

Proteínas – Atualização de Estimativas

Preferência Relativa por MBRF vs. Minerva

Laura Hirata

Guilherme Palhares

Resumo: Introduzimos nossos preços-alvo para o fim de 2027 e atualizamos as estimativas para as empresas brasileiras do setor de proteínas. Reiteramos a recomendação de “Compra” para MBRF e de “Manutenção” para Minerva. Nossa preferência por MBRF é sustentada pelas revisões altistas nas estimativas de lucro pelo consenso, impulsionadas principalmente pela BRF. Por outro lado, vemos um cenário mais desafiador para a Minerva: o ciclo do gado no Brasil está se tornando mais desfavorável, enquanto a cota de exportação para a China está praticamente esgotada (cerca de 80%, segundo dados da Administração Geral das Alfândegas da China), o que, em nossa visão, deve levar a uma desaceleração das exportações da empresa daqui para frente. Embora ambas as companhias tenham apresentado desempenho inferior ao do Ibovespa no acumulado do ano (Ibovespa: +8%; MBRF: -25%; Minerva: -39%), acreditamos que a MBRF oferece uma relação risco-retorno mais assimétrica, considerando nossa visão mais positiva para o mercado brasileiro de frango em relação ao de carne bovina.

Preferimos carne de frango e alimentos processados no Brasil à carne bovina. Nossa preferência relativa por MBRF está fundamentada em uma visão mais construtiva para os segmentos de frango e de alimentos processados no Brasil. Embora esperemos um crescimento de 3% a/a da oferta de frango, nossa perspectiva para as exportações é favorável: (i) a demanda halal permanece sólida, sustentando preços elevados apesar das interrupções logísticas no Estreito de Ormuz; e (ii) o risco para as exportações é limitado, mesmo com a China se tornando um participante mais relevante nos mercados globais. No mercado doméstico, quando os preços do gado sobem, normalmente ocorre uma migração do consumo para proteínas mais acessíveis, favorecendo a demanda por frango. Além disso, esperamos que os preços dos alimentos processados permaneçam fortes, já que apresentam baixa correlação com os preços da carne suína.

MBRF: maior confiança em um cenário favorável para o segundo semestre de 2026. Reiteramos nossa recomendação de “Compra” para MBRF e introduzimos o preço-alvo 2027E de R\$ 28,00 (vs. R\$ 26,00 para o fim de 2026). Nossa visão mais construtiva para a BRF em relação ao consenso, juntamente com o aumento gradual da capacidade produtiva na América do Sul, levou-nos a elevar nossa estimativa de EBITDA para 2026 em 16%, para R\$ 13,5 bilhões. Nossa visão positiva para a BRF é sustentada por: (i) uma perspectiva construtiva para as exportações, apoiada por preços elevados no Oriente Médio; e (ii) preços de alimentos processados no mercado doméstico que seguem resilientes, apesar da queda nos preços da carne suína. Em contrapartida, também estamos considerando que o ciclo negativo do gado nos Estados Unidos persistirá por mais tempo, podendo continuar pressionando os resultados até 2028.

Minerva: cenário negativo já está, em grande parte, precificado, mas ausência de catalisadores sustenta recomendação de “Manutenção”. Reiteramos nossa recomendação de “Manutenção” para Minerva e introduzimos o preço-alvo 2027E de R\$ 4,50 (vs. R\$ 6,80 para o fim de 2026). Nos níveis atuais, observamos um EBITDA implícito de R\$ 4,9 bilhões para 2026, o que provavelmente sugere, em nossa visão, que a dinâmica negativa dos resultados já está, em grande parte, precificada. Ainda assim: (i) a redução das exportações de carne bovina para a China, em razão do preenchimento da cota de exportação; combinada com (ii) a menor disponibilidade de gado no Brasil, elevando os custos, provavelmente impedirá, em nossa visão, uma postura mais positiva em relação à ação, sustentando, portanto, nossa recomendação de “Manutenção”.

ÍNDICE

Resumo/Introdução

Santander vs. Consenso

Potenciais Impactos do El Niño

MBRF

Minerva

Santander vs. Consenso

Estamos mais positivos do que o consenso em relação ao segmento de frango e alimentos processados no Brasil, por conta de: (i) uma demanda externa favorável, mesmo considerando a ampliação da produção na China; (ii) uma possível migração para proteínas mais baratas no mercado doméstico, impulsionada pelos preços elevados da carne bovina; e (iii) preços resilientes de alimentos processados, dada a baixa correlação com a carne suína, que vem registrando excesso de oferta no Brasil.

Figura 1 – Exposição das empresas por proteína

Protein	Prices	Costs	Margins	MBRF	Minerva
Brazil Beef	↑	↑	↓	✓	✓
Brazil Chicken	→	→	→	✓	
Brazil Processed Foods	↗	↓	↗	✓	

Fonte: Santander.

Figura 2 – Valuations implícitos

Company	Current Market Cap	Net EBITDA 2026	EV/EBITDA (5y avg.)	Discount to 5y avg.	Estimated EV/EBITDA 26	Implied EBITDA	vs. Consensus	vs. Santander
MBRF	13,136	37,494	5.5x	10%	5.0x	10,228	-19%	-19%
Minerva	3,369	12,355	3.6x	10%	3.2x	4,853	2%	1%

Fonte: Santander e consenso Visible Alpha.

Figura 3 – Revisões para o EBITDA de 2026 e de 2027

			YoY EBITDA Growth (SAN)		YoY EBITDA Growth (Consensus)		
			2026	2027	2026	2027	YTD Revision (2026)
BEEF3 BZ	4.50	30%	-2%	1%	-1%	-1%	-6%
MBRF3 BZ	28.00	76%	3%	1%	6%	9%	0%

Fontes: Santander e consenso Visible Alpha.

Potenciais Impactos do El Niño

No setor brasileiro de proteínas, prevemos os seguintes impactos do El Niño:

1. Gado: prolongamento do ciclo pecuário, uma vez que condições mais secas das pastagens normalmente levam os pecuaristas a enviar mais animais para o abate, adiando, assim, a retenção de fêmeas. Isso pode resultar em uma maior oferta de animais no mercado, exercendo pressão baixista sobre os preços no curto prazo, mas prolongando o ciclo de abate do rebanho.

2. Aves e suínos: o principal risco está nos preços dos grãos. Como a maioria das empresas costuma formar estoques durante a colheita da segunda safra de milho, a safrinha – período de maior disponibilidade de grãos –, eventuais perdas de safra na temporada 2026/27, cujo plantio começa no fim de setembro com a soja, levariam mais tempo para se refletir nas margens da BRF e da Seara. No entanto, há previsão de menor volume de chuvas durante o período de plantio da soja nas regiões de Mato Grosso e do MATOPIBA, o que poderia: (i) resultar em menores níveis de produtividade; e (ii) atrasar o plantio do milho.

MBRF (MBRF3)

Maior confiança em um cenário favorável para o 2º semestre de 2026;
Reiterando nossa Recomendação de “Compra”

Laura Hirata

Guilherme Palhares

Reiteramos nossa recomendação de “Compra” para MBRF e introduzimos o preço-alvo de R\$ 28,00 para o fim de 2027. Temos uma visão mais construtiva para a BRF em relação ao consenso, o que, somado ao aumento gradual da capacidade produtiva na América do Sul, levou-nos a elevar nossa estimativa de EBITDA para 2026 em 16%, para R\$ 13,5 bilhões. Nossa visão positiva para a BRF é sustentada por: (i) uma perspectiva construtiva para as exportações, apoiada por preços elevados no Oriente Médio; e (ii) preços de alimentos processados no mercado doméstico que seguem resilientes, apesar da queda nos preços da carne suína. Em contrapartida, também estamos considerando que o ciclo negativo do gado nos Estados Unidos persistirá por mais tempo, podendo continuar pressionando os resultados até 2028.

Elevamos nossa estimativa de EBITDA para 2026 em 16%, para R\$ 13,5 bilhões, a fim de refletir: (i) uma perspectiva otimista para a BRF, em razão do crescimento da oferta abaixo do esperado, das exportações robustas e dos preços firmes de alimentos processados; e (ii) a nova capacidade produtiva da MBRF na divisão da América do Sul. Por outro lado, também estamos incorporando um ciclo de gado negativo mais prolongado nos EUA, pois esperamos que a disponibilidade de gado só melhore em 2028, o que pode continuar pressionando as margens dos frigoríficos.

Vemos espaço para revisões altistas. Nossa estimativa de EBITDA de R\$ 13,5 bilhões para 2026 está 6% acima do consenso, principalmente em razão de uma visão mais construtiva para a BRF no segundo semestre de 2026. Apesar do crescimento esperado de aprox. 3% na produção de frango e dos preços ainda fracos da carne de frango no mercado doméstico, continuamos vendo uma perspectiva favorável para as exportações, sustentada por preços elevados no Oriente Médio. Além disso, os preços dos alimentos processados no mercado doméstico permanecem firmes, apesar da queda nos preços da carne suína.

Valuation. Nosso preço-alvo para o fim de 2027 é baseado em uma combinação (50/50), de: (i) *valuation* por fluxo de caixa descontado (DCF), utilizando um custo de capital próprio (K_e) de 17,6% e crescimento de longo prazo de 4,5%; e (ii) *valuation* por múltiplos, com um múltiplo de saída alvo de 6,2x EV/EBITDA 2026E.

Os riscos de baixa incluem: (i) manutenção, por mais tempo do que o esperado, da dinâmica negativa dos ciclos de gado nos Estados Unidos e no Brasil; (ii) despesas financeiras elevadas; (iii) valorização do real; (iv) alocação de capital; (v) excesso de oferta de frango no Brasil; e (vi) aumento dos preços de grãos.

Compra

Preço Atual: R\$ 15,89

Preço-Alvo: R\$ 28,00

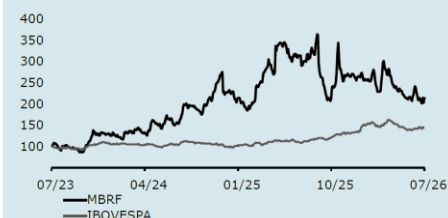
O que mudou:

Apresentamos o preço-alvo (2027E) de R\$ 28,00 vs. R\$ 26,00 para o fim de 2026.

Reiteramos a recomendação de “Compra”.

Preço-alvo anterior foi definido em 10/12/2025.

Desempenho Relativo (R\$)



Fonte: FactSet.

Principais dados da empresa

	R\$ mn			
	2024A	2025E	2026E	2027E
P&L Account				
Revenues	143,476	165,786	166,261	176,493
EBITDA	13,641	13,120	13,514	13,649
EBITDA YoY Change (%)	59.5	(3.8)	3.0	1.0
EBITDA as % of Revenue	9.5	7.9	8.1	7.7
EBIT	8,812	5,577	6,105	6,149
Net Financial Result	(6,643)	(6,323)	(5,660)	(5,461)
Associates	0	0	0	0
Taxes	1,709	867	993	(498)
Minorities	(1,085)	(405)	141	0
Net Profit	2,793	357	425	482
Adj Net Profit	1,708	(48)	566	482
YoY Change (%)	193.0	NM	NM	(14.9)
as % of Revenues	1.2	(0.0)	0.3	0.3
Cash Flow				
EBITDA	13,641	13,120	13,514	13,649
Lease Payments	0	0	0	0
Changes in Wkg. Capital	1,037	(433)	(42)	(85)
Capital Expenditures	(7,548)	(6,030)	(5,250)	(5,415)
Cash Financials	(5,695)	(5,809)	(5,461)	(5,388)
Cash Taxes	0	(161)	(206)	(311)
Other Cash Items	(2,226)	(1,418)	0	0
Free Cash Flow to Equity	7,489	318	1,451	3,647
Other Invest./Divest.)	0	0	0	0
Dividends	(341)	(3,135)	(3,847)	(0)
Capital Increases/Other	(213)	(1,849)	(2,467)	(165)
Change in Net Fin. Debt	(7,264)	(9,081)	4,591	1,002
Balance Sheet				
Cash and Equivalents	22,843	25,407	24,983	25,672
Current Assets	39,051	36,019	34,856	37,372
Goodwill	0	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	75,276	76,132	74,152	72,241
Total Assets	137,171	137,558	133,992	135,285
Current Liabilities	32,832	33,881	33,122	35,595
Non-Current Liabilities	84,740	93,790	90,857	90,857
Minorities	17,114	2,998	2,610	2,610
Shareholders' Equity	19,938	14,317	14,348	12,829
Total Liabilities & Equity	154,624	144,986	140,937	141,891
Net Financial Debt	38,280	43,242	42,015	41,326
Other Ratios				
Dividend Payout (%)	0.0	1.0	0.9	1.7
EV/EBIT (x)	5.6	11.7	10.5	10.3
FCFF Yield (%)	16.2	1.5	1.7	4.3
P/BV (x)	0.6	1.5	1.5	1.7

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

Minerva (BEEF3)

Cenário negativo já está, em grande parte, precificado, mas a ausência de catalisadores sustenta nossa recomendação de “Manutenção”

Laura Hirata

Guilherme Palhares

Introduzimos o preço-alvo 2027E de R\$ 4,50 (vs. R\$6,80 para o fim de 2026), ao mesmo tempo em que reiteramos nossa recomendação de “Manutenção” para Minerva. Nos níveis atuais, vemos um EBITDA implícito de R\$ 4,8 bilhões para 2026, o que, em nossa visão, sugere que a dinâmica negativa dos resultados já está, em grande parte, precificada (a ação cai 39% no acumulado do ano vs. +8% do IBOV). Em contrapartida, a falta de catalisadores positivos devido a: (i) a redução das exportações de carne bovina para a China, em razão do preenchimento da cota de exportação; e (ii) a menor disponibilidade de gado no Brasil, que eleva os custos, pode dificultar uma postura mais positiva em relação à ação e, portanto, sustenta nossa recomendação de “Manutenção”.

Reduzindo nosso EBITDA para 2026. Estamos reduzindo nossas estimativas para a Minerva, rebaixando nosso EBITDA para 2026 em 1%, para R\$4,7 bilhões, para refletir: (i) a desaceleração das exportações no 2S26, após a utilização das exportações para a China; (ii) um aumento de 2% em nossas estimativas de preço médio do gado para o ano; e (iii) um real (R\$) mais fraco. Independentemente dos esforços da companhia na frente de gestão do passivo, juros elevados por mais tempo no Brasil podem piorar seu ciclo de conversão de caixa.

Prévia do 2T26: um trimestre neutro. Esperamos um trimestre neutro para a Minerva, com o EBITDA do 2T26 aumentando 8% t/t para R\$1,2 bilhão, o que implica margem EBITDA de 8,2%, em linha com o consenso. Apesar dos vetores favoráveis provenientes da alta de 13% t/t nos preços da carne bovina e de um real mais fraco, os preços do gado aumentaram 5% no período e os custos logísticos subiram, o que provavelmente limitará a expansão de margem. Olhando à frente, esperamos um cenário mais desafiador para os próximos meses, uma vez que a cota de exportação para a China já atingiu 80%, o que significa que os volumes provavelmente desacelerarão no 3T26.

Valuation. Nosso preço-alvo é baseado em uma combinação de fluxo de caixa descontado (DCF) e múltiplo de saída *forward* de um ano: nosso DCF de três anos para as operações atuais da Minerva utiliza um K_e de 19,2% e uma taxa nominal de crescimento perpétuo de longo prazo de 4%, enquanto nossa análise por múltiplos para as operações atuais da companhia implica um múltiplo-alvo de 3,0x EV/EBITDA 2027E, considerando a fase mais negativa do ciclo pecuário no Brasil.

Os riscos de baixa incluem: (i) alta nos preços do gado no Brasil; (ii) possíveis sanções sanitárias contra suas principais unidades operacionais; (iii) real mais fraco; e (iv) despesas financeiras elevadas.

Manutenção

Preço Atual: R\$ 3,46

Preço-Alvo: R\$ 4,50

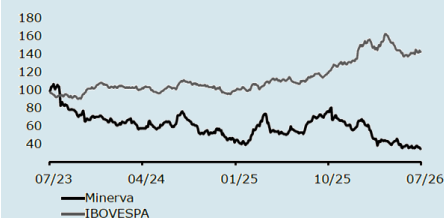
O que mudou:

Apresentamos o preço-alvo (2027E) de R\$ 4,50 vs. R\$ 6,80 para o fim de 2026.

Reiteramos a recomendação de “Manutenção”.

Preço-alvo anterior foi definido em 10/12/2025.

Desempenho Relativo (R\$)



Fonte: FactSet.

Principais dados da empresa

	R\$ mn		
	2025A	2026E	2027E
P&L Account			
Revenues	54,830	58,296	59,609
EBITDA	4,825	4,745	4,758
EBITDA YoY Change (%)	54.1	(1.6)	0.3
EBITDA as % of Revenue	8.8	8.1	8.0
EBIT	3,848	3,704	3,716
Net Financial Result	(3,150)	(2,992)	(2,756)
Associates	0	0	0
Taxes	150	(92)	(134)
Minorities	(38)	(30)	7
Net Profit	810	591	832
Adj Net Profit	810	591	832
YoY Change (%)	NM	(27.0)	40.8
as % of Revenues	1.5	1.0	1.4
Cash Flow			
EBITDA	4,825	4,745	4,758
Lease Payments	(18)	(4)	0
Changes in Wkg. Capital	2,298	(363)	(28)
Capital Expenditures	(1,203)	(1,052)	(1,076)
Cash Financials	(3,150)	(2,992)	(2,756)
Cash Taxes	0	(92)	(134)
Free Cash Flow to Equity	510	(2,495)	770
Dividends	(162)	0	(148)
Capital Increases/Other	2,015	1	0
Change in Net Fin. Debt	(4,422)	(3,342)	0
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	15,031	12,333	12,955
Current Assets	13,473	14,579	15,032
Goodwill	6,901	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	10,471	17,373	17,407
Total Assets	45,877	44,285	45,394
Current Liabilities	21,235	20,502	20,927
Non-Current Liabilities	22,748	21,393	21,393
Minorities	583	596	596
Shareholders' Equity	1,310	1,794	2,479
Total Liabilities & Equity	45,877	44,285	45,394
Net Financial Debt	12,755	12,239	11,617
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	0.2	0.0	0.3
EV/EBIT (x)	4.7	4.2	4.0
P/BV (x)	4.1	1.9	1.4

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. ("Santander") 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 e/ou 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 equívocas 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.

O atendimento aos clientes poderá ser realizado por colaboradores da Toro CTVM S.A., uma empresa do Grupo Santander.

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

Nós, **Laura Mayumi Hirata e Guilherme Pedroni Palhares**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;

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;

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.

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) 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.

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 pelos analistas responsáveis 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.