

Análise de Empresas

BRF

Alteramos a recomendação para Compra em função da redução de custos, valuation atraente e potencial M&A

• A BRF teve desempenho inferior ao de seus pares em cerca de 50 p.p desde quando alteramos a recomendação de Compra para Neutra em maio, e agora vemos o risco/retorno mais atraente, incluindo: i) potencial de M&A com a Marfrig e ii) custos mais baixos de grãos em 2022. Um documento protocolado na SEC sugere que um acionista experiente atribui 50% de probabilidade a uma ação societária entre a Marfrig e a BRF potencialmente acontecer até abril de 2022, o que acreditamos poderia resultar em um prêmio para os minoritários da BRF.

• Além disso, os preços do milho, que respondem por cerca 20% do CPV, caíram 15% em relação a julho de 2021 no Brasil e em nossa visão a queda dos preços agrícolas ainda não foi incorporada na avaliação da ação – o nosso EBITDA estimado está na média 9% acima do consenso para 2022/23.

• O BBI alterou a recomendação para BRF de Neutra para Compra, mantendo nosso preço-alvo de R\$ 32,00 inalterado, e vemos as ações sendo negociadas a um EV/EBITDA 2022 de 6,2x, enquanto achamos que algo próximo a 8x seria justo.

Desde maio, quando alteramos a recomendação de Compra para Neutra, a ação da BRF teve performance de cerca de 50 p.p. inferior aos seus pares. Naquele momento, alteramos a recomendação em função dos seguintes pontos: i) o esfriamento de rumores sobre um potencial negócio de M&A com Marfrig, que ajudou a impulsionar o preço da BRF; e ii) pressão de custos devido a aumentos nos preços das commodities agrícolas. No entanto, após a recente queda dos preços do papel, o risco/retorno parece atraente, pois: 1) documento protocolado em 25/10 sugere que negócio com a Marfrig ainda pode ser feito até abril de 2022, o que pode resultar em prêmio para os minoritários da BRF; 2) preços do milho, principal custo para a BRF, caíram aproximadamente 15% desde julho de 2021 no Brasil e esperamos que os preços continuem caindo de 2022 em diante, e em nossa opinião, este é um cenário que ainda não foi precificado na ação, e 3) valuation atraente, visto que vemos a BRF sendo negociada a um EV / EBITDA 22E de 6x contra 8x (média histórica de 3 anos).

BRF ON ON BRFS3	RECOMENDAÇÃO COMPRA
PREÇO-ALVO 32,00	UPSIDE 49,9%

BRF ON ON	
Preço (R\$)	21,35
Valor de Merc. (R\$M)	17.346
Preço Mín./Máx. 52 sem. (R\$)	16,44 - 25,8
Vol. Méd. Diário 3 meses (R\$ M)	149,0

Projeções	21E	22E
EBITDA (M)	5.352	6.247
P/L	56,0	26,1
EV/EBITDA	6,4	5,5
Div. Yield	0,0%	0,0%

Leandro Fontanesi 

Ricardo França 

A ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas.

O potencial de fusões e aquisições até abril de 2022 ainda está dentro das possibilidades. Em 25 de outubro, a BRF protocolou na SEC um contrato sobre a venda para a Marfrig de 3,8% do capital de um único acionista da BRF. Essa participação presumivelmente pertencia ao Sr. Abílio Diniz, conhecido especialista na indústria de alimentos. Após comprar essa participação de 3,8%, a Marfrig atingiu uma participação total de 33,2% na BRF, próxima aos 33,3% do gatilho de poison pill, deixando-a pronta para propor uma fusão ou até mesmo uma aquisição da BRF. Mas o que realmente nos chamou a atenção é a cláusula de earn-out do contrato atrelada ao preço pago pela participação de 3,8% na BRF (R\$ 28,75 fixados em maio, cerca de 35% do acima do preço atual da BRF): Marfrig tem que pagar ao vendedor cerca de 50% de qualquer delta positivo entre o valor pago (R\$ 28,75) e a média de preços da BRF durante um período de 90 dias próximo à assembleia ordinária de acionistas da BRF em abril de 2022 (60/30 dias antes/depois da assembleia). Coincidentemente, o mandato dos atuais membros do conselho da BRF também expira em abril de 2022. Em outras palavras, se um movimento de M&A acontecer nesta reunião, o vendedor obterá pelo menos 50% do delta entre qualquer preço pago acima da linha de base de R\$ 28,75. Em nossa opinião, isso indica que o vendedor da participação de 3,8% vê pelo menos uma probabilidade de 50% de um negócio acontecendo no curto prazo.

A ação ainda não está precificando o alívio de custo de insumos em 2022. A BRF tem cerca de 30% dos custos relacionados a grãos, dos quais 2/3 são milho e 1/3 é soja. Os preços dos grãos subiram nos últimos dois anos, o que levou a uma pressão nas margens e evitou que os investidores se tornassem mais otimistas em relação às ações. No entanto, os preços do milho caíram aproximadamente 15% desde julho de 2021 no Brasil (estáveis para a soja), o que provavelmente resultará em redução de custos para a BRF em 3-6 meses, dada a capacidade de armazenamento e o tempo de produção. E, nossa expectativa é de uma queda ainda maior nos preços das commodities agrícolas a partir de 2022.

Principais riscos para nossa recomendação de Compra: i) Preços de commodities agrícolas mais altos do que esperamos podem levar a margens menores do que nossas projeções para a BRF, e ii) incorporação da BRF pela Marfrig não implicando em prêmio pelas ações da BRF, tendo em vista, por exemplo, alteração na cláusula de poison pill.

Abaixo encontram-se os principais números estimados para a BRF:

BRF			
R\$ milhões	2021	2022	2023
Receita Líquida	47.269	49.548	50.337
Ebitda	5.352	6.247	7.191
<i>Lucro Líquido</i>	310	665	1.355

Fonte: BRF e Bradesco BBI

RESEARCH ÁGORA**José Francisco Cataldo Ferreira**

CNPI - Estrategista de Análise - Pessoas Físicas

Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

Maurício A. Camargo

CNPI-T - Analista Gráfico

Ernani Teixeira R. Júnior

CNPI-T - Analista Gráfico

Maria Clara W. F. Negrão

CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço

CNPI - Analista de Investimentos

Henrique Procopio Colla

CNPI-T - Analista Gráfico

DIRETOR GERAL

Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade

Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

Ligações Internacionais

+55 21 2529 0810

Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio. A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco. A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora. Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

O Banco Bradesco S.A. tem participação acionária indireta, por meio de suas subsidiárias, acima de 5% nas empresas Cielo S.A. e Fleury S.A.. A BRADESPAR S.A., cujo grupo controlador é composto pelos mesmos acionistas que controlam o Bradesco, tem participação acima de 5% na VALE S.A..

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI está participando como coordenador na oferta pública de distribuição de Energisa S.A., Hapvida Participações e Investimentos S.A., Hospital Mater Dei S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Oceanpact Serviços Marítimos e Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A.

A Ágora CTVM está participando como distribuidora nas ofertas públicas das seguintes empresas: CSHG Recebíveis Imobiliários FII.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Ânima Holding S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão; Banco BTG Pactual S.A., Banco Inter S.A., Blau Farmaceutica S.A., Brisanet Participacoes S.A., CCR S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, Companhia Brasileira de Distribuição, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Companhia de Saneamento do Paraná - Sanepar, Cruzeiro do Sul Educacional S.A., CSN Mineração S.A., Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações, Desktop - Sigmanet Comunicação Multimídia S.A., Diagnosticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Enjoei.com.br Atividades de Internet S.A., Fleury S.A., G2D Investment Ltd., Guararapes Confeccões S.A., Hospital Mater Dei S.A., Hypera S.A., HBR Realty Empreendimentos Imobiliários S.A., JHSF Participações S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comercio S.A., LOG Commercial Properties e Participações S.A., Magazine Luiza S.A., Méliuz S.A., Mobly S.A., Movida Participações S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Natura & CO Holding S.A., Notre Dame Intermédica Participações S.A., Oceanpact Serviços Marítimos S.A., Plano & Plano Desenvolvimento Imobiliário S.A., Positivo Tecnologia S.A., Raizen S.A., Rede D'or S.A., Rumo S.A., Sendas Distribuidora S.A., Vale S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Via Varejo S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Ânima Holding S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão; Banco BTG Pactual S.A., Banco Inter S.A., Blau Farmaceutica S.A., Brisanet Participacoes S.A., CCR S.A., Companhia Brasileira de Distribuição, Companhia Brasileira de Alumínio, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Companhia de Saneamento do Paraná - Sanepar, Cruzeiro do Sul Educacional S.A., CSHG Logística - FII, CSN Mineração S.A., Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações, Desktop - Sigmanet Comunicação Multimídia S.A., Diagnosticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Enjoei.com.br Atividades de Internet S.A., Fleury S.A., G2D Investment Ltd., Guararapes Confeccões S.A., Hospital Mater Dei S.A., Hypera S.A., HBR Realty Empreendimentos Imobiliários S.A., JHSF Participações S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comercio S.A., LOG Commercial Properties e Participações S.A., Magazine Luiza S.A., Méliuz S.A., Malls Brasil Plural - FII, Mobly S.A., Movida Participações S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Natura & CO Holding S.A., Notre Dame Intermédica Participações S.A., Oceanpact Serviços Marítimos S.A., Plano & Plano Desenvolvimento Imobiliário S.A., Petrobras Distribuidora S.A., Positivo Tecnologia S.A., Raizen S.A., Petro Rio S.A., Rede D'or S.A., Rumo S.A., Sendas Distribuidora S.A., Vale S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A., Via Varejo S.A. e Vinci Logística - FII.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).