

BRF (BRFS3): O Plano de 10 anos da BRF foi divulgado

Crescimento está de volta...

... E em grande estilo. O plano de 10 anos da BRF foi apresentado. Após anos de crescimento abaixo da média ao tentar corrigir os desafios operacionais e financeiros criados durante o último ciclo de crescimento, a competição melhorou consideravelmente e a BRF agora sente a necessidade de um plano mais ambicioso. As metas para 2030 foram definidas em: (i) receita de R\$ 100 bilhões, 2,5x maior do que 2020E e implicando em um CAGR de 10%; (ii) EBITDA acima de R\$ 17 bilhões, ou 3,5x maior que 2020E e um CAGR de 13%, implicando em margem de até 17%; (iii) lucro líquido superior a R\$ 6 bilhões, ou margem líquida de 6%, e um CAGR de lucro de 16%; e (iv) investimento orgânico de R\$ 55 bilhões ao longo de uma década, ou R\$ 5,5 bilhões por ano (mais de 2x o ritmo atual), mais investimentos inorgânicos, mantendo a alavancagem abaixo de 3x. O plano é dividido em três fases, com a primeira (2023) implicando em receitas de R\$ 65 bilhões e EBITDA de ~10 bilhões, que são surpreendentes 43% e 67% acima das nossas estimativas atuais para o ano, respectivamente, com um capex de R\$ 18 bilhões para o período.

Um ponto chave: o crescimento não é todo orgânico

Um plano tão ousado não pode ser considerado sem nenhum questionamento, obviamente, ainda mais para um setor onde o crescimento agressivo muitas vezes leva a resultados controversos. Grande parte do potencial de crescimento é sustentado pela tese de que a BRF entra ou amplia sua presença em categorias de valor agregado no Brasil e (principalmente) internacionalmente. Essas categorias podem ser sinérgicas ao portfólio atual, mas os detalhes sobre o desempenho esperado de cada via de crescimento eram escassos. Até 2030, os produtos de valor agregado deverão representar 70% do faturamento da BRF (50% hoje). Mas está claro para nós que uma boa parte disso não virá organicamente: estimamos que cerca de 20% das receitas de 2030 viriam de fusões e aquisições, e mesmo cerca de 40% do crescimento da receita de 2020-2023 também seria impulsionado por aquisições. Com a aquisição visando principalmente categorias de valor agregado em mercados desenvolvidos e de rápido crescimento, tememos que os múltiplos de entrada não parecerão atraentes. A BRF também fez uma aposta adicional em investimentos em tecnologia em toda a organização (R\$ 700 milhões nos próximos 4 anos), que deve gerar ganhos de eficiência, acelerar a inovação, melhorar o atendimento e aproximar a BRF dos consumidores.

BTG Pactual – Equity Research:

Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Henrique Brustolin

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

BRF SA (BRFS3)

Data	09/12/2020
Ticker	BRFS3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	23,0
Preço (R\$)	23,1
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	18.682,27
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	213,07

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	20,6x	46,8x
EV/EBITDA	7,3x	7,2x

Stock Performance:

Dezembro (%)	5,0%
LTM (%)	-37,3%



Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	-11,8	12,2	10,0	10,0	10,8
EV/EBITDA	-37,9	8,6	7,3	7,2	6,8
P/L	-3,8	23,9	20,6	46,8	46,9
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,7	1,0	1,0

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	34.709	33.448	38.336	39.544	42.001
EBITDA	-901	4.430	5.153	5.146	5.485
Lucro Líquido	-4.636	1.197	913	401	400
LPA (R\$)	-5,71	1,47	1,12	0,49	0,49
DPA Líquido (R\$)	0,00	0,00	0,17	0,22	0,22
Dívida Líquida/Caixa	-16.333	-16.431	-17.780	-18.099	-18.425

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 23,13, em 08 de Dezembro de 2020.

Pilares de crescimento: internacionalização, alimentos prontos para consumo, processados (FPP) de suínos, PET e alimentos baseados em plantas

A Visão 2030 da BRF abrange cinco vias principais de crescimento. O primeiro é um novo plano de internacionalização, que em alguns aspectos se parece com o plano revelado anos atrás, mas que desta vez busca penetrar em alguns dos maiores mercados de valor agregado (incluindo EUA e Europa) por uma combinação de movimentos orgânicos e inorgânicos que deve permitir que a produção ocorra localmente. A Turquia e a Arábia Saudita são mercados-chave para essa estratégia, onde a presença local já foi alcançada e o mix deve melhorar. Além disso, a BRF planeja (ii) expandir sua participação na categoria brasileira de alimentos prontos para consumo (que deve crescer 4x para R\$ 16 bilhões até 2030) e (iii) fomentar o crescimento do segmento FPP de suínos (com expectativa de crescer 5x para R\$ 23 bilhões) ao reduzir a diferença de consumo per capita do Brasil em relação ao dos países mais desenvolvidos. Além disso, (iv) pet food (PET) também deve trazer importante crescimento para as atuais operações da BRF, com a empresa almejando se tornar uma das líderes de mercado no Brasil (que pode chegar a R\$ 40 bilhões ao final do plano). A BRF também espera replicar seus negócios de PET em outras regiões onde atua. Por fim, o (v) mercado de substitutos de carne e vegetais deve ser outra avenida de crescimento, com um mercado estimado em R\$ 13 bilhões no Brasil nos próximos 10 anos.

Financiamento continua um ponto de atenção

Ainda não está claro para nós como os investimentos adicionais (especialmente no curto prazo, até que os novos ativos amadureçam) serão financiados. Ajustando para IFRS-16 e FIDC, continuamos a ver a BRF com uma alavancagem de 3,3x com base no EBITDA2020E, enquanto o capex implícito de R\$ 5 bilhões para o próximo ano (antes de qualquer M&A) pode se traduzir em alguma queima de caixa em um momento em que o ciclo da avicultura ainda não parece melhor. Além disso, estimamos que a receita de 2023 de R\$ 65 bilhões tem cerca de R\$ 10 bilhões provenientes de M&A, o que poderia custar R\$ 15 bilhões adicionais (assumindo múltiplos de 1,5x de Vendas para aquisições no segmento FPP). Continuamos acreditando que a BRF não apresenta nada perto de uma preocupação com a liquidez (o vencimento médio da dívida de 9,5 anos mostra isso), mas, do ponto de vista de valuation, a conversão de FCFE pode continuar difícil no futuro próximo. A menos que a BRF cumpra sua meta de EBITDA de ~R\$ 10 bilhões em 2023, tememos que a alavancagem possa acabar subindo novamente antes que a BRF capture todos os benefícios que levariam a margens acima do seu histórico.

Como 2020 parecia há 10 anos atrás?

Muito diferente do que aconteceu, em nossa opinião. A fusão Sadia + Perdigão criou uma gigante do setor alimentício, com posição dominante no mercado, carente de forte concorrência e que, se apoiando em marcas fortes, a preferência do consumidor e a distribuição direta, seria capaz de criar valor como poucas outras empresas de consumo conseguiram

alcançar. O crescimento também seria impulsionado por um processo de internacionalização, e as margens se expandiriam bem também devido às sinergias da integração. Olhando em retrospecto, a rotatividade da administração foi alta, surgiram ineficiências operacionais, vários dos ativos no exterior adquiridos durante a fase de expansão foram vendidos posteriormente e o ambiente competitivo no Brasil só ficou mais acirrado. O novo plano de crescimento é, em muitos aspectos, diferente do anterior e os riscos gerais de execução podem ser menores. Mas quando se trata de acelerar o crescimento, a visibilidade por um período de 10 anos em um setor em que a volatilidade é a norma e o crescimento geralmente significa retornos fracos, deve levar os investidores a questionar quanto deve ser pago antecipadamente.

Reeditando os tempos de Sadia vs. Perdigão?

Alguns investidores se perguntam se a BRF e Seara da JBS não estão reeditando a guerra de participação de mercado que marcou os tempos antes da fusão da Sadia e da Perdigão. É curioso que a BRF tenha apresentado um plano tão ambicioso logo depois que a JBS anunciou planos de dobrar o tamanho da Seara. O jogo de gato e rato estrelado naquela época não acabou muito bem em termos de retorno para o acionista, embora os consumidores tenham se beneficiado imensamente do que foi uma corrida intensa por preferência de marca e inovação de produtos. Tanto a BRF quanto a JBS agora apresentam negócios muito mais complexos, o mercado brasileiro não apresenta mais tanto crescimento como antes e a competitividade de custos antes indiscutível do Brasil em proteínas agora é mais questionável.

