

## Resultados trimestrais

**Minerva**
**2T18: desempenho operacional forte compensado por despesas não recorrentes e FX**

O Minerva divulgou resultados operacionais positivos no 2T18. Tanto as exportações do Brasil quanto o desempenho robusto na divisão internacional contribuíram para o aumento substancial de 45% a/a na receita bruta, que foi de R\$ 3,7 bl (2% abaixo de nossas estimativas e 4% acima do consenso). O EBITDA também foi beneficiado pelos resultados operacionais positivos e cresceu 27% a/a para R\$ 353 milhões (4% acima de nossas estimativas e 1% acima do consenso). Como resultado, a margem EBITDA alcançou 9,5%, 130 p.p. menor a/a, mas 140 p.p maior t/t. No entanto, no trimestre, a empresa teve uma despesa adicional não recorrente de R\$ 580 milhões relacionada ao Funrural que, associada a uma despesa de variação cambial de R\$ 957 milhões, impactou fortemente o resultado final que ficou negativo em R\$ 926 milhões.

**Resultados operacionais** A taxa de utilização de capacidade na divisão **Brasil** foi impactada pela greve dos caminhoneiros e caiu de 78% no 2T17 para 72%. Por outro lado, os maiores volumes exportados e a valorização do dólar compensaram o fraco desempenho no mercado interno e contribuíram para um aumento de 6% a/a na receita bruta que totalizou R\$ 1,7 bl. Seguindo uma direção oposta, a taxa de utilização de capacidade da divisão **Internacional** aumentou pelo segundo trimestre consecutivo, atingindo 78,1% de 70,7% no mesmo período do ano passado. A nosso ver, esse resultado indica que a empresa tem sido assertiva em sua estratégia na região que, aliada a um cenário positivo para as exportações, melhorou a execução e impulsionou o processo de integração. Nesse sentido, a divisão registrou maiores volumes e maiores preços médios nos mercados interno e externo, levando a receita bruta a R\$ 1,6 bl, um aumento significativo de 139% a/a. De acordo com a empresa, as melhorias nas exportações argentinas e a maior demanda da Rússia por carne paraguaia contribuíram fortemente para os resultados na região. A divisão de **Trading** seguiu a tendência de alta observada nos últimos trimestres e apresentou um aumento de 36% a/a na receita bruta de R\$ 660 milhões, impactado principalmente (i) pela recuperação consistente das exportações de gado vivo, e (ii) melhorias na revenda de produtos de terceiros.

**Mantemos nossa recomendação de Outperform.** A Minerva mostrou melhorias consistentes na execução t/t. Como esperado, os resultados da divisão Internacional, que incluem os últimos ativos adquiridos, mostraram um processo de integração acelerado, levando o consolidado a recuperação de margens sequencialmente. Vale mencionar que a empresa também anunciou a aprovação, por parte de seu Conselho de Administração, de um estudo de viabilidade para uma Oferta Pública Inicial de uma participação não operacional no Chile, denominada Athena Foods, que deverá cobrir os resultados das unidades em Paraguai, Uruguai, Argentina, Colômbia e Chile. Em relação ao tema, vemos uma oportunidade para a empresa destravar valor e desalavancar. Adicionalmente, a transação parece mitigar o risco brasileiro diante de um ambiente econômico menos favorável. Além disso, dada a valorização do dólar, o Minerva também atualizou suas estimativas para a receita de Dez18 para entre R\$ 15 bilhões e R\$ 16 bilhões. À luz de uma avaliação positiva do progresso da integração dos novos ativos e uma possível criação de valor advindo do IPO no Chile, consideramos *valuation* atrativo e reiteramos a recomendação Outperform.

**Highlights**

R\$ milhões	2T18	2T17	a/a	1T18	t/t
Receita líquida	3.736	2.579	45%	3.531	6%
Lucro bruto	676	505	34,0%	579	16,7%
Margem bruta (%)	18,1%	19,6%	-1 p.p.	16,4%	1,7 p.p.
EBITDA Ajustado	353	277	27,4%	285	24%
Margem EBITDA (%)	9,5%	10,8%	-1,3 p.p.	8,1%	1,39 p.p.
Lucro líquido	-926	-56	n.a.	-115	n.a.
Margem líquida (%)	-24,8%	-2,2%	-23 p.p.	-3,2%	-21,5 p.p.

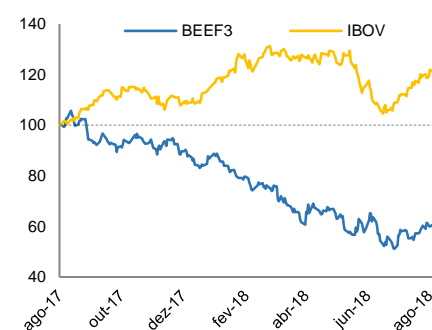
Fonte: Minerva e BB Investimentos

**BEEF3**

Rating	Outperform
Preço-alvo - 2018E	15,00
Preço da ação - 07/08/2018	7,21
Upside	108%

