



Alimentos e Bebidas

De Olho em 2022: Atualização de Preços-Alvo e de Estimativas

Alimentos e Bebidas

De Olho em 2022: Atualização de Preços-Alvo e de Estimativas

Rodrigo Almeida

Resumo: À medida que a inflação continua aumentando, também aumentam as taxas de juros. Este cenário faz com que os investidores busquem por empresas consolidadas no mercado e que apresentem bons preços, alta liquidez e um *valuation* razoável. Além disso, acreditamos que, ao passo que novas variantes de coronavírus surgem globalmente, os nomes defensivos devem ter um desempenho superior. Dessa forma, a Minerva continua sendo nossa *Top Pick* entre as empresas brasileiras de proteína, já que a escassez global do setor deve continuar a impulsionar os seus resultados: estimamos um *yield* de fluxo de caixa livre (FCF) em 16% e um *dividend yield* de 9%, além de vermos as suas ações sendo negociadas a um desconto de 30% no múltiplo EV/EBITDA em relação à sua média histórica dos últimos 5 anos. Também gostamos (i) da estratégia e da execução operacionais da AmBev, que permitem com que ela recupere rapidamente o seu *market share*, embora, neste caso, o seu *valuation* nos faz lhe dar a recomendação de “Manutenção”; e (ii) do portfólio diversificado de proteínas e de geografias da JBS, os quais geram estabilidade nas suas margens, um FCF sólido, fortes dividendos e recompra de ações. Já para a BRF, 2022 pode ser o ano da virada das suas margens, mas gostaríamos de mais clareza sobre a sua alocação de capital para termos mais confiança sobre as nossas estimativas de FCF. Também não descartamos uma possível operação de M&A com a Marfrig (que já possui uma participação de 33,2% na companhia) em 2022. Quanto à Marfrig, vemos um potencial de alta limitado às suas ações devido ao momento de declínio das suas margens e aos seus altos múltiplos de 2023E.

Ambev (ABEV3)

Mantendo o Preço-Alvo de R\$20,00 para 2022

Alan Alanis; Pablo de Abiega Urrea

Tese de Investimento: As estratégias comerciais e operacionais utilizadas pela Ambev através da sua própria marca e das embalagens de seus produtos aparentam já estarem satisfatoriamente consolidadas para nós. As suas iniciativas de B2B, por meio da sua plataforma BEES, e de *delivery*, chamada de Zé Delivery, continuam ganhando espaço nos resultados da empresa. Além disso, a AmBev deve continuar a se beneficiar da ruptura comercial entre a Heineken e a Coca-Cola no Brasil. Contudo, dado o atual ambiente macroeconômico desafiador e, conseqüentemente, o elevado custo de capital, reiteramos a nossa recomendação de "Manutenção" com base no potencial total de *upside* do ativo, embora não nos surpreenderíamos se as ações da AmBev continuassem a ter um desempenho superior ao do índice Ibovespa em 2022, tal como têm tido até agora em 2021.

Projeção para 2022: Esperamos um crescimento de receita de 21% para a Ambev em 2021, apresentando um crescimento de dois dígitos em todas as suas regiões de atuação devido à recuperação da mobilidade e aos preços elevados. O seu segmento de cervejas no Brasil deverá crescer 18% em 2021, já que um ganho de *market share* contra a Heineken é esperado. Já sobre 2022, as suas receitas consolidadas deverão crescer 5%. Além disso, estimamos que a sua margem EBITDA diminuirá mais de 500 bps em 2021, para 31,7%, enquanto projetamos que o seu EBITDA deveria melhorar em 2022 em decorrência de um crescimento estimado de 8% e uma expansão da margem de 80 bps, atingindo 32,5%.

Valuation: O nosso preço-alvo de R\$20,00 para o fim de 2022 é derivado de uma metodologia de fluxo de caixa descontado (DCF) que incorpora um custo do capital próprio de 13% e um custo da dívida após os impostos de 4%, para um custo médio ponderado de capital (WACC) de 13%. Além disso, o seu crescimento nominal perpétuo é estimado em 4% ao passo que o nosso preço-alvo implica múltiplos de P/L e de EV/EBITDA de 21,6x e 11,5x (2022E), respectivamente, o que está em linha com a sua média histórica dos últimos 10 anos.

Riscos: Os riscos de alta incluem: (i) aumento de *market share* acima do que que fora projetado, ao passo que a empresa eleva as suas margens e o seu ROIC como resultado da sua execução mais rápida do que o esperado dos seus planos tecnológicos e logísticos; e (ii) aumento da atividade econômica em decorrência das eleições nacionais de 2022. Os riscos de baixa incluem (i) diminuição do *market share* da companhia; (ii) potenciais competições de preços; e (iii) maior deterioração econômica dada a rápida subida das taxas de juro no Brasil.

Santander Equity Research

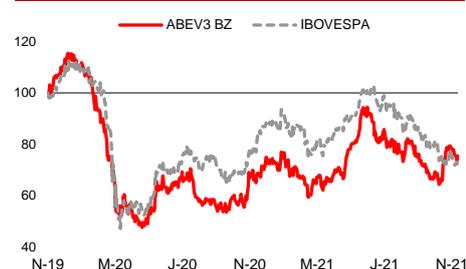
Alimentos e Bebidas

14 de dezembro de 2021

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 20,00

Desempenho de Preços (R\$)



Ambev

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	58,379	70,724	74,316	79,335
YoY change (%)	11.0	21.1	5.1	6.8
Gross Profit	31,313	36,112	38,183	41,981
YoY change (%)	1.3	15.3	5.7	9.9
EBITDA	21,592	22,389	24,180	27,381
YoY change (%)	2.1	3.7	8.0	13.2
As % of Revenue	37.0	31.7	32.5	34.5
Operating Income	16,424	17,081	18,350	21,009
YoY change (%)	(0.3)	4.0	7.4	14.5
As % of Revenue	28.1	24.2	24.7	26.5
Financial Results	(2,434)	(3,160)	(2,973)	(3,411)
Taxes	(1,763)	(838)	(2,153)	(2,464)
Net Profit	11,380	12,388	12,803	14,636
YoY change (%)	(3.4)	8.9	3.4	14.3
As % of Revenue	19.5	17.5	17.2	18.4
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	5,167	5,308	5,829	6,372
Other Noncash Items	0	0	0	0
Changes in Working Capital	(715)	2,313	863	1,152
Operating Cash Flow	19,048	21,053	22,890	26,070
Capital Expenditures	(5,035)	(7,343)	(6,425)	(6,164)
Free Cash Flow	14,012	13,710	16,465	19,906
Other Invest./(Divestments)	-	-	-	-
Change in Debt	1,729	(1,765)	0	0
Dividends	(6,850)	(8,799)	(9,732)	(11,241)
Capital Increases/Other	-	-	-	-
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	18,790	17,796	20,006	23,467
Current Assets	35,343	38,055	41,037	45,634
Fixed Assets	89,854	98,225	98,821	98,612
Total Assets	125,197	136,280	139,858	144,246
Current Liabilities	34,162	37,370	39,006	41,292
Long-Term Liabilities	15,883	15,861	15,861	15,861
Shareholders' Equity	73,816	81,550	83,070	84,674
Total Financial Debt	4,792	3,028	3,028	3,028
ST Debt	2,739	889	889	889
LT Debt	2,053	2,138	2,138	2,138
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	(13,998)	(14,768)	(16,978)	(20,440)
Capital Employed	91,034	98,910	100,852	102,953
Net Debt/EBITDA	(0.6)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
Net Debt/Equity	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Capex/Revenue (%)	8.6	10.4	8.6	7.8
Int Cover (%)	12.1	22.6	n/m	n/m
Dividend Payout (%)	58.2	77.3	78.6	87.8
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	16.8	15.9	15.6	17.5
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	21.4	21.9	21.2	18.5
P/CE	39.3	38.3	38.9	32.8
FV/EBITDA	10.9	11.7	10.8	9.4
FV/EBIT	14.3	15.3	14.2	12.3
FV/Revenue	4.0	3.7	3.5	3.3
P/BV	3.3	3.3	3.3	3.2
FCF Yield (%)	5.7	5.1	6.1	7.3
Div Yield (%)	2.8	3.2	3.6	4.1
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.72	0.79	0.81	0.93
DPS	0.44	0.56	0.62	0.71
BVPS	4.69	5.19	5.28	5.38

JBS (JBSS3)

Aumentando o Preço-Alvo de R\$56,00 para R\$58,00 (2022E)

Rodrigo Almeida

Tese de Investimentos: Gostamos do portfólio geográfico e de proteínas diversificado da JBS, que mitiga a volatilidade das suas margens e da sua geração de FCF, além de acreditarmos que isso pode continuar a se traduzir em fortes retornos para os acionistas em termos de valorização do preço das ações e de um elevado *dividend yield*. Cremos que a JBS continuará (i) a diversificar cada vez mais o seu portfólio geográfico e de proteínas (conforme evidenciado por suas recentes aquisições nos setores de aquacultura e de proteínas alternativas), enquanto (ii) busca a listagem das suas ações nos Estados Unidos através da bolsa de valores de Nova Iorque (NYSE), o que poderia valorizar o capital dos seus acionistas (uma vez que, ao nosso ver, o *business* da JBS nos Estados Unidos poderia ser negociado próximo ao múltiplo EV/EBITDA em 7,5x da Tyson Foods - um prêmio de 70% para a JBSS3).

Projeções para 2022: Acreditamos que a JBS poderá entregar fortes margens e um EBITDA substancial em 2022, apesar das nossas expectativas de uma queda nas margens da carne bovina nos Estados Unidos no 2S22, devido (i) à incorporação de R\$ 1,3 bilhão no EBITDA decorrentes de vários M&A concluídos no 2S21 e (ii) à melhora operacional das unidades da Seara e da JBS Brasil, assim como a da sua unidade australiana (parte da unidade *USA Beef*). Nos EUA, a JBS deve ser impactada negativamente pela menor disponibilidade de gado no 2S22; por outro lado, a Seara deve se beneficiar dos menores custos envolvendo os grãos e as operações da JBS Brasil e Austrália devem ser afetadas positivamente pela maior disponibilidade de gado. Dessa forma, esperamos que a Pilgrim's, marca da JBS nos EUA especializada na produção de carne de frango, continue apresentando bons resultados como consequência dos serviços de alimentação dos EUA e de menores impasses trabalhistas, enquanto a unidade de suínos dos EUA deve continuar a entregar margens estáveis. Assim, esperamos que a JBS continue diversificando o seu portfólio, além de projetarmos, no ano que vem, uma queda de 8% no seu EBITDA (impulsionada pela carne bovina dos EUA), com (i) uma alavancagem controlada de 1,1x dívida líquida/EBITDA no ano de 2022; (ii) um *dividend yield* de 7%; e (iii) a continuidade do programa recompras de ações.

Valuation e Riscos: Atualmente vemos a JBS sendo negociada a 3,3x EV/EBITDA em 2022, um desconto atraente de 35% em relação à sua média histórica dos últimos 5 anos de 5,1x EV/EBITDA. Tendo isso em vista, o nosso preço-alvo implica um EV/EBITDA de 4,7x, ligeiramente abaixo da média histórica. Os principais riscos para a JBS incluem: (i) uma má gestão de capital dado que a companhia continua buscando M&A; (ii) uma baixa no ciclo do gado; (iii) surtos de doenças e acordos comerciais adversos; (iv) aumento nos preços dos grãos e/ou impossibilidade de repassar os custos ao consumidor (PPC, *USA Pork* e Seara); e (v) maior competição para a Seara no mercado doméstico.

Santander Equity Research

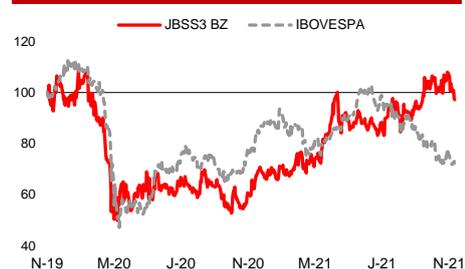
Proteínas

14 de dezembro de 2021

Compra

Preço-Alvo: R\$ 58,00

Desempenho de Preços (R\$)



JBS

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	270,204	348,002	383,708	349,162
YoY change (%)	32.1	28.8	10.3	(9.0)
Gross Profit	45,218	63,799	62,341	50,451
YoY change (%)	41.5	41.1	(2.3)	(19.1)
EBITDA	29,555	44,069	40,734	30,355
YoY change (%)	48.7	49.1	(7.6)	(25.5)
As % of Revenue	10.9	12.7	10.6	8.7
Operating Income	20,450	32,021	30,499	20,159
YoY change (%)	52.1	56.6	(4.8)	(33.9)
As % of Revenue	7.6	9.2	7.9	5.8
Financial Results	(12,239)	(5,084)	(5,073)	(4,631)
Taxes	(3,609)	(6,696)	(3,814)	(3,106)
Net Profit	4,655	20,312	21,612	12,423
YoY change (%)	(28.0)	336.4	6.4	(42.5)
As % of Revenue	1.7	5.8	5.6	3.6
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortizatic	7,837	8,962	10,235	10,196
Other Noncash Items	(16,005)	(9,624)	(10,147)	(9,261)
Changes in Working Capit	1,001	(2,122)	358	1,217
Operating Cash Flow	27,004	33,423	37,278	28,466
Capital Expenditures	1,154	1,737	1,604	1,716
Free Cash Flow	16,242	16,340	21,805	14,636
Other Invest./Divestments	6,035	9,315	9,200	9,200
Change in Debt	(4,021)	(10,501)	(10,000)	(5,000)
Dividends	(1,441)	(7,533)	(5,972)	(4,733)
Capital Increases/Other	0	0	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	19,680	29,341	35,174	40,076
Current Assets	60,537	80,849	89,307	90,000
Fixed Assets	81,958	94,222	96,824	98,254
Total Assets	163,802	200,704	211,793	213,735
Current Liabilities	40,835	54,184	56,452	53,322
Long-Term Liabilities	61,345	69,431	60,682	56,308
Shareholders' Equity	43,544	56,766	72,405	80,095
Total Financial Debt	70,844	79,360	69,360	64,360
ST Debt	4,562	9,929	8,678	8,052
LT Debt	61,345	69,431	60,682	56,308
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	57,269	57,777	44,411	36,753
Capital Employed	104,889	126,197	133,088	136,403
Net Debt/EBITDA	1.9	1.3	1.1	1.2
Net Debt/Equity	1.3	1.0	0.6	0.5
Capex/Revenue (%)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.5)
Int Cover (%)	6.2	8.5	7.3	5.9
Dividend Payout (%)	22.3	161.8	29.4	21.9
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	12.2	40.5	33.5	16.3
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	13.7	4.2	3.9	6.8
P/CE	-	7.6	7.4	37.7
FV/EBITDA	4.5	3.5	3.4	4.2
FV/EBIT	6.5	4.9	4.5	6.4
FV/Revenue	0.5	0.4	0.4	0.4
P/BV	1.5	1.5	1.2	1.0
FCF Yield (%)	25.5	19.0	26.0	17.4
Div Yield (%)	2.3	8.7	7.1	5.6
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.76	8.33	9.10	5.23
DPS	0.54	3.09	2.52	1.99
BVPS	16.43	23.29	30.50	33.74

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 29/11/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Marfrig (MRFG3)

Mantendo o Preço-Alvo de R\$25,00 (2022E)

Rodrigo Almeida

Tese de Investimento: Acreditamos que a Marfrig oferece uma exposição consistente à indústria de carne bovina dos EUA e da América do Sul, com um portfólio de ativos bem administrados e uma exposição crescente ao segmento de proteínas alternativas (por meio de sua *joint venture* PlantPlus com a ADM). Dito isso, (i) acreditamos que a empresa está excessivamente exposta aos Estados Unidos, onde vemos as margens diminuindo em 2022 e (ii) embora vejamos um desconto de 25% em seu múltiplo EV/EBITDA histórico dos últimos 5 anos quando olhamos para 2022, nosso EV/EBITDA para 2023 está em linha com essa média – cerca de 4,5x –, o que nos leva a acreditar que há pouco espaço para uma valorização do preço das suas ações no longo prazo.

Projeção para 2022: Acreditamos que a Marfrig deve continuar a se beneficiar do forte momento da indústria de carne bovina nos Estados Unidos – a National Beef representa cerca de 85% do EBITDA da Marfrig. No entanto, acreditamos que este otimismo em relação à carne bovina dos EUA deve começar a perder fôlego no 2S22, momento em que os preços do gado devem começar a aumentar e o seu consumo desacelerar (devido à diminuição da liquidez que foi gerada pelos cheques de estímulos monetários do governo durante a pandemia). Embora esperemos que as operações na América do Sul melhorem devido à maior disponibilidade de gado no Brasil e às contínuas exportações de carne bovina para a Ásia, essa melhora pode não ser suficiente para compensar uma retração nos EUA. Como resultado, projetamos uma queda no comparativo anual de 20% no EBITDA de 2022 e de 35% em 2023 (apesar de nossas estimativas ainda estarem 40% acima do consenso para 2023), o que, em conjunto às incertezas quanto à sua alocação de capital (ou seja, a potencial aquisição dos 66,8% restantes da sua participação na BRF), nos deixa cautelosos.

Valuation e Riscos: Embora vejamos um desconto de 25% em seu múltiplo EV/EBITDA histórico dos últimos 5 anos quando olhamos para 2022, nosso EV/EBITDA para 2023 está em linha com essa média – cerca de 4,5x. Nosso preço-alvo implica um EV/EBITDA de 3,6x – um desconto em relação média histórica no qual nós acreditamos ser merecido no topo do ciclo. Os principais riscos de queda para a Marfrig incluem: (i) uma desaceleração mais rápida do que o esperado no ciclo do gado nos EUA; (ii) incapacidade de garantir gado para a expansão da unidade referente à Iowa Premium; (iii) surtos de doenças e acordos comerciais; e (iv) o impacto que uma potencial aquisição da BRF poderia ter em seu balanço patrimonial. Os riscos de alta incluem: (i) um ciclo positivo de carne bovina nos EUA mais longo do que o esperado; (ii) aberturas para novos mercados; e M&As que gerem valor.

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 29/11/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Santander Equity Research

Proteínas

14 de dezembro de 2021

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 25,00

Desempenho de Preços (R\$)



Marfrig

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	67,482	86,514	102,225	99,800
YoY change (%)	38.4	28.2	18.2	(2.4)
Gross Profit	11,722	16,883	14,388	10,326
YoY change (%)	83.6	44.0	(14.8)	(28.2)
EBITDA	9,596	14,399	11,826	7,792
YoY change (%)	101.1	50.1	(17.9)	(34.1)
As % of Revenue	14.2	16.6	11.6	7.8
Operating Income	7,854	12,304	10,233	6,321
YoY change (%)	130.2	56.7	(16.8)	(38.2)
As % of Revenue	11.6	14.2	10.0	6.3
Financial Results	(2,726)	(2,403)	(1,581)	(1,004)
Taxes	(598)	(2,330)	(1,766)	(1,063)
Net Profit	3,299	6,543	8,623	5,413
YoY change (%)	1,428.7	98.3	31.8	(37.2)
As % of Revenue	4.9	7.6	8.4	5.4
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortizatic	1,394	1,548	1,593	1,471
Other Noncash Items	0	0	0	0
Changes in Working Capit:	(960)	(884)	(1,704)	(2,130)
Operating Cash Flow	7,691	13,059	14,412	9,281
Capital Expenditures	1,402	1,757	1,494	1,492
Free Cash Flow	6,321	9,094	8,654	5,063
Other Invest./Divestments	0	0	0	0
Change in Debt	(222)	(1,594)	(4,000)	(5,000)
Dividends	0	1,570	2,587	1,353
Capital Increases/Other	0	0	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	2,042	4,725	8,194	7,892
Current Assets	18,420	26,545	30,942	30,418
Fixed Assets	7,985	7,868	7,821	7,831
Total Assets	39,507	48,101	52,300	51,702
Current Liabilities	13,864	16,180	16,912	15,856
Long-Term Liabilities	22,129	22,368	19,284	15,450
Shareholders' Equity	3,514	9,553	16,104	20,397
Total Financial Debt	26,810	27,333	23,333	18,333
ST Debt	6,566	6,766	5,775	4,538
LT Debt	20,244	20,568	17,558	13,795
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	25,458	23,219	15,651	10,858
Capital Employed	18,235	22,141	22,236	23,092
Net Debt/EBITDA	2.7	1.6	1.3	1.4
Net Debt/Equity	7.2	2.4	1.0	0.5
Capex/Revenue (%)	(2.1)	(2.0)	(1.5)	(1.5)
Int Cover (%)	5.3	8.7	8.2	5.8
Dividend Payout (%)	0.0	(47.6)	(39.5)	(15.7)
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	124.7	100.1	67.2	29.7
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	3.1	2.6	2.0	3.1
P/ICE	5.4	3.4	2.4	4.3
FV/EBITDA	4.2	3.0	3.0	3.9
FV/EBIT	5.1	3.6	3.4	4.8
FV/Revenue	0.6	0.5	0.3	0.3
P/BV	2.9	1.8	1.1	0.8
FCF Yield (%)	61.2	53.8	51.2	29.9
Div Yield (%)	(0.0)	(9.3)	(15.3)	(8.0)
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	4.77	9.46	12.47	7.83
DPS	0	2.27	3.74	1.96
BVPS	5.08	13.81	23.28	29.49

Minerva (BEEF3)

Reduzindo o Preço-Alvo de R\$17,00 para R\$16,00 (2022E)

Rodrigo Almeida

Tese de Investimento: Continuamos a ver a exportação sul-americana de carne bovina da Minerva bem posicionada para se aproveitar do déficit global de proteínas, especialmente enquanto a China continuar a aumentar sua demanda por carne bovina (devido às contínuas dificuldades relacionadas ao ASF na produção de suínos e às mudanças estruturais dos hábitos da população chinesa). Acreditamos que as atividades diversificadas da Minerva na América do Sul e sua rede de inteligência bem desenvolvida de negócios permitem oferecer excelentes características, tais como (i) estabilidade da sua margem EBITDA por volta dos 9-10%; (ii) um *yield* robusto de FCF (16% para 2022); e (iii) um ROIC elevado (acima de 20%). A combinação de margens estáveis, uma forte geração de FCF, uma sólida distribuição de dividendos e um ROIC atraente é a razão pela qual mantemos a Minerva como a nossa *Top Pick* entre as empresas brasileiras de proteínas.

Projeção para 2022: Estamos incorporando, nas nossas estimativas, o impacto negativo advindo da falta de exportações brasileiras para a China desde setembro, o que levou a uma redução de 6 Obps na sua margem EBITDA de 2021. Embora a Minerva tenha conseguido atender os seus clientes chineses através do Uruguai em vez do Brasil, acreditamos que isso ainda pode ter um impacto negativo em 2022. Portanto, estamos reduzindo a nossa margem EBITDA de 2022 em cerca de 2 Obps para 9,8% até termos mais clareza sobre o assunto (embora presumamos que a situação se normalizará no 2S22). A respeito da sua alocação de capital, a Minerva deve focar principalmente no crescimento orgânico e na distribuição de dividendos, tendo um programa de recompra de ativos ainda como uma opção, em nosso entendimento. Projetamos um *yield* de FCF em 16% para 2022 e um *dividend yield* de 9%, com dívida líquida/EBITDA de 1,8x no ano.

Valuation e Riscos: Atualmente vemos a Minerva sendo negociado a 3,4x EV / EBITDA (2022E), o que implica um desconto de 30% em sua média histórica dos últimos 5 anos, além de usarmos um múltiplo alvo de 5,0x EV/EBITDA, ligeiramente abaixo de sua média histórica – que está em torno de 5,1x. Os principais riscos para a Minerva incluem: (i) restrições à importação de carne bovina na China mais longas do que o esperado; (ii) surtos de doenças e acordos comerciais; (iii) potenciais perdas financeiras que poderiam surgir em decorrência de *hedge* e de negociações; (iv) uma queda acentuada nos preços globais de proteínas; e (v) o fato de que a VDQ (controlador da Minerva) tem 5 assentos no Conselho de Administração (incluindo o presidente) da empresa e pode tomar medidas que não atendem aos interesses dos acionistas minoritários.

Santander Equity Research

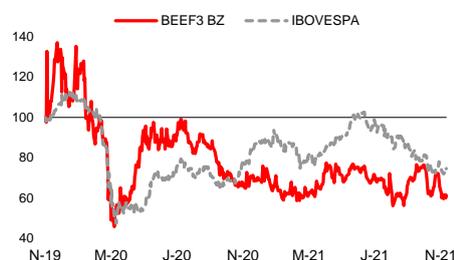
Proteínas

14 de dezembro de 2021

Compra

Preço-Alvo: R\$ 16,00

Desempenho de Preços (R\$)



Minerva

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	19,406	27,131	29,179	25,929
YoY change (%)	13.3	39.8	7.5	(11.1)
Gross Profit	3,834	4,525	5,123	4,667
YoY change (%)	16.8	18.0	13.2	(8.9)
EBITDA	2,101	2,298	2,852	2,566
YoY change (%)	22.5	9.4	24.1	(10.0)
As % of Revenue	10.8	8.5	9.8	9.9
Operating Income	1,793	1,961	2,503	2,217
YoY change (%)	23.5	9.4	27.7	(11.4)
As % of Revenue	9.2	7.2	8.6	8.6
Financial Results	(1,028)	(1,236)	(1,155)	(1,046)
Taxes	(69)	(114)	(404)	(351)
Net Profit	696	610	944	820
YoY change (%)	14,457.6	(12.3)	54.6	(13.1)
As % of Revenue	3.6	2.2	3.2	3.2
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortizatic	309	338	349	349
Other Noncash Items	151	(65)	0	0
Changes in Working Capit:	419	6	(64)	14
Operating Cash Flow	3,217	2,461	2,383	2,229
Capital Expenditures	355	488	380	380
Free Cash Flow	919	532	848	803
Other Invest./Divestments	(376)	(488)	(380)	(380)
Change in Debt	(2,871)	(96)	(2,000)	(1,500)
Dividends	(138)	(383)	(472)	(410)
Capital Increases/Other	1,192	362	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	6,391	8,440	6,816	5,709
Current Assets	11,286	14,977	13,502	11,702
Fixed Assets	4,123	4,441	4,468	4,494
Total Assets	16,923	20,943	19,499	17,730
Current Liabilities	6,396	7,575	7,398	6,523
Long-Term Liabilities	9,372	12,039	10,300	8,996
Shareholders' Equity	840	1,018	1,490	1,900
Total Financial Debt	11,572	13,846	11,846	10,346
ST Debt	2,200	1,807	1,546	1,350
LT Debt	9,372	12,039	10,300	8,996
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	5,181	5,406	5,030	4,637
Capital Employed	11,131	14,412	13,145	12,251
Net Debt/EBITDA	2.5	2.4	1.8	1.8
Net Debt/Equity	6.2	5.3	3.4	2.4
Capex/Revenue (%)	(1.8)	(1.8)	(1.3)	(1.5)
Int Cover (%)	2.0	2.2	2.9	2.9
Dividend Payout (%)	n/m	55.1	77.3	43.4
ROCE (%)	-	-	-	-
ROE (%)	249.4	65.7	75.2	48.4
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	7.5	8.6	5.5	6.4
P/CE	13.5	19.2	8.8	11.1
FV/EBITDA	5.0	4.6	3.6	3.8
FV/EBIT	5.8	5.4	4.1	4.4
FV/Revenue	0.5	0.4	0.4	0.4
P/BV	6.2	5.1	3.5	2.8
FCF Yield (%)	17.6	10.2	16.2	15.4
Div Yield (%)	2.6	7.3	9.0	7.8
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.33	1.04	1.61	1.40
DPS	0.26	0.66	0.81	0.70
BVPS	1.60	1.74	2.55	3.25

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.

© 2021 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados