



ÁGORA
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

Análise de Empresas

Alimentos e Bebidas



09/07/2024

Revisão das estimativas para o setor de Proteínas: Em busca de um porto seguro, JBS é nossa preferência

Estamos revisando a cobertura do setor de proteínas. Em um setor historicamente pró-cíclico, favorecemos ações que combinem sólida dinâmica de lucros, *valuations* atraentes e balanços sólidos.

JBS é o destaque. Observamos um aumento de 10% no EBITDA esperado pelo consenso para 2024 e, mesmo considerando margens de aves mais fracas em 2025 e um câmbio (real) mais forte, as ações são negociadas com um desconto injustificado de 7% em relação ao múltiplo EV/EBITDA médio do setor em 2025, além de um desconto de 39% no múltiplo P/L esperado para 2025. Nossa recomendação segue de Compra, e o preço-alvo para o final de 2025 foi elevado para R\$ 43,00 por ação (de R\$ 35,00).

O recente desempenho da **BRF** destaca o ciclo favorável para o setor avícola e um impressionante processo de recuperação. Estamos 11% acima da estimativa de consenso para o EBITDA de 2024, o que indica que a dinâmica dos lucros está claramente a favor da empresa. No entanto, à medida que os ventos favoráveis do ciclo eventualmente diminuírem, a falta de visibilidade sobre onde as margens de longo prazo se estabilizarão, nos impede de adotar uma visão mais otimista sobre as ações após um desempenho de mais de 143% nos últimos 12 meses. Portanto, nossa recomendação para BRFS3 agora é Neutra, e o preço-alvo para o final de 2025 é de R\$ 22,00 por ação.

Quanto à **Marfrig**, ela se beneficiou do desempenho mais forte da BRF. No entanto, acreditamos que as margens da carne bovina nos EUA continuarão sob pressão, resultando em múltiplos mais elevados pelo menos até 2026. Portanto, nossa recomendação para a Marfrig segue Neutra, com um novo preço-alvo de R\$ 15,00 (de R\$ 18,00) por ação para o final de 2025.

A tese de **Minerva** está relacionada ao processo de integração após a aquisição dos ativos da Marfrig na América Latina. Embora o *upside* (potencial de valorização) possa ser relevante, a visibilidade sobre o ritmo de desalavancagem permanece bastante baixo. Assim, nossa recomendação para a Minerva também segue Neutra, com um novo preço-alvo de R\$ 8,00 (de R\$ 16,00) por ação para o final de 2025.

Tabela comparativa:

	Valor de Mercado (R\$ milhões)	Recomendação	Preço-alvo	EV/EBITDA			P/L		
				2024	2025	2026	2024	2025	2026
JBS	69,205	Compra	R\$ 43,00	5,4x	5,3x	5,2x	9,1x	10,3x	8,3x
BRF	38,411	Neutra	R\$ 22,00	5,6x	6,0x	5,6x	14x	17,2x	13,0x
Marfrig	11,492	Neutra	R\$ 15,00	5,6x	6,1x	5,4x	9,4x	26,6x	10,2x
Minerva	4,166	Neutra	R\$ 8,00	4,5x	5,3x	5,3x	16,6x	13,1x	9,2x
Média				5,3x	5,7x	5,4x	12,3x	16,8x	10,2x

Fonte: Bloomberg e Bradesco BBI

Henrique Brustolin 

José Ricardo Rosalen 

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

Entendendo os ciclos de proteínas

Algumas características definem o mercado de proteínas: Primeiramente, a demanda permanece praticamente estável em curtos períodos de tempo. A proteína é a forma mais cara de ingestão de calorias, portanto, à medida que a renda disponível aumenta, o consumo de proteínas também cresce. No entanto, esse aumento ocorre gradualmente, o que significa que grandes flutuações na demanda são incomuns.

Em segundo lugar, ao contrário de outras mercadorias, as proteínas não acumulam estoques significativos. O armazenamento de proteínas é dispendioso devido à necessidade de capacidade de congelamento, resultando em um consumo global essencialmente igual à oferta anual. Como os estoques são praticamente inexistentes e a demanda não oscila muito, a própria oferta é o principal fator impulsionador dos preços.

Além disso, o comércio de proteínas se torna um jogo de soma zero devido aos estoques globais limitados. Quando volumes são exportados para um mercado, isso significa que não estão disponíveis para outro mercado potencial. Assim, ocorre alguma arbitragem de preços com base na oferta e demanda em diferentes países. No entanto, as barreiras comerciais impedem que o comércio de proteínas seja tão fluido quanto o de outras mercadorias, tornando essa arbitragem de preços geralmente menos eficiente do que poderia ser.

Por fim, as empresas de proteínas atuam como intermediárias na cadeia de valor. Elas compram commodities (grãos ou animais) sem poder de precificação e vendem outras commodities (carne bovina, aves, suínos) também sem poder de precificação.

A forma como as empresas se posicionam na cadeia de valor (integradas verticalmente ou não) determinará como se beneficiarão da dinâmica de desenvolvimento sustentável para cada uma destas mercadorias. A produção de proteínas é um negócio com elevada rotatividade de ativos, mas geralmente com margens mais baixas e mais voláteis. Isso significa que o aumento das margens proporcionado pelos ciclos positivos tende a ser o principal impulsionador de retornos marginais mais fortes.

