

Relatório Setorial

Agronegócios & Alimentos

Nossas considerações sobre FSA: uma oportunidade a ser considerado com um toque de conservadorismo

Em maio, durante toda a temporada de resultados do setor de Agronegócios e Alimentos, um dos temas mais discutidos foi a Febre Suína Africana (FSA) e seus impactos no setor como um todo. Como a FSA na China traz uma sequência de rupturas em fundamentos dos mercados globais de proteína, aproveitamos a oportunidade para estudar o assunto um pouco mais e revisitar nossas estimativas para as empresas do Agronegócio e Alimentos sob nossa cobertura. Em nossa opinião, o setor de proteína animal no Brasil se beneficiará de um cenário de demanda mais forte, conforme descrito abaixo. Além disso, esperamos aumento nos preços, aumento das margens e empresas com maior geração de caixa e menor alavancagem nos próximos dois anos. Quanto à nossa cobertura do agronegócio, apesar de vermos as empresas bem preparadas, elas devem enfrentar um ambiente mais volátil.

Considerando os números do Ministério da Agricultura e Assuntos Rurais da China (MARA em inglês), observamos uma queda gradual nos estoques de suínos e matrizes na China (-20% a/a em abril) desde o início do surto. Assim, a fim de tentar dar aos investidores alguma cor sobre o possível impacto na produção da China, estamos espelhando a mesma redução de 20% na produção anual de carne suína na China em 2019, discutindo abaixo os possíveis resultados a partir disso. No médio prazo, estamos simulando uma queda de 30% (sobre os níveis históricos) na produção de suínos chineses com base na redução sequencial de estoque de matrizes, o que provavelmente afetará negativamente a recomposição do rebanho à frente.

Em maio, de acordo com os últimos dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), o volume de exportações brasileiras de carne suína revelou um aumento significativo de 41% a/a, enquanto os preços em dólar cresceram 11%.a/a. No mesmo período, a China representou 26% da receita total das exportações brasileiras de carne suína. Seguindo a mesma tendência de alta, os preços da carne suína no mercado doméstico subiram e mostraram um aumento de 19% a/a de janeiro a maio.

Vale ressaltar que, apesar de considerarmos esse cenário como positivo, uma vez que a FSA beneficiará os maiores exportadores de carne do mundo no curto e médio prazo, bem como mudará a dinâmica dos preços dos grãos em todo o mundo, é difícil quantificar os benefícios. Em primeiro lugar, porque não há precedentes históricos no setor; em segundo lugar, acreditamos que a China tende a fazer todos os esforços para aumentar a produção das outras proteínas, especialmente as aves, compensando parcialmente esse movimento. Portanto, adotamos uma abordagem conservadora em nossas estimativas para o setor e continuaremos a seguir os números chineses de perto para refletir melhor os impactos em nossos modelos e preços-alvo.

Empresa	Ticker	Preço (R\$) Jun 11, 2019	Variação (%)		
			Mês	2019	UDM
JBS	JBSS3	21,86	10,6%	88,1%	149,5%
BRF	BRFS3	27,70	-10,8%	23,1%	25,5%
Marfrig	MRFG3	6,83	-6,7%	19,4%	-20,4%
SLC Agrícola	SLCE3	19,50	-0,6%	-1,8%	-6,4%
Minerva	BEEF3	8,20	-2,4%	60,3%	5,5%
Ourofino	OFS3	30,10	-0,6%	-6,1%	63,8%
BrasilAgro	AGRO3	15,72	1,4%	2,9%	30,6%
Ibovespa	IBOV	97.030	0,7%	12,6%	36,9%

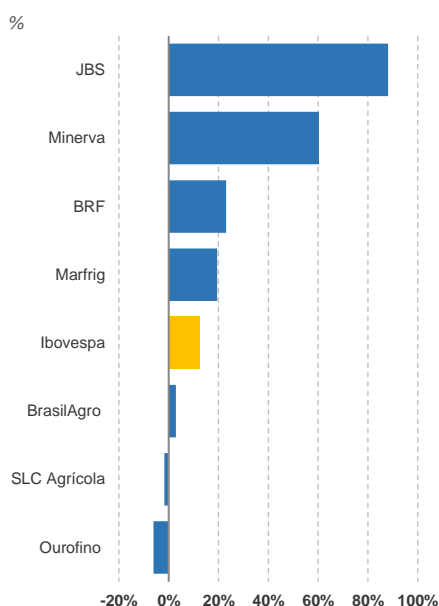
Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

Preço Alvo

Ticker	Preço-alvo	Upside	Rating	Mkt Cap*
JBSS3	24,0	9,8%	OP	59.487
BRFS3	-	-	Restrito	21.677
MRFG3	9,0	31,8%	OP	4.001
SLCE3	22,0	12,8%	MP	3.732
BEEF3	-	-	Restrito	2.987
OFS3	34,0	13,0%	OP	1.699
AGRO3	20,0	27,2%	OP	916

*R\$ Milhões em 11 de Junho de 2019

Performance 2019



Variação Cambial

(R\$/US\$)



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

Luciana Carvalho
Analista Sênior
luciana_cvl@bb.com.br

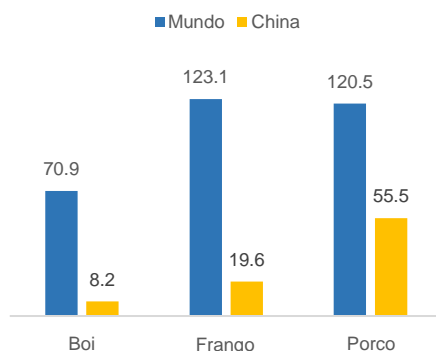
Catherine Kiselar
Analista
ckiselar@bb.com.br

FSA e seus desdobramentos

Concordamos totalmente que a Febre Suína Africana (FSA) na China traz um cenário disruptivo para a indústria global de proteínas em face de sua extensão, na qual detalhamos mais adiante. Em 2018, a China foi responsável por aproximadamente 46% do consumo mundial de carne suína, correspondendo a ~ 56 milhões de toneladas, com um dos maiores consumos per capita do mundo, de 30,6 kg/pessoa, segundo dados da OCDE-FAO. Ao mesmo tempo, a produção de carne suína chinesa foi de ~ 54 milhões de toneladas. Assim, podemos considerar que pelo menos 2 milhões de toneladas devem ser importados do mercado global de comércio que totalizou 8 milhões de toneladas em 2018.

Mundo x China - Consumo de Carne (2018)

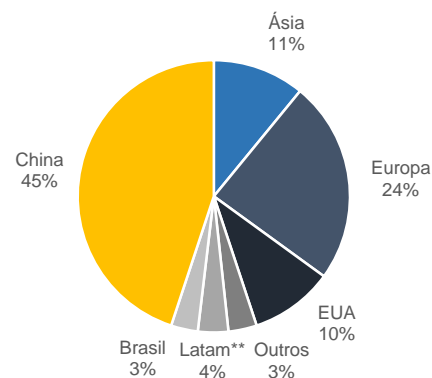
Milhões ton



Fonte: OECD-FAO, BB Investimentos Research

Produção Mundial de Carne de Porco

%

Fonte: OECD-FAO, BB Investimentos Research
*ex-China; **ex-Brasil

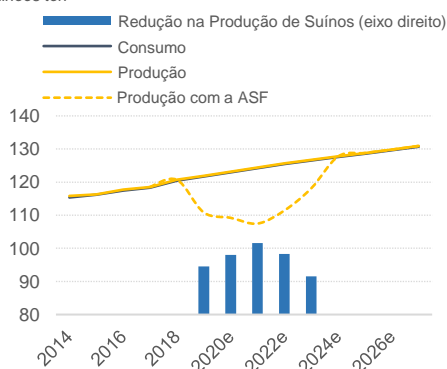
O surto da Febre Suína Africana (FSA) apareceu pela primeira vez na China em agosto do ano passado. Desde então, casos do vírus também foram relatados no Vietnã, Laos, Camboja, Tailândia e outros países do Sudeste Asiático. Como resultado do surto, estamos estimando uma redução em torno de 20% a 30% na produção de carne suína chinesa de 2019 a 2021 em relação aos dados históricos. No entanto, acreditamos que nossas estimativas podem ser conservadoras, uma vez que o governo chinês provavelmente subestimar o número real de epidemia, em nossa opinião.

Considerando os números do Ministério da Agricultura e Assuntos Rurais da China (MARA em inglês), observamos uma queda gradual nos estoques de suínos e matrizes na China (-20% a/a em abril) desde o início do surto. Assim, a fim de tentar dar aos investidores alguma cor sobre o possível impacto na produção da China, estamos espelhando a mesma redução de 20% na produção anual de carne suína na China em 2019, discutindo abaixo os possíveis resultados a partir disso. No médio prazo, estamos simulando uma queda de 30% (sobre os níveis históricos) na produção de suínos chineses com base na redução sequencial de estoque de matrizes, o que provavelmente afetará negativamente a recomposição do rebanho à frente. (veja o gráfico abaixo)

Portanto, a redução de 20% na produção de carne suína chinesa significa uma queda significativa de 12 milhões de toneladas na oferta mundial de carne suína (-9% em relação a 2018) e um aumento de 51% no comércio global em 2019. Adicionalmente, notamos a dinâmica dos preços da porco na China que aumentaram acentuadamente nos últimos meses (+ 9% a/a no acumulado do ano), refletindo a redução da oferta.

Redução Estimada - Produção de Suínos na China

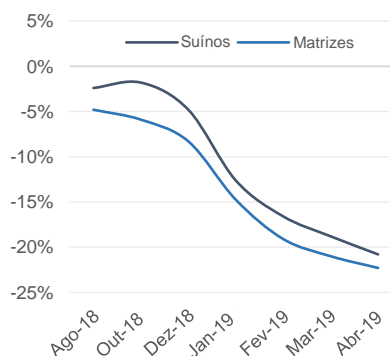
Milhões ton



Fonte: OECD-FAO, estimativas BB Investimentos Research

Estoque de Suínos e Matrizes na China

Variação a/a (%)

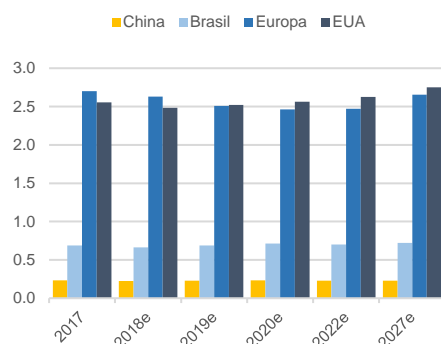


Fonte: MARA, BB Investimentos Research

Embora a Europa, os EUA e o Brasil figurem entre os principais exportadores de carne suína do mundo, que se beneficiarão dessa nova dinâmica de mercado, vemos um aumento de capacidade limitado desses importantes players para suportar a lacuna da China no curto prazo. Portanto, também assumimos um incremento substancial nas importações chinesas das outras proteínas: carne de frango e carne bovina. Além disso, impulsionado pela maior demanda, os preços internacionais devem seguir o mesmo caminho ascendente. Nesse contexto, acreditamos que indústria de aves seja a mais beneficiada à frente, uma vez que possui vantagem competitiva em termos de preço e menor ciclo de produção, o que é mais adaptável a eventual aumento da demanda. Enquanto os preços de frango representam ~ 0,56x do preço da carne suína, a carne bovina está em 1,86x, mais cara.

Principais Exportadores de Suínos

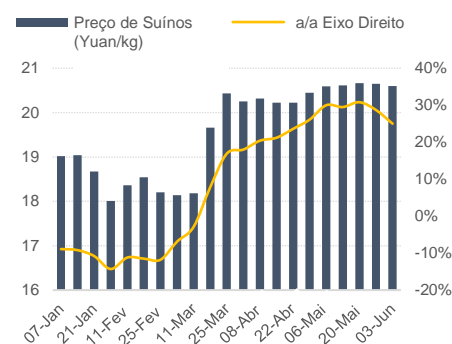
Milhões ton



Fonte: OECD-FAO, BB Investimentos Research

Dinâmica de Preços de Suínos na China (2019)

(Yuan/kg)



Fonte: MARA, BB Investimentos Research

Como a FSA afeta o mercado brasileiro de proteína animal?

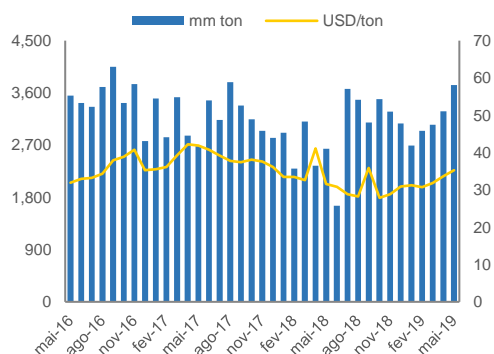
Em primeiro lugar, esperamos uma reação positiva nos preços entre todas as proteínas - o que já pode ser visto - seguido por maiores volumes exportados, especialmente a partir do 2S19 em diante. Em maio, de acordo com os últimos dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), o volume exportado de carne suína brasileira apresentou aumento expressivo de 41% a/a, enquanto os preços em dólar cresceram 11% a/a. No mesmo período, a China representou 26% da receita total das exportações brasileiras de carne suína. Seguindo a mesma tendência de alta, os preços da carne suína no mercado doméstico subiram e mostraram um crescimento de 19% a/a de janeiro a maio.

