

## Marfrig (MRFG3) & BRF (BRFS3): Marfrig adquire 24,23% do capital da BRF

### Marfrig adquire 24,23% do capital da BRF

Na semana passada, as ações da BRF dispararam devido a rumores de que a BRF e a Marfrig poderiam estar renegociando uma fusão. Algumas reportagens noticiaram imediatamente que suas fontes negaram os rumores, supostamente pelos mesmos motivos que impediram exatamente esse mesmo negócio de acontecer há dois anos: que a Marfrig e a BRF não conseguiram chegar a um acordo sobre os procedimentos de governança corporativa da empresa combinada. Em uma reviravolta inesperada e inédita, a Marfrig anunciou na última sexta-feira que vem comprando ações da BRF de forma agressiva no mercado, atingindo até 24,23% do total de ações ao final da semana.

### Quanto da BRF você precisa possuir antes de exercer influência?

Em seu comunicado ao mercado, a Marfrig também fez questão de esclarecer que a compra “visa diversificar os investimentos da Marfrig em uma empresa onde a administração tem exercido gestão reconhecida, e que não pretende eleger membros para o Conselho ou exercer influência pela BRF”. A BRF é uma empresa sem acionistas controladores definidos nem acordo de acionistas de qualquer tipo. Seus maiores acionistas até a semana passada eram os fundos de pensão Petros e Previ, com uma posição combinada de pouco menos de 20%. Com uma participação de 24%, parte da qual supostamente adquirida da Previ, a Marfrig deve se tornar o acionista de referência da BRF, algo que era praticamente inexistente pelo menos desde que a Tarpon vendeu sua posição, e com uma participação materialmente superior a qualquer outra que vimos para exercer influência.

### Mandato do Conselho de Administração da BRF vai durar mais um ano

O atual Conselho de Administração da BRF foi eleito em abril de 2020 para um mandato fixo de dois anos, de acordo com o estatuto social da BRF. Portanto, nosso entendimento é que qualquer mudança antes disso, não importa o tamanho do acionista, exigiria que uma assembleia geral fosse convocada para votar sobre a destituição dos membros do conselho. E embora a Marfrig tenha descartado a possibilidade de implementar mudanças de curto prazo na BRF, acreditamos que isso seja questão de tempo. Ao longo dos anos, a Marfrig expandiu seus negócios em muitas direções diferentes: Seara, Moy Park, Keystone e National Beef, para citar alguns. Em todas as ocasiões, a Marfrig optou por deter uma participação majoritária que lhe confere um controle significativo sobre as operações. Portanto, com base no perfil e histórico da Marfrig, e sabendo de sua tentativa anterior de fundir as duas empresas, esperamos que a Marfrig de alguma forma coloque o pé no conselho durante a eleição do conselho do próximo ano e gradualmente comece a implementar sua própria agenda.

BTG Pactual – Equity Research:

**Thiago Duarte**

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

**Henrique Brustolin**

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

**Luiz Temporini**

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

## **A Marfrig não é mais uma tese exclusiva de carne bovina; O DNA com orientação para o crescimento prevaleceu novamente**

Depois de anos defendendo os benefícios de ser uma empresa geograficamente diversificada e focada na carne bovina, um movimento tão ousado nos parece mais uma virada para a estratégia da Marfrig. Em certa medida, também sinaliza para uma política diferente de alocação de capital, após dois anos com maior foco na gestão de passivos e, agora, na aceleração da distribuição de caixa aos acionistas (os dividendos pagos recentemente foram os primeiros desde 2010). Beneficiando-se de margens fortes sem precedentes em seus negócios nos Estados Unidos, a Marfrig conseguiu começar a entregar em ambos, o que acreditamos ter sido um fator-chave para o forte desempenho do preço das ações nos últimos dois anos. Mas com a dívida ainda representando 55% do EV da empresa (antes da aquisição das ações da BRF), seria de se esperar que a Marfrig esperasse um pouco mais antes de voltar a crescer. O risco, em nossa opinião, está no caso de as margens dos EUA se normalizarem antes do previsto.

