

Resultados trimestrais

Marfrig
4T18: desalavancagem conforme prometido; OP reiterado

A Marfrig apresentou resultados positivos no 4T18 considerando a tão esperada desalavancagem alcançada. Mais uma vez, a valorização do dólar contribuiu para a receita consolidada que atingiu R\$ 11 bi (em linha com nossas estimativas e 4% acima do consenso). Por outro lado, os maiores custos relacionados ao gado na América do Sul e o fechamento da fábrica de Mineiros levaram a margem bruta a uma queda de 220 bps t/t para 11,5%. Adicionalmente, os incrementos em SG&A devido a maiores despesas com fretes e custos em dólar contribuíram para uma queda de 19% t/t no EBITDA que totalizou R\$ 877 mi, considerando a continuidade da operação, enquanto a margem caiu para 8,4% de 9,7% no 3T18.

Vale mencionar que o 4T nos EUA é sazonalmente mais fraco e, em termos proforma, a Marfrig aumentou a margem EBITDA para 8,3% ante 7,9% no 4T17. Além disso, o resultado da venda de ativos, combinado com melhorias no capital de giro, contribuiu para um FCF positivo de R\$ 380 mi, levando a empresa a uma queda substancial na alavancagem que atingiu 2,39x de 4,82x no 3T18. De fato, a empresa ainda está em um momento transitório. Em nossa visão, há espaço para crescimento em ganhos de volume e eficiência, considerando os negócios complementares nos EUA e na Argentina que podem trazer futuras sinergias. Tudo dito, reiteramos nossa classificação **Outperform**.

Resultados operacionais. A América do Norte mostrou números planos na comparação anual. Enquanto a carne in natura foi beneficiada por preços médios mais altos, os subprodutos enfrentaram um cenário mais desafiador com preços pressionados. Como resultado, a receita ficou em US\$ 1,9 bi, sem incrementos quando comparada ao 4T17. A América do Sul, por sua vez, foi impactada negativamente pela paralisação da unidade de Mineiros no Brasil e pela contínua falta de animais para abate no Uruguai. No entanto, como 85% da receita total é indexada em dólar, observamos um aumento de 2% a/a/ na receita que totalizou R\$ 3,1 bi. Ainda esperamos melhorias de desempenho na AN com base em uma demanda consistente e um ciclo positivo de gado nos EUA, o que pode sustentar os resultados à frente. Adicionalmente, também temos uma perspectiva melhor para AS, dado o cenário encorajador para as exportações de carne bovina no Brasil e a recente retomada da operação de Mineiros que pode reverter o impacto negativo observado no 4T18.

Mantemos nosso preço alvo 2019 para MRFG3 a R\$ 9,0/ação e reiteramos a recomendação Outperform. Ainda estamos otimistas com a tese de investimento da companhia. Além da expectativa positiva para os mercados como mencionado anteriormente, com as aquisições da NB e da QuickFood, a Marfrig aumentou seu portfólio com produtos de maior valor agregado e se tornou mais exposta a mercados premium como Japão e Coréia, dado que os EUA e a Argentina já têm licenças para exportar para esses países. Além disso, segundo a companhia, a QuickFood tem espaço para crescimento considerando possíveis melhorias no mix, precificação e logística já identificadas pela empresa. Em nossa visão, ganhos complementares futuros oriundos das transações de M&A podem ocorrer em 2019. Nesse contexto, acompanharemos as iniciativas da empresa para contemplar todas as oportunidades de criação de valor.

Highlights*

R\$ milhões	4T18	3T18	t/t	2018	a/a
Receita líquida	10,448	11,089	-5.8%	29,715	193%
Lucro bruto	1,199	1,516	-20.9%	3,842	181%
Margem bruta (%)	11.5%	13.7%	-2.2 p.p.	12.9%	-0.6 p.p.
EBITDA Ajustado	877	1,080	-19%	2,601	229%
Margem EBITDA (%)	8.4%	9.7%	-1.3 p.p.	8.8%	0.9 p.p.
Lucro líquido	(1,257)	(126)	898%	(2,213)	123%
Margem líquida (%)	-12.0%	-1.1%	-10.9 p.p.	-7.4%	2.3 p.p.

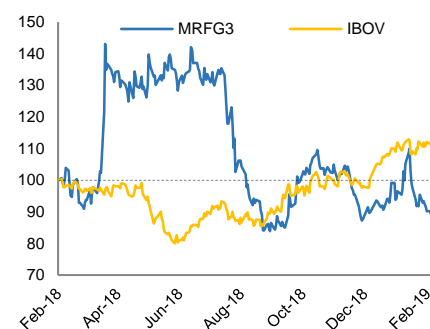
Fonte: Marfrig e BB Investimentos (operações continuadas)

MRFG3

Rating	Outperform
Preço-alvo - 2019E	9.00
Preço da ação - 28/02/2019	5.50
Upside	63.64%

Trading data

em 28/02/2019		
Valor de Mercado	R\$ milhões	3,405
Varição 1 mês	%	-9.5%
Varição UDM	%	-7.9%
Varição 2018	%	0.7%
Min. 52 sem.	R\$	5.02
Máx. 52 sem.	R\$	9.43


Valuation

		2019e
Valor da Firma	R\$ milhões	20.027
Dívida Líquida	R\$ milhões	14.286
Valor para o Acionista	R\$ milhões	5.742
Número de Ações	# milhões	621
Perpetuidade (g)	%	5,0

Múltiplos

		2019e	2020e	2021e
EV/EBITDA		3,9x	3,7x	3,4x
P/E		-	19,9x	10,2x
EPS	R\$	0,07	0,28	0,54

Luciana Carvalho
 Analista Sênior
luciana_cvl@bb.com.br

Catherine Kiselar
 Analista
ckiselar@bb.com.br

Endividamento**

R\$ milhões	4T18	3T18	t/t
Dívida Bruta	15,233	19,338	-21.2%
Dívida Líquida	8,042	13,704	-41.3%
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado	2.39x	4.82x	-2.4x

Fonte: Marfrig e BB Investimentos (operações continuadas)

Anunciado versus Estimado

DRE

R\$ Milhões	4T18a	4T18e	a/e	2018a	a/e
Receita Líquida	10,448	10,462	-0.1%	29,715	0%
Lucro Bruto	1,199	1,257	-4.6%	3,842	-1.5%
Lucro Líquido	(1,257)	(132)	-	(2,213)	-
EBITDA Ajustado	877	908	-3.4%	2,601	-23%

Margens

%	4T18a	4T18e	a/e	2018a	a/e
Margem Bruta	11.5%	12.0%	-0.5 p.p.	12.9%	-0.2 p.p.
Margem EBITDA	8.4%	8.7%	-0.3 p.p.	8.8%	-2.7 p.p.
Margem Líquida	-12.0%	-1.3%	-10.8 p.p.	-7.4%	-3.8 p.p.

Fonte: Marfrig e BB Investimentos (operações continuadas)

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	-	-	-
Catherine Kiselar	-	-	-

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	Kamila Oliveira kamila@bb.com.br
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Óleo e Gás
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
Alimentos e Bebidas	Papel e Celulose
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Bancos e Serviços Financeiros	Siderurgia e Mineração
Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Vinícius Soares vinicius.soares@bb.com.br	Transporte e Logística
Bens de Capital	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br
Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	Utilities
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br
Macroeconomia e Estratégia de Mercado	Varejo
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Henrique Tomaz, CFA htomaz@bb.com.br	Renda Fixa
Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Richardi Ferreira richardi@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@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