

BRF (BRFS3): Resultado do 3T21

EBITDA em linha; O prejuízo líquido e o FCF não são tão ruins quanto parecem; Alavancagem em 3,8x

A BRF reportou EBITDA ajustado em linha de R\$ 1,36 bilhão, com margem de 11% e vendas de R\$ 12,4 bilhões. Em suma, foi um trimestre decente, com margem bruta mais forte do que o esperado, mas com tendências opostas dependendo do segmento que você olhar. O prejuízo líquido de R\$ 277 milhões e a queima de caixa de R\$ 509 milhões teriam se transformado em um lucro de R\$ 76 milhões e um fluxo de caixa livre (FCF) de R\$ 270 milhões se ajustado pela marcação a mercado da opção de venda no MENA e pagamentos pela aquisição de ativos de alimentos para pet. A alavancagem líquida do IFRS16 aumentou para preocupantes 3,8x, embora ainda não tenha nenhuma contribuição para os resultados do capex recente.

Boa surpresa na margem bruta no Brasil; Pressão de margem prevaleceu no exterior

Os resultados no Brasil foram sólidos. A margem EBITDA de 13,7% e o EBITDA de R\$ 878 milhões foram 260 bps e 23% acima de nossas estimativas. A margem bruta melhorou 500 bps t/t para 23,2%, já que os preços aumentaram 8% t/t e os custos ficaram estáveis t/t. Infelizmente, a BRF decidiu parar de divulgar dados de participação de mercado, embora a queda de 3% a/a nos volumes de FPP sugira que eles foram negativos mais uma vez. No exterior, os resultados foram decepcionantes com uma margem EBITDA de 7,5%, a mais baixa desde 2018, impulsionada principalmente pela erosão dos preços na China à medida que os efeitos do ASF começam a desaparecer (a margem na Ásia foi de 5% de um pico de 30% no 1T20). Os resultados em "outros segmentos" também foram destaque após a incorporação de um mês de resultados de ativos adquiridos recentemente, reforçando o quão promissores eles parecem.

Alavancagem ainda um ponto de atenção, apesar de um melhor risco-retorno; Rating de Venda

A execução da BRF melhorou claramente nos últimos anos e a estratégia continua a fazer sentido para nós. Com o repasse da inflação do custo da ração ganhando impulso recentemente (especialmente com os preços da carne bovina subindo) e uma perspectiva mais benigna do custo dos grãos, acreditamos que as margens poderiam pelo menos se estabilizar a partir de agora ou até mesmo se recuperar, com o recente desempenho inferior dos preços das ações contribuindo para um melhor risco-retorno. Dito isso, a história da ação continua sendo uma decisão difícil para nós. O plano de investimentos já parece limitado pelo alto endividamento menos de um ano depois de ter sido anunciado. O aumento das taxas pode prejudicar ainda mais a conversão de caixa e os riscos associados à aquisição de uma participação de 33% pela Marfrig não podem ser ignorados. A BRF continua sendo uma história binária que dependerá de sua

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

BRF SA (BRFS3)

Data	11/11/2021
Ticker	BRFS3
Rating	Venda
Preço Alvo (R\$)	25,0
Preço (R\$)	23,1
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	18.690,48
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	207,68

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	62,2x	32,7x
EV/EBITDA	7,8x	6,7x

Stock Performance:

Novembro (%)	-0,5%
LTM (%)	18,0%



capacidade de desalavancagem. Planejamos atualizar em breve nossas estimativas.

Valuation	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	8,8	10,7	7,6	9,8	11,9
EV/EBITDA	10,1	6,9	7,8	6,7	5,9
P/L	23,8	12,9	62,2	32,7	20,9
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,0	1,2	1,6

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020	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\$ 23,12, em 10 de Novembro de 2021.

Tabela 1: Revisão de resultados do 3T21 – BRF

DRE (R\$ mi)	3T21	3T21E	3T20	2T21	A/E	a/a	t/t
Receita Líquida	12.390	12.139	9.942	11.637	2,1%	24,6%	6,5%
CPV	(9.765)	(9.838)	(7.598)	(9.411)	-0,7%	28,5%	3,8%
Lucro Bruto	2.625	2.300	2.344	2.226	14,1%	12,0%	17,9%
Despesas de Vendas	(1.651)	(1.493)	(1.370)	(1.549)	10,6%	20,5%	6,6%
Desp. Gerais & Adm.	(222)	(236)	(217)	(192)	-6,1%	2,3%	15,5%
Outros Operacionais	(22)	(36)	(13)	96	-39,6%	69,2%	n.m.
EBIT	730	535	744	580	36,5%	-2,0%	25,7%
Depreciação	681	790	612	714	-13,8%	11,3%	-4,7%
EBITDA	1.410	1.324	1.356	1.294	6,5%	4,0%	9,0%
EBITDA (ajustado)	1.367	1.324	1.317	1.192	3,2%	3,8%	14,7%
Resultados Financeiros	(985)	(629)	(436)	(759)			
EBT	(255)	(95)	308	(179)	169,4%	n.m.	42,6%
Lucro Líquido	(277)	(71)	217	(203)	289,6%	n.m.	36,5%
Lucro Líquido ajustado	(205)	25	135	(157)	n.m.	n.m.	30,8%
Margem Bruta	21,2%	19,0%	23,6%	19,1%	2,2p,p	-2,4p,p	2,1p,p
Margem Operacional	5,9%	4,4%	7,5%	5,0%	1,5p,p	-1,6p,p	0,9p,p
Margem EBITDA (ajustado)	11,0%	10,9%	13,2%	10,2%	0,1p,p	-2,2p,p	0,8p,p
Margem Líquida ajustada	-1,7%	0,2%	1,4%	-1,3%	-1,9p,p	-3,0p,p	-0,3p,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 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