Atualmente, a China é um dos maiores importadores da carne brasileira. No acumulado do ano até maio, de acordo com o MDIC, o país asiático foi o destino final de 18% das exportações brasileiras de frango e 27% das exportações de carne bovina. Assim, seguindo a trajetória positiva observada na carne suína e levando em consideração a contribuição chinesa, os volumes exportados de carne bovina e de aves brasileiras também apresentaram desempenho robusto, aumentando respectivamente 34% e 10% a/a em volume em maio.

Olhando para o futuro, os preços no mercado interno devem manter sua trajetória ascendente frente ao aumento das exportações no Brasil, o que também impulsionará as margens das empresas do setor. É importante mencionar que as empresas podem se beneficiar primeiro dos preços mais altos (nos mercados doméstico e internacional) do que dos volumes, uma vez que o último ainda depende da habilitação de novas plantas para exportar para a China.

Exportação de Suínos do Brasil

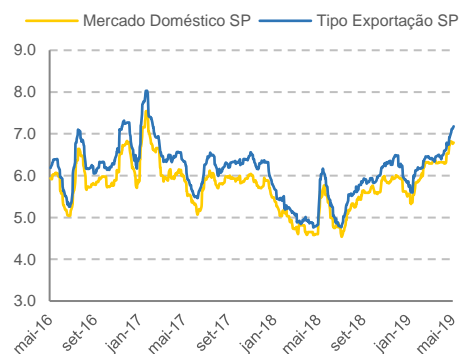
Milhões ton



Fonte: MDIC (Secex), BB Investimentos Research

Preço de Suínos no Brasil

R\$/Kg



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos Research

Como a China tem mostrado margens atraentes no mercado internacional, a utilização de capacidade das plantas brasileiras autorizadas para exportar para a região está próxima do limite. Portanto, considerando a perspectiva da FSA que impulsionará a demanda chinesa por carne, aumentos adicionais nos volumes brasileiros exportados são altamente dependentes de novas licenças da China. Nesse contexto, até a segunda quinzena de maio, a ministra da Agricultura, Tereza Cristina, confirmou a apresentação de uma lista com 30 usinas para Pequim. Embora a China tenha dado um sinal que permita pelo menos 20, não ficou claro quando isso aconteceria.

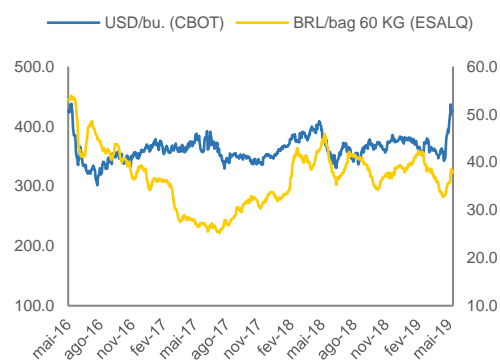
Considerando todo o contexto da FSA e que o armazenamento de suínos já abatidos deverá reduzir gradualmente na China, esperamos incrementos adicionais na demanda de proteína chinesa no 2S19 levando o governo chinês a autorizar novas usinas no curto prazo. No entanto, na semana passada, o Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA) notificou a indústria de carne bovina a respeito da suspensão das exportações brasileiras de carne bovina para a China após detectar um caso de doença da vaca louca no Mato Grosso. Embora acreditemos que a decisão seja temporária, até que a situação seja esclarecida, a China provavelmente atrasará novas permissões para as plantas brasileiras.

Agronegócio: um ambiente mais volátil

Em relação ao agronegócio, a FSA também impacta a dinâmica dos preços dos grãos em todo o mundo. Observamos uma pressão baixista sobre o preço decorrente da menor demanda chinesa por grãos, devido à redução na produção de carne suína, embora em menor escala, dados os possíveis esforços do governo para induzir outras produções de proteína animal, especialmente de aves. Além disso, um clima favorável no Brasil pode sustentar a oferta de grãos sem maiores impactos nos volumes.

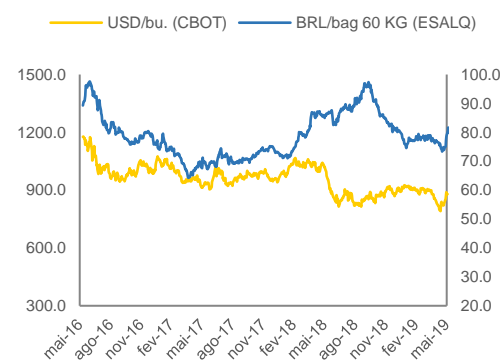
Por outro lado, nos EUA, a chuvas acima do esperado juntamente com a iniciativa de Trump para ajudar os agricultores, diante da guerra comercial entre EUA e China, devem induzir a redução da produção de grãos dos EUA na safra 2019/2020, elevando os preços dos grãos. Como resultado, os preços do milho na Bolsa de Chicago aumentaram 6% m/m em maio. No Brasil, a guerra comercial (EUA x China) e a valorização do dólar incentivam as exportações dos grãos, que também exercem uma pressão adicional de alta nos preços. Assim, considerando ambos, o cenário de alta e baixa, vemos um ambiente mais volátil para as empresas do agronegócio no curto prazo.

Preços do Milho



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos Research

Preços da Soja



Fonte: Bloomberg, BB Investimentos Research

Contabilizando os benefícios

Percebemos a indústria bastante cautelosa em relação ao aumento de capacidade por conta da FSA, dadas as incertezas em torno do cenário à frente. Em nossa opinião, a FSA na China e suas consequências acima mencionadas não são suficientes para sustentar grandes projetos para aumentar a capacidade de produção no curto prazo. Como resultado, vemos empresas na indústria de proteínas usando capacidade ociosa em um primeiro momento, o que provavelmente dilui custos. Além disso, assumimos preços mais altos nos mercados internacional e doméstico, seguidos pelo aumento nos volumes exportados. Em suma, esperamos melhorias nas margem e empresas com geração de caixa mais forte desalavancando a partir do 2S19 em diante.

Sob nossa cobertura, mantemos nossa recomendação em Outperform para **JBS**, uma vez que vemos a empresa como a maior beneficiária do cenário positivo de proteína em todo o mundo. A empresa produz carne bovina, suína e suína em todo o mundo (Brasil, EUA, Austrália, Canadá e Europa) e alcançou uma diversificação geográfica e proteica tão positiva que a levou a uma posição favorável no contexto. Portanto, estimamos um crescimento de 12% a/a no EBITDA 19E, que pode chegar a R\$ 16,6 bilhões, e uma dívida líquida/EBITDA 19E em 2,6x vs. 3,2x no final de 2018.

Também mantemos a recomendação de Outperform para **Marfrig**. Apesar de seu enfoque singular na carne bovina, vemos a empresa também sendo beneficiada pela epidemia chinesa, embora em menor grau em comparação com a JBS. Consideramos a Marfrig bem posicionada para capturar valor das oportunidades por meio de sua localização geográfica nos maiores produtores e exportadores de carne bovina (Brasil e EUA). Nesse sentido, estimamos um EBITDA 19E em R\$ 3,8 bilhões e uma alavancagem próxima de 2,5x vs 3,1x Dec 18.

Em relação às empresas do agronegócio, a **SLC Agrícola** pode ter um impacto negativo nos preços médios se observarmos uma tendência de queda nos preços dos grãos, como resultado do aumento nos estoques, devido à redução no consumo de ração animal na China. Soja e milho juntos representaram 46% da receita bruta em 2018. Portanto, devido à falta de visibilidade dos preços das commodities acima mencionada, mantemos nossa recomendação de Market Perform sobre o nome, já que a empresa está altamente exposta aos preços de commodities e variação cambial.

A **BrasilAgro**, por sua vez, deve sofrer um impacto menor, uma vez que a exposição da empresa nas linhas de Agronegócios representou 22,5% da receita líquida nos 9M19. Em nossa opinião, o portfólio da empresa pode mitigar o impacto adverso nos preços dos grãos, possivelmente provenientes dos efeitos da FSA. A BrasilAgro possui outros dois negócios mais rentáveis e representativos, como a cana-de-açúcar (35,3% da RL nos 9M19) e a Venda de Fazendas (38,6% da RL nos 9M19). Dessa forma, reiteramos nossa recomendação de Outperform à empresa à luz de seus fundamentos.

Quanto à **Ourofino**, mantemos a rating de Outperform. Além de seus fundamentos sólidos, as perspectivas permanecem positivas para a empresa no contexto da FSA. O segmento de Animais de Produção - o mais representativo, com 78% da receita líquida total em 2018 - deverá ser impactado positivamente, em nossa visão, já que a demanda pelo portfólio da companhia deve ser impulsionada pelo aumento da produção de carne brasileira para atender a demanda chinesa para proteína animal.

JBS (JBSS3) – Novas estimativas consolidadas

Destaques Financeiros

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Receita Líquida	163.170	181.681	197.826	209.585	223.832
EBIT	6.747	7.184	11.464	12.389	13.476
EBITDA Ajustado	13.074	14.850	16.645	17.890	19.363
Dívida Bruta	57.025	56.154	55.780	55.268	55.865
Dívida Líquida	45.283	47.218	42.677	39.935	36.781
Margem Bruta (%)	14,6%	14,5%	14,5%	14,4%	14,4%
Margem EBITDA (%)	8,0%	8,2%	8,4%	8,5%	8,7%
Margem Líquida (%)	0,3%	0,0%	2,2%	2,4%	2,5%
ROE (%)	2,0%	0,1%	14,2%	14,2%	14,2%

Principais Indicadores

	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
D / (D+E)	68,6%	66,8%	64,0%	61,1%	58,6%
Dívida Bruta / EBITDA	4,4	3,8	3,4	3,1	2,9
Dívida Líquida / EBITDA	3,5	3,2	2,6	2,2	1,9

Balanço Patrimonial

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Ativo	108.697	114.146	117.348	121.261	127.452
Ativo circulante	36.105	36.900	41.560	45.999	52.358
Caixa e equivalentes de caixa	11.742	8.936	13.103	15.333	19.084
Contas a receber	9.333	9.657	9.891	10.479	11.192
Estoques	9.685	11.312	11.435	12.620	14.017
Outros ativos circulantes	5.345	6.995	7.130	7.567	8.065
Ativo não circulante	10.965	12.457	12.816	13.180	13.526
Permanente	61.627	64.789	62.972	62.082	61.567
Passivo + Patrimônio líquido	108.697	114.146	117.348	121.261	127.452
Passivo circulante	29.180	21.603	23.216	23.814	25.201
Financiamentos e empréstimos	13.526	2.923	4.239	4.200	4.246
Fornecedores	9.993	13.076	13.160	13.452	14.374
Outros passivos CP	5.661	5.604	5.817	6.163	6.581
Passivo não circulante	53.376	64.599	62.795	62.316	62.862
Empréstimos e Financiamentos LP	43.499	53.231	51.541	51.068	51.619
Outros passivos LP	2.166	2.166	2.167	2.168	2.168
Patrimônio líquido	26.141	27.944	31.337	35.131	39.389

Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
EBIT	6.747	7.184	11.464	12.389	13.476
(-) Taxas	(126)	1.308	(2.288)	(2.525)	(2.796)
Lucro Operacional Líquido	6.621	8.492	9.176	9.865	10.679
(+) D&A	4.472	4.805	5.180	5.500	5.887
(-) Capex	(3.722)	(2.897)	(3.363)	(4.611)	(5.372)
(-) Necessidade de Capital de Giro	749	(151)	6	(1.357)	(1.038)
(=)FCLE	8.119	10.249	11.000	9.397	10.157

Fonte: JBS e estimativas BB Investimentos

Marfrig (MRFG3) – Novas estimativas consolidadas

Destaques Financeiros

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Receita Líquida	10.128	29.715	45.708	48.677	50.750
EBIT	424	422	2.410	2.664	2.750
EBITDA Ajustado	791	2.601	3.797	4.130	4.304
Dívida Bruta	12.447	15.235	15.749	15.767	15.683
Dívida Líquida	8.045	8.044	9.339	9.493	9.557
Margem Bruta (%)	13,5%	12,9%	10,8%	11,0%	10,9%
Margem EBITDA (%)	7,8%	8,8%	8,3%	8,5%	8,5%
Margem Líquida (%)	-9,8%	-7,4%	0,4%	0,7%	0,9%
ROE (%)	na	na	4,7%	8,2%	9,4%

Principais Indicadores

	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
D / (D+E)	82,5%	79,2%	79,1%	78,0%	76,6%
Dívida Bruta / EBITDA	15,7	5,9	4,1	3,8	3,6
Dívida Líquida / EBITDA	10,2	3,1	2,5	2,3	2,2

Balança Patrimonial

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Ativo	21.302	26.504	27.387	27.925	28.338
Ativo circulante	9.739	11.763	12.216	12.626	12.930
Caixa e equivalentes de caixa	4.402	7.192	6.410	6.274	6.126
Contas a receber	925	1.244	1.651	1.825	1.974
Estoques	1.760	1.822	2.378	2.588	2.762
Outros ativos circulantes	443	344	444	473	493
Ativo não circulante	4.264	2.910	3.064	3.222	3.380
Permanente	7.300	11.831	12.108	12.077	12.028
Passivo + Patrimônio líquido	21.302	26.504	27.387	27.925	28.338
Passivo circulante	6.021	8.646	8.945	9.146	9.236
Financiamentos e empréstimos	1.846	3.665	3.789	3.793	3.773
Fornecedores	2.354	2.332	2.666	2.772	2.819
Outros passivos CP	462	646	635	676	705
Passivo não circulante	12.646	13.846	14.282	14.343	14.323
Empréstimos e Financiamentos LP	10.601	11.570	11.960	11.974	11.910
Outros passivos LP	2.045	2.276	2.323	2.369	2.413
Patrimônio líquido	2.635	4.012	4.160	4.437	4.779

Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
EBIT	424	422	2.410	2.664	2.750
(-) Taxas	(144)	(144)	(819)	(906)	(935)
Lucro Operacional Líquido	280	279	1.591	1.758	1.815
(+) D&A	454	817	750	830	916
(-) Capex	(824)	(4.344)	(1.026)	(799)	(867)
(-) Necessidade de Capital de Giro	(1.011)	1.171	(1.012)	(300)	(290)
(=)FCLE	(1.101)	(2.078)	301	1.488	1.575

Fonte: Marfrig e estimativas BB Investimentos

SLC Agrícola (SLCE3) – Estimativas consolidadas

Destaques Financeiros

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Receita Líquida	2.220	2.823	3.045	3.297	3.430
EBIT	593	658	598	615	667
EBITDA Ajustado	739	670	714	739	798
Dívida Bruta	1.901	1.589	1.605	1.635	1.659
Dívida Líquida	840	962	1.063	1.027	934
Margem Bruta (%)	30,5%	30,0%	27,2%	26,3%	27,1%
Margem EBITDA (%)	33,3%	23,7%	23,5%	22,4%	23,3%
Margem Líquida (%)	16,6%	14,4%	11,2%	10,9%	12,1%
ROE (%)	13,7%	14,5%	11,5%	11,5%	12,5%

Principais Indicadores

	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
D / (D+E)	37,0%	36,5%	35,6%	34,6%	33,6%
Dívida Bruta / EBITDA	2,2	2,4	2,3	2,2	2,1
Dívida Líquida / EBITDA	1,1	1,4	1,5	1,4	1,2

Balança Patrimonial

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Ativo	5.294	5.756	5.865	6.153	6.428
Ativo circulante	2.250	2.582	2.500	2.665	2.819
Caixa e equivalentes de caixa	749	643	572	632	749
Contas a receber	352	272	336	364	379
Estoques	570	869	806	876	896
Outros ativos circulantes	2	1	1	1	1
Ativo não circulante	183	173	180	187	194
Permanente	2.861	3.000	3.185	3.301	3.414
Passivo + Patrimônio líquido	5.294	5.756	5.865	6.153	6.428
Passivo circulante	1.662	1.890	1.946	2.043	2.100
Financiamentos e empréstimos	861	739	886	899	912
Fornecedores	424	704	608	658	685
Outros passivos CP	284	358	346	375	390
Passivo não circulante	930	1.071	961	981	1.000
Empréstimos e Financiamentos LP	728	866	749	760	771
Outros passivos LP	201	204	212	221	229
Patrimônio líquido	2.702	2.795	2.958	3.129	3.328

Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
EBIT	593	658	598	615	667
(-) Taxas	(202)	(224)	(203)	(209)	(227)
Lucro Operacional Líquido	392	434	394	406	440
(+) D&A	92	111	116	124	131
(-) Capex	(137)	(256)	(301)	(239)	(245)
(-) Necessidade de Capital de Giro	(138)	81	(80)	(21)	6
(=)FCLE	209	370	129	269	333

Fonte: SLC Agrícola e estimativas BB Investimentos

BrasilAgro (AGRO3) – Novas estimativas consolidadas
Destaques Financeiros

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Receita Líquida	194	397	592	559	589
EBIT	0	161	141	75	89
EBITDA Ajustado	43	135	163	101	117
Dívida Bruta	112	276	278	281	283
Dívida Líquida	61	160	90	111	110
Margem Bruta (%)	24,7%	39,3%	33,4%	23,1%	24,8%
Margem EBITDA (%)	22,0%	34,0%	27,5%	18,0%	19,9%
Margem Líquida (%)	14,1%	31,9%	20,1%	10,7%	12,2%
ROE (%)	4,1%	16,7%	14,1%	6,7%	7,6%

Principais Indicadores

	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
D / (D+E)	14%	27%	25%	24%	23%
Dívida Bruta / EBITDA	2,6	2,0	1,7	2,8	2,4
Dívida Líquida / EBITDA	1,4	1,2	0,6	1,1	0,9