### **Não acreditamos que isso acaba aqui**

A questão chave é obviamente o que vem a seguir. O estatuto social da BRF estabelece que qualquer acionista que adquira uma participação de 33,3% ou mais deve lançar uma oferta pública (OPA) para a compra de todas as ações remanescentes com ágio de 40% sobre o preço médio das ações dos 30 ou 120 dias anteriores, o que for maior. Nosso entendimento é que a assinatura de um acordo de acionistas que leve a uma posição consolidada acima desse limite também acionaria uma OPA, o que provavelmente limita a extensão de qualquer associação formal entre a Marfrig e outros grandes acionistas da BRF. E mesmo para a Marfrig, uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações da BRF seria muito grande. Portanto, o raciocínio mais claro que vemos é que a Marfrig deu o primeiro passo na BRF e comece a trabalhar em direção a uma integração mais profunda que acabaria resultando em uma fusão. Embora permaneçamos céticos sobre as sinergias operacionais relevantes, acreditamos que o portfólio mais diversificado de produtos e geografias da NewCo deve permitir ganhos financeiros por meio de redução adicional do custo de capital. Mas, sem uma integração comercial adequada, os benefícios da transação para os acionistas da Marfrig ou da BRF são difíceis de avaliar, em nossa opinião.

### **A entidade consolidada nasceria gigante**

Se o objetivo da aquisição da Marfrig for a fusão das duas empresas, a entidade resultante nasceria gigante. Com base no preço médio das ações e na relação de troca de 30 dias e em nossas melhores estimativas de 2021E, esta NewCo deve entregar quase R\$ 113 bilhões em receitas, dos quais 43% do segmento de carne bovina dos EUA, 39% da carne bovina, de aves e de suínos com base em FPP da América Latina, e os 19% restantes no braço internacional da BRF, principalmente no Oriente Médio e na Ásia. Estimamos um EV/EBITDA ajustado e P/L implícito de 2021E de 6,7x e 12,4x, respectivamente, com um índice de alavancagem ajustado por IFRS16 e FIDC de 3,7x. Com base nas margens normalizadas, estimamos um EV/EBITDA combinado de 7,6x e um índice de alavancagem de 4,2x.

### **O histórico da Marfrig no negócio inclui uma performance mista na Seara**

Quando a Marfrig e a BRF anunciaram um MoU (memorando de entendimento) para uma possível fusão em 2019, escrevemos que o perfil da administração, as estimativas de sinergia e a referência dos acionistas eram os elos que faltavam. Agora que a combinação potencial está adotando uma abordagem diferente, acreditamos que o futuro da BRF deve se parecer mais com a maneira da Marfrig de fazer negócios. Nossa grande dúvida aqui é o que o Marfrig efetivamente traz para a mesa. Embora tenhamos preocupações sobre o plano de 10 anos recentemente revelado pela BRF, acreditamos que a administração em geral tem feito um bom trabalho tentando colocar a empresa de volta em foma. Nossas principais preocupações estão relacionadas à estrutura de capital e capacidade financeira da BRF para enfrentar uma concorrência cada vez mais acirrada. A participação minoritária da Marfrig não só contribui pouco para fortalecer a posição financeira da BRF, como também traz um misto em termos de histórico de execução nos negócios de suínos/aves/FPP. Seu mais recente empreendimento no segmento de FPP de consumo inclui a Seara, que sempre vimos como um desempenho misto.

## Marfrig vai se parecer mais com o JBS do que nunca: se preparando para uma batalha global em carne?

Tudo considerado, não podemos deixar de pensar em como será o Marfrig daqui para frente. O que é particularmente curioso para nós é que quando JBS e Marfrig começaram a se globalizar há muito tempo, ambos pareciam seguir uma estratégia muito semelhante: diversificar os negócios em proteínas e geografias para construir uma plataforma global de carnes. Embora a execução da JBS tenha permitido que ela sobrevivesse aos muitos choques que a empresa e o setor passaram, a Marfrig acabou tendo que voltar às origens da carne bovina antes que sua alavancagem corresse muito de seu patrimônio. Como a Marfrig aposta em um ciclo de margem estruturalmente mais forte nos Estados Unidos que lhe permita arcar com um investimento estimado de R\$ 4 a 5 bilhões na BRF, vemos que ela está disposta a participar do mercado global de proteínas da forma atualmente adotada por empresas como JBS e Tyson, entre outros.

## Permanecemos com rating Neutro em MRFG3 e BRFS3

Para a Marfrig, o fato de que a aquisição poderia significar pouco para sua alavancagem devido às fortes margens nos Estados Unidos (aumento de 0,5x no EBITDA dos últimos 12 meses) é uma boa notícia, pois significa que a Marfrig não está sacrificando seu balanço forte além da capacidade da empresa, ou pelo menos que continua muito confiante na sustentabilidade desses resultados. Dito isso, acreditamos que a falta de clareza estratégica quanto ao rumo que a empresa está tomando agora é um motivo de preocupação, o que pode parecer particularmente preocupante se as margens da carne bovina dos Estados Unidos logo começarem a se normalizar (como ainda acreditamos que ocorrerão). A Marfrig permanece uma tese binária sobre se será capaz de gerar caixa suficiente antes que isso aconteça. Quanto à BRF, apenas a possibilidade de uma nova rodada de disputa de acionistas e/ou mudanças estratégicas deve ser vista como negativa. Outra questão que surgirá é como os minoritários ficarão caso uma fusão aconteça.

Tabela 1: Dados financeiros implícitos e comparação com pares

R\$ milhões	BRF	Marfrig (pré-aquisição)	Marfrig + 24% BRF <sup>(1)</sup>	Merged Co (Marfrig + BRF) <sup>(1)</sup>	JBS	Tyson <sup>(5)</sup>
Market Cap <sup>(2)</sup>	18.203	13.721	13.721	31.924	75.560	153.059
Dívida Líquida Consolidada (2021E) <sup>(3)</sup>	20.292	15.263	25.277	40.652	51.104	49.332
EV	38.494	28.984	38.998	72.576	126.664	202.391
Receitas Consolidadas 2021E	44.913	67.793	78.675	112.706	302.109	233.701
EBITDA consolidado 2021E	4.754	7.185	8.337	11.939	26.790	23.304
Margem EBITDA consolidada 2021E	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	8,9%	10,0%
Lucro Líquido 2021E	154	2.510	2.451	2.567	8.835	11.140
Ajustes na Dívida Líquida da Marfrig <sup>(4)</sup>		(365)	(365)	(365)		
Ajustes no EBITDA da Marfrig <sup>(4)</sup>		(1.190)	(1.190)	(1.190)		
EV/EBITDA 2021	8,1	4,8	5,4	6,7	4,7	8,7
P/L 2021	118,2	5,5	5,6	12,4	8,6	13,7
Dívida Líquida / EBITDA 2021	4,3	2,5	3,5	3,7	1,9	2,1
EBITDA Ajustado de Meio de Ciclo	5.884	3.651	5.077	9.535	25.075	23.304
EV / EBITDA Ajustado de Meio de Ciclo	6,5	7,8	7,6	7,6	5,1	8,7
Dívida Líquida 2021 / EBITDA de Meio de Ciclo	3,4	4,1	4,9	4,2	2,0	2,1

Fonte: Empresa / BTG Pactual / (1) Assumindo a aquisição de 24,23% da BRF por R\$ 5 bilhões / (2) Valor de mercado médio de 30 dias para BRF e Marfrig / (3) Ajustando a dívida líquida da BRF e da Marfrig para IFRS-16 e FIDC / (4) Exclui 18,3% da dívida líquida e EBITDA da National Beef / (5) Consenso da Bloomberg; convertido com base em um câmbio médio de 5,2 BRL/USD

## 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)