

## BRF (BRFS3): Resultado do 2T21

### Opex mais baixo absorveu custos mais altos; EBITDA em linha; lucro por ação impactado por dívidas; Queima de caixa

A BRF reportou um conjunto decente de resultados no 2T21, considerando as circunstâncias. Os custos crescentes levaram a margem bruta a um baixo nível de 19,1% (-260p.b a/a, 130 bps abaixo de nosso número e o menor desde 2018), contudo mais economias de despesas com vendas, gerais e administrativas conseguiram preservar a margem EBITDA em 10,2%, em linha conosco e queda de apenas 110 bps a/a. O EBITDA recorrente (após o ajuste das provisões) ficou em linha com a nossa estimativa de R\$ 1,2 bilhão, 15% maior no comparativo anual. O prejuízo líquido de R\$ 199 milhões foi de fato uma decepção, arrastado por custos financeiros acima do esperado, uma vez que o endividamento continua alto. A queima de fluxo de caixa foi de R\$ 1,5 bilhão devido a maiores investimentos e necessidades de capital de giro. A dívida líquida/EBITDA IFRS-16 caiu para 3,5x, ajudado por um real mais forte t/t.

### Halal e ingredientes mais fortes compensados por margens mais fracas no Brasil e na Ásia

Os resultados no Brasil foram fracos. A participação de mercado continua diminuindo gradativamente, o preço e os volumes de produtos processados voltaram a apresentar desempenho inferior ao do principal concorrente, e as margens bruta de 18,2% e EBITDA de 8,5% foram as menores já registradas, perdendo apenas para quando os resultados foram atingidos pela greve dos caminhoneiros, com EBITDA 13% abaixo do esperado. A administração trouxe vários indicadores para mostrar que a BRF está progredindo bem em termos de gestão de categorias, inovação e qualidade de serviço, mas com impacto limitado no financeiro. Na Ásia, a margem EBITDA está convergindo para histórica à medida que o rebanho de suínos da China se normaliza. A boa notícia do trimestre veio da divisão Halal, que teve o maior EBITDA trimestral para R\$ 278 milhões (14% acima do nosso) com uma recuperação da margem, mediante melhora do preço petróleo, para 13,2%, graças à recuperação da demanda da Arábia Saudita e Turquia. A divisão de ingredientes também se destacou com margem de 23,6%, agora se mostrando recorrente.

### Reiteramos a Venda

A execução do BRF melhorou claramente nos últimos anos. Os KPIs de inovação e eficiência estão surgindo e a estratégia continua fazendo sentido para nós. Mas os spreads em queda impulsionados por uma inflação de custos (estrutural) sem precedentes, competição implacável no Brasil, uma demanda errática no exterior e um balanço patrimonial superalavancado continuam a reduzir nossas esperanças de uma história para a ação mais atraente. O plano de investimentos acelerados já parece restringido pelo alto endividamento, apenas 6 meses após ter sido anunciado. E ainda não conseguimos enxergar um EBITDA (consenso) de até R\$ 5,3 bilhões para 2021 como realista

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Henrique Brustolin

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

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

#### BRF SA (BRFS3)

Data	13/08/2021
Ticker	BRFS3
Rating	Venda
Preço Alvo (R\$)	25,0
Preço (R\$)	23,8
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	19.215,42
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	216,30

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	64,3x	33,8x
EV/EBITDA	7,9x	6,8x

#### Stock Performance:

Agosto (%) -7,2%

LTM (%) 13,6%



considerando a taxa de execução do 1S21. Valuation pouco atrativo com base em múltiplos apesar da recente retração do preço das ações. Continuamos vendedores.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	8,8	10,7	7,6	9,8	11,9
EV/EBITDA	10,1	6,9	7,9	6,8	5,9
P/L	23,8	12,9	64,3	33,8	21,6
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,0	1,1	1,6

  

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	33.448	39.470	45.042	46.663	49.556
EBITDA	4.433	5.096	4.802	5.661	6.498
Lucro Líquido	1.197	1.384	300	571	894
LPA (R\$)	1,48	1,71	0,37	0,71	1,11
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,27	0,37
Dívida Líquida/Caixa	-16.431	-17.237	-18.730	-19.035	-19.348

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\$ 23,90, em 12 de agosto de 2021.

Tabela 1: Revisão de resultados do 2T21 – BRF

DRE (R\$ milhões)	2T21A	2T21E	2T20	1T21	A/E	a/a	t/t
<b>Receita Líquida</b>	<b>11.637</b>	<b>11.576</b>	<b>9.104</b>	<b>10.592</b>	<b>0,5%</b>	<b>27,8%</b>	<b>9,9%</b>
CMV	(9.411)	(9.215)	(7.125)	(8.397)	2,1%	32,1%	12,1%
<b>= Lucro Bruto</b>	<b>2.226</b>	<b>2.361</b>	<b>1.979</b>	<b>2.195</b>	<b>-5,7%</b>	<b>12,5%</b>	<b>1,4%</b>
Despesas de Vendas	(1.544)	(1.649)	(1.340)	(1.436)	-6,4%	15,2%	7,5%
Desp. Gerais e Administrativas	(192)	(234)	(190)	(160)	-17,8%	1,2%	20,2%
+/- outros	91	(35)	139	29	n.m.	-34,7%	208,8%
<b>= EBIT</b>	<b>580</b>	<b>444</b>	<b>588</b>	<b>628</b>	<b>30,7%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-7,6%</b>
Depreciação	714	747	590	661	-4,4%	21,1%	7,9%
<b>= EBITDA</b>	<b>1.294</b>	<b>1.191</b>	<b>1.178</b>	<b>1.289</b>	<b>8,7%</b>	<b>9,9%</b>	<b>0,4%</b>
<b>= EBITDA (ajustado)</b>	<b>1.192</b>	<b>1.191</b>	<b>1.032</b>	<b>1.196</b>	<b>0,1%</b>	<b>15,5%</b>	<b>-0,4%</b>
Resultados Financeiros	(759)	(321)	(190)	(603)			
<b>= EBT</b>	<b>(179)</b>	<b>123</b>	<b>398</b>	<b>25</b>	<b>-246,0%</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>
<b>= Lucro Líquido</b>	<b>(199)</b>	<b>92</b>	<b>305</b>	<b>24</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>
<b>= Lucro Líquido ajustado</b>	<b>(153)</b>	<b>(26)</b>	<b>410</b>	<b>123</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>
Margem Bruta	19,1%	20,4%	21,7%	20,7%	-1,3p,p	-2,6p,p	-1,6p,p
Margem Operacional	5,0%	3,8%	6,5%	5,9%	1,2p,p	-1,5p,p	-0,9p,p
Margem EBITDA ajustada	10,2%	10,3%	11,3%	11,3%	0,0p,p	-1,1p,p	-1,1p,p
Margem Líquida ajustada	-1,3%	-0,2%	4,5%	1,2%	-1,1p,p	-5,8p,p	-2,5p,p

Fonte: Empresa e 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 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 o 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)