



Ticker	BEEF3
Atuação	Frigoríficos
Preço	R\$ 7,88
Mkt cap	R\$ 0,81 B
P/L Bloomberg	12,4x
YTD	+ 56,18%
Mín-Máx 52 sem.	R\$ 4,55-8,77

## **Aplaudimos a assertividade na estratégia de BEEF**

Minerva deu continuidade à boa figura operacional introduzida no 4T11 com resultados bem consistentes para o primeiro trimestre deste ano. A companhia trouxe um nível de margens operacionais bastante em linha com o que esperávamos, com avanços YoY em praticamente todas as métricas, embora um trimestre naturalmente mais contido na comparação QoQ (devido à sazonalidade). Aplaudimos o que entendemos ser não apenas a manutenção de um ambiente de earnings favorável a BEEF3, mas a introdução de sinais concretos de assertividade na estratégia e extensão do contexto favorável ao 2T12. Minerva é a companhia melhor posicionada para se aproveitar da inversão de ciclo da indústria e destoa completamente das demais meat processors listadas em quesitos essenciais, como a capacidade de aferir fluxo de caixa operacional positivo após juros e trazer efetivos avanços em um processo de desalavancagem, melhorando sensivelmente sua estrutura de capital após a mais recente emissão de bonds - não é todo mundo do setor que está conseguindo captar.

Muito de nosso viés contrário ao setor se dá pelo momento ingrato para o relacionamento entre custos e capacidade de repasse de preços no mercado. Além do fator temporal, este início de 2012 traz alguns indícios de virada do ciclo, notável no significativo aumento da oferta de animais prontos para abate (aumento de 6% YoY) para queda no preço da arroba (de 7,3%). A priori, o mérito de Minerva está no fato de ser a listada de maior exposição a essa dinâmica. Com o dólar valorizado, abre-se ainda mais a vantagem competitiva do gado brasileiro no mercado internacional. O provável benefício do dólar aos operacionais de Minerva, por outro lado, é sobrepujado pela impressão negativa atrelada ao impacto da variação da divisa na marcação da dívida. Além do retrato maracujina do cronograma de dívida, o resultado operacional positivo da companhia vem dando continuidade a um processo interessantíssimo de desalavancagem, tendo a relação net debt/EBITDA passado de 6,5x no 1T09 para 4,3x no 1T10, 4,0x no 1T11 e 3,8x no 1T12.



Ticker	BTOW3
Atuação	E-commerce
Preço	R\$ 6,99
Mkt cap	R\$ 1,09 B
P/L Bloomberg	53,0x
YTD	- 22,33%
Mín-Máx 52 sem.	R\$ 6,31-24,40

## Encerrando o short em B2W após ganho de 30%

Por uma questão de prudência, estamos encerrando a recomendação de shortear as ações de B2W, de maneira muito bem sucedida. Abrimos a sugestão de venda no Relatório de 5 de março, com as ações cotadas a R\$ 9,94, acumulando, portanto, desvalorização (ganho para quem shorteou) de quase 30%. À época, alertávamos para as restrições ao crescimento de primeira linha, o acirramento adicional da concorrência, as dificuldades logísticas e a compressão de margens, num racional que se materializou com alguma precisão. Estamos satisfeitos com os lucros da operação e, como forma de evitar qualquer surpresa associadas a eventual fechamento de capital, estamos elevando a ação à condição de neutralidade – não compro mas também não vendo.

De maneira simples e direta: não há nenhum elemento estritamente associado aos fundamentos de B2W per se por trás da elevação de recomendação. Tampouco apostamos propriamente na concretização do fechamento de capital. A despeito disso, não temos visibilidade suficiente para sustentar o posicionamento short, ainda que a companhia tenha publicamente se manifestado afastando a necessidade de se pronunciar sobre a suposta iminência do fechamento de capital. Esse tipo de comunicação é quase por definição capciosa e preferimos, diante dos lucros acumulados, evitar qualquer possibilidade de sermos pegos no contrapé neste caso. Os rumores de fechamento de capital são em alguma instância recorrentes e poderiam fazer sentido como tentativa de capturar sinergias e tentar salvar as margens de B2W.



Ticker	SLED4
Atuação	Editora
Preço	R\$ 21,81
Mkt cap	R\$ 0,64 B
P/L Bloomberg	8,8x
YTD	+ 4,35%
Mín-Máx 52 sem.	R\$ 19,70-39,00

## Os primeiros efeitos da mudança de rota em SLED4

Ficamos muito satisfeitos com o resultado apresentado por Saraiva no primeiro trimestre do ano, sentindo os primeiros efeitos da mudança comercial nas margens da livraria, um passo relevante para o aumento de 1 p.p. na margem ebitda do nicho no ano, como a empresa coloca como guidance informal - dada a força do primeiro resultado, não descartamos que a expansão seja ainda mais pronunciada. Também gostamos do início da recomposição das margens da editora, após ter atingido o que imaginamos ser o piso no primeiro trimestre do ano passado (40,8%), sobretudo quando o nicho de sistemas de ensino deixar de queimar caixa e passar a contribuir com o resultado da editora, algo que esperamos para o próximo ano. A ação reagiu bem aos números, subindo 5,8% em dois dias particularmente complicados para o Ibovespa. Reiteramos nossa recomendação de compra para SLED4, que vemos como uma boa small cap para se ter em carteira, de forma a capturar um nicho com peg em varejo que está melhorando sua rentabilidade e outro de caráter resiliente, sob marcas reconhecidas e gestão excelente.

Saraiva anunciou há pouco tempo uma mudança na política comercial da companhia, abrindo mão de crescimento de primeira linha após rever a política de descontos e de parcelamento da companhia, deixando de praticar frete grátis para todo o país e revendo as condições das compras a prazo. Consideramos a avaliação do management de dar um passo para trás no ambiente altamente competitivo praticado como acertado. Estamos vendo o que aconteceu com B2W, e sabemos que o comércio online está cada dia com condições mais apertadas. No primeiro trimestre do ano, já tivemos uma mostra dos efeitos da política. O crescimento da receita líquida foi de 10,3%, abaixo do CAGR dos últimos anos, mas com expansão considerável de 3,9 p.p. na margem bruta, para 36,8%, e de 1,6 p.p. na margem ebtida, chegando a 9,9%, o melhor patamar desde o primeiro trimestre de 2008 - de lá para cá, além do efeito das políticas mais agressivas no e-commerce, houve o impacto da integração da adquirida Sisciliano. Reiteramos nosso buy em SLED4.

**Analistas Responsáveis**

Rodolfo Amstalden, CNPI

Roberto Altenhofen, CNPI

**Assistentes de Análise**

Beatriz Nantes

Gabriel Casonato

**Disclosure**

Elaborado por analistas independentes da Empiricus, este relatório é de uso exclusivo de seu destinatário, não pode ser reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a qualquer terceiro sem autorização expressa. O estudo é baseado em informações disponíveis ao público, consideradas confiáveis na data de publicação. Posto que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão sujeitas a mudanças. Nem a Empiricus nem os analistas respondem pela veracidade ou qualidade do conteúdo.

Este relatório não representa oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas da Empiricus e os destinatários. Os destinatários devem, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

Informações adicionais sobre quaisquer sociedades, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros aqui abordados podem ser obtidas mediante solicitação.

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos do artigo 17º da Instrução CVM nº 483/10, que:

+ As recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente.

+ Os analistas Rodolfo Amstalden e Roberto Altenhofen são sócios e participam dos lucros da Gradius Gestão, que mantém em fundos e carteiras de valores mobiliários que administra ativos objeto de análise por parte da Empiricus Research, podendo daí resultar conflito de interesses.