

Risco de crédito em foco

# MBRF (Marfrig)

Em poucas linhas: a MBRF é a uma empresa multinacional brasileira de proteína animal, resultado da incorporação da BRF pela Marfrig em set/25 – embora seus resultados já fossem consolidados desde o 2T22. A companhia é líder mundial na produção de hambúrguer, segunda maior produtora de carne bovina no mundo e é a maior empresa brasileira de processados e exportadora de aves. Seu portfólio abrange marcas com forte presença no mercado, como National Beef, Sadia, Bassi, Perdigão e Qualy, organizadas em três principais unidades de negócio: (i) América do Norte (47% da receita líquida nos últimos 12 meses encerrados em set/25); (ii) América do Sul (14% da RL) e (iii) BRF (40%). Apesar do ciclo desfavorável para o gado na América do Norte (principal mercado consumidor da Marfrig), os resultados do grupo nos últimos trimestres têm sido alavancados pelo forte desempenho operacional da BRF, sobretudo em 2024. Ao fim de set/25, a relação Dívida líquida/Ebitda foi de 3,1x, ou 2,9x para fins de *covenants*, frente aos limites de 4,75x presentes em suas operações financeiras. À frente, o preço do gado nos EUA deve permanecer pressionado, pelo menos até 2027, o que tende a manter o desempenho fraco daquela operação e a dependência da BRF para os resultados consolidados.

**Pontos fortes**

(i) Escala das operações; (ii) elevada eficiência operacional; (iii) boa liquidez e perfil favorável de amortização da dívida; e (iv) diversificação geográfica e de proteínas.

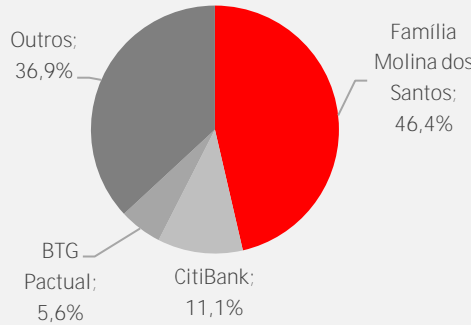
**Pontos de atenção**

(i) Volatilidade de preços de *commodities*, moedas e custos de insumos; (ii) riscos sanitários; (iii) riscos comerciais (setor afetado por discussões geopolíticas); e (iv) alocação de capital.

## Informações da empresa

Rating	brAAA – S&P / AAA(bra) – Fitch
Formato jurídico	S/A de capital aberto
Listagem	Novo Mercado da B3
Tickers	MBRF3
Market cap	R\$ 31,5 bilhões

## Composição acionária



Fontes: Santander, S&P Global Ratings, Fitch Ratings e MBRF.

24 de novembro de 2025  
Francisco Lobo  
Analista de Crédito  
Santander Credit Research  
francisco.lobosantander.com.br  
Clique [aqui](#) e confira os últimos relatórios publicados

A principal unidade de negócios da MBRF é a Operação América do Norte, atuante em bovinos por meio da National Beef, responsável por 44% da receita em 2024. O ciclo de baixa do gado nos Estados Unidos, caracterizado por custos mais elevados de compra e menores preços de venda desde 2022, tem pressionado as margens e o endividamento da empresa. Esses efeitos foram mitigados por duas ofertas de ações em 2023, com a entrada de caixa de R\$ 5,7 bilhões, e pela venda de 13 plantas na América do Sul no mesmo ano, com o recebimento de R\$ 1,5 bilhão na assinatura do contrato e outros R\$ 5,7 bilhões na transferência de controle, em out/24.

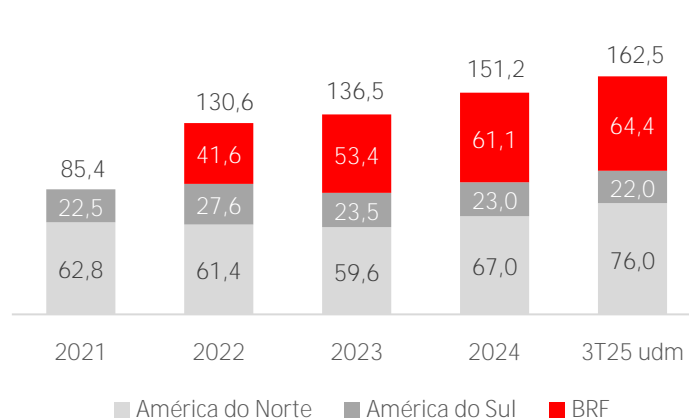
Apesar do cenário ainda desfavorável para a National Beef, os resultados do grupo nos últimos trimestres têm sido alavancados pelo forte desempenho operacional da BRF, com melhores preços de venda (decorrentes da menor oferta global de aves), queda nos preços de grãos (insumos relevantes para aves e suínos) e ganhos de eficiência, sobretudo em meados de 2024. Em set/25, foi concluída a incorporação da BRF pela Marfrig e a alteração do nome do grupo para MBRF, em operação voltada à captura de sinergias operacionais e financeiras. A companhia também distribuiu R\$ 3,8 bilhões em dividendos extraordinários.

Ao fim de set/25, a relação Dívida líquida/Ebitda foi de 3,1x, ou 2,9x para fins de *covenants*, frente aos limites de 4,75x presentes em suas operações financeiras. À frente, o preço do gado nos EUA deve permanecer pressionado, pelo menos até 2027, o que tende a manter o desempenho fraco daquela operação e a dependência da BRF para os resultados consolidados. Para essa, são esperados resultados ligeiramente melhores no curto prazo, após as restrições às exportações de aves para China relacionadas à gripe aviária no Brasil, que impactaram o 2T25 e o 3T25, terem sido retiradas no 4T25. No médio prazo, porém, deve haver acomodação das margens, em linha com a normalização do ciclo do frango.

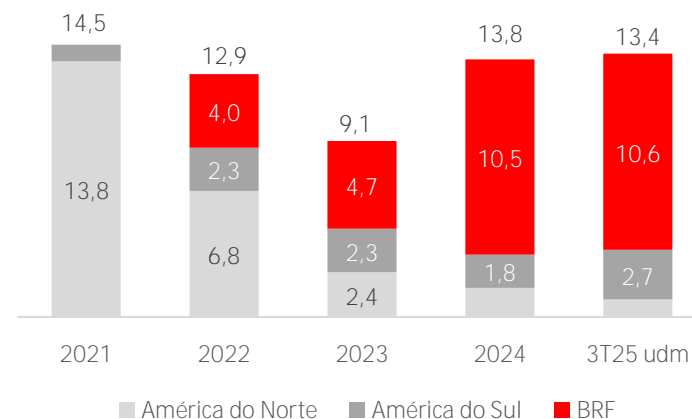
R\$ bilhões	2022	2023	2024	3T25 udm
DRE				
Receita líquida	130,6	136,5	151,2	162,5
Ebitda ajustado <sup>1</sup>	12,9	9,1	13,8	13,4
Lucro líquido	4,2	-1,5	2,8	3,0
Balanço patrimonial				
Dívida bruta	61,2	56,5	61,1	63,8
Caixa e aplicações financeiras	8,4	22,5	22,0	22,6
Dívida líquida	21,9	38,7	34,5	38,8
Dívida líquidaajs. <sup>2</sup>	33,7	33,9	30,2	38,9
Fluxo de caixa				
Operacional <sup>3</sup>	8,6	11,5	11,5	13,2
Investimentos <sup>4</sup>	-0,7	-6,7	-4,2	-6,4
Financiamento <sup>5</sup>	2,3	-2,8	-14,2	-10,0
Outras variações	-1,8	-2,5	7,4	4,8
Variação de caixa e aplicações financeiras	8,4	-0,6	0,6	1,6
Indicadores operacionais				
Volume total (mil t)	7.155	8.254	7.778	8.006
Operação América do Norte	2.098	1.979	1.980	1.945
Operação América do Sul <sup>6</sup>	1.461	1.434	815	944
BRF	3.596	4.841	4.983	5.117
Indicadores financeiros				
Caixa/Dívida CP	1,8x	2,5x	2,7x	2,0x
Dívida líquida/Ebitdaajs.	3,0x	3,8x	2,8x	3,1x
Dív. líq.ajs. <sup>2</sup> /Ebitdaajs.	2,6x	3,7x	2,2x	2,9x
Covenant	4,75x	4,75x	4,75x	4,75x

3T25 udm se refere aos últimos 12 meses encerrados em set/25. <sup>1</sup>Exclui itens recorrentes e/ou não monetários. <sup>2</sup>Exclui efeitos da variação cambial (*carve-out*), conforme definições de *covenants*. <sup>3</sup>Inclui pagamento de arrendamento. <sup>4</sup>Exclui aplicações financeiras. <sup>5</sup>Exclui pagamento de arrendamento. <sup>6</sup>A partir de jan/24, a Operação América do Sul é apresentada excluindo as operações descontinuadas. Fontes: Santander e MBRF.

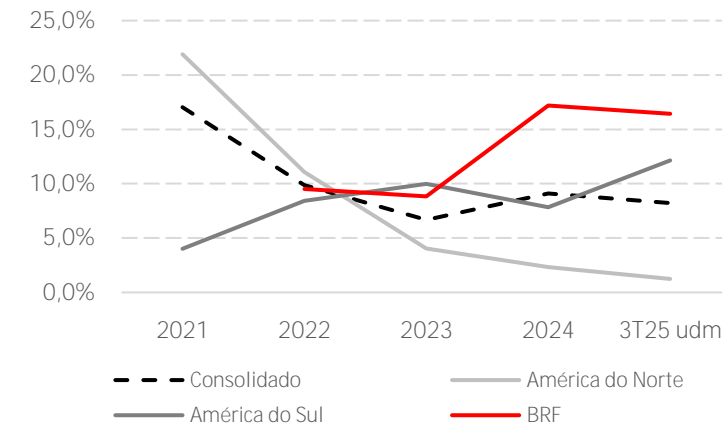
Receita Líquida¹ (R\$ bilhões)



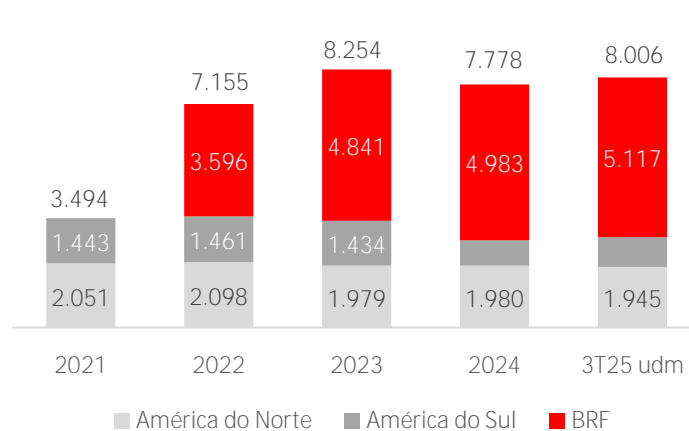
Ebitda ajs.¹ (R\$ bilhões)



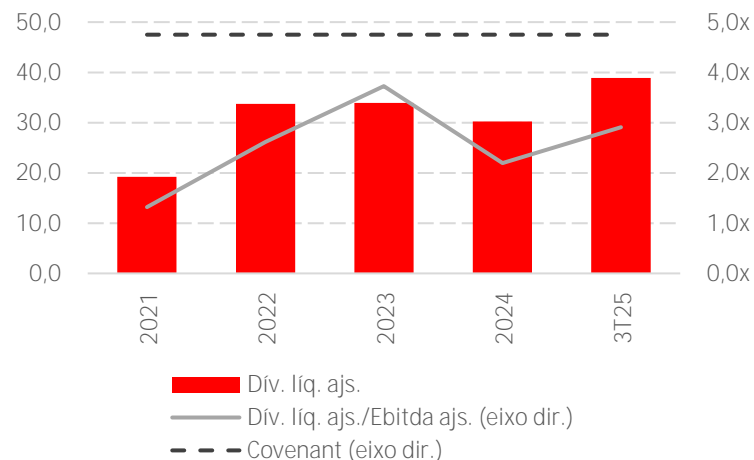
Margem Ebitda ajs.¹



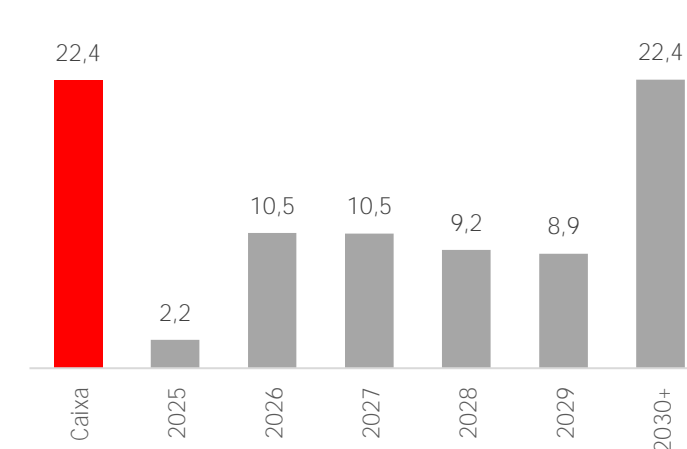
Volumes¹ (mil toneladas)



Endividamento² (R\$ bilhões)



Vencimento da dívida (R\$ bilhões)



Caixa/Dívida curto prazo: relação entre o caixa e as amortizações de dívidas dos próximos 12 meses. Ou seja, mede a capacidade de pagamento da empresa.

*Capex (Capital expenditure)*: somatória de todos os custos relacionados à aquisição de ativos, equipamentos e instalações que visam a melhoria de um produto, serviço ou da empresa em si. São contabilizados investimentos que irão gerar algum valor futuro à companhia.

*Covenants*: são cláusulas restritivas presentes em contratos de dívida, como limites ao endividamento e ao pagamento de dividendos, que buscam proteger os interesses dos credores.

Dívida CP/Dívida total: relação entre as dívidas de curto prazo e o endividamento total da empresa. O indicador mostra qual percentual da dívida vencerá em até um ano.

Dívida líquida: corresponde à dívida bruta menos o caixa e equivalentes de caixa da companhia.

Dívida líquida/Ebitda: relação que mostra o grau de endividamento da empresa. O número indica em quantos anos a companhia quitaria sua dívida, na hipótese da utilização de todo o Ebitda para o seu pagamento. Quanto menor, melhor.

Ebitda: é a sigla em inglês para *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, que traduzido significa Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (Lajida). É utilizado como *proxy* para o potencial de geração de caixa da empresa.

*Follow-on*: processo no qual uma empresa que já tem capital aberto volta ao mercado para ofertar mais ações. O *follow-on* pode ser primário (oferta de novas ações) ou secundário (venda de ações existentes).

Fluxo de caixa de financiamentos: geração de caixa proveniente das atividades de financiamento de uma empresa, como emissão de ações, pagamento de dividendos e amortização de dívidas. Indica o quanto é levantado por meio de dívidas e capital próprio.

Fluxo de caixa de investimentos: geração de caixa proveniente das atividades de investimento de uma empresa, como a compra e venda de ativos, recebimento de dividendos de investidas e movimentação de aplicações financeiras. Indica o montante investido no crescimento e manutenção dos negócios.

Fluxo de caixa operacional: geração de caixa proveniente das atividades operacionais regulares de uma empresa, como vendas, custo de produção e pagamento de fornecedores. Indica a capacidade de gerar caixa a partir de suas atividades primárias.

*Guidance*: é a informação anunciada pela empresa como indicativo ou estimativa de desempenho futuro. O *guidance* pode ser sobre receita, despesas, lucro, entre outros.

Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD): representa a capacidade de pagamento da dívida da empresa. Comumente utilizado em *project finance*, avalia a capacidade do projeto de gerar fluxo de caixa suficiente para cobrir o pagamento dos juros e principal da dívida. Quanto maior, melhor.

Margem Ebitda: mede a capacidade de conversão da receita líquida da empresa em Ebitda.

*Market cap*: valor de mercado de uma companhia. É calculado multiplicando o número de ações em circulação pelo preço atual de cada ação.

# Comunicado importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem a opinião e análises pessoais dos analistas do Santander, que foram produzidas de forma independente na data de sua emissão, e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando suas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório. Os analistas do Santander estão sujeitos às regras previstas no Código de Conduta da APIMEC, bem como à Política de Conduta para atividade de Research estabelecida para o Grupo Santander.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 (**"Resolução CVM 20"**).

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Eu, Francisco Lobo, analista de valores mobiliários credenciado nos termos da Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritor e responsável por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaro que as recomendações refletem única e exclusivamente minha opinião pessoal, e foi elaborada de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;
- (iv) Sua remuneração não é, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo Santander.

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) que tem como risco final a companhia objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.
- A(s) companhia(s) citada(s) no presente relatório, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum não têm participações relevantes no Santander, nem em suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum.

O Banco Santander (Brasil) S.A. (**"Coordenador"**) participa como instituição intermediária da distribuição pública, sob regime de garantia firme de colocação, nos termos da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") nº 160, de 13 de julho de 2022, da 434ª (quadringentésima trigésima quarta) emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), em até cinco séries, no valor total de R\$ 1.900.000.000,00 (um bilhão e novecentos milhões de reais), da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios S.A. (**"Emissora"**), lastreados em direitos creditórios do agronegócio devidos pela BRFS S.A. (**"Devedora"**).

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

As informações apresentadas podem não ser adequadas para todos os perfis de *suitability*. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.