

Análise de Empresas

Proteínas

Redução das estimativas; JBS é nossa principal recomendação

- O Bradesco BBI cortou os preços-alvo para refletir: i) taxas de desconto mais elevadas; ii) o impacto do menor crescimento econômico no consumo.
- No setor, a principal recomendação é a JBS, dado seu balanço mais forte e a exposição relativamente menor aos gargalos de exportação.
- A recomendação permanece de Compra para BRF, uma vez que seu valuation já reflete as preocupações com risco de liquidez e o impacto do menor crescimento econômico no segmento de alimentos processados.

Entre as empresas de proteína bovina, a preferência é por JBS em relação à Marfrig, em função do caixa relativamente mais forte e da menor exposição a gargalos na exportação, mitigando os riscos dos impactos do coronavírus. Além disso, a JBS possui potenciais direcionadores positivos mais claros, como um IPO nos Estados Unidos e M&As em alimentos processados, quando a situação do coronavírus começar a se normalizar. A recomendação para BRF também segue de Compra, uma vez que seu valuation atualmente está precificando riscos de liquidez e o menor crescimento esperado no segmento de alimentos processados.

Proteínas mais baratas como carne de porco e frango podem se sair melhor durante a crise, em comparação com carne bovina e alimentos processados. Foram reduzidas as estimativas de receita líquida para 2020 (em dólar) em 13,1 % para a BRF, em 10,1% para Marfrig e em 8,6% para JBS, para refletir o impacto da menor atividade econômica, assumindo uma demanda relativamente mais fraca por carne bovina e alimentos processados (que são mais caros), versus as carnes de frango e porco. Como referência, durante a última crise econômica no Brasil, de 2014 a 2016, a demanda por carne bovina caiu 3%, enquanto cresceu 1% para a carne suína e -1% para frango. Além disso, durante a última crise financeira global, de 2007 a 2009, a demanda mundial por carne bovina caiu 2%, enquanto cresceu 5% para frango e 7% para porco. Olhando entre as empresas, a divisão por receita de proteína é: i) frango: cerca de 40% para a BRF e 25% para a JBS; ii) carne de porco: 10% para BRF (retirando alimentos processados) e 15% para a JBS; e iii) carne bovina: 100% para a Marfrig e 60% para JBS.

Empresa	Recomendação	Preço-Alvo
JBSS3	COMPRA	28,00
BRFS3	COMPRA	22,00
MRFG3	NEUTRO	10,00

Empresa	Valor de Mercado ¹	ADTV ²	Último Preço
JBSS3	55886	438,00	20,97
BRFS3	12525	201,00	15,43
MRFG3	6393	186,00	9,12

¹ R\$ milhões; ² Volume médio diário R\$ (milhões)

Supondo que não haja impacto de paralisações e gargalos logísticos. Muitos países, incluindo o Brasil, considerando a produção de alimentos um serviço essencial, o que significa que a indústria deve ser bem protegida em relação ao impacto econômico do coronavírus. No entanto, é importante monitorar os riscos de paralisações/gargalos de volumes, uma vez que os volumes de contêineres nos oito maiores portos da China recuaram cerca de 20% em base anual durante fevereiro e espera-se que a produção de frango seja 10% abaixo da previsão inicial do USDA devido a interrupções no transporte de ração animal. Dito isto, gostamos que a JBS tem uma exposição doméstica relativamente maior (73% da receita total, versus 70% da Marfrig e 60% da BRF), o que mitiga os riscos de gargalos nas exportações. Além disso, Brasil e EUA tendem a ter excesso de produção de grãos (a China é um grande importador de soja), o que, em nossa opinião, reduz o risco de escassez de alimentos para os animais.

Analisando um teste de estresse, a JBS se destaca. Nestes momentos de maior incerteza, os investidores costumam procurar os ativos em melhor posição de liquidez, com recursos em caixa, que poderiam resistir a cenários extremos de paralisação/gargalo logístico. A JBS se destaca nesta frente, pois possui recursos suficientes para amortizar sua dívida até parte de 2025, contra meados de 2023 da Marfrig e meados de 2022 da BRF, de acordo com os dados do 4T19. Embora o balanço da BRF pareça mais frágil em comparação com seus pares, achamos pouco provável que as empresas de proteína da cobertura do BBI sejam impactadas suficientemente pelo coronavírus para causar problemas de liquidez.

Revisão de estimativas:

JBS R\$ milhões	2020			2021		
	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %
Receita Líquida	246,2	231,7	6.2%	250,3	229,2	9.2%
Ebitda	20,4	22,5	-9.3%	19,4	19,4	-0.1%
Margem Ebitda	8.3%	9.7%	-1,42p.p.	7.8%	8.5%	-0,73 p.p.
<i>Ebitda</i>	5,53	7,9	-29.8%	5,6	6,0	-7.3%

Fonte: JBS e Bradesco BBI

BRF R\$ milhões	2020			2021		
	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %
Receita Líquida	36,2	35,8	1.1%	36,8	36,4	1.0%
Ebitda	5,0	5,3	-5.1%	4,5	4,1	11.2%
Margem Ebitda	13.8%	14.7%	-90bps	12.3%	11.1%	113bps
<i>Ebitda</i>	-324,00	1,7	-119.2%	418,0	808,0	-48.2%

Fonte: BRF e Bradesco BBI

Marfrig R\$ milhões	2020			2021		
	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %
Receita Líquida	56,2	53,8	4.5%	58,6	51,8	13.3%
Ebitda	5,0	5,0	-0.7%	4,6	4,3	5.6%
Margem Ebitda	8.8%	9.3%	-46bps	7.8%	8.4%	-57bps
<i>Ebitda</i>	143,00	688,0	-79.3%	309,0	419,0	-26.3%

Fonte: Marfrig e Bradesco BBI

RESEARCH ÁGORA**José Francisco Cataldo Ferreira**

CNPI - Estrategista de Análise - Pessoas Físicas

Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

Maurício A. Camargo

CNPI-T - Analista Gráfico

Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

Maria Clara W. F. Negrão

CNPI - Analista de Investimentos

Luiza Mussi Tanus e Bastos

CNPI - Analista de Investimentos

José Eduardo Raffaelli

Assistente de Análise

DIRETOR RESPONSÁVEL

Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

Ligações Internacionais

+55 21 2529 0810

Disclaimer

Este relatório foi preparado pelas equipes de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("Ágora") bem como da Bradesco S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários ("Bradesco Corretora"), sociedades controladas pelo Banco Bradesco BBI S.A. ("BBI"). O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora e da Bradesco Corretora.

Este relatório é distribuído somente com o objetivo de fornecer informações e não representa uma oferta de compra e venda ou solicitação de compra e venda de qualquer instrumento financeiro. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação. Entretanto, as informações aqui contidas não representam por parte da Ágora ou da Bradesco Corretora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Instrução CVM 598/18:

O(s) analista(s) de investimento declara(m) que as opiniões contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora, à Bradesco Corretora, ao BBI e demais empresas do Grupo Bradesco.

A remuneração do(s) analista(s) de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora, Bradesco Corretora e BBI.

Declarações nos termos do art. 22 da Instrução CVM 598/18, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

O Banco Bradesco S.A. tem participação acionária indireta, por meio de suas subsidiárias, acima de 5% nas empresas Cielo S.A. e Fleury S.A.. A BRADESPAR S.A., cujo grupo controlador é composto pelos mesmos acionistas que controlam o Bradesco, tem participação acima de 5% na VALE S.A..

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI está participando como coordenador na oferta pública de distribuição da Eneva S.A., Estácio Participações S.A. e Companhia de Saneamento Básico de São Paulo - SABESP.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: AES Tiete Energia S.A., Aliance Sonae Shopping Centers S.A., Ânima Holding S.A. B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco BTG Pactual S.A., Banco Inter S.A.; C&A Modas S.A., CCR S.A., Cesp - Companhia Energética De São Paulo, Cielo S.A., Companhia Brasileira de Distribuição, Companhia De Locação Das Américas, CPFL Energia S.A., Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações., Eletropaulo Metropolitana Eletricidade De São Paulo S.A., Energisa S.A., Engie Brasil Energia S.A., Estacio Participações S.A., Fleury S.A., Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., Grupo SBF S.A., Hapvida Participações e Investimentos S.A., Helbor Empreendimentos S.A., IRB Brasil Resseguros S/A, JHSF Participações S.A., JSL S.A., Kroton Educacional S.A., Localiza Rent a Car S.A., LOG Commercial Properties e Participações S.A., LPS Brasil - Consultoria de Imóveis S.A., Magazine Luiza S.A., Marfrig Global Foods S.A., Marisa Lojas S.A., Minerva S.A., Movida Participações S.A., Multiplan Empreendimento Imobiliário S.A., Natura Cosméticos S.A., Notre Dame Intermédica Participações S.A., Petróleo Brasileiro S.A., Positivo Tecnologia S.A., Raia Drogasil S.A., Randon S.A. Implementos e Participações., Restoque Comércio e Confeccões de Roupas S.A., Rumo S.A., São Carlos Empreendimentos e Participações S.A., Suzano S.A., Trisul S.A. e Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S.A. - Usiminas.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Banco do Brasil S.A., Banco Inter S.A., BR Properties S.A., C&A Modas S.A., Camil Alimentos S.A., CSHG Logística - Fundo De Investimento Imobiliário - FII, CSHG Real Estate - Fundo De Investimento Imobiliário - FII, Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - SABESP., Companhia De Transmissão De Energia Elétrica Paulista (CTEEP), Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos E Participações, Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações., Direcional Engenharia S.A., Eneva S.A., Engie Brasil Energia S.A., Grupo SBF S.A., Green Towers - FII., Hapvida Participações e Investimentos S.A., HSI Malls - FII., Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A., JBS S.A., Klabin S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Linx S.A., Malls Brasil Plural Fundo de Investimento Imobiliário, Marfrig Global Foods S.A., MRV Parcerias e Participações S.A., Notre Dame Intermédica Participações S.A., Petróleo Brasileiro S.A., Petrobras Distribuidora S.A., São Martinho S.A., SDI Rio Bravo Renda Logística - FII., SLC Agrícola S.A., Transmissora Aliança De Energia Elétrica S.A. - TAESA, Vinci Logística - FII, Vinci Shopping Centers - FII; XP Malls Fdo Inv Imob FII e XP Log Fdo Inv Imob - FII.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da Alparcatas S.A. (ALPA4). Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34) e Helbor Empreendimentos S.A. (HBOR3).