



BRF

Margens Permanecerão Pressionadas em 2022; Reduzindo o Preço-Alvo para R\$ 25,00 (2022E)

BRF (BRFS3)

Margens Permanecerão Pressionadas em 2022; Reduzindo o Preço-Alvo para R\$ 25,00 (2022E)

Rodrigo Almeida

Estamos ajustando as nossas estimativas para a BRF, incorporando uma perspectiva financeira mais desafiadora para 2022, bem como a recente oferta de *follow-on* da empresa. Estamos reduzindo o nosso EBITDA de 2022E em ~10% e a nossa margem EBITDA em ~100 bps como resultado (i) das quebras de safra no Brasil que levaram a um aumento nos preços de grãos, (ii) da nossa baixa visibilidade quanto à capacidade de repasse de custos mais altos e (iii) um potencial excesso de oferta de frango e de suínos no Brasil. Por um lado positivo, incorporamos os R\$ 5,4 bilhões da sua recente oferta de *follow-on*, a qual permite uma estrutura de capital mais saudável e uma redução significativa nas despesas financeiras. **Por fim, mantemos a nossa recomendação de “Compra” com base em um valuation atrativo: apesar das nossas estimativas mais baixas, ainda vemos a BRF negociando a 6,0x EV/EBITDA (2022E), um desconto de ~25% em relação à sua média histórica dos últimos 5 anos.**

Esperamos uma perspectiva financeira mais desafiadora para a BRF em 2022 devido aos preços mais altos dos grãos e à sua capacidade limitada de repassar esses custos mais altos, ao nosso ver. Estamos aumentando as nossas estimativas de custo para a BRF devido ao recente aumento nos preços dos grãos, o que foi em grande parte causado pelo déficit de safra de soja na América do Sul (os grãos representam ~45% do custo de bens vendidos – COGS – da BRF). Quanto aos preços, acreditamos que a BRF pode enfrentar desafios acerca do aumento de preços, enquanto um excesso de oferta de frango e suínos no Brasil pode aumentar a competitividade do mercado. Nossas estimativas para 2022 implicam uma margem EBITDA de 10,8% (vs. 11,5% em 2021), enquanto o nosso EBITDA estimado de R\$ 5,5 bilhões está ~10% abaixo do consenso da *Visible Alpha*.

Apesar do cenário mais desafiador pela frente, a estrutura de capital da BRF ficou mais saudável após a recente oferta de *follow-on* de R\$ 5,4 bilhões; agora vemos uma alavancagem menor e uma melhor taxa de conversão de EBITDA para fluxo de caixa livre (FCF). Apesar das nossas estimativas mais baixas para geração de EBITDA e de FCF em 2022, estimamos que a BRF deve encerrar 2022 com um múltiplo Dívida Líquida/EBITDA de 2,9x (vs. nossa estimativa anterior de 3,4x). Como resultado das iniciativas de gestão de passivos da empresa, agora incorporamos uma queda de ~R\$

Santander Equity Research

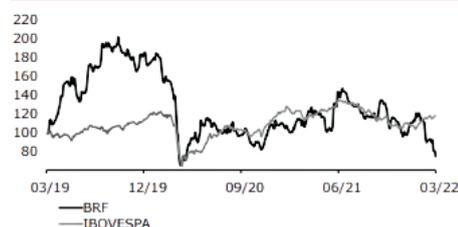
Proteínas

18 de março de 2022

Compra

Preço-Alvo: R\$ 25,00

Desempenho de Preços (R\$)



400 milhões A/A nas despesas financeiras, o que deve melhorar a taxa de conversão de EBITDA para FCF da empresa.

Vemos a BRF3 descontada em relação ao nosso preço-alvo revisado e com um desconto de ~25% sobre a média histórica do múltiplo EV/EBITDA dos últimos 5 anos, o que suporta nossa recomendação de "Compra" da ação. A BRF está negociando atualmente a 6,0x EV/EBITDA (2022E), bem abaixo de sua média de 5 anos em 7,9x.

BRF

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–23E (R\$ em Milhões)

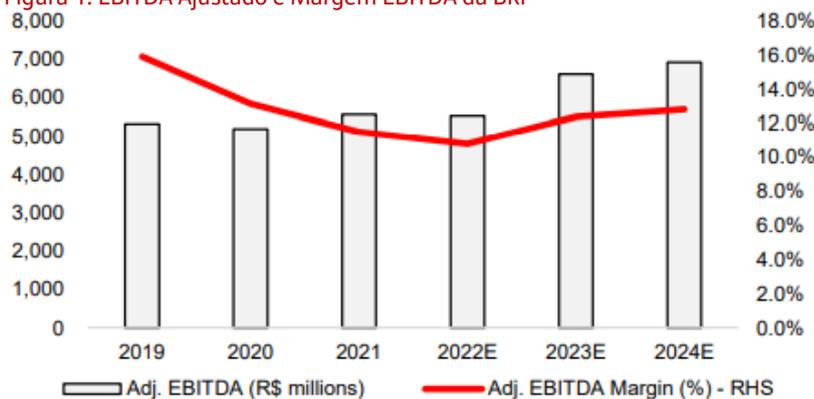
	R\$		
	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Revenues	48,343	51,183	53,423
EBITDA	5,559	5,523	6,614
EBITDA YoY Change (%)	7.2	(0.6)	19.7
EBITDA as % of Revenue	11.5	10.8	12.4
EBIT	3,010	2,405	3,435
Net Financial Result	(3,045)	(2,208)	(1,808)
Associates	0	0	0
Taxes	(552)	0	163
Minorities	18	0	0
Net Profit	517	197	1,464
Adj Net Profit	517	197	1,464
YoY Change (%)	(62.8)	(62.0)	645.1
as % of Revenues	1.1	0.4	2.7
Cash Flow			
EBITDA	5,559	5,523	6,614
Lease Payments	(226)	(272)	(295)
Changes in Wkg. Capital	725	(188)	41
Capital Expenditures	(3,681)	(4,013)	(5,234)
Cash Financials	(1,655)	(1,336)	(1,013)
Cash Taxes	552	0	(163)
Other Cash Items	197	0	0
Free Cash Flow to Equity	1,471	(286)	(50)
Other Invest./Divest.)	0	0	0
Dividends	0	0	0
Capital Increases/Other	0	0	0
Change in Net Fin. Debt	1,595	(4,000)	0
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	7,529	8,043	7,493
Current Assets	18,714	18,428	18,548
Goodwill	6,150	6,450	7,152
Non-Curr Assets (ex g'will)	23,510	24,915	27,071
Total Assets	55,903	57,836	60,263
Current Liabilities	21,225	20,367	20,617
Non-Current Liabilities	25,852	23,047	23,759
Minorities	363	363	363
Shareholders' Equity	8,463	14,059	15,523
Total Liabilities & Equity	55,903	57,836	60,263
Net Financial Debt	17,580	13,066	13,616

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 06/03/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Aumentos Recentes nos Custos de Insumos Deve Pressionar as Margens da BRF em 2022

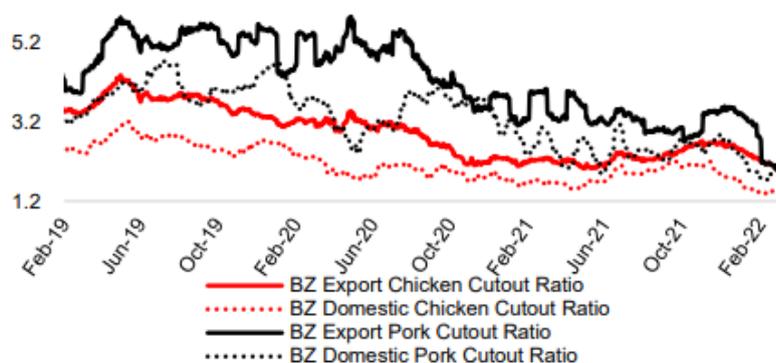
Esperamos que as margens da BRF permaneçam pressionadas devido aos custos mais altos de insumos (ou seja, preços elevados de grãos) e ao incerto cenário macroeconômico brasileiro, que pode reduzir sua capacidade de implementar aumentos de preços. Esperamos que as margens da BRF permaneçam pressionadas devido à combinação (i) de aumento nos preços dos grãos (em dólares, o milho registrou a alta de 26% e a soja, de 27% no ano, em grande parte devido ao déficit da safra de soja na América do Sul); (ii) da capacidade limitada de repasse da inflação do COGS; e (iii) de um potencial excesso de oferta de carne de frango e suína no Brasil, que também deve criar um ambiente mercadológico mais competitivo. De fato, os *spreads* de aves e suínos já estiveram pressionados nos últimos meses devido a esse cenário de custos mais elevados e de espaços limitados para aumentos de preços. Dessa forma, estimamos um EBITDA de R\$ 5,5 bilhões em 2022 (estável em relação ao ano anterior), com margem EBITDA de 10,8% (70 bps abaixo de 2021). O nosso EBITDA de 2022E está cerca de 10% abaixo do consenso do *Visible Alpha*.

