

BRF (BRFS3): resultado do 3T20

O EBITDA ficou 16% acima de nossa expectativa; forte geração de FCF

A BRF relatou um bom conjunto de resultados, com margens mais fracas em operações internacionais sendo mais do que compensadas por um ambiente favorável no Brasil. A receita de R\$ 9,9 bilhões foi 18% maior a/a e 3% acima de nossa projeção com melhores preços médios. Os volumes totais foram estáveis a/a. A margem bruta diminuiu 120bps a/a para 23,6%, mas um bom controle de despesas garantiu que a margem EBITDA caísse apenas ligeiramente para 13,2%. O EBITDA avançou 15% a/a para R\$ 1,3 milhão, ou perto de R\$ 1,5 bilhão se ajustado pelos custos da Covid. A alavancagem líquida (ajustada para IFRS16 e FIDC) caiu para 3,6x (de 3,9x), à medida que as recuperações de impostos se aceleraram e melhoraram substancialmente a conversão de EBITDA em caixa.

O Brasil salvou o trimestre com a margem operacional mais alta de todos os tempos

O Brasil foi, praticamente, o único responsável pelo resultado mais forte. Assim como outras empresas de consumo no Brasil, acreditamos que o mix de vendas da BRF foi beneficiado pelo maior consumo em casa (FPP e margarina), além do aumento de receita possibilitado pelo auxílio financeiro do governo. O preço médio aumentou 9% t/t e explica a maior parte do crescimento do EBITDA de 53% a/a e a margem EBITDA recorde de 15,7%. Inovação (+29 SKUs) e melhores níveis de serviço foram vantagens. A perda de participação de mercado (-0,5p.p.) foi a principal ressalva, sugerindo que os ganhos eram de fato um fenômeno de toda a indústria.

Operações internacionais: uma história de magnitude e direção

A história foi um pouco menos otimista nos negócios internacionais. Não só porque os números ficaram abaixo de nossas estimativas, mas principalmente porque podem oferecer uma dica do que está por vir em termos de direção e magnitude das margens. Enquanto a margem EBITDA na Ásia permaneceu forte em 23,8% e melhorou em Halal DDP para 8,4% (+ 290bps t/t), as exportações diretas registraram EBITDA negativo em custos crescentes e preços a/a negativos. Com as exportações diretas normalmente operando com um tempo de entrada no mercado mais curto, acreditamos que isso pode enfatizar os impactos do ciclo negativo das aves nos próximos trimestres.

Os impactos do Covid devem diminuir; Ciclo de aves deve, eventualmente, ser impactada; Permanecemos Neutros

Apreciamos os resultados da BRF e a geração de FCF, assim como os investidores. Nosso Neutro permanece até construir uma maior confiança de que

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	10/11/2020
Ticker	BRFS3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	23,0
Preço (R\$)	18,5
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	14.942,58
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	208,74

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	16,4x	37,4x
EV/EBITDA	6,5x	6,4x

Stock Performance:



poderia superar os desafios da queda dos spreads de aves, juntamente com alguma normalização do ambiente de consumo no Brasil.

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	6,5	6,4	6,1
P/L	-3,8	23,9	16,4	37,4	37,5
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,9	1,2	1,2

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	5.252	5.028	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\$ 18,50, em 09 de Novembro de 2020.

Tabela 1: BRF - Revisão 3T20

DRE (R\$ milhões)	3T20A	3T20E	3T19	2T20	A/E	a/a	t/t
Receita Líquida	9.943	9.700	8.460	9.104	2,5%	17,5%	9,2%
CMV	-7.598	-7.559	-6.365	-7.125	0,5%	19,4%	6,6%
= Lucro Bruto	2.344	2.141	2.095	1.979	9,5%	11,9%	18,5%
Despesas de Vendas	-1.370	-1.314	-1.177	-1.340	4,3%	16,4%	2,2%
Desp. Gerais e Administrativas	-217	-159	-142	-190	36,9%	52,8%	14,2%
+/- outros	-13	-194	289	139	-93,3%	n.m.	n.m.
= EBIT	744	475	1.064	588	56,7%	-30,1%	26,6%
Depreciação	612	663	576	590	-7,7%	6,3%	3,8%
= EBITDA	1.356	1.138	1.640	1.178	19,2%	-17,3%	15,1%
= EBITDA (ajustado)	1.317	1.138	1.143	1.032	15,8%	15,2%	27,6%
= EBITDA (ajustes Covid-19)	1.462	1.288	1.143	1.250	13,5%	27,9%	17,0%
Resultados Financeiros	-436	-765	-257	-190			
= EBT	308	-291	807	398	-206,0%	-61,8%	-22,5%
Imposto de Renda	-89	73	-364	-90	n.m.	n.m.	n.m.
Distribuição de lucros	0	0	0	0	n.m.	n.m.	n.m.
Minoritários	-2	1	-10	-3	n.m.	n.m.	n.m.
= Lucro Líquido	217	-217	433	305	n.m.	-49,8%	-28,7%
= Lucro Líquido ajustado	134	92	474	410	45,5%	-72,0%	-67,3%
Margem Bruta	23,6%	22,1%	24,8%	21,7%	1,5 p.p.	-1,2 p.p.	1,8 p.p.
Margem Operacional	7,5%	4,9%	12,6%	6,5%	2,6 p.p.	-5,1 p.p.	1,0 p.p.
Margem EBITDA ajustada	13,2%	11,7%	13,5%	11,3%	1,5 p.p.	-0,3 p.p.	1,9 p.p.
Margem EBITDA ajustada (Covid-19)	14,7%	13,3%	13,5%	13,7%	1,4 p.p.	1,2 p.p.	1,0 p.p.
Margem Líquida ajustada	1,3%	1,0%	5,6%	4,5%	0,4 p.p.	-4,3 p.p.	-3,2 p.p.

Fonte: Empresa / BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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