

Resultados trimestrais e Revisão de Preço

BRF

4T18: mais fraco que o esperado; mudando para o nosso pior cenário

Contrariando nossa expectativa, a BRF reportou resultados negativos, principalmente em função de maiores custos a/a e do contínuo cenário desafiador nos segmentos internacionais. O *top line* continuou sendo beneficiado pelos aumentos de preços implementados no 2S18 e pela valorização do dólar. Como resultado, a receita aumentou 6% a/a e atingiu R\$ 9,5 bi (4% acima de nossas estimativas e 1% acima do consenso). No entanto, como esperado, os preços mais altos dos grãos levaram o EBITDA recorrente a um declínio de 5% a/a, atingindo R\$ 615 mi (11% abaixo de nossas estimativas) e a margem caiu para 6,5% de 7,2% no 4T17. Vale ressaltar que um ganho não recorrente de R\$ 226 mi no Brasil compensou o cenário adverso de custos e desempenho operacional negativo, levando o EBITDA consolidado a um aumento de 30% a/a, totalizando R\$ 841 mi, enquanto a margem recuperou para 8,9% de 7,2% no 4T17.

Brasil: resultados abaixo de nossas estimativas, apesar dos maiores volumes e preços médios. A receita foi positivamente impactada pela sazonalidade, que aumentou as vendas de produtos festivos (+9% a/a). Além disso, um ajuste de preços bem-sucedido implementado e um melhor equilíbrio entre oferta e demanda de aves e suínos contribuíram para um aumento de 6% a/a nos preços médios. Como resultado, a receita foi de R\$ 4,7 bi (12% a/a). Por outro lado, notamos que o aumento de preço não foi suficiente para compensar os preços mais altos dos grãos desta vez e, assim, o EBITDA caiu para R\$ 423 mi (15% abaixo de nossas estimativas), com margem de 8,9% contra 10,2% no 4T18. No entanto, dado o ganho não recorrente de R\$ 226 mi relacionado ao direito de deduzir o ICMS da base de cálculo do PIS/COFINS, o EBITDA alcançou R\$ 556 mi e a margem foi de 11,7%.

Halal: mantendo altas margens de um dígito, apesar de um cenário ameaçador. Como resultado dos novos requisitos para o abate de aves, percebemos que os volumes diminuirão 2% a/a. Não obstante, induzido também pela valorização do dólar, os preços aumentaram 17% a/a, permitindo que o segmento compensasse um custo mais elevado a/a e impulsione o EBITDA. Portanto, a margem EBITDA foi sustentada em um dígito alto, atingindo 9,6% contra 7,2% no 4T17. Nesse sentido, vemos impactos marginais nos resultados da companhia advindos da recente restrição da Arábia Saudita, pois a BRF tem uma vantagem competitiva sobre os pares, considerando sua produção local de alimentos processados (que apresentou um aumento de 32% a/a nos volumes em todo o ano), distribuição focada em canais mais rentáveis e posição de liderança favorável no mercado.

Na direção oposta, o segmento internacional impactou negativamente o consolidado em virtude dos menores volumes (restrições na Europa e na Rússia mais o excesso de oferta no Japão e Hong Kong) e o imposto antidumping temporário imposto pela China. Assim sendo, a margem EBITDA caiu fortemente de 8,5% no 4T17 para 0,3%. Seguindo a mesma trajetória negativa, o Cone Sul registrou margens negativas (-0,5%) impulsionadas pelo difícil cenário macro da hiperinflação na Argentina. Dada a conclusão do plano de desinvestimento, que incluiu a venda de ativos na Europa, Tailândia e Argentina, e a suspensão das tarifas antidumping da China em fevereiro deste ano, esperamos melhorias nas unidades internacionais e consequentemente resultados consolidados.

Voltamos ao nosso pior cenário e rebaixamos nosso preço alvo de 2019 para BRFS3 para R\$ 28,0/ação (de R\$ 33,00). De fato, os resultados do 4T18 foram fortemente impactados pelo plano de reestruturação. As despesas associadas à baixa do ativo imobilizado e depreciação da venda de ativos foram responsáveis por R\$ 2,3 bi e levaram a companhia a registrar um prejuízo líquido de R\$ 2,1 bil no trimestre. Portanto, voltamos ao nosso pior cenário (indicado em nossos relatórios anteriores) considerando (i) *one-offs* (ii) o desempenho mais fraco que o esperado em BZ no 4T18 e (iii) o caixa revisado de desinvestimentos (R\$ 4,1 bi de R\$ 5 bi anteriormente indicados pela companhia). Considerando tudo, revisitamos nosso modelo que agora espera que o EBITDA de 2019 chegue a R\$ 3,3 de R\$ 3,5 anterior, assim, rebaixando nosso preço alvo para R\$ 28,0/ação de R\$ 33,0.

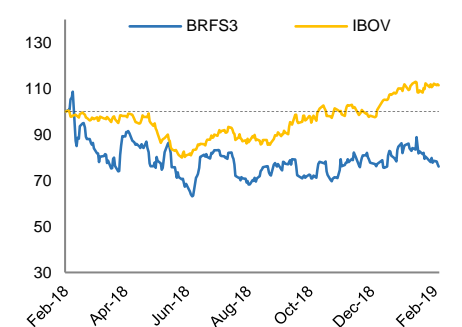
Apesar disso, mantemos nosso rating Outperform dado principalmente a: (i) o *upside* ainda atrativo de 36,12%; (ii) uma estratégia de preços mais racional adotada pela indústria em BZ, que poderia permitir à empresa sustentar preços mais altos y/y; (iii) melhores perspectivas para a economia de BZ, embora em ritmo moderado para 2019; e (iv) melhorias no desempenho das unidades internacionais conforme mencionado anteriormente. No entanto, enquanto esperamos resultados futuros do processo de reestruturação, mantemos uma abordagem conservadora e atentos aos esforços da companhia na gestão de passivos para melhorar a estrutura de capital e alavancagem, que consideramos bastante elevada (5,12x no 4T18), dado sua alavancagem histórica de 3,46x.

BRFS3

| Rating | Outperform |
|----------------------------|------------|
| Preço-alvo - 2019E | 28,0 |
| Preço da ação - 28/02/2019 | 20,57 |
| Upside | 36.12% |

Trading data

| em 28/02/2019 | | |
|------------------|-------------|--------|
| Valor de Mercado | R\$ milhões | 16.691 |
| Varição 1 mês | % | -12,6% |
| Varição UDM | % | -31,3% |
| Varição 2018 | % | -6,2% |
| Min. 52 sem. | R\$ | 17,83 |
| Máx. 52 sem. | R\$ | 30,84 |



Valuation

| | | 2019e |
|------------------------|-------------|--------|
| Valor da Firma | R\$ milhões | 34.930 |
| Dívida Líquida | R\$ milhões | 12.152 |
| Valor para o Acionista | R\$ milhões | 22.778 |
| Número de Ações | # milhões | 811 |
| Perpetuidade (g) | % | 5,0 |

Múltiplos

| | | 2019e | 2020e | 2021e |
|----------------|-----|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA | | 8,8x | 7,3x | 6,5x |
| Dividend Yield | | 0,1% | 0,4% | 1,3% |
| LPA | R\$ | 0,07 | 0,20 | 0,65 |

Luciana Carvalho
 Analista Sênior
luciana_cvl@bb.com.br

Catherine Kiselar
 Analista
ckiselar@bb.com.br

Highlights*

| R\$ milhões | 4T18 | a/a | t/t | 2018 | a/a |
|--------------------|---------|------------|------------|---------|-----------|
| Receita Líquida | 9,456 | 6.2% | 7.9% | 34,529 | 3% |
| Lucro bruto | 1,634 | -1.3% | 16.5% | 5,186 | -19% |
| Margem bruta (%) | 17.3% | -1.3 p.p. | 1.3 p.p. | 15.0% | -4.2 p.p. |
| EBITDA Ajustado | 841 | 30.4% | 39% | 2,616 | -8% |
| Margem EBITDA (%) | 8.9% | 1.6 p.p. | 2. p.p. | 7.6% | -1.0 p.p. |
| Lucro líquido | (2,125) | - | - | (4,466) | - |
| Margem líquida (%) | -22.5% | -13.7 p.p. | -13.2 p.p. | -12.9% | -9.7 p.p. |

Fonte: BRF e BB Investimentos

Endividamento**

| R\$ milhões | 4T18 | a/a | t/t |
|----------------------------------|--------|-------|--------|
| Dívida Bruta | 22,556 | 8.7% | -0.6% |
| Dívida Líquida | 15,610 | 17.3% | -4.4% |
| Dívida Líquida / EBITDA Ajustado | 5.12x | 0.66x | -1.62x |

Fonte: BRF e BB Investimentos (*considerando caixa oriundo do processo de desinvestimento)

Anunciado versus Estimado

DRE

| R\$ Milhões | 4T18a | 4T18e | a/e | 2018a | a/e |
|------------------------|--------------|--------------|------------|---------------|-----------|
| Receita Líquida | 9,456 | 9,049 | 4% | 34,529 | 1% |
| Lucro Bruto | 1,634 | 1,647 | -0.8% | 5,186 | -0.2% |
| Lucro Líquido | (2,125) | (188) | - | (4,466) | - |
| EBITDA Ajustado | 841 | 689 | 22% | 2,616 | 6% |

Margens

| % | 4T18a | 4T18e | a/e | 2018a | a/e |
|----------------|--------|-------|------------|--------|-----------|
| Margem Bruta | 17.3% | 18.2% | -0.9 p.p. | 15.0% | -0.3 p.p. |
| Margem EBITDA | 8.9% | 7.6% | 1.3 p.p. | 7.6% | 0.3 p.p. |
| Margem Líquida | -22.5% | -2.1% | -20.4 p.p. | -12.9% | -7.1 p.p. |

Fonte: BRF e BB Investimentos

Valuation

| R\$ Milhões | 2018a | 2019e | | | 2020e | | | 2021e |
|-------------------------|---------|----------|--------|-----------|----------|--------|----------|--------|
| | | Anterior | Novo | Δ % | Anterior | Novo | Δ % | |
| Receita Líquida | 34,529 | 36,855 | 34,469 | -6.47% | 36,855 | 37,412 | 1.51% | 40,325 |
| EBIT | (2,914) | 1,284 | 1,274 | -0.80% | 1,284 | 1,726 | 34.37% | 2,056 |
| EBITDA Ajustado | 2,616 | 3,481 | 3,285 | -5.63% | 3,481 | 3,960 | 13.76% | 4,462 |
| Dívida Total | 22,556 | 18,904 | 20,030 | 5.95% | 18,904 | 20,653 | 9.25% | 20,867 |
| Dívida Líquida | 15,610 | 14,680 | 12,152 | -17.22% | 14,680 | 12,132 | -17.36% | 11,432 |
| Margem Bruta (%) | 15.0% | 20.0% | 19.6% | -0.5 p.p. | 20.0% | 20.2% | 0.2 p.p. | 20.5% |
| Margem EBITDA (%) | 7.6% | 9.4% | 9.5% | 0.1 p.p. | 9.4% | 10.6% | 1.1 p.p. | 11.1% |
| Margem Líquida (%) | -12.9% | 0.0% | 0.2% | 0.2 p.p. | 0.0% | 0.4% | 0.5 p.p. | 1.3% |
| ROE (%) | - | -0.1% | 0.6% | 0.6 p.p. | -0.1% | 1.6% | 1.7 p.p. | 5.0% |
| EV/EBITDA | 12.0x | 9.4x | 9.2x | -0.2x | 9.4x | 7.6x | -1.8x | 6.8x |
| LPA (R\$) | -3.37 | -0.01 | 0.07 | - | -0.01 | 0.20 | - | 0.65 |
| Dívida Líquida / EBITDA | 5.1x | 4.2x | 3.7x | -0.5x | 4.2x | 3.1x | -1.2x | 2.6x |

Fonte: BRF e estimativas BB Investimentos

Destaques Financeiros

| <i>R\$ milhões</i> | 2017a | 2018a | 2019e | 2020e | 2021e |
|--------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Receita Líquida | 33,469 | 34,529 | 34,469 | 37,412 | 40,325 |
| EBIT | 736 | (2,914) | 1,274 | 1,726 | 2,056 |
| EBITDA Ajustado | 2,857 | 2,616 | 3,285 | 3,960 | 4,462 |
| Dívida Bruta | 20,444 | 22,556 | 20,030 | 20,653 | 20,867 |
| Dívida Líquida | 14,205 | 15,610 | 12,152 | 12,132 | 11,432 |
| Margem EBIT | 20.6% | 15.0% | 19.6% | 20.2% | 20.5% |
| Margem EBITDA | 8.5% | 7.6% | 9.5% | 10.6% | 11.1% |
| Margem Líquida | -3.3% | -12.9% | 0.2% | 0.4% | 1.3% |
| RSPL (%) | -9.4% | - | 0.6% | 1.6% | 5.0% |

Fonte: BRF e estimativas 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 | Itens | | |
|------------------|-------|---|---|
| | 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) - Brasil

+55 (11) 4298 7000

| Diretor | Gerente Executivo |
|---------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|
| Fernando Campos | Denisio Augusto Liberato |
| Gerentes da Equipe de Pesquisa | |
| Estratégia - Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br | Análise de Empresas - Victor Penna victor.penna@bb.com.br |
| Renda Variável | |
| Açúcar e Etanol | Imobiliário |
| Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br | Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br |
| Agronegócios | Óleo e Gás |
| Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br | Kamila Oliveira kamila@bb.com.br |
| Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br | Papel e Celulose |
| Alimentos e Bebidas | Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br |
| Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br | Siderurgia e Mineração |
| Bancos e Serviços Financeiros | Gabriela E. Cortez gabrielacortez@bb.com.br |
| Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br | Transporte e Logística |
| Vinícius Soares vinicius.soares@bb.com.br | Renato Hallgren renato@bb.com.br |
| Bens de Capital | Utilities |
| Gabriela E. Cortez gabrielacortez@bb.com.br | Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br |
| Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br | Varejo |
| Macroeconomia e Estratégia de Mercado | Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br |
| Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br | Renda Fixa |
| Henrique Tomaz, CFA htomaz@bb.com.br | Renato Odo renato.odo@bb.com.br |
| Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br | José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br |
| Richardi Ferreira richardi@bb.com.br | |
| Equipe de Vendas | |
| Investidor Institucional | |
| bb.distribuicao@bb.com.br | |
| Varejo | |
| aco@bb.com.br | |
| Head - Antonio Emilio Ruiz | Henrique Reis |
| Antonio de Lima Junior | Marcela Andressa Pereira |
| Bruno Finotello | Pedro Gonçalves |
| Daniel Frazatti Gallina | Rafael Reis |
| Denise Rédua de Oliveira | Renata Simões |
| Fábio Caponi Bertoluci | Sandra Regina Saran |
| Fernando Leite | Vinicius Aboboreira |

BB Securities - London

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

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

Managing Director

Admilson Monteiro Garcia +44 (20) 7367 5801

Deputy Managing Director

João Domingos Cicarini Junior +44 (20) 7367 5802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (20) 7367 5831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (20) 7367 5832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (20) 7367 5853

Melton Plummer +44 (20) 7367 5843

Trading

Bruno Fantasia +44 (20) 7367 5852

Gianpaolo Rivas +44 (20) 7367 5842

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Deputy Managing Director

Gabriel Cambui Mesquita Santos +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

Shinichiro Fukui +1 (646) 845 3865

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

Li Jing Ting +65 6420 6578