

Proteínas

(BEEF3, JBSS3, BRFS3 e MRFG3)

Revisão de estimativas e novos preços-alvo 2023

23 de fevereiro de 2023

Por **Mary Silva, CNPI-P** e
Melina Constantino, CNPI





Proteínas

Revisão das estimativas e novos preços-alvo 2023e BEEF3, JBSS3, BRFS3 E MRFG3

As atuais perspectivas para o setor de proteínas, em especial o de carne bovina, seguem positivas para os exportadores brasileiros. A maior disponibilidade de gado no Brasil e em outros países na América do Sul, aliada à retomada da atividade econômica na China e à abertura de novos mercados, são os principais fatores deste cenário favorável. Neste contexto, dentre os principais *players* do setor, reafirmamos nossa visão positiva para a **Minerva**, enquanto preferimos manter a cautela para as empresas expostas ao mercado norte-americano (**JBS** e **Marfrig**), cujas perspectivas, tanto na parte de custos (com o ciclo pecuário desfavorável na América do Norte) como para a demanda (diante da pressão inflacionária), são mais desafiadoras, razões pelas quais alteramos nossa recomendação de **JBSS3** para Neutra (antes Compra). Além disso, o preço do milho permanece bastante elevado, em relação à sua média histórica, como reflexo do balanço apertado entre a oferta e a demanda do cereal no mercado global, penalizando as margens dos avicultores e suinocultores (Seara, da **JBS**, e **BRF**).

Do mesmo modo que a reabertura e as perspectivas de crescimento da economia chinesa têm potencial de acelerar a demanda do país pela carne bovina brasileira e de outros países da América do Sul, eventuais notícias sobre embargos da comercialização da proteína em razão de medidas sanitárias penalizam as expectativas para as empresas do setor. Em 22/fev, o Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA) notificou a **suspensão temporária das exportações brasileiras de carne bovina à China** em função da confirmação de um caso de Encefalopatia Espongiforme Bovina, também conhecida como “**mal da vaca louca**”, no estado do Pará. Esta suspensão atende ao protocolo sanitário assinado pelos dois países em 2015. Comentamos mais sobre esta suspensão na página 3, mas o impacto é relevante para as três companhias que exportam para a China: **Marfrig**, **Minerva** e **JBS**. No entanto, o impacto relativo é maior para a **Minerva** em razão da representatividade do mercado asiático em suas vendas consolidadas – 33% da receita bruta do 3T22 foi destinado à China – ao passo que **Marfrig** e **JBS** possuem atuação em outros mercados e em diferentes proteínas (considerando a incorporação da **BRF** pela **Marfrig**). Por outro lado, a **Minerva** poderá continuar atendendo parcialmente a demanda chinesa por meio de suas plantas habilitadas em outros países, sendo 3 no Uruguai e 1 na Argentina.

Em resumo, o setor de proteínas é composto por empresas cíclicas, que tendem a acompanhar o crescimento ou a desaceleração da economia, o que reflete nos seus níveis de competitividade e representatividade no mercado global. Diante de um cenário de incertezas em diversas economias, a relevância da China neste mercado é cada vez mais notória e traz oportunidades de ganhos de escala para os frigoríficos brasileiros. Como um alto nível de exigências sanitárias já foi estabelecido nos últimos anos, a possibilidade de abertura de novos mercados permanece no radar das empresas brasileiras.

Empresa	Ticker	Recomendação	Preço-alvo 2023	EV/EBITDA 2023e ¹	EV/EBITDA Média 5 anos ²
Minerva	BEEF3	Compra	R\$ 18,00 (antes R\$ 17,00)	4,7x	5,0x
JBS	JBSS3	Neutra	R\$ 28,00 (antes R\$ 47,00)	5,1x	5,2x
BRF	BRFS3	Neutra	R\$ 11,00 (antes R\$ 22,00)	6,7x	7,6x
Marfrig	MRFG3	Neutra	R\$ 11,00 (antes R\$ 20,00)	7,3x	5,3x

Fonte: Bloomberg e BB Investimentos. (1) Estimativas BB Investimentos. (2) Bloomberg.



Proteínas

Novo caso de “mal da vaca louca” e suspensão das exportações brasileiras para a China

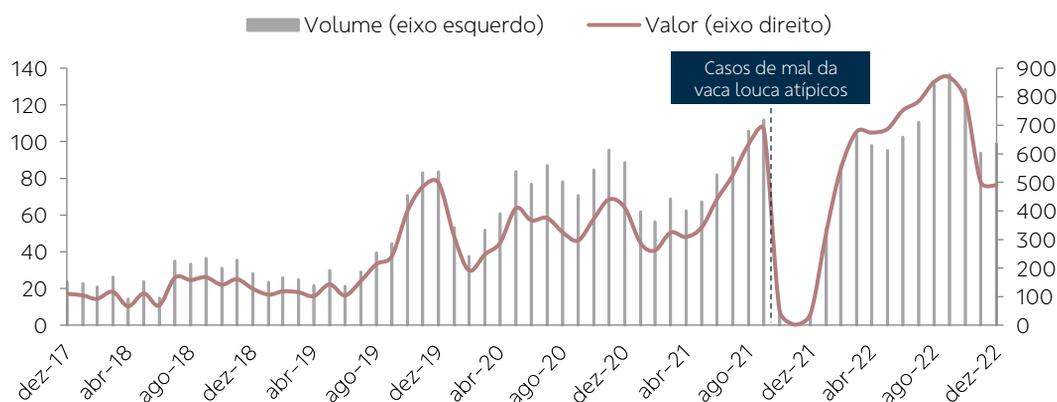
Ontem (22), após notícias sobre a suspeita de um caso de Encefalopatia Espongiforme Bovina, também conhecido como “mal da vaca louca”, no Pará, o Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA) confirmou a doença no animal e aguarda análises a serem realizadas no Canadá nos próximos dias para identificar se o caso é típico ou atípico, característica que, entre outros fatores, define o risco de disseminação da doença no rebanho e do reconhecimento do status sanitário oficial do país.

Em cumprimento ao protocolo sanitário firmado entre Brasil e China – o maior comprador de carne bovina brasileira – as exportações ao país asiático foram suspensas temporariamente a partir desta data.

Vale lembrar que, em setembro de 2021, houve a confirmação de casos de “mal da vaca louca” atípicos no Brasil, o que ocasionou a suspensão das exportações para a China por mais de 100 dias, com impacto relevante nos embarques brasileiros de carne bovina no período. Apesar do esclarecimento de que se tratava de casos atípicos em poucos dias após sua identificação, a retomada das compras pelo país asiático só ocorreu em meados de dezembro, já que o protocolo entre os países não prevê um prazo para a suspensão, e o restabelecimento dos pedidos depende da iniciativa do comprador. Cabe mencionar que, no período entre outubro e dezembro, as compras chinesas de carne bovina são usualmente mais fracas, pois o país intensifica os pedidos entre agosto e outubro para garantir o abastecimento dos estoques para a temporada de maior consumo (festividades do ano novo chinês realizadas no final de janeiro).

Continuaremos monitorando a divulgação de mais detalhes sobre o caso e o resultado das análises para a tipificação, bem como seus desdobramentos e a extensão dos potenciais impactos em nossas estimativas para as companhias diretamente impactadas: **Minerva, Marfrig e JBS**.

Exportações carne bovina Brasil - China



Fonte: Broadcast e BB Investimentos.



Minerva (BEEF3)

Fatores externos favoráveis e boa execução ratificam a nossa preferência pela companhia no setor

Diante de sinais cada vez mais claros da materialização da reversão do ciclo pecuário na América do Sul – com aumento gradual da oferta de animais para abate e a consequente queda de preços –, o cenário de custos fica cada vez mais favorável para a Minerva, cujas operações se concentram no Brasil, Paraguai, Argentina, Uruguai e Colômbia, em ordem decrescente de participação no total da receita bruta, com o Brasil representando ~50% do total. Em outubro, a Minerva anunciou a aquisição da Australian Lamb Company (ALC), uma das principais processadoras de ovinos no mercado australiano, e que elevará a participação deste mercado nas operações da companhia, podendo representar ~15% da capacidade total de abate, sendo que a Austrália é a maior exportadora global de ovinos processados, com ~42% do mercado global. Ainda em janeiro a Minerva adquiriu a BPU Meat, no Uruguai, e passou a ser líder na produção de carne bovina no país.

Do lado da demanda, a mudança mais recente da política de combate ao Covid na China, com relaxamento das restrições de mobilidade, favorece o consumo de proteína animal fora da residência (bares, restaurantes e eventos externos) e, consequentemente, impulsiona as compras chinesas de carne bovina – cerca de 67,3% do total das exportações brasileiras da proteína tiveram a China como destino em 2022. Segundo estimativas do USDA, em 2023 as importações chinesas de carne bovina globalmente devem crescer aproximadamente 2% na comparação com o ano passado. Outros fatores que corroboram para a perspectiva positiva dos frigoríficos com grande exposição ao mercado externo são as habilitações recentes de novos mercados para a proteína brasileira, como o Canadá e a Indonésia. A perspectiva do setor é de que a abertura de novos mercados continue ocorrendo nos próximos anos, com o alto nível das exigências sanitárias já cumpridas pelas empresas no Brasil podendo favorecer o país.

Ticker	BEEF3	Recomendação	Compra
Variação 30 dias	-26,5%	Preço em 22-fev-2023	R\$ 11,40
Variação em 2023	-12,0%	Novo preço-alvo 31-dez-2023	R\$ 18,00
Variação 12 meses	+17,8%	Potencial de Valorização	+36,7%
Mínimo 12 meses	R\$ 9,78		
Máximo 12 meses	R\$ 16,41		

Fonte: Marfrig, Bloomberg e BB Investimentos.



Minerva (BEEF3)

Apesar de ser um trimestre sazonalmente favorável, esperamos que a Minerva reporte queda de aproximadamente 17% na receita líquida do 4T22, na comparação com o 3T22, principalmente em razão da desaceleração das exportações, sobretudo das compras por parte da China, fato que não será compensado pela queda do preço médio do gado no período (a arroba do boi teve queda de ~6,0% t/t no Brasil, de acordo com o Indicador CEPEA). A margem EBITDA deve sofrer menor impacto, com queda de 0,6 p.p. t/t, e a empresa deve encerrar o ano de 2022 com EBITDA ajustado total de R\$ 2,8 bilhões e margem de 9,2% (+0,3 p.p. a/a).

Mesmo com o desembolso da aquisição da ALC (~R\$ 800 milhões) no 4T22, a Minerva deve encerrar o ano com alavancagem próxima de 2,4x dívida líquida/EBITDA, praticamente estável em relação a 2021, um nível bastante confortável e que continua habilitando a companhia a distribuir 50% do lucro líquido na forma de dividendos, de acordo com a sua política atual (alavancagem < 2,5x). Já houve distribuição de R\$ 128,1 milhões em agosto, portanto, estimamos um pagamento adicional de ~R\$ 180 milhões, visto que nossa projeção de lucro líquido para o ano é de ~R\$ 650 milhões. As aquisições da ALC, na Austrália, e da BPU, no Uruguai, devem contribuir de forma integral para o resultado consolidado a partir do 1T23.

Os dados de janeiro da Secex mostraram recuperação de volumes das exportações brasileiras de carne bovina, embora os preços por tonelada tenham mantido certa estabilidade. Para o mercado interno, em quase todos os países da América do Sul, o cenário continua desafiador por conta da pressão inflacionária na renda disponível das famílias, mas, de acordo com a empresa, a demanda tem potencial para acelerar mais rápido do que a oferta e, por enquanto, o equilíbrio tem se dado via preços mais elevados da proteína nos mercados domésticos.

Atualizamos nosso modelo financeiro da companhia incorporando os resultados trimestrais recentes, os indicadores macroeconômicos e as nossas premissas revisadas de crescimento e rentabilidade para os próximos anos. Tudo considerado, nosso novo preço-alvo para **BEEF3** para **2023** é de **R\$ 18,00/ação** (antes R\$ 17,00), e reiteramos nossa recomendação de **Compra** diante da combinação entre fatores externos favoráveis, a boa execução operacional e disciplina financeira e de capital da empresa, que têm se traduzido em ganho de rentabilidade para o acionista nos últimos anos, o que também justifica a nossa preferência pelo ativo no setor. Vale lembrar que a Minerva está em nossa [Seleção BB 2023](#). Quaisquer novidades em relação ao caso de Mal da Vaca Louca que possam afetar nossas estimativas para a companhia serão revisitadas oportunamente, o que pode incluir alteração de preço-alvo e recomendação.

Fonte: Minerva, Bloomberg e BB Investimentos.



Minerva (BEEF3)

Revisão de preço-alvo 2023e

Tese de investimento : (i) cenário favorável para carne bovina no mercado exportação, com preços elevados e demanda aquecida especialmente na China, e abertura de novos mercados a serem atendidos pelo Brasil; (ii) melhora do cenário de custos de produção, com o ciclo do gado em fase positiva na América do Sul; (iii) diversificação geográfica das operações da Minerva, que proporcionam uma flexibilidade operacional e contribui para a maximização da rentabilidade por meio da arbitragem entre os mercados; (iv) posição de liderança no mercado exportação da América do Sul e sua elevada capacidade de repasse de custos; e (v) geração de caixa consistente, disciplina financeira e de capital, que têm possibilitado a estabilidade da alavancagem financeira e a distribuição de dividendos aos acionistas.

Principais Riscos: (i) elevação dos custos de produção além de nossas projeções; (ii) indisponibilidade de gado e/ou outras matérias-primas, bem como de mão de obra nas localidades onde a empresa atua, que podem elevar custos e despesas; (iii) questões sanitárias e/ou embargos a exportações nas regiões de operação da empresa; (iv) crescimento econômico global mais lento do que o esperado, com desaceleração do consumo e pressão nos preços de venda; e (v) aumento dos níveis de alavancagem financeira.

Valuation. Nossa avaliação deriva do modelo de fluxo de caixa descontado, com custo ponderado de capital (WACC) de 12,6%, e crescimento na perpetuidade (g) de 3,0%. Nosso **novo preço-alvo para 2023** é de **R\$ 18,00** (antes R\$ 17,00), com recomendação de **Compra**.

Estimativas (R\$ milhões)		Destaques	
Valor da Firma (EV)	16.998	WACC	12,6%
Dívida Líquida e ajustes	6.254	Perpetuidade (g)	3,0%
Valor para o acionista	10.744	EV/EBITDA 2023E	4,7x
Nº de ações (milhões)	584,2	P/L 2023e	10,0x
Preço-alvo 2023e BEEF3 (R\$)	18,00	Dívida Líquida/EBITDA 2023e	2,2x

Fonte: Minerva, Bloomberg e BB Investimentos.



Minerva (BEEF3)

DRE Gerencial Sintética

R\$ milhões banco	2021	2022e	2023e	2024e
Receita Líquida	26.965	31.163	36.432	38.670
(-) CPV	-22.320	-25.415	-29.406	-31.115
Lucro bruto	4.645	5.749	7.026	7.555
Margem bruta (%)	17,2%	18,4%	19,3%	19,5%
(-) SG&A	-2.610	-3.300	-3.886	-4.048
EBIT	2.035	2.448	3.140	3.507
EBITDA Ajustado	2.413	2.842	3.605	4.025
Margem EBITDA (%)	8,9%	9,1%	9,9%	10,4%
(+/-) Resultado Financeiro	-1.450	-1.785	-1.798	-1.386
Lucro antes de IR	586	663	1.342	2.121
(-) IR	13	-10	-268	-424
Lucro Líquido	599	652	1.073	1.697
Margem Líquida (%)	2,2%	2,1%	2,9%	4,4%

Balanço Patrimonial

R\$ milhões	2021	2022e	2023e	2024e
Ativo Total	20.069	20.257	21.476	22.548
Ativo Circulante	13.767	13.186	13.907	14.452
Ativo Realizável a Longo Prazo	693	733	775	804
Investimentos, Imobilizado, Intangível	5.609	6.337	6.793	7.292
Passivo e Patrimônio Líquido	20.069	20.257	21.476	22.548
Passivo Circulante	7.238	7.527	8.299	8.600
Passivo Exigível a Longo Prazo	12.177	11.728	11.611	11.491
Patrimônio Líquido	654	1.002	1.566	2.457

Fonte: Minerva, BB Investimentos

Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2022e	2023e	2024e
EBIT	2.448	3.140	3.507
(-) Impostos	-37	-628	-701
NOPLAT	2.411	2.512	2.806
(+) Depreciação e Amortização	394	465	518
(-) Investimentos (capex)	-1.416	-921	-1.016
(-) Variação do Capital de Giro	926	-455	-216
Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)	2.315	1.601	2.091

Endividamento

R\$ milhões	2021	2022e	2023e	2024e
Dívida Bruta	13.405	13.256	13.109	12.963
Dívida Líquida	6.103	5.883	6.259	6.102
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado	2,8x	2,4x	2,2x	1,7x

Sensibilidade - Preço-alvo 2023e

R\$/ação	WACC				
	11,6%	12,1%	12,6%	13,1%	13,6%
2,0%	20,0	18,0	17,0	16,0	15,0
2,5%	20,0	19,0	18,0	17,0	16,0
g 3,0%	21,0	20,0	18,0	17,0	16,0
3,5%	22,0	20,0	19,0	18,0	17,0
4,0%	23,0	21,0	20,0	18,0	17,0



JBS (JBSS3)

Combinação de tendências desfavoráveis

Na JBS, a diversificação geográfica e de proteínas, assim como a sua escala e liderança de mercado nas diversas localidades onde atua, têm sido importantes vantagens competitivas da companhia. Mas nem mesmo estes fatores serão suficientes para mitigar um cenário de piora das tendências em quase todas as suas unidades de negócios. A contração de margem operacional no segmento de bovinos nos EUA (**JBS Beef North America**) é um fato amplamente esperado pelo mercado, devido à menor oferta de animais e, consequentemente, do aumento do custo com gado na região, além do arrefecimento da demanda no mercado doméstico, com a inflação de alimentos mais elevada comprometendo o consumo das famílias. De acordo com os dados do USDA, o preço médio do gado nos EUA cresceu 12,6% em dezembro/22, na comparação com o ano anterior, enquanto os preços de venda de carne bovina no atacado tiveram queda aproximada de 2,0%. No último semestre, a seca prolongada nos EUA incentivou o abate de animais de forma mais acelerada, o que elevou os estoques de produtos acabados e contribuiu para uma maior pressão baixista dos preços de venda. Desta forma, de acordo com nossas estimativas, a margem EBITDA desta unidade de negócios deve cair dos extraordinários 21,5% em 2021 para próximo de 9,4% em 2022. Para 2023, projetamos nova desaceleração, para uma margem de 5,1%.

Apesar da expectativa de aumento da oferta de gado na Austrália, a **JBS Australia** deve encerrar o ano com resultado operacional próximo ao que foi entregue no 3T22 (~4% de margem EBITDA), com melhora gradual a partir de 2023. Acreditamos que a mesma dinâmica será observada na unidade de suínos (**JBS USA Pork**), cuja operação ainda sente impactos de um desequilíbrio entre oferta e demanda e, por envolver de um ciclo pecuário mais lento, os ajustes tendem a levar mais tempo para se concretizar em resultados. Estimamos que esta unidade apresente margem EBITDA de ~5,0% em 2023 (-1,3 p.p. a/a), ainda distante de uma rentabilidade mais próxima da normalidade (~8%).

A **Pilgrim's (PPC)**, subsidiária com foco em carne de aves, reportou resultados fracos no 4T22, no último dia 08/02, com EBITDA ajustado de US\$ 63,0 milhões, queda de 80% a/a, e margem EBITDA de 1,5% (-6,3 p.p. a/a), refletindo o excesso de oferta de carne de frango no mercado, o que acabou pressionando os preços para baixo enquanto os custos com *commodities* – especialmente milho – permaneceram bastante elevados, impactando negativamente a rentabilidade da indústria.

No Brasil, a unidade de bovinos (**JBS Brasil**), deve começar a refletir a melhor disponibilidade de animais para abate já no 4T22, com a virada favorável do ciclo pecuário. No entanto, a desaceleração das compras por parte da China e a queda de preços de exportação a partir de outubro devem ter impactado a margem consolidada (4,7%) do trimestre e do ano (4,6%) fechado, uma vez que o mercado interno brasileiro permanece bastante desafiador. Para 2023, esperamos ganho de margem (+2,0 p.p.) para 6,6%, em linha com a retomada da economia chinesa em decorrência das flexibilizações da política de combate ao Covid na China, e diante da expectativa de continuidade de queda de preços da arroba do boi.

Fonte: JBS, Pilgrim's, Bloomberg e BB Investimentos.



JBS (JBSS3)

Para a **Seara**, que atua nos segmentos de aves, suínos e produtos processados, nossas estimativas atuais estão mais pessimistas do que anteriormente, em razão, principalmente, de preços de milho em patamar bastante elevado – e ainda considerando o impacto da disparada de preços do grão após o início da guerra entre Rússia e Ucrânia na formação de estoques de insumos, em razão da defasagem da contabilização desses custos por conta das políticas de estoque e *hedge* de *commodities* da empresa. Do lado da demanda, os avicultores brasileiros permanecem em posição favorável no mercado externo, dado que diversas localidades (EUA, Europa e Ásia) continuam reportando casos de influenza aviária, que podem ocasionar restrição de oferta ou bloqueios sanitários, enquanto o Brasil nunca registrou casos da doença. No entanto, o sinal de alerta foi intensificado mais recentemente no país após o diagnóstico da doença em aves migratórias em alguns países da América do Sul, inclusive no Uruguai e na Argentina que fazem fronteira com o Brasil.

Além das novas premissas para cada unidade de negócios, incorporamos os resultados trimestrais recentes e os indicadores atualizados do cenário macroeconômico em nosso modelo financeiro. Como resultado, nosso novo preço-alvo **2023e** para **JBSS3** é de **R\$ 28,00** (antes R\$ 47,00) e alteramos nossa recomendação de Compra para **Neutra**, considerando a menor visibilidade sobre a rentabilidade combinada da empresa diante do cenário em que as tendências desfavoráveis têm se sobressaído às vantagens competitivas da JBS. Ainda, nosso modelo indica que as ações JBSS3 negociam a um múltiplo EV/EBITDA de 5,0x para 2023, desconto de apenas 4% em relação à média dos últimos 5 anos (5,2x), ou seja, mesmo com o elevado potencial de valorização do preço corrente ao nosso novo preço-alvo, a expectativa de resultados mais fracos à frente nos mantém neutros em relação ao papel neste momento.

Ticker	JBSS3	Recomendação	Neutra
Variação 30 dias	-17,1%	Preço em 22-fev-2023	R\$ 17,91
Variação em 2023	-18,6%	Preço-alvo 31-dez-2023	R\$ 28,00
Variação 12 meses	-47,6%	Potencial de Valorização	+36,0%
Mínimo 12 meses	R\$ 17,55		
Máximo 12 meses	R\$ 39,81		

Fonte: JBS, Bloomberg e BB Investimentos.



JBS (JBSS3)

Revisão de preço-alvo 2023e

Tese de investimento: (i) cenário favorável para proteína animal brasileira, especialmente no mercado exportação, com a China liderando a demanda global; (ii) diversificação geográfica das operações e de proteínas, que favorecem sua competitividade e mitiga riscos inerentes à característica cíclica do setor; (iii) escala de produção e constante movimento de expansão orgânica e inorgânica; e (iv) histórico recente de resultados operacionais resilientes e forte geração de caixa que, combinados à gestão eficiente de passivos, têm contribuído para a redução da alavancagem financeira e distribuição de dividendos.

Principais Riscos: (i) nova elevação de preços de *commodities*, que pode impactar os custos com insumos e afetar negativamente as margens da companhia; (ii) indisponibilidade de gado e/ou outras matérias-primas, bem como de mão de obra nas localidades onde a empresa atua, que podem afetar sua produção e/ou elevar custos e despesas; (iii) persistência do cenário inflacionário global, com impacto na renda disponível das famílias e, conseqüentemente, em seus hábitos de consumo; (iv) questões sanitárias e/ou embargos a exportações nas regiões de operação da empresa; (v) falha na captura de sinergias nas operações de empresas adquiridas, ou futuras aquisições mal sucedidas; e (vii) eventos societários, ou relacionados à governança, que possam afetar a atratividade do papel.

Valuation. Nossa avaliação deriva do modelo de fluxo de caixa descontado para a firma, com custo ponderado de capital (WACC) de 14,1% e crescimento na perpetuidade (g) de 3,0%. Nosso novo **preço-alvo para 2023** é de **R\$ 28,00** (antes R\$ 47,00), e alteramos nossa recomendação de Compra para **Neutra**.

Estimativas (R\$ milhões)		Destaques	
Valor da Firma (EV)	123.638	WACC	14,1%
Dívida Líquida e ajustes	61.027	Perpetuidade (g)	3,0%
Valor para o acionista	62.611	EV/EBITDA 2023E	5,1x
Nº de ações (milhões)	2.218	P/L 2023e	6,4x
Preço-alvo 2023e JBSS3 (R\$)	28,00	Dívida Líquida/EBITDA 2023e	2,5x

Fonte: JBS, Bloomberg e BB Investimentos.



JBS (JBSS3)

DRE Gerencial Sintética

R\$ milhões	2021	2022e	2023e	2024e
Receita Líquida	350.696	374.307	383.089	389.862
(-) CPV	-284.511	-316.652	-336.238	-339.602
Lucro bruto	66.185	57.655	46.851	50.260
Margem bruta (%)	18,9%	15,4%	12,2%	12,9%
(-) SG&A	-33.915	-34.667	-32.290	-32.800
EBIT	32.270	22.988	14.560	17.460
EBITDA Ajustado	45.662	33.643	24.065	28.102
Margem EBITDA (%)	13,0%	9,0%	6,3%	7,2%
(+/-) Resultado Financeiro	-5.079	-2.109	-2.013	-2.275
Lucro antes de IR	27.191	20.879	12.548	15.185
(-) IR	-6.662	-4.593	-2.760	-3.341
Lucro Líquido	20.530	16.286	9.787	11.844
Margem Líquida (%)	5,9%	4,4%	2,6%	3,0%

Balanço Patrimonial

R\$ milhões	2021	2022e	2023e	2024e
Ativo Total	207.109	214.334	219.209	225.723
Ativo Circulante	83.926	88.129	91.567	95.689
Ativo Realizável a Longo Prazo	13.716	14.380	15.077	15.562
Investimentos, Imobilizado, Intangível	109.467	111.825	112.565	114.472
Passivo e Patrimônio Líquido	207.110	214.334	219.209	225.723
Passivo Circulante	59.812	57.771	59.449	59.647
Passivo Exigível a Longo Prazo	99.501	96.917	92.652	89.936
Patrimônio Líquido	47.797	59.646	67.109	76.140

Fonte: JBS, BB Investimentos

Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2022e	2023e	2024e
EBIT	22.988	14.560	17.460
(-) Impostos	-5.057	-3.203	-3.841
NOPLAT	17.931	11.357	13.619
(+) Depreciação e Amortização	8.842	7.571	7.840
(-) Investimentos (capex)	-11.200	-8.312	-9.747
(-) Variação do Capital de Giro	-8.506	678	716
Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)	7.067	11.295	12.428

Endividamento

R\$ milhões	2021	2022e	2023e	2024e
Dívida Bruta	92.518	89.564	84.679	81.571
Dívida Líquida	68.034	67.721	61.027	53.681
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado	1,5x	2,0x	2,5x	1,9x

Sensibilidade – Preço-alvo 2023e

R\$/ação	WACC				
	13,1%	13,6%	14,1%	14,6%	15,1%
2,0%	31,0	29,0	27,0	25,0	23,0
2,5%	32,0	30,0	27,0	25,0	23,0
g 3,0%	33,0	31,0	28,0	26,0	24,0
3,5%	34,0	32,0	29,0	27,0	25,0
4,0%	36,0	33,0	30,0	28,0	26,0



BRF (BRFS3)

Baixa visibilidade em fundamentos para projeções mais otimistas

O caminho da BRF em busca de retomar a rentabilidade das suas operações tem sido mais árduo do que se esperava. Após um início de 2022 bastante negativo, a empresa deve encerrar o ano reportando melhora sequencial de margens operacionais, especialmente no Brasil, apoiada pela sazonalidade favorável do último trimestre com as vendas de produtos natalinos, além de ganhos de eficiência em processos, conforme a própria companhia tem informado ao mercado desde que a nova administração assumiu a condução da empresa. Por outro lado, o mercado externo desacelerou diante de um desequilíbrio entre a oferta e demanda global de carne de frango – com o excesso de oferta pressionando preços para baixo e, assim, afetando significativamente a rentabilidade da BRF e da avicultura em geral.

Com isso, permanecemos com a visão de que o sucesso do *turnaround* (recuperação) da BRF vai além da retomada do ciclo econômico, especialmente no mercado doméstico brasileiro, ou seja, acreditamos que a melhora de indicadores de emprego e renda das famílias, com reflexo na recuperação da demanda por proteína animal e produtos processados, por si só, não seja suficiente para que a empresa passe a reportar geração de caixa livre e retorno ao acionista. Conforme comentamos acima, a empresa tem reiterado, em suas interações com o mercado, os esforços da atual gestão em apurar ganhos de eficiência operacional (como a redução da mortalidade de animais e de desperdícios com ração, melhora dos níveis de serviço, da execução comercial nos pontos de vendas e da gestão de estoques de insumos e produtos acabados, além da recuperação de *market share* – considerando a relevância das marcas Sadia, Perdigão e Qualy); no entanto, ainda temos pouca visibilidade sobre os resultados destas iniciativas, o que nos leva a projeções menos otimistas no curto prazo.

Os avicultores brasileiros estão em posição mais favorável no mercado global de carne de frango no que diz respeito ao risco de contágio de gripe aviária em sua produção, na comparação com outras localidades como Ásia, América do Norte e Europa. Mesmo assim, o monitoramento tem sido intensificado após o registro recente da doença em aves migratórias em alguns países da América do Sul.

Ticker	BRFS3	Recomendação	Neutra
Variação 30 dias	-19,0%	Preço em 22-fev-2023	R\$ 6,40
Variação em 2023	-22,7%	Preço-alvo 31-dez-2023	R\$ 11,00
Variação 12 meses	-65,3%	Potencial de Valorização	+41,8%
Mínimo 12 meses	R\$ 6,17		
Máximo 12 meses	R\$ 19,70		

Fonte: BRF, Bloomberg e BB Investimentos.



BRF (BRFS3)

Considerando todo este contexto, ajustamos nossas estimativas para BRF para os resultados do 4T22 (que devem ser divulgados no próximo dia 28/02) e de 2023 em diante, refletindo as diferentes dinâmicas de cada unidade de negócios. No **Brasil**, estimamos ganho sequencial de margem EBITDA, que deve ficar próxima de 7,2%, versus 6,7% no 3T22, como reflexo do mix favorável de vendas em função dos produtos natalinos e de algumas melhorias operacionais, embora esperamos que os custos de produção tenham permanecido elevados. Já as unidades internacionais deverão refletir a sobreoferta de aves no mercado exportação, que podem ter acelerado a normalização de preços e das margens, principalmente Halal e Ásia, que haviam sido os destaques positivos no 2T22 e 3T22, respectivamente.

Tese de investimento. (i) recuperação gradual do consumo de proteínas como frango e suínos no mercado doméstico; (ii) cenário favorável para a unidade Halal, com a demanda aquecida sustentando sua rentabilidade operacional em níveis satisfatórios; (iii) posição de liderança e reconhecimento das marcas, principalmente Sadia e Perdigão; (iv) crescimento da relevância de produtos processados e de maior valor agregado no mix de vendas; e (iv) oportunidade de expansão para outros mercados consumidores relevantes como Oriente Médio, Ásia e Europa, além da continuidade de negócios com a China e outros países onde a companhia já atua.

Principais Riscos: (i) novas elevações substanciais de preços de *commodities*, especialmente milho, que podem impactar os custos com insumos e afetar negativamente as margens da companhia; (ii) piora no cenário macroeconômico doméstico, com diminuição do poder de compra do consumidor, dificultando o repasse dos custos nos preços de venda; (iii) falha na utilização de instrumentos de *hedge* de *commodities* e cambial; (iv) aumento do nível de alavancagem financeira além de nossas projeções; e (v) eventos e notícias com repercussão negativa, que podem afetar a reputação das marcas.

Valuation. Incorporamos em nosso modelo financeiro os resultados trimestrais do 3T22, premissas macroeconômicas atualizadas e revisão das premissas operacionais e financeiras considerando o cenário exposto anteriormente. Nosso novo preço-alvo 2023e para **BRFS3** é **R\$ 11,00/ação** (antes R\$ 22,00), e mantemos a recomendação **Neutra** especialmente em razão da baixa visibilidade sobre os resultados das iniciativas de ganhos de eficiência operacional da empresa, e do desequilíbrio entre a oferta e a demanda da indústria continuar ocasionando pressão sobre os preços.

Estimativas (R\$ milhões)		Destaques	
Valor da Firma (EV)	30.988	WACC	13,7%
Dívida Líquida e ajustes	18.798	Perpetuidade (g)	2,5%
Valor para o acionista	12.191	EV/EBITDA 2023E	6,7x
Nº de ações (milhões)	1.078	P/L 2023e	-
Preço-alvo 2023e BRFS3 (R\$)	11,00	Dívida Líquida/EBITDA 2023e	4,1x

Fonte: BRF, Bloomberg e BB Investimentos.



BRF (BRFS3)

DRE Gerencial Sintética

R\$ milhões	2021	2022e	2023e	2024e
Receita Líquida	48.344	53.277	53.840	59.130
(-) CPV	-38.178	-45.510	-46.296	-47.830
Lucro bruto	10.167	7.768	7.543	11.299
Margem bruta (%)	21,0%	14,6%	14,0%	19,1%
(-) SG&A	-7.156	-7.603	-6.453	-8.433
EBIT	3.011	165	1.091	2.866
EBITDA Ajustado	5.559	3.834	4.619	6.680
Margem EBITDA (%)	11,5%	7,2%	8,6%	11,3%
(+/-) Resultado Financeiro	-2.471	-2.964	-2.763	-2.483
Lucro antes de IR	540	-2.799	-1.673	383
(-) IR	552	300	250	150
Lucro/Prejuízo Líquido	1.092	-2.499	-1.423	533
Margem Líquida (%)	2,3%	-4,7%	-2,6%	0,9%

Balanço Patrimonial

R\$ milhões	2021	2022e	2023e	2024e
Ativo Total	55.903	60.722	60.238	63.547
Ativo Circulante	26.243	30.834	30.042	33.201
Ativo Realizável a Longo Prazo	10.462	10.299	10.154	9.774
Investimentos, Imobilizado, Intangível	19.198	19.589	20.043	20.572
Passivo e Patrimônio Líquido	55.903	60.722	60.238	63.547
Passivo Circulante	21.225	22.522	22.950	25.159
Passivo Exigível a Longo Prazo	25.852	26.381	26.892	27.584
Patrimônio Líquido	8.826	11.819	10.397	10.803

Fonte: BRF, BB Investimentos

Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2022e	2023e	2024e
EBIT	165	1.091	2.866
(-) Impostos	56	-163	1.122
NOPLAT	221	928	3.988
(+) Depreciação e Amortização	3.575	3.528	3.814
(-) Investimentos (capex)	-3.966	-3.982	-4.344
(-) Variação do Capital de Giro	817	120	1.103
Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)	646	594	4.561

Endividamento

R\$ milhões	2021	2022e	2023e	2024e
Dívida Bruta	25.456	25.823	26.157	26.775
Dívida Líquida	17.580	15.587	18.798	19.281
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado	3,2x	4,1x	4,1x	2,9x

Sensibilidade - Preço-alvo 2023e

R\$/ação	WACC				
	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%	14,7%
1,5%	13,0	11,0	10,0	9,0	8,0
2,0%	13,0	12,0	11,0	10,0	9,0
g 2,5%	14,0	13,0	11,0	10,0	9,0
3,0%	15,0	13,0	12,0	11,0	9,0
3,5%	16,0	14,0	12,0	11,0	10,0



Marfrig (MRFG3)

Ajuste de rota nas margens da América do Norte

A Marfrig enfrenta expectativas distintas em relação às suas operações na América do Norte e na América do Sul: enquanto o preço do gado tem se elevado nos EUA e a demanda por carne bovina mostra sinais de arrefecimento por lá, a queda do preço do gado na América do Sul, em razão de uma maior oferta, favorece os custos de produção na região e, conseqüentemente, as margens operacionais. No entanto, em razão da representatividade das operações da América do Norte no resultado consolidado (~50% do EBITDA total do 3T22, incluindo a BRF), a melhora dos *spreads* na América do Sul não será suficiente para compensar a queda de rentabilidade na América do Norte. Além disso, a desaceleração das exportações de carne bovina ao longo do 4T22 deverá ter impacto relevante no faturamento da companhia no período, ainda mais na comparação com os fortes volumes e preços praticados no 3T22 (período em que a China acelerou suas compras visando as comemorações do ano novo Chinês, que ocorreram no final de janeiro).

Após sucessivos trimestres de resultados extraordinários na América do Norte, a normalização das margens já era esperada, tanto pela reversão desfavorável do ciclo pecuário, quanto pela expectativa de recessão da economia norte-americana, que tende a reduzir o consumo de proteínas mais caras. Mesmo assim, o percentual de utilização de capacidade da indústria continua alto (em torno de 93%) e a demanda ainda não cedeu em forte magnitude, visto que o mercado de trabalho nos EUA permanece bastante aquecido, o que favorece o consumo. Ao longo de 2023, espera-se que o custo do gado continue se elevando, o que deve arrefecer a capacidade da indústria, equilibrando a oferta e os preços de carne bovina. Vale mencionar que a Marfrig tem a vantagem competitiva de comercializar produtos processados com alto valor agregado, como hambúrgueres, e de cortes mais sofisticados que possuem demanda menos elástica em relação à renda disponível. Considerando este cenário, estimamos uma margem EBITDA de 5,6% no 4T22 (ante 22,2% no 4T21 e totalizando 11,5% em 2022), e de 6,4% em 2023.

Ticker	MRFG3	Recomendação	Neutra
Varição 30 dias	-23,4%	Preço em 22-fev-2023	R\$ 6,27
Varição em 2023	27,9%	Preço-alvo 31-dez-2023	R\$ 11,00
Varição 12 meses	-65,4%	Potencial de Valorização	+43,0%
Mínimo 12 meses	R\$ 6,06		
Máximo 12 meses	R\$ 23,19		

Fonte: Marfrig, Bloomberg e BB Investimentos.



Marfrig (MRFG3)

Na América do Sul, a expectativa é de continuidade de resultados robustos, assim como nos dois trimestres anteriores, como reflexo da melhor estrutura de custos. Entretanto, a retomada das compras da China, após o arrefecimento visto no 4T22, é um importante direcionador de expectativas para a Marfrig, assim como para as demais exportadoras de carne bovina, uma vez que o mercado doméstico no Brasil, Uruguai e Argentina permanecem com um cenário prospectivo mais negativo em função do cenário macroeconômico. Neste contexto, projetamos uma margem EBITDA de 8,5% no 4T22 (+5,0 p.p. a/a e totalizando 8,5% em 2022), e de 9,3% em 2023.

Já considerando a consolidação da BRF, estimamos que a Marfrig deve encerrar 2022 com uma alavancagem acima de 3,0x dívida líquida/EBITDA, o que tem acendido um alerta no mercado – após sucessivos períodos de forte geração de caixa e desalavancagem da companhia – e traz pouca visibilidade sobre a tendência à frente.

Tese de investimento. (i) posição de liderança nos mercados onde atua e diversidade geográfica das operações, que lhe permite ganhos de escala e mitigação de riscos entre os diferentes ciclos produtivos das proteínas, especialmente após a incorporação da BRF; (ii) demanda resiliente por alimentos em nível global mesmo diante de cenários econômicos mais desafiadores; (iii) demanda aquecida por carne bovina na China e mercado com alto potencial de crescimento; (iv) crescimento da relevância de produtos processados e de maior valor agregado no mix de vendas; e (v) oportunidade de expansão para outros mercados consumidores relevantes, especialmente Europa, Oriente Médio e Ásia.

Riscos: (i) elevação de preços de *commodities* e consequente impacto em margens; (ii) indisponibilidade de matérias-primas, bem como de mão de obra nas diversas localidades onde a empresa atua; (iii) impacto maior do que o esperado da desaceleração da economia global e nas regiões de atuação da companhia; (iv) questões sanitárias e/ou embargos a exportações nas regiões de operação da empresa; (v) falha na captura de sinergias nas operações de empresas adquiridas, ou futuras aquisições mal sucedidas; e (vi) elevação da alavancagem financeira.

Valuation. Atualizamos nosso valuation incorporando o resultado do 3T22 e novas premissas para as operações da Marfrig na América do Norte e na América do Sul, em linha com o cenário descrito acima, bem como a participação na BRF, conforme detalhado nas páginas 12 a 14. Neste contexto, nosso novo preço-alvo para **MRFG3** para **2023** é de **R\$11,00** (antes R\$20,00), e reiteramos nossa recomendação **Neutra** para o papel.

Estimativas (R\$ milhões)		Destaques	
Valor da Firma (EV)	79.546	WACC	12,4%
Dívida Líquida e ajustes	72.595	Perpetuidade (g)	2,5%
Valor para o acionista	6.951	EV/EBITDA 2023E	7,3x
Nº de ações (milhões)	659,7	P/L 2023e	21x
Preço-alvo 2023e MRFG3 (R\$)	11,00	Dívida Líquida/EBITDA 2023e	4,6x

Fonte: Marfrig e BB Investimentos



Marfrig (MRFG3)

DRE Gerencial Sintética

R\$ milhões	2021	2022e	2023e	2024e
Receita Líquida	85.388	128.749	138.487	145.225
(-) CPV	-68.188	-110.939	-121.728	-125.201
Lucro bruto	17.201	17.810	16.759	20.024
Margem bruta (%)	20,1%	13,8%	12,1%	13,8%
(-) SG&A	-4.569	-6.967	-10.680	-12.762
EBIT	12.632	10.843	6.079	7.263
EBITDA Ajustado	14.544	12.918	10.922	12.403
Margem EBITDA (%)	17,0%	10,0%	7,9%	8,5%
(+/-) Resultado Financeiro	-3.709	-7.939	-6.364	-5.241
Lucro antes de IR	8.923	6.093	-285	2.022
(-) IR	-2.256	-1.019	606	-268
Lucro Líquido	6.667	5.074	321	1.754
Margem Líquida (%)	7,8%	3,9%	0,2%	1,2%

Balanço Patrimonial

R\$ milhões	2021	2022e	2023e	2024e
Ativo Total	48.003	139.440	138.595	138.348
Ativo Circulante	19.514	49.426	46.989	45.410
Ativo Realizável a Longo Prazo	10.418	18.667	19.004	18.982
Investimentos, Imobilizado, Intangível	18.071	71.347	72.601	73.956
Passivo e Patrimônio Líquido	48.003	139.440	138.595	138.348
Passivo Circulante	17.586	32.745	33.157	33.300
Passivo Exigível a Longo Prazo	24.846	76.375	74.875	73.148
Patrimônio Líquido	5.572	30.318	30.563	31.900

Fonte: Marfrig, BB Investimentos

Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2022e	2023e	2024e
EBIT	10.843	6.079	7.263
(-) Impostos	-1.053	-509	-419
NOPLAT	9.790	5.569	6.843
(+) Depreciação e Amortização	5.017	4.843	5.141
(-) Investimentos (capex)	-5.693	-6.098	-6.496
(-) Variação do Capital de Giro	2.013	-387	-344
Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)	11.127	3.928	5.144

Endividamento

R\$ milhões	2021	2022e	2023e	2024e
Dívida Bruta	30.326	60.460	57.437	54.565
Dívida Líquida	28.566	48.130	50.523	52.062
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado	2,0x	3,7x	4,6x	4,2x

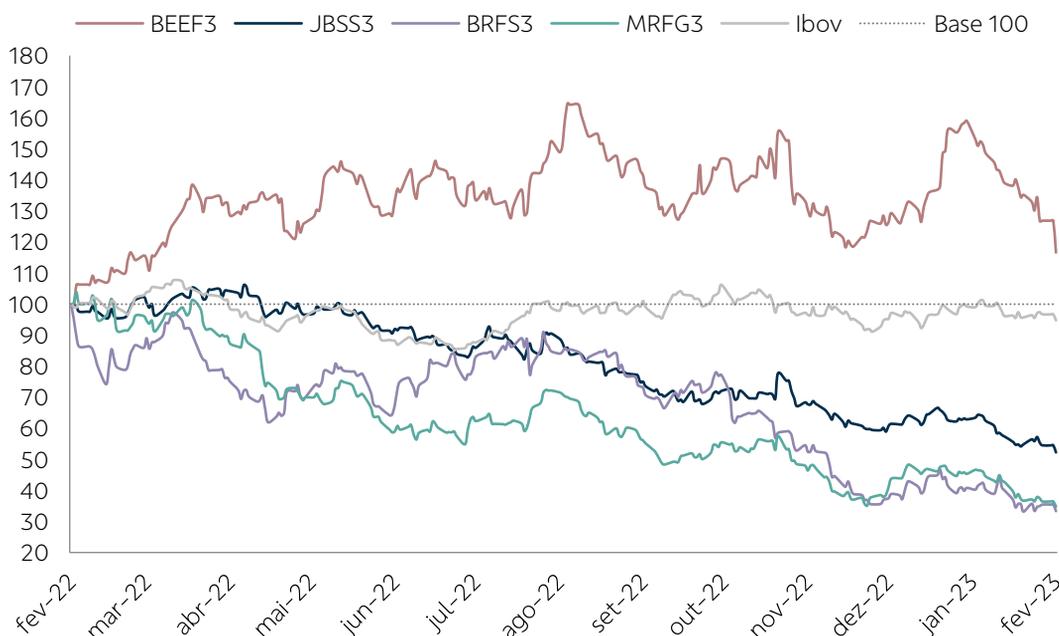
Sensibilidade - Preço-alvo 2023e

R\$/ação	WACC				
	11,4%	11,9%	12,4%	12,9%	13,4%
1,5%	17,0	11,0	5,0	0,0	-5,0
2,0%	21,0	14,0	8,0	2,0	-3,0
g 2,5%	24,0	17,0	11,0	5,0	-1,0
3,0%	28,0	21,0	14,0	7,0	2,0
3,5%	33,0	25,0	17,0	10,0	4,0



Desempenho vs. Ibov

BEEF3 x BRFS3 x JBSS3 x MRFG3 x Ibov



Os papéis da Minerva (BEEF3) seguem como destaque positivo do segmento de proteínas na bolsa brasileira desde 2022 e, mesmo com a correção recente, acumulam valorização de mais de 17% nos últimos doze meses¹, bastante superior à performance do Ibovespa (-4,3% no período), além de continuarem na contramão dos papéis das demais empresas do setor – como JBSS3, MRFG3 e BRFS3, que acumulam desvalorizações entre 47% e 65% no período.

Em nossa visão, o desempenho superior de BEEF3 está relacionado tanto à entrega de resultados resilientes nos últimos trimestres, como às perspectivas favoráveis para o cenário de carne bovina na América do Sul, diante da reversão positiva do ciclo pecuário. Já a performance mais fraca dos demais papéis do setor refletem, ao nosso ver, o arrefecimento dos resultados dessas empresas, seja (i) pela persistência do cenário desafiador para custos (especialmente de grãos), como (ii) pela tendência desfavorável de mercado (como no caso do segmento de bovinos na América do Norte, cujo ciclo pecuário segue na direção oposta), ou (iii) pelas incertezas com relação à estratégia (como no caso da mudança estratégica da Marfrig ao se tornar controladora da BRF) ou até à execução (como no caso da BRF, cujo desempenho continua aquém do potencial da companhia), em ambos os casos trazendo preocupações com relação à alavancagem crescente das companhias.

Fonte: Bloomberg e BB Investimentos. (1) Até o dia 22/02.



Desempenho vs. Ibov

BEEF3 x BRFSS3 x JBSS3 x MRFG3 x Ibov

Entendemos que, no curto prazo, os papéis continuarão refletindo as preocupações mencionadas, e acreditamos que a entrega de resultados acima do esperado nos próximos trimestres possam influenciar positivamente a performance das ações.

Além disso, até que as exportações de carne bovina para a China sejam restabelecidas, esperamos que os papéis da Minerva, Marfrig e JBS sofram pressão adicional, como reflexo dos potenciais impactos da queda dos embarques em seus resultados, a depender do tempo que a suspensão se estenderá.

Superado esse embargo, acreditamos que o mercado voltará a olhar os bons fundamentos para o segmento de bovinos na América do Sul, conforme explorado ao longo deste relatório, que trazem perspectivas de melhora do cenário de custos de aquisição de gado no Brasil, aumentando a competitividade das exportações brasileiras da proteína diante de um cenário de redução de volumes e margens em outras regiões, como na América do Norte. Assim, entendemos que as ações da Minerva voltarão a se destacar positivamente, já que a empresa tem maior potencial para capturar essa melhora no ambiente em que se insere.

Com relação às demais empresas, embora Marfrig e JBS também devam ser favorecidas pelo cenário favorável de bovinos na América do Sul, o ambiente desafiador de seus demais segmentos (mais representativos em seus resultados consolidados) deve continuar pesando sobre seus resultados e se refletindo nas cotações de suas ações.

Fonte: Bloomberg e BB Investimentos.



Siga os conteúdos do **BB Investimentos** nas redes sociais.

Clique em cada ícone para acessar. 



Playlist
BB | Economia e Mercado



Canal Podcast
BB | Empreendedorismo e Negócios



bb.com.br/analises



bb.com.br/carteirasugerida





Disclaimer

Informações Relevantes

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

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 material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da Resolução CVM 20/2021, 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), e poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) 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, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB-Banco de Investimento S.A.



Disclaimer

Informações Relevantes: **analistas de valores mobiliários.**

Declarações dos 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 a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens					
	1	2	3	4	5	6
Mary Silva	X	X	-	-	-	-
Melina Constantino	X	X	-	-	-	-

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 da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

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.



Disclaimer

Mercado de Capitais | Equipe Research

Diretor BB-BI	Head de Private Bank	Gerente Executiva
Francisco Augusto Lassalvia	Julio Vezzano	Karen Ferreira
lassalvia@bb.com.br	juliovezzano@bb.com.br	karen.ferreira@bb.com.br

Gerentes da Equipe de Pesquisa	Renda Variável	BB Securities - London
Victor Penna victor.penna@bb.com.br	Agronegócios, Alimentos e Bebidas Mary Silva mary.silva@bb.com.br	Managing Director – Tiago Alexandre Cruz Henrique Catarino Bruno Fantasia Gianpaolo Rivas Niklas Stenberg
Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Melina Constantino mconstantino@bb.com.br Bancos Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br Educação e Saúde Melina Constantino mconstantino@bb.com.br Imobiliário André Oliveira andre.oliveira@bb.com.br Óleo e Gás Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br Serviços Financeiros Luan Calimerio luan.calimerio@bb.com.br	Banco do Brasil Securities LLC - New York Managing Director – Andre Haui Marco Aurélio de Sá Leonardo Jafet
	Sid. e Min, Papel e Celulose Mary Silva mary.silva@bb.com.br Transporte e Logística Renato Hallgren renatoh@bb.com.br Utilities Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br Varejo Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br Fundos Imobiliários Richardí Ferreira richardi@bb.com.br	