

## Dados operacionais positivos, mas despesas financeiras derrubam a lucratividade

O resultado da JSL no 2T14 nos agradou por uma série de fatores, que indicam uma melhora em relação aos fracos números, os quais vinham sendo apresentados desde o ano passado. Neste sentido destacamos os principais pontos a serem observados:

(a) Forte expansão anual de 21% na receita líquida consolidada, que teve relevante contribuição dos negócios da Movida, cuja ROL praticamente dobrou no período. A unidade de Concessionárias cresceu 12,0% A/A, refletindo o aumento dos preços médios dos veículos vendidos.

(b) Boa redução nos custos e despesas operacionais, principalmente no segmento de Serviços de Logística, que é o *core business* da companhia, levando a um ganho na margem EBTIDA de 1,0 p.p. no comparativo com o segundo trimestre do ano passado.

(c) Crescimento de margens operacionais na JSL Concessionárias, revertendo a tendência de queda, a qual se arrastava pelos últimos anos e que vinha puxando para baixo o resultado consolidado da companhia.

Por outro lado, o dado desfavorável foi o expressivo crescimento das despesas financeiras, que acabou por anular boa parte do resultado operacional da empresa, trazendo a margem líquida abaixo de 1%, como consequência da elevação na alavancagem e do custo de dívida.

**Expectativas têm ligeira melhora, mas prevalece a cautela.** Nossas perspectivas favoráveis para a JSL no longo prazo aumentaram, à medida que observamos uma tendência de recuperação no segmento de concessionárias, mostrando que há uma luz no fim do túnel para a unidade que constantemente impactava a companhia.

Outro ponto positivo é a Movida, que claramente tem se mostrado uma boa aquisição para a empresa, diante da forte rentabilidade que esta unidade de negócios vem entregando e a possibilidade de expansão, considerando a força de marca da JSL.

Entretanto, enfatizamos que o acirramento da concorrência, que vem causando a disputa de preços no segmento de *fleet rental* e a possibilidade de desaceleração no nível de vendas dos veículos pesados, assim como o de mercado de veículos leves, figuram como os principais riscos em nossa opinião.

Neste sentido, considerando nossas expectativas para a companhia, mesmo com a melhora na visão para as concessionárias, optamos por observar a sustentabilidade dessa recuperação, e, portanto, mantemos nosso *target-price* para dezembro de 2014 em R\$ 15,00 e o *rating* em *Market Perform*.

R\$ Mil	2T14	T/T	A/A	6M14	A/A
Receita Líquida	1.414,7	13,1%	21,4%	2.665,2	19,9%
Lucro Bruto	226,8	8,6%	27,7%	435,3	20,7%
Margem Bruta (%)	16,0%	-0,7 p.p.	0,8 p.p.	16,3%	0,1 p.p.
EBITDA-A	320,7	7,4%	25,3%	616,9	81,0%
Margem EBITDA-A (%)	22,7%	-1,2 p.p.	0,7 p.p.	23,1%	7,8 p.p.
EBITDA	200,2	9,6%	18,2%	380,6	-23,2%
Margem EBITDA (%)	14,2%	-0,5 p.p.	-0,4 p.p.	14,3%	-8,0 p.p.
Lucro Líquido	9,8	-29,0%	-56,8%	21,6	-58,3%
Margem Líquida (%)	0,7%	-0,4 p.p.	-1,3 p.p.	0,8%	-1,5 p.p.

Fonte: JSL e BB Investimentos

### Transportes – Logística

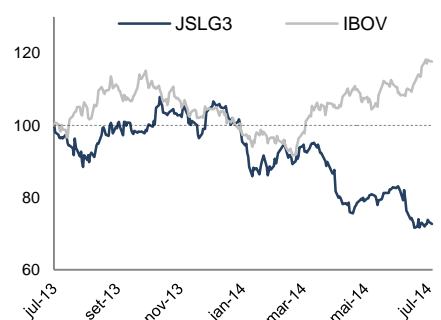
29 de julho de 2014

Mário Bernardes Junior, CNPI  
mariobj@bb.com.br

JSLG3	Market Perform
Preço mercado em 28/07/2014 (R\$)	11,00
Preço alvo para 12/2014 (R\$)	15,00
Upside	36%
Market Cap (R\$ milhões)	2.349
Variação 1 mês	-11,8%
Variação 12 meses	-26,0%
Variação 2014	-31,6%
Mín. 52 sem.	10,58
Máx. 52 sem.	16,46

Valuation	
Valor da Firma 2014E (mm)	5.214
Dívida Líquida 2014E (mm)	1.991
Valor para Acionistas 2014E (mm)	3.222
Quantidade de ações (mm)	214,0
WACC	11,5%
Crescimento na perpetuidade	3,5%

Múltiplos	2013	2014E	2015E
EV/EBITDA	5,8	5,5	5,0
P/L	31,2	31,6	20,3
LPA (R\$)	0,4	0,3	0,6



Fonte: Bloomberg 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 com 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. 18 da ICVM 483, 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.

### 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
Mário Bernardes Junior			

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.

## Administração

### Diretor

Sandro Kohler Marcondes

### Gerente-Executivo

Eduardo César do Nascimento

## Equipe de Pesquisa

**Gerente - Nataniel Cezimbra** nataniel.cezimbra@bb.com.br

## Renda Variável

### Demanda

#### Bancos e Serviços Financeiros

Carlos Daltozo  
daltozo@bb.com.br  
Mário Bernardes Junior  
mariobj@bb.com.br

#### Consumo

Maria Paula Cantusio  
paulacantusio@bb.com.br

#### Imobiliário

Wesley Bernabé  
wesley.bernabe@bb.com.br

#### Indústrias e Transportes

Mário Bernardes Junior  
mariobj@bb.com.br

#### Small Caps

Gabriela Cortez  
gabrielacortez@bb.com.br

## Renda Fixa e Estratégia de Mercado

### Renda Fixa, Moedas e Commodities

Renato Odo  
renato.odo@bb.com.br  
Fabio Cardoso  
fcardoso@bb.com.br

### Oferta

#### Agribusiness

Luciana de Carvalho  
luciana\_cvl@bb.com.br  
Márcio de Carvalho Montes  
mcmontes@bb.com.br

#### Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren  
renatoh@bb.com.br

#### Materiais Básicos

Victor Penna  
victor.penna@bb.com.br

#### Petróleo e Gás

Nataniel Cezimbra  
nataniel.cezimbra@bb.com.br

#### Utilities

Nataniel Cezimbra  
nataniel.cezimbra@bb.com.br

### Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves  
hmoreira@bb.com.br

## Equipe de Vendas

**Atacado:** bb.distribuicao@bb.com.br

**Varejo:** acoes@bb.com.br

### Gerente - Antonio Emilio Ruiz

Antonio Lima  
Bruno Finotello  
João Carlos Floriano  
Marcela Andressa Pereira  
Paulo Arruda  
Thiago Cogo Pires  
Viviane Ferro Candelária

### Gerente - Marconi Maciel

Ana Lucia Caruso da Silva  
Henrique Reis  
Márcio Carvalho José

## BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.  
London EC2N 1ER - UK  
+44 207 7960836 (facsimile)

### Managing Director

Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

### Deputy Managing Director

Selma da Silva +44 (207) 3675802

### 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 Plumber +44 (207) 3675843

Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

### Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

### Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

### Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

## Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor  
New York City, NY 10022 - USA  
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

### Managing Director

Daniel Alves Maria +1 (646) 845-3710

### Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

### Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

### DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

### Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

### Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

## BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02  
Singapore, 049909

### Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6577

### Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

### Institutional Sales

Paco Zayco +65 6420-6571

Amelia Khoo +65 6420-6582

## BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar  
Rio de Janeiro RJ - Brasil  
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355