Ciclo da Carne Bovina: Pico no Brasil; Restrição nos EUA vai se intensificar

As empresas de carne bovina não estão verticalmente integradas. Elas compram gado, processam e vendem a carne. O gado vivo é responsável por cerca de 80% dos custos dessas empresas, o que significa que o ciclo se torna positivo quando a oferta de gado é maior e, naturalmente, os preços do gado são mais baixos. Isso geralmente permite que as empresas capturem uma margem maior entre os preços da carne bovina e do gado. Na prática, o valor da escassez na capacidade de transformar gado vivo em carne aumenta, permitindo às empresas de carne bovina obter uma fatia maior da cadeia de valor.

O principal impulsionador da oferta marginal de gado são as decisões econômicas que os agricultores tomam em relação ao abate (ou não) de fêmeas. Os novilhos (animais machos) são encaminhados para o abate quando atingem a idade e o peso adequados. No entanto, vacas e novilhas podem ser retidas para a criação de novos bezerros ou enviadas para o abate. A decisão depende do retorno da criação de um novo animal vs. o valor imediato de um animal alimentado. Quando a relação entre os preços dos bezerros e os preços dos animais alimentados é mais alta, a retenção de fêmeas tende a aumentar. Esse aumento na retenção reduz a disponibilidade de gado para os frigoríficos, levando a preços mais

altos da carne bovina e do gado, o que normalmente pressiona as margens dos frigoríficos. No entanto, esse processo também permite a expansão do rebanho. Uma vez concluído o processo de reconstrução do rebanho, os preços dos bezerros caem, as margens de criação são pressionadas e o incentivo passa a ser aumentar a porcentagem de fêmeas enviadas para o abate (fase de liquidação). A disponibilidade de gado aumenta, e os frigoríficos geralmente encontram espaço para melhorar suas margens.

Como o transporte de gado por longas distâncias é um processo complexo e ineficiente, a dinâmica do setor de gado em diferentes países não está correlacionada. Por exemplo, os EUA e o Brasil estão atualmente vivendo momentos muito diferentes em seus respectivos ciclos pecuários.

No Brasil, a oferta de gado está em uma fase positiva. Após um período de retenção de vacas que atingiu o pico em 2021, o rebanho expandiu-se e a disponibilidade de gado foi recentemente agravada pelo processo de liquidação. O abate de gado nos últimos 12 meses cresceu 18%, atingindo um máximo histórico de 35,9 milhões de cabeças. Embora os preços da carne bovina tenham decepcionado negativamente, as margens dos frigoríficos permaneceram fortes. Vacas e novilhas representaram 42% dos abates no Brasil no último trimestre, alinhando-se com os picos dos ciclos anteriores. No entanto, o rebanho total está diminuindo, e a relação preço bezerro/gado está subindo novamente. Acreditamos que isso incentivará o processo de retenção ao longo deste ano e, principalmente, em 2025.

Os ciclos de proteína são principalmente impulsionados pela oferta. O ciclo do gado é o mais longo de todos, normalmente levando cerca de 8 anos de pico a pico. Embora o Brasil esteja atingindo o pico em termos de disponibilidade de gado e deva começar a diminuir até 2025, esperamos que esse processo seja globalmente lento.

No Brasil, o gado é criado principalmente em pastagens, o que torna o impacto de fatores externos, como secas e preços dos grãos, no ciclo, muito menos simples do que nos EUA, onde as condições das pastagens variam mais e a maioria do gado passa pelo menos uma parte de suas vidas em confinamentos. Quando as pastagens são pobres, as margens de reprodução podem ser impactadas pela necessidade de complementar a alimentação, adiando os incentivos para o início de uma fase de retenção, o que tem acontecido nos últimos anos.

Esta influência de fatores externos tem sido um dos principais impulsionadores do super ciclo do gado observado nos últimos anos nos EUA, o que levou a retornos recordes para as empresas de carne bovina que operam lá. Em 2014-15, a proporção de retenção de fêmeas nos EUA atingiu o seu ponto mais alto desde a década de 1970. Isso levou a uma expansão quase sem precedentes do rebanho e ao subsequente aumento na disponibilidade de gado para frigoríficos. Isso, por si só, justificaria um ciclo pecuário altamente favorável em qualquer lugar, mas nos EUA ele foi ampliado por uma indústria frigorífica que é construída em torno de um número menor de fábricas maiores que já operam com altas taxas de utilização (enquanto no Brasil a indústria é organizada em torno de um maior número de fábricas menores espalhadas por todo o país, resultando em uma capacidade disponível muito maior), níveis crescentes de absentismo (ausência de colaboradores) devido à pandemia e um *boom* na demanda devido aos programas de distribuição de dinheiro do governo.

O excesso de oferta de gado (rebanho maior + ciclo de liquidação), juntamente com a capacidade limitada de processamento de carne, fez com que os preços da carne bovina e do gado se desvinculassem de forma sem precedentes. Outra forma de ver isso é que, em um período de apenas 7 anos, os frigoríficos recuperaram toda a participação de mercado que vinham perdendo para os varejistas na cadeia de valor pós-exploração dos EUA (o diferencial entre os preços de varejo da carne bovina e os preços do gado vivo).

No entanto, em vez de uma mudança de paradigma, sempre entendemos que se tratava de “apenas” um ciclo favorável. Em última análise, a indústria da carne bovina dos EUA não teve mudanças aparentes que apoiassem um novo nível de retornos estruturais para as empresas envolvidas. A concentração da indústria tem sido praticamente a mesma desde o início da década de 2000, o mercado interno continua sendo o mercado consumidor dominante para a carne bovina dos EUA e as exportações continuam concentradas em países do bloco do Pacífico.

Além disso, acreditamos que a falta de incentivos econômicos que os criadores tiveram nos últimos anos provavelmente ampliará a extensão em que o ciclo negativo irá agora produzir efeitos. O excesso de oferta de gado e as condições de pastagem impactadas pelas secas prolongaram a fase de liquidação, com o rebanho bovino dos EUA sendo agora o menor desde a década de 1950 (e já 1% abaixo da mínima mais recente). Além disso, o ciclo de retenção ainda não começou, o que deverá continuar limitando a oferta de gado nos próximos anos.

Os spreads de carne bovina dos EUA estão agora 1% abaixo da média histórica, apesar da sazonalidade positiva da “temporada de churrasco” e de uma taxa geral de abate de fêmeas que permanece elevada. O USDA (Departamento de Agricultura dos Estados Unidos) revisou a sua previsão de produção de carne bovina nos EUA este ano para uma contração mais suave de 1% em relação ao ano anterior (de -8% inicialmente). No entanto, a perspectiva para 2025 aponta para uma queda adicional de 5% na produção. Assim, embora as margens de produção de carne nos EUA já estejam abaixo dos níveis históricos, o fato de a reconstrução do rebanho ainda não ter começado sugere que os próximos anos continuarão a ser desfavoráveis.

No entanto, também acreditamos que há limites para o quanto as margens dos frigoríficos podem sofrer. Como as empresas de carne bovina não estão integradas verticalmente e o próprio gado representa cerca de 80% dos custos das empresas, os incentivos para sustentar os níveis de abate deveriam depender da lucratividade dos frigoríficos. Uma vez que há uma pressão limitada à quantidade (ao contrário do que acontece com os produtores de proteínas integrados verticalmente), sempre que as margens se tornam demasiadamente estreitas (ou por vezes negativas), há um incentivo para reduzir a demanda de gado (redução dos abates), ajudando a impulsionar um melhor equilíbrio entre os preços da carne bovina e do gado. Por exemplo, desde 2007, a margem EBIT da Tyson Foods no seu negócio de carne bovina nos EUA, com base num período contínuo de 12 meses, recuperou rapidamente sempre que atingiu níveis abaixo do ponto de equilíbrio.

Outro ponto a considerar é como uma redução na oferta de carne bovina nos EUA pode impactar o desempenho dos players do setor em outros mercados. Em 2025, tanto os EUA quanto o Brasil, os maiores produtores mundiais de carne bovina, deverão trazer uma oferta menor ao mercado. Embora o comércio de proteínas não seja tão fluido quanto o de outras commodities, acreditamos que isso poderá criar um ambiente mais inflacionário para os preços da carne bovina em geral.

A Austrália parece ser o beneficiário mais claro dessa situação, não apenas porque também está vivendo um ciclo pecuário positivo, mas também devido ao seu maior acesso às exportações diretas para os EUA. No entanto, o Brasil também poderia se beneficiar. Como o comércio de proteínas é um jogo de soma zero, a redução das exportações dos EUA e a Austrália redirecionando seu fornecimento para os EUA poderiam levar a preços mais elevados da carne bovina em outros locais.

O Brasil atualmente tem o menor preço do gado do mundo, destacando a competitividade da carne bovina brasileira. As empresas brasileiras de carne bovina listadas também têm historicamente dominado as exportações do país, embora as recentes rodadas de autorizações de plantas, especialmente pela China, tenham diminuído um pouco essa vantagem.

Ciclo avícola: ainda forte

O ciclo avícola é diferente do ciclo bovino porque, embora as empresas também comprem uma commodity e vendam outra, estas commodities não estão tão estreitamente correlacionadas em períodos curtos. Os grandes players avícolas listados estão integrados verticalmente, o que significa que compram grãos, principalmente farelo de soja e milho, para alimentar e criar frangos e, em última análise, vender a carne.

Dependendo dos ciclos de grãos e da oferta de frango, o spread pode levar a margens muito favoráveis ou muito negativas para as empresas. Dado que a avicultura tem um tempo mais curto para chegar ao mercado para nova produção (aproximadamente 9 meses), o ciclo da margem também tende a ser mais volátil em comparação com o gado, onde o ciclo de produção é muito mais longo.

As empresas avícolas não têm poder de fixação de preços sobre os produtos que compram ou sobre os produtos que vendem. Assim, a forma como tendem a sustentar as margens é controlando a oferta de frango. Quando as margens são baixas, as empresas são incentivadas a reduzir a oferta, o que aumenta os preços das aves e ajuda a recuperar as margens do setor. Por outro lado, margens elevadas incentivam as empresas a produzir mais, o que provoca uma queda nos preços das aves e pressiona as margens. Além das oscilações dos preços dos grãos, o ciclo avícola é em grande parte impulsionado pela oferta de carne e pelo fato de as empresas estarem acelerando, desacelerando ou reduzindo a produção.

O Brasil e os EUA se beneficiam atualmente de ciclos avícolas bastante favoráveis. Embora, até certo ponto, isto signifique que os resultados recentes apresentados por empresas como a BRF, a Seara da JBS e a PPC têm uma componente cíclica (o que significa que a sua perpetuidade pode ser questionada), ainda não vemos sinais de uma inflexão. Assim, no curto prazo, acreditamos que o dinamismo dos lucros dos *players* avícolas deverá continuar.