O benefício da dúvida? 2023 não está muito mais que 2 anos de distância

No final, muito se resume a quanto o benefício da dúvida deveria ser precificado até agora. Especialmente quando se trata de 2023, ainda estamos um pouco confusos com os números do plano - o que implica um CAGR de receita e EBITDA de 18% e 24%, respectivamente (veja a tabela na página 4) e um crescimento inorgânico significativo. Isso não significa apenas que a BRF crescerá em novos mercados e categorias, mas já entregará margens substancialmente maiores (margem EBITDA de 15% em nível consolidado) do que as observadas durante o pico da gripe suína na China e preços mais baixos do milho. Embora continuemos acreditando que há muito espaço para a BRF capturar eficiências operacionais, o ambiente geral da indústria só se tornou mais desafiador, em nossa opinião. A competição no mercado brasileiro de FPP (reduzido da BRF) ficou mais acirrada, a Arábia Saudita continua avançando em sua agenda protecionista, os preços dos grãos no produtor não são tão competitivos como antes no Brasil e o rebanho de suínos da China está sendo reabastecido. O plano de expansão internacional, que acreditamos exigirá a maior parte do capex, também pode significar a estreia em mercados onde a BRF ainda tem muito a aprender. Para quem deseja apostar no plano, o EBITDA implícito de R\$ 9,8 bilhões em 2023 pode significar um EV de R\$ 74 bilhões se a ação sustentar o atual múltiplo de ~7,5x EBITDA. Após assumir dívidas adicionais de M&A, poderíamos ter um valor de mercado de R\$ 29 bilhões, um potencial de valorização de 57% em relação aos níveis atuais.

Nós continuamos Neutros até termos mais confiança no plano

O plano representou uma grande mudança na forma como a administração comunica sua estratégia. Por três anos, a administração evitou fazer grandes promessas ao abordar algumas das principais preocupações dos investidores. O novo plano é uma reação necessária a uma indústria cada vez mais competitiva e globalizada. As palavras do Presidente do Conselho da BRF no final da apresentação, em nome de todo o Conselho de Administração, foram claramente uma tentativa de garantir que mesmo a base acionária diversificada e às vezes conflitante da BRF aderisse ao novo plano. Isso exigirá uma execução perfeita de uma administração que tem feito um bom trabalho na preservação dos principais pontos fortes da BRF, mas ainda não entregou o crescimento do negócio. Permanecemos com o rating Neutro nas ações. Embora o 4T20 possa se beneficiar de tendências positivas no Brasil, continuamos preocupados com a capacidade de sustentar as margens em 2021, quando os custos de matéria-prima mais altos começarem a aparecer.

Tabela 1: Números financeiros históricos e projetados da BRF

R\$m i	2003	2006	2010	2013	2016	LTM 3T20	2020E	2023E BTG	2023E BRF	2026E BRF	2030E BRF
Receita Líquida	9.117	12.086	22.681	30.521	33.732	37.286	39.110	45.302	65.000	93.215	100.000
Receita no Brasil	5.729	7.685	11.382	14.603	14.808	19.675	20.710	24.367	n.a	31.480	n.a
Receita Internacional	3.389	4.402	11.299	15.918	18.924	17.611	18.400	20.935	n.a	61.735	n.a
EBITDA	1.097	970	2.295	3.614	3.385	4.924	5.201	5.914	9.847	12.309	17.232
Margem EBITDA	12,0%	8,0%	10,1%	11,8%	10,0%	13,2%	13,3%	13,1%	15,1%	13,2%	17,2%
Lucro Líquido	570	493	705	1.062	(287)	1.166	1.352	863	n.a	n.a	6.000
Margem Líquida	6,3%	4,1%	3,1%	3,5%	-0,9%	3,1%	3,5%	1,9%	n.a	n.a	6,0%
Capex*	162	1.609	1.068	1.898	2.595	2.291	2.482	2.980	6.000	6.000	4.750
% da receita	1,8%	13,3%	4,7%	6,2%	7,7%	6,1%	6,3%	6,6%	9,2%	6,4%	4,8%
Dívida Líquida BRF**	n.a	2.160	3.860	6.783	11.141	14.557	13.995	12.252	29.541	36.926	51.697
Índice de alavancagem (BRF) (x)	n.a	2,2	1,7	1,9	3,3	2,9	2,7	2,1	<3x	<3x	<3x
Dívida Líquida - Ajustado BTG	n.a	n.a	n.a	6.783	11.141	17.651	17.095	15.352	n.m	n.m	n.m
Índice de alavancagem (BTG Adjusted IFRS16) (x)	n.a	n.a	n.a	1,9	3,3	3,6	3,3	2,6	n.m	n.m	n.m
ROIC	n.a	10,3%	6,9%	8,7%	10,4%	10,7%	11,5%	12,8%	n.a	n.a	16,0%

Fonte: Empresa / BTG Pactual / * Apenas orgânico para o período de projeção de 2023-30 da BRF / ** Dívida líquida máxima com base no EBITDA anual para o período de projeção de 2023-30 da BRF | LTM = últimos 12 meses

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx