

Resultados trimestrais

Marfrig
3T18: forte desempenho operacional impulsionando o FCL

A Marfrig reportou resultados positivos no 3T18. A valorização do dólar, de fato, beneficiou a receita líquida no 3T18, já que 86% da receita é denominada em USD. Além disso, maiores volumes tanto no mercado doméstico quanto nas exportações do Brasil também contribuíram positivamente, compensando os preços médios mais baixos e o desempenho mais fraco registrado na operação na América do Norte. Como resultado, a receita foi de R\$ 11 bilhões, um aumento significativo de 21% a/a em base proforma e 7% acima da nossa projeção. Seguindo a mesma trajetória, o EBITDA aumentou 23% a/a para R\$ 1,1 bilhão (11% acima do esperado) e a margem atingiu 9,7%. No trimestre, a menor necessidade de capital de giro também contribuiu para um FCL positivo de R\$ 271 milhões.

Resultados operacionais. Contrariamente às nossas expectativas, a América do Norte apresentou uma queda de 8% a/a na receita que caiu para US\$ 1,9 ml, devido a uma redução de 8% a/a no abate, dado o impacto negativo de um número menor de semanas no período (13 comparado a 14 no 3T17). A América do Sul, por sua vez, registrou fortes resultados no 3T18, decorrentes do aumento de volume tanto no mercado interno (+ 25% a/a) quanto nas exportações do Brasil (+49% a/a). O declínio no preço médio de 5% a/a no mercado interno e 15% a/a nas exportações (relacionado a um pior mix de vendas) compensou parcialmente o aumento de volume e a receita aumentou 35% a/a para R\$ 11 bl.

E quanto às margens? No 3T18, o ciclo positivo do gado nos EUA resultou em custos mais baixos na região, superando os custos mais altos na América do Sul. No entanto, dada a expansão da capacidade operacional no Brasil e as maiores despesas de logística relacionadas às exportações, o DG&A/ROL aumentou de 5,1% para 5,5%. Assim, o EBITDA registrou R\$ 1,1 bilhão, um aumento substancial de 23% a/a em base proforma, enquanto a margem EBITDA ficou em 9,7%, uma pequena melhora em relação aos 9,6% do 3T17.

FCF e alavancagem. Como resultado do bom desempenho operacional e da menor necessidade de capital de giro, o fluxo de caixa livre surpreendeu positivamente e ficou positivo em R\$ 271 ml no 3T18. Quanto à alavancagem (em base proforma), considerando o caixa da venda da Keystone, caiu para 2,57x de 4,2x no último trimestre, o que consideramos um nível confortável quando comparado aos níveis dos pares no setor.

Apresentamos nosso preço-alvo Dez19 para MRFG3 em R\$ 9,0/ação e reiteramos a recomendação Outperform. Consideramos os resultados da Marfrig no 3T18 positivos. Os incrementos graduais na lucratividade, geração de caixa e desalavancagem nos mostram que as estratégias da empresa relacionadas a (i) aumento de capacidade no Brasil, (ii) aquisição de ativos nos EUA e (iii) venda da Keystone são assertivas. Considerando a normalização da operação na América do Norte, acreditamos que a Marfrig continue apresentando resultados sólidos no próximo trimestre, embora sazonalmente menos rentáveis nos EUA, considerando: (i) uma sazonalidade mais favorável no Brasil que estimula o consumo no mercado interno; (ii) exportações em ritmo acelerado com perspectiva positiva de melhoria do mix; e (iii) possibilidade de qualificação de novas plantas pelas autoridades chinesas em visita ao Brasil. De acordo com a administração em conferência de resultados hoje pela manhã, a Marfrig pode ter outras 8 a 9 plantas habilitadas.

Tudo dito, revisitamos nossa avaliação para MRFG3, tendo em mente todas as transações recentes ocorridas e seus impactos positivos na estrutura de capital e alavancagem, introduzindo nosso novo PA para Dez19 em R\$ 9,0/ação. Considerando os resultados operacionais positivos, geração de caixa e o processo de desalavancagem, bem como o *upside* de 44% do preço atual para o nosso PA, mantemos nossa recomendação em *Outperform*.

Highlights*

R\$ milhões	3T18	3T17	a/a	3Q18	t/t
Receita líquida	11.089	9.140	21,3%	9.944	11,5%
Lucro bruto	1.516	1.202	26,1%	1.343	12,9%
Margem bruta (%)	13,7%	13,2%	0,5 p.p.	13,5%	0,2 p.p.
EBITDA Ajustado	1.080	878	23,0%	918	18%
Margem EBITDA (%)	9,7%	9,6%	0,1 p.p.	9,2%	0,5 p.p.
Lucro líquido	-126	383	-132,9%	-183	-31%
Margem líquida (%)	-1,1%	4,2%	-5,3 p.p.	-1,8%	0,7 p.p.

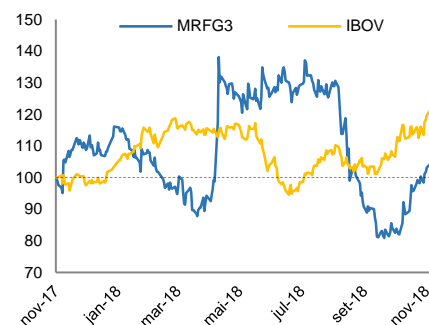
Fonte: Marfrig e BB Investimentos (*Proforma)

MRFG3

Rating	Outperform
Preço-alvo - 2019E	9,00
Preço da ação - 05/11/2018	6,41
Upside	44%

Trading data

em 05/11/2018		
Valor de Mercado	R\$ milhões	3.978
Varição 1 mês	%	20,9%
Varição UDM	%	-0,3%
Varição 2018	%	-12,4%
Min. 52 sem.	R\$	5,02
Máx. 52 sem.	R\$	9,43


Valuation

		2019e
Firm Value	R\$ milhões	20.027
Net Debt	R\$ milhões	14.286
Equity Value	R\$ milhões	5.742
Shares	# milhões	621
Growth in Perpetuity (g)	%	5,0

Múltiplos

		2018e	2019e	2020e
EV/EBITDA		5,5x	4,8x	4,4x
P/E		-	17,3x	10,6x
EPS	R\$	-	0,37	0,60

Luciana Carvalho
Senior Analyst
luciana_cvl@bb.com.br

Endividamento**

R\$ milhões	3T18	2T18	t/t
Dívida Bruta	23.236	22.520	3,2%
Dívida Líquida	8.291	16.271	-49,0%
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado	2,57x	4,2x	-1,6x

Fonte: Marfrig e BB Investimentos (** Proforma + Keystone)

Anunciado versus Estimado

DRE

R\$ Milhões	3T18a	3T18e	a/e	3T17a	a/a
Receita Líquida	11.089	10.370	7%	9.140	21,3%
Lucro Bruto	1.516	1.403	8,0%	1.202	26,1%
Lucro Líquido	(126)	173	-173%	383	-
EBITDA	1.080	976	11%	878	23%

Margens

%	3T18a	3T18e	a/e	3T17a	a/a
Margem Bruta	13,7%	13,5%	0,1 p.p.	13,0%	0,5 p.p.
Margem EBITDA	9,7%	9,4%	0,3 p.p.	10,1%	0,1 p.p.
Margem Líquida	-1,1%	1,7%	-2,8 p.p.	-1,2%	-5,3 p.p.

Fonte: Marfrig e BB Investimentos

Valuation

Revisamos nosso modelo para MFRG3 para refletir todas as mudanças ocorridas ao longo do 1S18. A aquisição de um novo ativo nos EUA e a venda de keystone parecem ter sido precisas, devido à melhoria esperada na estrutura de capital e processo de desalavancagem à frente. Destacamos os benefícios significativos que a aquisição da National Beef traz para a Marfrig: (i) presença em um mercado (US) com ciclo de bovinos positivo, com demanda interna e internacional favorável; (ii) por meio da plataforma norte-americana, a companhia atingirá importantes mercados ainda não abertos à carne bovina brasileira, como Japão e Coréia do Sul; e (iii) diversificação geográfica, reduzindo riscos sanitários e comerciais. Nesse sentido, uma vez que é o primeiro negócio da empresa a ser líder nos EUA, a Marfrig deve capturar sinergias significativas com o novo ativo.

Em relação à Keystone, a venda do ativo pode contribuir para o processo de desalavancagem da empresa. Segundo a empresa, a conclusão da transação ainda está pendente de aprovação pelos órgãos reguladores antitruste na Coréia do Sul, que deve ser concluída ainda em 2018, portanto, não é uma preocupação em nossa opinião. Ainda não estamos assumindo em nosso cenário base o montante de ~ US\$ 2 bilhões da venda de keystone, e nossa dívida líquida/EBITDA 18E proforma ficou em 4,2x contra 5,25x no 3T18 (não considerando dinheiro da venda de Keystone). No entanto, ao concluir a transação e o pagamento, nossa alavancagem diminuiria para 2,8 vezes, acima da meta da empresa de 2,5 vezes, mas ainda em um nível confortável quando comparado a outros pares e histórico no setor.

Tudo considerado, em nossas novas estimativas incluímos números de NB, que agora leva em conta a plataforma de hambúrguer nos EUA, o ativo da Keystone que não foi vendido. Como resultado, nossa receita líquida proforma estimada chega a R\$ 39 bilhões em 2018. Apresentamos também o preço alvo de R\$ 9,0/ação Dez19, derivado de um método de fluxo de caixa descontado (DCF) em termos nominais, com taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 5,0% e WACC de 11,1%. Em nosso modelo DCF, consideramos o desempenho operacional das unidades separadamente, a fim de refletir a dinâmica e os desafios de cada mercado respectivo. Mantemos o rating *Outperform* considerando: (i) o processo de desalavancagem e criação de valor esperado pela frente que torna a avaliação mais atraente e (ii) o *upside* de 44% do preço de negociação atual para nossa meta de R\$ 9,0/ação.

Destacamos fatores que poderiam beneficiar o desempenho da empresa e induzir a revisões de lucros ascendentes, tais como: (i) aumento maior do que o esperado nas exportações do Brasil resultante da abertura de novos mercados no curto prazo; (ii) sinergias mais rápidas do que as esperadas decorrentes do novo ativo (National Beef); (iii) recuperação econômica doméstica no Brasil antes do esperado, beneficiando o volume de vendas; e (iv) reduzir a alavancagem mais rapidamente do que o esperado. Os riscos negativos envolvem: (i) recuperação econômica brasileira mais longa do que o esperado, impactando o crescimento de volumes e a estratégia de precificação; (ii) atraso na conclusão da venda de keystone deteriorando alavancagem e FCL; (iii) falta de oferta de gado no Brasil, resultando em preços mais altos do gado e ajustes adicionais na capacidade; e (iv) atraso ou dificuldades para implementar a estratégia da administração do passivo, dificultando a desalavancagem da empresa.

Destaques financeiros

R\$ milhões	2016a	2017a	2018e	2019e	2020e
Receita Líquida	18.828	18.578	39.369	41.338	43.405
EBIT	1.044	1.116	2.082	2.759	2.970
EBITDA Ajustado	1.614	1.826	3.307	3.836	4.097
Dívida Bruta	11.177	12.447	18.250	18.591	18.579
Divida Líquida	5.898	8.045	13.748	14.286	14.666
Margem EBIT	11,5%	12,0%	12,6%	13,8%	13,8%
Margem EBITDA	8,6%	9,8%	8,4%	9,3%	9,4%
Margem Líquida	-3,4%	-2,4%	-0,5%	0,6%	0,9%
RSPL (%)	nm	nm	nm	8,5%	12,6%

Principais indicadores

	2016a	2017a	2018e	2019e	2020e
D / (D+E)	91,0%	82,5%	88,0%	87,5%	86,3%
Divida Líquida / EBITDA	6,9	6,8	5,5	4,8	4,5
Divida Total / EBITDA	3,7	4,4	4,2	3,7	3,6

DRE sintético

R\$ milhões	2016a	2017a	2018e	2019e	2020e
Receita Líquida	18.828	18.578	39.369	41.338	43.405
(-) CPV	-16.662	-16.355	-34.427	-35.638	-37.433
Gross Profit	2.167	2.223	4.942	5.700	5.972
DG&A	-1.123	-1.107	-2.860	-2.941	-3.001
(+/-) Despesas com Vendas	-578	-586	-1.578	-1.637	-1.675
(+/-) Despesas Administrativas	-440	-382	-868	-891	-914
(+/-) Outras despesas / receitas	-106	-138	-413	-413	-412
EBIT	1.044	1.116	2.082	2.759	2.970
(+/-) Resultado Financeiro	-2.035	-1.932	-2.273	-2.311	-2.299
EBT	-991	-816	-289	345	563
(-) Impostos	335	397	98	-117	-191
Lucro Líquido	-646	-442	-191	228	371

Múltiplos

	2016a	2017a	2018e	2019e	2020e
EV / EBITDA	11,3	10,0	5,5	4,8	4,5
LPA (R\$)	-1,04	-0,71	-0,31	0,37	0,60
P / E	nm	nm	nm	17,5	10,7
P / BV	5,2	2,2	2,3	2,2	1,9

Estimativas

Valor Total para Firma (R\$ ml)	20.027
VP do FCF	10.994
VP do Valor Terminal	9.034
Ações (# milhões)	621
Caixa Líquido	14.286
Valor para o acionista	5.742
Preço alvo (R\$)	9,0

Premissas

Beta	1,8
WACC	11,1%
D/(D+E)	73%
Taxa livre de risco	4,9%
Prêmio de mercado	4,6%
Crescimento na perpetuidade	5,0%

Fonte: Marfrig e estimativas BB Investimentos

Balanço Patrimonial

R\$ milhões	2016a	2017a	2018e	2019e	2020e
Ativo	20.259	21.302	26.760	27.476	27.954
Ativo circulante	9.303	9.739	11.258	11.655	11.807
Caixa e equivalentes de caixa	5.279	4.402	4.502	4.305	3.913
Contas a receber	790	925	1.531	1.722	1.809
Estoques	1.258	1.760	2.391	2.475	2.599
Outros ativos circulantes	112	120	302	494	695
Ativo não circulante	4.115	4.264	4.508	4.772	5.037
Permanente	6.841	7.300	10.994	11.049	11.110
Passivo + Patrimônio líquido	20.259	21.302	26.760	27.476	27.954
Passivo circulante	7.383	6.021	6.641	6.849	7.012
Financiamentos e empréstimos	1.455	1.846	2.707	2.757	2.756
Fornecedores	2.003	2.354	1.859	1.952	2.050
Taxas a pagar	176	312	328	344	362
Passivo não circulante	11.775	12.646	17.630	17.964	17.997
Empréstimos e Financiamentos LP	9.722	10.601	15.543	15.834	15.823
Outros passivos LP	2.053	2.045	2.086	2.131	2.173
Patrimônio líquido	1.101	2.635	2.489	2.663	2.946

R\$ Milhões	2016a	2017a	2018e	2019e	2020e
Fluxo de Caixa					
EBIT	1.044	1.116	2.082	2.759	2.970
(-) Taxas	-355	-379	-708	-938	-1.010
Lucro operacional líquido	689	736	1.374	1.821	1.960
(+) D&A	464	454	582	627	676
(-) Capex	-526	-824	-4.276	-682	-738
(-) Necessidade de Capital de Giro	809	-1.011	-1.477	-245	-179
(=)FCLE	1.436	-645	-3.797	1.521	1.720

Fonte: Marfrig e estimativas BB Investimentos

Análise de sensibilidade

g/WACC	Preço-alvo 2019				
	10,1%	10,6%	11,1%	11,7%	12,1%
4,0%	11	9	7	5	4
4,5%	13	10	8	6	4
5,0%	15	12	9	7	5
5,5%	17	13	11	8	6
6,0%	20	16	12	10	7

Análise de sensibilidade

g/WACC	EV/EBITDA 19E (potencial)				
	10,1%	10,6%	11,1%	11,7%	12,1%
4,0%	5,6	5,2	4,9	4,6	4,3
4,5%	5,8	5,4	5,0	4,7	4,4
5,0%	6,1	5,6	5,2	4,9	4,6
5,5%	6,5	5,9	5,4	5,1	4,7
6,0%	6,9	6,2	5,7	5,3	4,9

Fonte: 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	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) - Brasil

+55 (11) 4298-7000

Diretor	Gerente Executivo	BB Securities - London
Fernando Campos	Denisio Augusto Liberato	4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St. London EC2N 1ER - UK +44 (207) 3675800
Gerentes da Equipe de Pesquisa		
Estratégia - Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Análise de Empresas - Victor Penna victor.penna@bb.com.br	Managing Director Admilson Monteiro Garcia +44 (207) 3675801 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 Trading Bruno Fantasia +44 (207) 3675852 Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842
Renda Variável		
Agronegócios Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Siderurgia e Mineração Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	
Bancos e Serviços Financeiros Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	Óleo e Gás Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br Papel e Celulose Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	
Bens de Capital Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	Imobiliário Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br	Banco do Brasil Securities LLC - New York 535 Madison Avenue 33th Floor New York City, NY 10022 - USA (Member: FINRA/SIPC/NFA)
Utilities Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	Varejo Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br	Managing Director Carla Sarkis Teixeira +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
Alimentos e Bebidas Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Transporte e Logística Renato Hallgren renatoh@bb.com.br	DCM Richard Dubbs +1 (646) 845-3719 Syndicate Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717
Macroeconomia e Estratégia de Mercado	Renda Fixa	BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore 6 Battery Road #11-02 Singapore, 049909
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br	Managing Director Marcelo Sobreira +65 6420-6577 Director, Head of Sales José Carlos Reis +65 6420-6570 Institutional Sales Zhao Hao +65 6420-6582
Equipe de Vendas	Varejo	
Investidor Institucional bb.distribuicao@bb.com.br	Gerente - Mario D'Amico Fabiana Regina de Oliveira Sandra Regina Saran	
Gerente - Antonio Emilio Ruiz Bianca Onuki Nakazato Bruno Finotello Daniel Frazatti Gallina Denise Rédua de Oliveira Edger Euber Rodrigues Fábio Caponi Bertoluci Henrique Reis Marcela Andressa Pereira		