minerva e BB Investimentos

Alimentos & Bebidas

Luciana Carvalho, CNPI
Analista Senior
luciana_cv1@bb.com.br

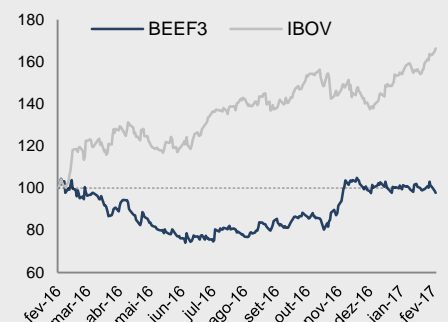
Victor Penna, CNPI
Analista Chefet
victor.penna@bb.com.br

BEEF3	Outperform
Preço em 21/02/2017 (BRL)	11,55
Preço-alvo 12/2017 (BRL)	15,0
Upside	29,6%
Valor de Mercado (BRL milhões)	2.739
Varição 1 mês	-3,6%
Varição UDM	-2,3%
Varição 2017	-4,9%
Min. 52 sem (BRL)	8,64
Máx. 52 sem. (BRL)	12,83

Valuation	R\$ milhões
Valor da Firma 2017e	6.511
Dívida Líquida 2017e	(2.919)
Valor para o acionista 2017e	2.990
Número de ações (# milhões)	240
WACC	13,9%
Perpetuidade (g)	5,0%

(BRL million)	2017e	2018e	2019e
Net Revenue	10,397	11,347	12,037
EBITDA	1,126	1,252	1,342
Net Income	412	486	497

Múltiplos	2017e	2018e
EV/EBITDA	5,1x	4,5x
P/E	6,7x	5,7x
LPA (R\$)	1,72	2,03



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

Real versus estimado. Em 2016, a receita líquida aumentou em relação a 2015, principalmente devido ao desempenho operacional observado no 1S16, bem como melhorias no mercado interno, com aumento dos pontos de venda e prática de preços mais altos ao longo do 2S16. Nesse contexto, a empresa apresentou um ligeiro aumento de 1% na receita líquida, atingindo R\$ 9,6 bilhões, 1% acima de nossas estimativas e em linha com o consenso de mercado. Por outro lado, durante o 2S16, menores volumes no mercado internacional, acompanhados por um dólar mais fraco, afetaram a rentabilidade da Minerva. Assim, o EBITDA atingiu R\$ 989 milhões, queda de 3% a/a, 1% abaixo de nossas estimativas e 4% abaixo do consenso. A receita líquida também ficou abaixo do esperado totalizando R\$ 195 milhões, 38% abaixo de nossas estimativas e 16% abaixo do consenso, mas reverteu prejuízo de R\$ 800 milhões em 2015.

<i>Financials (R\$ milhões)</i>	2016A	2016E	A/E	2015	y/y
Receita Líquida	9.648,7	9.543	1,1%	9.525	1,3%
Lucro Bruto	1.885,3	1.934	-2,5%	1.923	-2,0%
Margem Bruta (%)	19,5%	20,3%	-0,7 p.p.	20,2%	-0,6 p.p.
EBITDA	989,3	999	-1%	1.020	-3%
Margem EBITDA (%)	10,3%	10,5%	-0,2 p.p.	10,7%	-0,5 p.p.
Lucro Líquido	195,0	312	-38%	-800	-124%
Margem Líquida (%)	2,0%	3,3%	-1,3 p.p.	-8,4%	10,4 p.p.

Fonte: Minerva e BB Investimentos

Riscos. Ressaltamos pontos que podem afetar o desempenho da empresa e possíveis revisões de preço alvo, como: (i) crescimento mais alto do que o esperado nas exportações resultantes de novos mercados de abertura, como EUA, no curto prazo; (ii) resultados dos esforços da empresa visando aumentar os ganhos de eficiência; e (iii) uma recuperação econômica doméstica mais rápida do que o esperado, beneficiando o volume de vendas. Os riscos negativos envolvem: (i) maior deterioração da economia brasileira, impactando a estratégia de preços e o repasse de custos; (ii) menores desempenhos na planta do Uruguai e na divisão "outros", afetando os resultados e rentabilidade da empresa; (lii) atraso ou dificuldades na integração de novos ativos, pressionando a rentabilidade da empresa; e (iv) a contínua falta de oferta de gado no Brasil que resultou em maiores preços de gado e ajustes adicionais na capacidade.

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.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Luciana Carvalho	-	-	-
Victor Penna	-	-	-

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.

Administração

Diretor Fernando Campos	Gerente Executiva Fernanda Peres Arraes
-----------------------------------	---

Equipe de Pesquisa

Gerente - Wesley Bernabé	wesley.bernabe@bb.com.br
---------------------------------	--------------------------

Renda Variável

Equity I

Analista-Chefe – Mário Bernardes Junior

Equity II

Analista-Chefe – Victor Penna

Educação

Mário Bernardes Junior
mariobj@bb.com.br

Agronegócios

Márcio de Carvalho Montes
mcmontes@bb.com.br

Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren
renatoh@bb.com.br

Alimentos & Bebidas

Luciana Carvalho
luciana_cvl@bb.com.br

Imobiliário

Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Materiais Básicos

Victor Penna
victor.penna@bb.com.br
Gabriela Cortez
gabrielaecortez@bb.com.br

Indústrias e Transportes

Mário Bernardes Junior
mariobj@bb.com.br
Fabio Cardoso
fcardoso@bb.com.br

Varejo e Consumo

Maria Paula Cantusio
paulacantusio@bb.com.br

Equity III

Analista-Chefe – Wesley Bernabé

Petróleo & Gás e Utilities

Wesley Bernabé
wesley.bernabe@bb.com.br
Viviane Silva
viviane.silva@bb.com.br

Bancos e Serviços Financeiros

Wesley Bernabé
wesley.bernabe@bb.com.br
Carlos Daltozo
daltozo@bb.com.br
Kamila Oliveira
kamila@bb.com.br

Renda Fixa

Renato Odo
renato.odo@bb.com.br
José Roberto dos Anjos
robertodosanjos@bb.com.br

Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves
hmoreira@bb.com.br
Rafael Reis
rafael.reis@bb.com.br

Equipe de Vendas

Investidores Institucionais: bb.distribuicao@bb.com.br

Varejo: acoes@bb.com.br

Gerente - Antonio Emilio Ruiz

Bianca Onuki Nakazato
Bruno Finotello
Denise Rédua de Oliveira
Edger Euber Rodrigues
Elisangela Pires Chaves
Fábio Caponi Bertoluci
Henrique Reis
Marcela Andressa Pereira

Gerente - Mario D'Amico

Bruno Henrique de Oliveira
Fabiana Regina de Oliveira
Rodrigo Ataíde Roxo

BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
London EC2N 1ER - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

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 Plummer +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

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

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

BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar, Rio de Janeiro - RJ
Tel. (+55 21) 38083625 Fax (+55 21) 38083355