O ponto principal é que a racionalidade da oferta ainda persiste. Com uma safra menor de grãos, não esperamos que o Brasil tenha a mesma competitividade de custos de produção em relação a outros mercados que teve no ano passado. Mas se os preços dos grãos não estiverem subindo (o que é o caso) e a oferta de aves não estiver acelerando materialmente (o que também tem acontecido até agora), tanto os operadores avícolas brasileiros como os norte-americanos parecem destinados a continuar se beneficiando de um diferencial de preços da ração para aves que permanece sólido.

No Brasil, as criações de pintinhos estão crescendo 3% este ano, o que é relevante. Mas os dados mais recentes de maio mostram números estáveis em termos anuais, e os dados preliminares de junho mostram uma contração nos últimos 12 meses. Os preços das aves no mercado interno têm permanecido praticamente estáveis, apesar do aumento da oferta de carne bovina à medida que o ciclo atinge o pico, enquanto aumenta 19% no acumulado do ano nos mercados de exportação.

Nos EUA, os dados mais recentes parecem ainda mais encorajadores. As empresas têm destacado que a nova genética dos criadores tem impactado a eclodibilidade e a capacidade da indústria de aumentar a oferta, embora o peso médio das aves tenha aumentado. Até agora, a produção de frangas não tem aumentado, nem a produção total de aves.

Além disso, o desvio-padrão global da proteína deverá diminuir ainda mais, à medida que a produção de carne bovina no país cair mais 5% em 2025. Até certo ponto, isto já é evidente nos dados de exportação de aves dos EUA, que estão caindo 10% em termos anuais, apesar dos níveis de produção estáveis.

Os preços das aves nos EUA estão subindo bem acima de outros mercados (+45% no acumulado do ano), no que acreditamos ser uma consequência direta da desaceleração do ciclo pecuário dos EUA e das expectativas de menor oferta de carne bovina no futuro. Apesar disso, os preços das aves no mercado interno ainda não são caros em relação aos da carne bovina.

Até certo ponto, o ambiente atual é semelhante ao que ocorreu em 2014. Naquela época, os custos da alimentação também estavam despencando desde as máximas de vários anos, o ciclo pecuário dos EUA estava entrando em uma fase de retenção acentuada e o ciclo pecuário brasileiro estava no pico. A oferta de aves cresceu inicialmente a um ritmo mais moderado, o que permitiu a permanência de spreads mais elevados. Nos EUA, os preços das aves também aumentaram durante algum tempo, à medida que a oferta de carne bovina diminuiu. Isto se traduziu em um período de margens muito fortes para as empresas avícolas praticamente em todos os setores.

Mas com um ciclo de produção mais curto, a oferta de aves acelerou gradualmente, levando a preços menores e margens mais baixas. Para nós, os níveis de produção são os principais dados a serem monitorados agora, uma vez que os retornos das empresas avícolas estão novamente subindo. Sem sinais iminentes de inflexão, nossa visão é que as margens mais fortes deverão continuar no curto prazo. Mas também esperamos que alguns destes ventos cíclicos favoráveis desapareçam até 2025, e a magnitude dependerá naturalmente do ritmo de crescimento da oferta. Dado que o efeito de substituição no mercado interno dos EUA está prestes a intensificar-se, a nossa sensação é que as margens para as empresas que operam lá poderão revelar-se mais resilientes.

O dilema dos ciclos de alocação de capital: crescimento vs. valor

A história recente das empresas brasileiras de proteínas listadas é de crescimento inorgânico acelerado, impulsionando a consolidação no mercado interno, bem como a diversificação para outras regiões e proteínas, ao mesmo tempo em que apresentam elevados índices de alavancagem.

Num setor onde os resultados podem ser altamente voláteis com base na oferta x demanda das proteínas e de outros produtos agrícolas, a dívida representando uma grande parte do valor empresarial (EV) combinado do setor significa que a volatilidade foi ainda mais intensificada. No período de 2010 a 2018, não houve praticamente nenhuma criação de valor patrimonial no setor, apesar da duplicação combinada do valor empresarial (EV).

O ano de 2018 marcou um ponto de inflexão, e os anos seguintes sublinharam o potencial de criação de valor patrimonial que uma estratégia de desalavancagem juntamente com ciclos de proteína positivos poderiam criar. Coincidentemente, isto marcou um ponto de inflexão para todas as prioridades de alocação de capital das empresas, que passaram do crescimento para a desalavancagem.

A JBS suspendeu os planos de crescimento inorgânico e até se desfez de ativos após uma onda de fusões e aquisições que levou a receita a crescer mais de 3x entre 2010-18. A BRF também se desfez de ativos e voltou a focar em seu negócio principal após mudanças na equipe de gestão e anos buscando diversificar sua base produtiva para outros continentes. Entretanto, a Marfrig desinvestiu nos seus ativos avícolas e centralizou as prioridades no negócio principal de carne bovina, que também se expandiu para os EUA após a aquisição da National Beef. E a Minerva estava digerindo a recente aquisição dos ativos de carne bovina da JBS na América Latina.

Além desta racionalidade na alocação de capital, os ciclos das proteínas estavam tornando-se positivos praticamente em todos os níveis. O surto de peste suína africana (PSA) na China causou um desequilíbrio sem precedentes no fornecimento mundial de proteínas, reduzindo a produção de carne

suína da China em 1/3 (16% da produção mundial de carne suína e 55% das exportações mundiais combinadas de carne bovina, aves e suínos), o que impulsionou os preços das proteínas e as margens das empresas. Ao mesmo tempo, o Brasil passava por uma fase de liquidação favorável no seu ciclo pecuário, enquanto nos EUA as empresas estavam apenas começando a se beneficiar do que provou ser um superciclo pecuário.

No curto período que vai de Agosto de 2018 a Outubro de 2019, a capitalização de mercado combinada do setor aumentou acentuadamente 189%, com o capital próprio representando 60% do EV total do setor. As empresas começaram a pagar dividendos e a recomprar ações, algo inédito até então no setor. Mas mesmo quando os resultados dispararam, a combinação de dividendos, recompras de ações, inflação dos preços das matérias-primas, um real mais fraco e uma nova ronda de crescimento orgânico e inorgânico significou que a dívida líquida combinada do setor nunca chegou ao ponto de encolher. A desalavancagem aconteceu quase inteiramente através do crescimento do EBITDA e, quando os ciclos das proteínas viraram para baixo, as histórias de capital voltaram a sofrer. Entre abril de 2022 e junho de 2023, o setor viu o seu valor patrimonial combinado cair cerca de 53%.

Acreditamos que o ambiente agora está um pouco mais disperso. Os ciclos para diferentes proteínas e geografias estão movendo-se em direções diferentes, tal como as estratégias das empresas. Mas, por enquanto, acreditamos que serão implementadas prioridades globais de alocação de capital mais prudentes à medida que a desalavancagem ocorrer novamente.

JBS: O Melhor Combo de *Momentum*, *Valuation* e Estrutura de Capital (Compra; preço-alvo de R\$ 43,00)

Estamos aumentando o preço-alvo esperado para 2025 para R\$ 43,00 implicando 6,4x e 6,3x de múltiplo EV/EBITDA esperado para 2024 e 2025. Vemos a JBS oferecendo a melhor combinação de impulso de lucros, estrutura de capital e *valuation* entre as empresas brasileiras de proteínas. Apesar da exposição à carne bovina dos EUA, acreditamos que a diversificação da empresa oferece uma ferramenta única para navegar bem pela volatilidade do ciclo. Em última análise, a menor oferta de carne bovina nos EUA deverá beneficiar outras unidades de negócios, em particular Austrália, PPC e US Pork. Acreditamos que resultados mais fortes em todos eles, juntamente com uma forte recuperação na Seara, devem impulsionar o EBITDA de R\$ 29,4 bilhões em 2024, um aumento de 72% em base anual e 10% acima do consenso.

JBS R\$ milhões	2024			2025		
	BBI	Consenso	vs. Consenso	BBI	Consenso	vs. Consenso
Receita Líquida	385.121	385.163	0,0%	377.584	402.548	-6,2%
EBITDA	29.359	26.809	9,5%	27.842	27.528	1,1%
Margem EBITDA	7,6%	7,0%	0,7pp	7,4%	6,8%	0,5pp
Lucro Líquido	7.937	7.258	9,3%	7.139	7.553	-5,5%
Margem Líquida	2,1%	1,9%	0,2pp	1,9%	1,9%	0,0pp

Fonte: Bloomberg e Bradesco BBI

Apesar da dinâmica dos lucros ter virado a seu favor, a JBS ainda atravessa ciclos de baixa na sua maior unidade de negócios. Assim, embora os resultados estejam melhorando, ainda acreditamos que o EBITDA esperado para 2024 ficará abaixo do que estimamos ser seu nível intermediário de aproximadamente R\$ 30 bilhões. Poder-se-ia argumentar que alcançar este nível “normalizado” pode levar mais tempo, uma vez que a inflexão da margem da carne bovina nos EUA parece longe de ser alcançada, o que concordamos, mas ainda significa que há uma âncora de margem de longo prazo e uma história de transição que parece distorcida para cima.

Além disso, também existe assimetria positiva de lucros se a desvalorização do real persistir. A exposição cambial das empresas produtoras de proteínas no Brasil não é tão fácil de entender, já que um real mais fraco também tende a se traduzir em preços mais baixos de exportação de proteínas denominados em dólares americanos (e vice-versa). Sim, o câmbio tende a mover-se mais rapidamente do que o ajuste dos preços, o que significa que as margens podem inicialmente se beneficiar de uma desvalorização acentuada, mas isto é normalmente um vento favorável de curta duração.

A história da JBS é diferente, pois um real (R\$) mais fraco significa principalmente que a empresa será capaz de traduzir os seus resultados denominados em dólares americanos de unidades de negócios internacionais (principalmente os EUA) com base numa taxa mais competitiva. Tem muito menos a ver com o impacto nas margens a curto prazo e mais com as receitas em moeda forte. Um real mais forte, juntamente com a premissa de margens mais normalizadas nos negócios de aves, são as razões por trás da contração anual em nossas estimativas para 2025 para a JBS.

Portanto, a tabela abaixo apresenta uma análise de sensibilidade sobre o quanto os resultados mudariam no caso de o real se desvalorizar (ou se valorizar) em relação ao nosso atual cenário base para 2025, de 4,95 R\$/USD.

R\$/US\$ em 2025	4,50	4,65	4,80	4,95	5,10	5,25	5,40
Receita (R\$mn)	352.273	360.710	369.147	377.584	386.021	394.458	402.895
vs. BBI	-6,7%	-4,5%	-2,2%	0,0%	2,2%	4,5%	6,7%
EBITDA (R\$mn)	26.046	26.644	27.243	27.842	28.441	29.040	29.638
vs. BBI	-6,5%	-4,3%	-2,2%	0,0%	2,2%	4,3%	6,5%
Lucro Líquido (R\$mn)	5.651	6.034	6.396	6.742	7.075	7.396	7.707
vs. BBI	-16,2%	-10,5%	-5,1%	0,0%	4,9%	9,7%	14,3%

E depois há a estrutura de capital. A dívida representa atualmente cerca de 54% do valor empresarial da JBS, oferecendo espaço suficiente para transferência de valor aos acionistas à medida que ocorre a desalavancagem (índice de alavancagem no ano de 2024 esperado em 2,7x, abaixo dos 4,9x em 2023). Vemos a JBS sendo negociada a 5,4x o múltiplo EV/EBITDA esperado para 2024, que está abaixo do nível histórico, apesar da recuperação recente. Um custo relativamente mais baixo da dívida, impulsionado pela sua classificação de grau de investimento e pelos esforços de gestão de passivos dos últimos anos, também deverá garantir que a conversão de EBITDA em dinheiro permaneça acima do nível histórico e dos pares. O potencial de reavaliação a partir da listagem planejada nos EUA seria um *upside* adicional.

BRF: Ainda Precisa Separar o Cíclico do Estrutural (Neutra; preço-alvo de R\$ 22,00)

Estamos alterando a recomendação de BRF de Compra para Neutra, com um preço-alvo para 2025 de R\$ 22,00 implicando 5,4x e 5,9x o múltiplo EV/EBITDA esperado para 2024 e 2025. Em nossa cobertura, a BRF é a beneficiária mais clara dos ventos favoráveis que impulsionam as margens de produção avícola. As expectativas de consenso para o EBITDA da BRF em 2024 e 2025 aumentaram 37% e 18% no acumulado do ano, mas permanecemos 11% e 4% acima delas, respectivamente.

BRF R\$ milhões	2024			2025		
	BBI	Consenso	vs. Consenso	BBI	Consenso	vs. Consenso
Receita Líquida	57.181	56.613	1,0%	58.012	59.519	-2,5%
EBITDA	9.160	8.273	10,7%	8.043	7.725	4,1%
Margem EBITDA	16,0%	14,6%	1,4pp	13,9%	13,0%	0,9pp
Lucro Líquido	2.805	2.031	38,1%	2.308	1.771	30,3%
Margem Líquida	4,9%	3,6%	1,3pp	4,0%	3,0%	1,0pp

Fonte: Bloomberg e Bradesco BBI

Na nossa opinião, a situação patrimonial da BRF é atualmente uma questão de quanto do seu recente desempenho superior foi estrutural e não cíclico. O aumento dos spreads de aves e suínos certamente beneficiou a empresa. E a sua exposição local ao Oriente Médio também parece ter impulsionado ainda mais os resultados numa altura em que a oferta regional estava limitada, com a BRF entregando um prêmio quase sem precedentes de 43% no seu preço médio de exportação em relação ao preço de exportação de aves do Brasil.

Mas também acreditamos que há mais do que apenas um forte cenário cíclico. A reviravolta alcançada nos últimos anos pela nova equipa de gestão foi simplesmente impressionante. As restrições duradouras relacionadas com ineficiências agrícolas e industriais, níveis de serviço e gestão de inventário parecem ter sido abordadas, enquanto o maior acesso da empresa ao mercado de exportação devido a novas certificações melhorou indiscutivelmente a sua capacidade de arbitrar os preços das proteínas em nível global. Embora os frutos mais fáceis desta reestruturação possam ter sido obtidos, a gestão ainda vê espaço para mais, uma vez que agora dimensiona os *benchmarks* internos para garantir que as eficiências continuem sendo capturadas.

Todas essas melhorias, aliadas a uma estratégia assertiva de originação de grãos e execução comercial, permitiram que a BRF se beneficiasse do atual cenário cíclico de uma forma que não atingia há anos. Mesmo durante o surto de PSA (gripe africana), a margem EBITDA consolidada da BRF atingiu “apenas” 14,6%, enquanto já entregou 15,8% no 1T24, e acreditamos que pode haver espaço para mais.

Após dois aumentos de capital e melhores resultados, a BRF apresenta agora o menor índice de alavancagem em uma década. Um balanço mais forte deverá reforçar a sua capacidade de competir, ajudando a navegar pelos altos e baixos dos ciclos e, ao mesmo tempo, equilibrando melhor os retornos para os acionistas.

Assim, a nossa recomendação Neutra não se refere ao que foi alcançado até agora, nem se o ciclo já está mudando (o que ainda não parece estar). Em vez disso, reflete a nossa falta de visibilidade sobre onde as margens de longo prazo irão efetivamente se estabilizar. Avaliar as margens normalizadas para as empresas de proteínas, e especialmente para os produtores integrados verticalmente, nunca é uma tarefa fácil. Isto é particularmente verdadeiro para a BRF, que passou por anos de rotatividade de gestão e mudanças de prioridades estratégicas.

O forte ciclo avícola até agora neste ano, o fato de ainda não haver sinais de enfraquecimento dos preços das aves e os custos da ração que não têm subido, juntamente com a execução assertiva da BRF de cima a baixo, nos permitem esperar que os resultados a curto prazo poderão acelerar ainda mais desde o início do ano, o que explica as nossas estimativas acima do consenso para 2024.

Mas com uma cadeia produtiva mais curta, o ciclo avícola também se move de forma mais errática. Isso quer dizer que, com fortes margens para as empresas avícolas em geral, nosso cenário base também implica que a produção avícola deve se recuperar ao longo do 2º semestre de 2024, fazendo com que pelo menos alguns desses ventos favoráveis cíclicos comecem a desaparecer e se traduzindo em margens mais normalizadas a partir do próximo ano em diante. Mas não achamos que isso seja diferente do que o mercado também já espera. A questão, porém, é para onde convergirão as margens da BRF no longo prazo. Após um desempenho de +143% do preço das ações nos últimos 12 meses, ainda acreditamos que uma maior valorização poderá exigir um maior crescimento dos resultados financeiros do que o implícito na nossa atual previsão de margem EBITDA de 14,6% nos últimos 12 meses.

Marfrig: Parece mais forte, mas o excesso de carne bovina dos EUA deve continuar (Neutra; preço-alvo de R\$ 15,00)

Estamos reduzindo o preço-alvo para o final de 2025 para R\$ 15,00 e mantendo a recomendação Neutra, tendo como premissa o ativo negociando a 6,0x e 6,5x o múltiplo EV/EBITDA esperado para 2024 e 2025, com base nos resultados consolidados da Marfrig (ou seja, considerando as participações minoritárias), ou 7,2x e 7,6x o EV/EBITDA esperado para 2024 e 2025, considerando apenas seus ativos de carne bovina, impactados pelo ciclo negativo do gado nos EUA.

Marfrig R\$ milhões	2024			2025		
	BBI	Consenso	vs. Consenso	BBI	Consenso	vs. Consenso
Receita Líquida	133.127	128.024	4,0%	133.488	129.859	2,8%
EBITDA	11.549	8.667	33,2%	10.410	8.589	21,2%
Margem EBITDA	8,7%	6,8%	1,9pp	7,8%	6,6%	1,2pp
Lucro Líquido	1.212	300	303,5%	428	302	41,8%
Margem Líquida	0,9%	0,2%	0,7pp	0,3%	0,2%	0,1pp

Fonte: Bloomberg e Bradesco BBI

A Marfrig seguiu o manual do setor de adotar uma abordagem pró-cíclica de alocação de capital e começou a adquirir sua participação na BRF logo quando as margens da carne bovina nos EUA atingiram o pico em 2021. Os anos seguintes não foram fáceis, pois a BRF teve desempenho inferior ao de seus pares e os ciclos de proteína viraram para baixo, e isso também ocorreu num momento em que o balanço da Marfrig estava mais uma vez sendo posto à prova. Se avançarmos três anos, com a recuperação aparentemente bem-sucedida da BRF em curso e um ciclo avícola bastante benigno, o investimento está agora revelando-se agregador. A diversificação que a Marfrig alcançou deverá ajudá-la a navegar pelas altas e baixas do ciclo, e o desinvestimento de parte dos seus ativos de carne bovina na América Latina - aparentemente por um *valuation* atrativo - também deverá ajudar o processo de desalavancagem.

Mas ainda acreditamos que ainda é necessário algo mais para assumirmos uma posição otimista em relação às ações da Marfrig. Depois que a companhia foi alavancada como uma holding para adquirir uma participação de 50% na BRF (a dívida líquida para 2024 está estimada em R\$ 21,2 bilhões), as histórias patrimoniais da Marfrig e da BRF naturalmente se entrelaçaram. Uma BRF mais forte também significa uma Marfrig mais forte, mas, como discutido acima, ainda não estamos em posição de apostar que o desempenho do preço das ações da BRF irá acelerar ainda mais.

Isto leva ao segundo ponto, que é o de que as margens da carne bovina dos EUA devem continuar em dificuldades. No curto prazo, isto deverá limitar o ritmo de desalavancagem da holding, ao mesmo tempo que se traduzirá em múltiplos de curto prazo mais elevados (esperamos um múltiplo EV/EBITDA para 2025 8% acima da média do setor). Num setor onde a dinâmica dos lucros é fundamental, acreditamos que múltiplos mais elevados poderão limitar de alguma forma os gatilhos para as ações. Mais adiante, com as margens normalizadas da carne bovina dos EUA acelerando o ritmo de desalavancagem, e se a BRF provar a sua capacidade de sustentar resultados estruturalmente mais fortes, vemos a assimetria como positiva. Mas, por enquanto, somos neutros.

Marfrig Consolidada* (R\$mn)	2024E	2025E	2026E	2027E
EV/EBIT	10,1x	11,9x	9,5x	7,7x
EV/EBITDA	5,7x	6,1x	5,4x	4,7x
Dívida Líquida/EBITDA	4,0x	4,3x	3,9x	3,4x
Marfrig Isolada** (R\$mn)	2024E	2025E	2026E	2027E
EV/EBIT	14,5x	15,9x	9,4x	6,4x
EV/EBITDA	6,0x	6,4x	5,2x	4,1x
Dívida Líquida/EBITDA	0,6x	1,0x	1,2x	1,1x

Fonte: Bradesco BBI

*Considera participação proporcional da Marfrig na BRF e ajuste da participação minoritária na National Beef

**Ajuste da participação minoritária na National Beef e exclui dívida líquida correspondente à participação na BRF

Minerva: Uma história de desalavancagem mais uma vez (Neutra; preço-alvo de R\$ 8,00)

Estamos reduzindo o preço-alvo para o final de 2025 para R\$ 8,00 e mantendo a recomendação Neutra, implicando um múltiplo EV/EBITDA esperado para 2025 de 5,5x (após negociação com a Marfrig). Acreditamos que o pico do ciclo pecuário brasileiro neste ano deve ajudar os resultados a continuarem melhorando, especialmente à medida que parte do crescimento da receita é retomada devido a volumes mais fortes. O ciclo no Brasil deve começar a mudar em 2025, mas tende a ser um processo lento, e acreditamos que a menor oferta global de carne bovina também traz uma assimetria positiva aos preços e ajuda, pelo menos parcialmente, a apoiar os resultados.

Minerva R\$ milhões	2024			2025		
	BBI	Consenso	vs. Consenso	BBI	Consenso	vs. Consenso
Receita Líquida	30.353	29.899	1,5%	42.473	36.455	16,5%
EBITDA	2.932	2.971	-1,3%	3.832	3.457	10,8%
Margem EBITDA	9,7%	9,9%	-0,3pp	9,0%	9,5%	-0,5pp
Lucro Líquido	152	526	-71,0%	418	752	-44,4%
Margem Líquida	0,5%	1,8%	-1,3pp	1,0%	2,1%	-1,1pp

Fonte: Bloomberg e Bradesco BBI

Ainda assim, acreditamos que a história da Minerva hoje tem menos a ver com o desempenho operacional em seus ativos legados, onde foi comprovada a capacidade da empresa de arbitrar os preços do gado e da carne bovina em uma área de produção diversificada na América Latina, mas sim com a contribuição dos lucros das 16 fábricas que ela adquiriu da Marfrig em agosto de 2023 por R\$ 7,5 bilhões (antes da correção monetária a partir de março de 2024).

Até certo ponto, o estado atual da Minerva é aquele que reflete mais de perto a situação em que as empresas de proteínas estão há muito tempo. No seu caso, dobrou-se a sua prioridade estratégica de longo prazo (e assertiva) de se tornar um produtor de carne bovina geograficamente diversificado em regiões que ostentam vantagens competitivas para a criação de gado de baixo custo, em particular na América Latina. A aquisição dos ativos da Marfrig (atualmente aguardando aprovação regulatória) deverá permitir que a Minerva se torne a maior empresa de carne bovina da América Latina e aproveite as capacidades comerciais que desenvolveu ao longo dos anos.

Mas também ocorreu às custas da solidez do balanço da empresa. Após anos em que a Minerva se concentrou na desalavancagem e no retorno de capital aos acionistas, estimamos que o seu valor empresarial (EV) pós-negociação seria atualmente composto por 80% de dívida e 20% de capital próprio (vs. 53%/47% antes).

A volatilidade dos preços das ações deverá intensificar-se naturalmente. A tabela abaixo apresenta uma análise de sensibilidade com as vantagens/desvantagens implícitas do preço atual das ações com base em diferentes EBITDA pós-negociação esperado para 2025 e múltiplos EV/EBITDA "justos". O potencial de valorização é indiscutivelmente o mais elevado do setor, mas o seu desencadeamento depende do processo de integração dos novos ativos, onde a visibilidade ainda é baixa. Por enquanto, somos neutros.

BEEF3		EBITDA 2025E						
Upside / Downside		3.525	3.625	3.725	3.825	3.925	4.025	4.125
EV / EBITDA	5,00x	-72%	-57%	-43%	-29%	-15%	0%	14%
	5,15x	-59%	-44%	-29%	-15%	0%	15%	29%
	5,30x	-45%	-30%	-15%	0%	15%	30%	45%
	5,45x	-32%	-17%	-2%	14%	29%	45%	60%
	5,60x	-19%	-3%	12%	28%	44%	60%	75%

Fonte: Bradesco BBI



ÁGORA
INVESTIMENTOS



Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

ECONOMIA

Dalton Gardimam

Economista – Chefe

Maria Clara W. F. Negrão

Economista, CNPI

RESEARCH ÁGORA

José Francisco Cataldo Ferreira

CNPI – Superintendente de Research

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço

CNPI - Analista de Investimentos

Renato Cesar Chanes

CNPI - Analista de Investimentos

José Ricardo Rosalen

CNPI-P - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte

Analista Assistente de Investimentos

ANÁLISE GRÁFICA

Ernani T. Reis

CNPI-T - Analista Gráfico

Henrique Procopio Colla

CNPI-P - Analista de Investimentos

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade



Acompanhe nossas redes sociais



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 CTVM:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A., uma empresa gerenciada pela Cosan S.A. O Banco Bradesco S.A., detentor do Bradesco BBI e da Ágora CTVM, tem participação acionária indireta em Livetech da Bahia (WDC), Log Commercial Properties, Vitru e Zamp S.A.

Ágora, 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.

Bradesco BBI está participando como coordenador nas Ofertas Públicas de Valores Mobiliários de Brisanel Participações S.A., CCR S.A., ENGIE Brasil Energia S.A., Oceanpact Serviços Marítimo S.A., SABESP, Tupy S.A. e Vamos Locação de Caminhões, Maquinas e Equipamentos S.A.

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: Ambipar S.A., Assaí S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., BRF S.A., Cogna S.A., Copel S.A., DASA S.A., Ecorodovias concessões e Serviços S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Localiza S.A., Movida S.A., MRV Engenharia e Participações S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., Positivo S.A., RaiaDrogasil S.A., Rede D'Or S.A., Tenda S.A., Tim Part. S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Víveo S.A., VITRU Brasil Empreendimentos, Participações e Comércio S.A. e Yduqs S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora CTVM participou, como instituição intermediária, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Ambipar S.A., Assaí S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., BRF S.A., Cogna S.A., Copel S.A., CPFL Energia S.A., CSN S.A., DASA S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Localiza S.A., Movida S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., Positivo S.A., RaiaDrogasil S.A., Rede D'Or S.A., TAESA S.A., Tenda S.A., Tim Part. S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Víveo S.A. e Yduqs S.A.

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