Balanço Patrimonial

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Ativo	884	1.180	1.302	1.342	1.408
Ativo circulante	171	373	478	497	547
Caixa e equivalentes de caixa	51	116	189	170	172
Contas a receber	54	95	111	105	111
Estoques	23	70	70	76	79
Outros ativos circulantes	5	30	2	2	2
Ativo não circulante	165	164	180	203	226
Permanente	548	643	644	642	635
Passivo + Patrimônio líquido	884	1.180	1.302	1.342	1.408
Passivo circulante	158	203	232	225	234
Financiamentos e empréstimos	57	70	71	71	72
Fornecedores	56	106	121	114	120
Outros passivos CP	45	27	40	40	42
Passivo não circulante	59	221	223	225	227
Empréstimos e Financiamentos LP	56	206	208	209	211
Outros passivos LP	3	15	15	16	16
Patrimônio líquido	667	756	847	892	947

Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
EBIT	(0)	161	141	75	89
(-) Taxas	0	(55)	(48)	(26)	(30)
Lucro Operacional Líquido	(0)	106	93	50	59
(+) D&A	15	23	22	25	28
(-) Capex	(10)	(11)	(23)	(22)	(21)
(-) Necessidade de Capital de Giro	33	(80)	41	(9)	0
(=)FCLE	38	38	133	43	66

Fonte: BrasilAgro e estimativas BB Investimentos

Ourofino (OFSA3) – Novas estimativas consolidadas

Destques Financeiros

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Receita Líquida	505	589	660	742	835
EBIT	66	98	126	150	169
EBITDA Ajustado	104	132	171	199	222
Dívida Bruta	313	288	259	237	220
Dívida Líquida	200	222	(32)	(27)	(28)
Margem Bruta (%)	53,2%	55,0%	56,3%	56,5%	56,5%
Margem EBITDA (%)	20,5%	22,4%	26,0%	26,9%	26,6%
Margem Líquida (%)	9,0%	12,1%	12,7%	13,2%	13,5%
ROE (%)	9,3%	15,6%	17,5%	18,5%	19,2%

Principais Indicadores

	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
D / (D+E)	44%	40%	35%	31%	27%
Dívida Bruta / EBITDA	3,0x	2,2x	1,5x	1,2x	1,0x
Dívida Líquida / EBITDA	1,9x	1,7x	1,3x	1,1x	1,0x

Balço Patrimonial

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
Ativo	810	846	813	852	905
Ativo circulante	407	413	418	458	511
Caixa e equivalentes de caixa	123	65	32	27	28
Contas a receber	161	175	207	231	258
Estoques	109	153	145	162	182
Outros ativos circulantes	6	6	8	9	10
Ativo não circulante	403	433	395	394	394
Permanente	334	354	320	316	313
Passivo + Patrimônio líquido	810	846	813	852	905
Passivo circulante	277	171	191	191	194
Financiamentos e empréstimos	190	76	117	107	99
Fornecedores	28	27	15	16	18
Outros passivos CP	22	34	26	29	33
Passivo não circulante	127	219	147	135	126
Empréstimos e Financiamentos LP	123	211	142	130	121
Outros passivos LP	4	8	4	4	5
Patrimônio líquido	406	456	475	527	586

Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e
EBIT	66	98	126	150	169
(-) Taxas	(18)	(26)	(34)	(41)	(46)
Lucro Operacional Líquido	48	71	92	110	124
(+) D&A	25	26	46	49	53
(-) Capex	(33)	(46)	(40)	(44)	(50)
(-) Necessidade de Capital de Giro	43	(56)	(57)	(36)	(41)
(=)FCLE	83	(5)	40	78	85

Fonte: Ourofino 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 de valores mobiliários (“analistas”) e podem ser alteradas 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 (“Grupo”) 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. detém 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) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste relatório 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	6
Luciana Carvalho	-	-	-	-
Catherine Kiselar	-	-	-	-

3 – O(s) analista(s), 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 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação às companhias emissoras dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s)tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

6 - O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários das companhias objeto de sua análise.

7 - As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a 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

e-mail: pesquisa@bb.com.br

+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
	Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br
	Varejo
	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Macroeconomia e Estratégia de Mercado	
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	
Henrique Tomaz 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	acoes@bb.com.br
Head - Antonio Emilio Ruiz	Henrique Reis
Antonio de Lima Junior	Marcela Andressa Pereira
Bruno Finotello	Paulo Arruda
Daniel Frazatti Gallina	Pedro Gonçalves
Denise Rédua de Oliveira	Renata Simões
Fábio Caponi Bertoluci	Sandra Regina Saran
Fernando Leite	

BB Securities - London

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

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

Deputy Managing Director

João Domingos Cicarini Junior +44 (20) 7367 5802

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

Fernando Ocana +1 (646) 845 3718

Helio Hashimoto +1 (646) 845 3713

Michelle Malvezzi +1 (646) 845 3715

DCM

João Kloster +1 (646) 845 3717

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, CFA +65 6420 6582

Li Jing Ting +65 6420 6578