**Trading data**

em 07/08/2018		
Valor de Mercado	R\$ milhões	1.587
Varição 1 mês	%	1,3%
Varição UDM	%	-40,8%
Varição 2018	%	-32,2%
Min. 52 sem.	R\$	6,19
Máx. 52 sem.	R\$	13,04


**Valuation**

		2018e
Valor da Firma	R\$ milhões	8.467
Caixa Líquido	R\$ milhões	5.143
Valor para o acionista	R\$ milhões	3.324
Número de ações	# milhões	221
Perpetuidade (g)	%	5,0

**Múltiplos**

		2018e	2019e	2020e
EV/EBITDA		5,5x	5,0x	4,7x
P/L		8,1x	8,2x	8,3x
LPA	R\$	1,44	1,42	1,40

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

**FCL e alavancagem.** No 2T18, excluindo os impostos diferidos não recorrentes decorrentes da negociação da dívida do Funrural e o caixa oriundo do hedge cambial, o fluxo de caixa livre foi positivo em R\$ 244 milhões. Este resultado foi positivamente impactado por melhorias em (i) recebíveis, (ii) estoques, (iii) ativos biológicos e (iv) fornecedores, o que contribuiu para um retorno de capital de giro de R\$ 202 milhões. Quanto à alavancagem, considerando que ~77% da dívida total da companhia é denominada em US\$, a dívida líquida/EBITDA alcançou seu nível mais alto, em 5x.

<b>Endividamento</b>				
R\$ milhões	2T18	a/a	t/t	
Dívida Bruta	11.068	32,4%	13,1%	
Dívida Líquida	6.862	72,4%	16,3%	
Dívida Líquida / Adjusted EBITDA	5,0x	1,2x	0,5x	

Fonte: Minerva e BB Investimentos

### Anunciado versus Estimado

<b>DRE</b>					
R\$ Milhões	2T18a	2T18e	a/e	2T17a	a/a
<b>Receita Líquida</b>	<b>3.736</b>	<b>3.817</b>	<b>-2%</b>	<b>2.579</b>	<b>45%</b>
Lucro Bruto	676	647	4,5%	505	34%
Lucro Líquido	-926	168	n.a.	-56	n.a.
<b>EBITDA Ajustado</b>	<b>353</b>	<b>338</b>	<b>4%</b>	<b>277</b>	<b>27%</b>

<b>Margens</b>					
%	2T18a	2T18e	a/e	2T17a	a/a
Margem Bruta	18,1%	16,9%	1,1 p.p.	19,6%	-1,5 p.p.
Margem EBITDA	9,4%	8,9%	0,6 p.p.	10,7%	-1,3 p.p.
Margem Líquida	-24,8%	4,4%	-29,2 p.p.	-2,2%	-22,6 p.p.

Fonte: Minerva 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>
Fernando Campos	Denísio Augusto Liberato

**Gerentes da Equipe de Pesquisa**

<b>Estratégia</b> - Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	<b>Equities</b> - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
--	--

**Renda Variável**

<b>Agronegócios</b>	<b>Siderurgia e Mineração</b>
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Gabriela Cortez gabrielacortez@bb.com.br

**Bancos e Serviços Financeiros**

Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	<b>Óleo e Gás</b>
--	-------------------

Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br	<b>Papel e Celulose</b>
-------------------------------------	-------------------------

Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	Gabriela E Cortez gabrielacortez@bb.com.br
-------------------------------------	---

**Bens de Capital**

Viviane Silva viviane.silva@bb.com.br	<b>Imobiliário</b>
--	--------------------

<b>Utilities</b>	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
------------------	---------------------------------------

Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	<b>Varejo</b>
-------------------------------------	---------------

<b>Alimentos e Bebidas</b>	Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br
----------------------------	---

Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Fabio Cardoso fcardoso@bb.com.br
---	-------------------------------------

<b>Macroeconomia e Estratégia de Mercado</b>	<b>Transporte e Logística</b>
--	-------------------------------

Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br
--	--------------------------------------

Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br	<b>Renda Fixa</b>
--------------------------------------	-------------------

Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
---	------------------------------------

<b>Equipe de Sales</b>	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
------------------------	---

<b>Investidor Institucional</b>	<b>Varejo</b>
---------------------------------	---------------

bb.distribuicao@bb.com.br	acoaes@bb.com.br
---------------------------	------------------

<b>Gerente</b> - Antonio Emilio Ruiz	<b>Gerente</b> - Mario D'Amico
--------------------------------------	--------------------------------

Bianca Onuki Nakazato	Fabiana Regina de Oliveira
-----------------------	----------------------------

Bruno Finotello	Sandra Regina Saran
-----------------	---------------------

Daniel Frazzatti Gallina	
--------------------------	--

Denise Rédua de Oliveira	
--------------------------	--

Edger Euber Rodrigues	
-----------------------	--

Elisangela Pires Chaves	
-------------------------	--

Fábio Caponi Bertoluci	
------------------------	--

Henrique Reis	
---------------	--

Marcela Andressa Pereira	
--------------------------	--

**BB Securities - London**

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

London EC2N 1ER - UK

+44 (207) 3675800

**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

**Banco do Brasil Securities LLC - New York**

535 Madison Avenue 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

**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

**DCM**

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

**Syndicate**

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

**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