Figura 1. EBITDA Ajustado e Margem EBITDA da BRF



Fontes: BRF e estimativas do Santander.

Figura 2. Proporções de Cortes de Aves e Suínos do Brasil (*cutout ratio*)

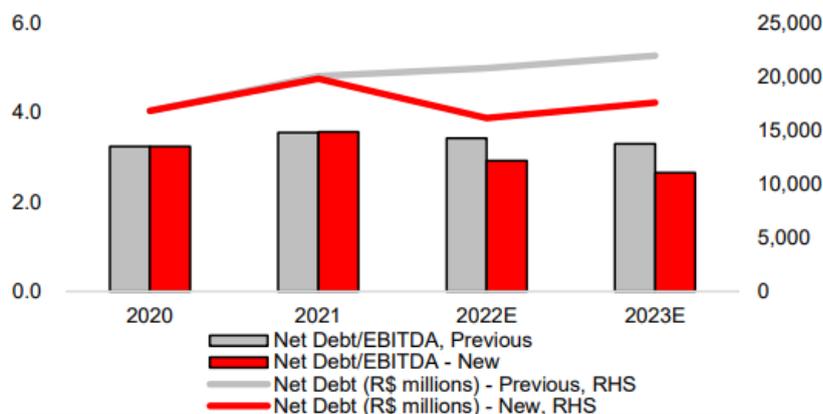


Fontes: Bloomberg, SECEX, ESALQ e Santander.

Uma Estrutura de Capital Mais Saudável Após uma Oferta Bem-Sucedida de *Follow-on*

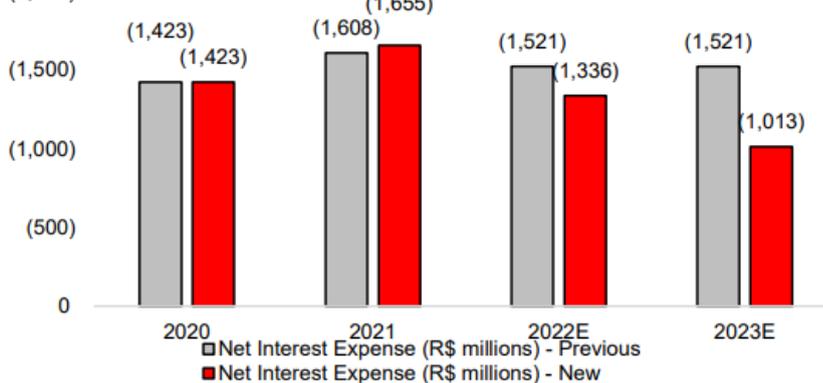
Vemos a estrutura de capital pós-*follow-on* da BRF muito mais saudável e adequada para enfrentar o cenário desafiador que se avizinha. Vemos positivamente a recente oferta de *follow-on* da BRF, em que a empresa anunciou ~R\$ 5,4 bilhões que devem ser aplicados na gestão de passivos (por exemplo, na redução da dívida bruta) e aumentando o *capex*, segundo a administração. A nossa estimativa é que a BRF encerre 2022 com uma Dívida Líquida/EBITDA de 2,9x (vs. nossa estimativa anterior, pré-*follow-on*, de 3,4x), mesmo considerando uma margem e um FCF mais negativos no cenário do ano. Além disso, agora incorporamos uma economia de aproximadamente R\$ 400 milhões em despesas financeiras, decorrente dos esforços de gestão de passivos, o que deve ajudar a BRF a melhorar a sua taxa de conversão de EBITDA para FCF.

Figura 3. Alavancagem e Dívida Líquida da BRF (Novo vs. Anterior)



Fontes: BRF e estimativas do Santander.

Figura 4. Despesa Financeira Líquida da BRF (Nova vs. Anterior)



Fontes: Estimativas da BRF e Santander.

Alterações de Estimativa

Atualizamos nossas estimativas para incorporar os seguintes ajustes:

1. Um aumento de capital de R\$ 5,4 bilhões em decorrência da recente oferta de *follow-on*;
2. Menores margens EBITDA devido à nossa expectativa de um cenário de custos mais desafiador para 2022;
3. Iniciativas de gestão de passivos (ou seja, menores despesas financeiras e redução da dívida bruta); e
4. Premissas macroeconômicas atualizadas (ou seja, câmbio, PIB e preços de *commodities*).

Figura 5. BRF – Variações de Lucros, 2022-2024E (R\$ milhões)

BRL	2022E			2023E			2024E		
	New	Previous	Δ%	New	Previous	Δ%	New	Previous	Δ%
Net Revenue	51,183	51,207	0%	53,423	52,343	2%	53,972	53,108	2%
Adj. EBITDA	5,523	6,082	-9%	6,614	6,665	-1%	6,920	6,998	-1%
Adj. EBITDA Margin	11%	12%	-109bps	12%	13%	-35bps	13%	13%	-36bps
Net Income	197	1,120	-82%	1,464	1,485	-1%	1,384	1,384	0%

Fonte: estimativas do Santander.

Onde estamos vs. Consenso

Estamos ~10% abaixo do consenso de EBITDA 2022E da *Visible Alpha* e ~3% abaixo do EBITDA de 2023-24E em média, refletindo amplamente nossa postura mais conservadora em relação aos custos, bem como um menor poder de precificação, ao nosso ver.

Figura 6. BRF – Santander vs. Consenso, 2022-2024E (R\$ milhões)

BRL	2022E			2023E			2024E		
	SAN	Cons.	Δ%	SAN	Cons.	Δ%	SAN	Cons.	Δ%
Net Revenue	51,183	50,521	1%	53,423	52,606	2%	53,972	55,274	-2%
Adj. EBITDA	5,523	6,194	-11%	6,614	6,779	-2%	6,920	7,313	-5%
Adj. EBITDA Margin	11%	12%	-147bps	12%	13%	-51bps	13%	13%	-41bps
Net Income	197	1,025	-81%	1,464	1,522	-4%	1,384	1,820	-24%

Fontes: Visible Alpha e estimativas do Santander.

Valuation

Valuation de Fluxo de Caixa Descontado (DCF)

Reduzimos o nosso preço-alvo para o fim de 2022 para R\$ 25,00 (de R\$ 30,00), mantendo a nossa recomendação de "Compra". O nosso preço-alvo para o fim de 2022 é baseado na combinação (50/50) das metodologias de *valuation* de DCF (utilizando um Ke de 11,2%, um WACC de 8,5% e crescimento perpétuo de 3,0%) e de múltiplos (com um EV/EBITDA alvo de 7,5x). O nosso preço-alvo de R\$ 25,00 implica um múltiplo de 7,8x EV/EBITDA 2022E (vs. a média histórica de 5 anos da BRF de 7,9x).

Figura 7. BRF – Valuation de DCF, 2020-2030E (R\$ milhões)

DCF (R\$ millions)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Free Cash Flow to Firm	2,252	(45,193)	1,050	782	943	1,485	2,581	2,717	2,805	2,844	2,892
NPV of CFs	11,174										
PV of Terminal Value	28,047										
Enterprise Value	39,221										
(-) Net Financial Debt	13,413										
(-) Others											
Equity Value	25,808										

	P/E		EV/EBITDA	
	Trading	Target	Trading	Target
2021	32.0x	51.8x	6.6x	8.4x
2022	84.2x	136.4x	6.0x	7.8x
2023	11.3x	18.3x	5.2x	6.8x

Cost of Capital	
Ke	11.2%
Kd	6.5%
WACC	8.5%
g	3.0%

BRFS3 DCF Target Price (R\$/share)	24.00
---	--------------

Valuation with Exit Multiple	3-yr Exit
NPV of CFs	2,370
PV of Exit	44,072
Enterprise Value	46,442
Net Debt	19,217
Minorities	0
Equity Value	27,225
Exit Multiple	7.5
BRFS3 Multiple Target Price (R\$/share)	25

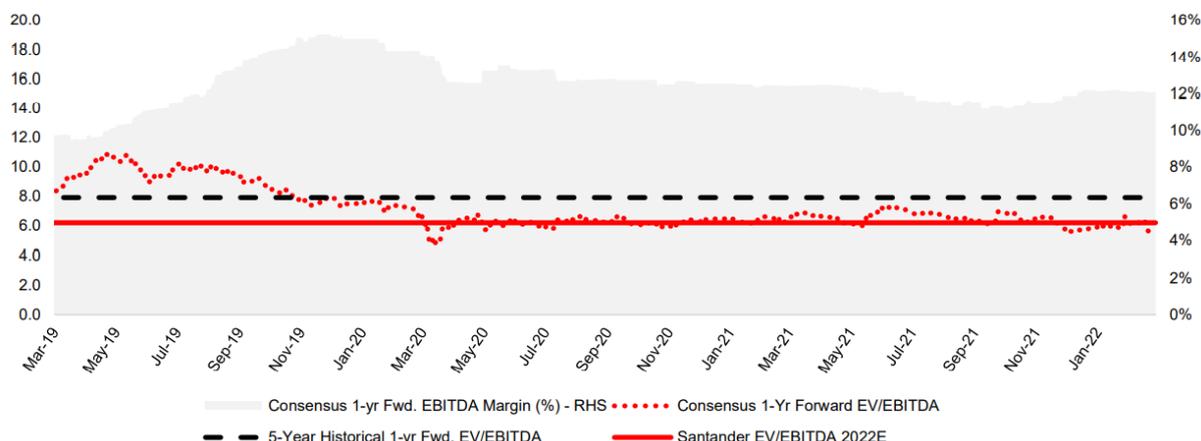
Blended Target Price		
Method	Target	Weight
FCFF with 3.0% Perpetual Growth	24.00	50%
FCFF with 3-yr Exit @ 7.5x EV/EBITDA	25.00	50%
Weighted Target Price (R\$/Share)	25.00	100%
Upside (%)	62%	

Fontes: BRF e estimativas do Santander.

Múltiplos

Atualmente, vemos a BRF subvalorizada em relação ao nosso preço-alvo, com um desconto de ~24% ante a sua média histórica de 5 anos do seu múltiplo EV/EBITDA. A BRF está negociando atualmente a 6,0x EV/EBITDA (2022E), bem abaixo da média histórica de 5 anos de EV/EBITDA de 7,9x.

Figura 8. Consenso de EV/EBITDA da BRF 1 ano à frente vs. Santander e Histórico



Fontes: Bloomberg e estimativas do Santander.

Valuation & Riscos

O nosso preço-alvo para o fim de 2022 é baseado na combinação (50/50) das metodologias de valuation de DCF (utilizando um Ke de 11,2%, um WACC de 8,5% e crescimento perpétuo de 3,0%) e de múltiplos (com um EV/EBITDA alvo de 7,5x).

Os principais riscos incluem (i) risco de alocação de capital, uma vez que a BRF deverá contar com M&A para atingir o crescimento projetado em seu plano de negócios; (ii) surtos de doenças e acordos comerciais; (iii) maiores preços dos grãos e/ou

incapacidade de repassar maiores custos ao consumidor; e (iv) aumento da concorrência no mercado doméstico brasileiro.



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 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 nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

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, **Rodrigo Almeida**, analista de valor mobiliário credenciado nos termos da Resolução CVM 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 a minha opinião pessoal, e foram elaboradas 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;

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 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.

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.

© 2022 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados