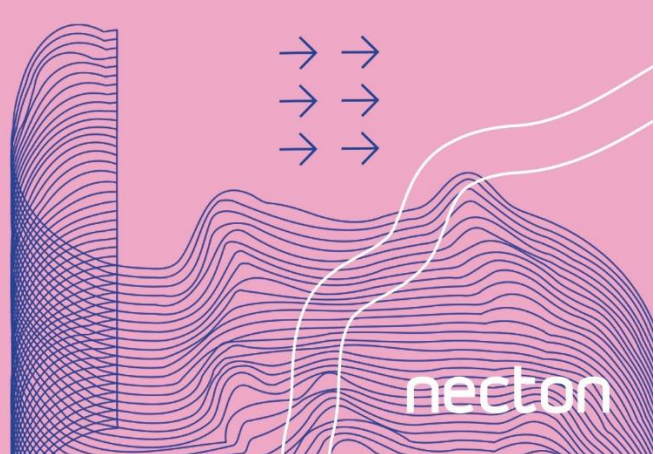


Fusão BRF & Marfrig

5 de junho de 2019



Sinergias ainda precisam ser mensuradas

No dia 30 de maio de 2019, a BRF e a Marfrig comunicaram ao mercado que assinaram um Memorando de Entendimentos a fim de avaliar uma potencial combinação dos negócios, que prevê um período de 90 dias, prorrogáveis por mais 30. No comunicado, a potencial fusão terá a BRF com 85% do capital da nova empresa e a Marfrig 15%, onde a avaliação das empresas será baseada na cotação diária, ponderada pelo volume, dos últimos 45 dias anteriores ao comunicado do dia 30/05/2019.

Vale lembrar que não existe, no entanto, nenhuma estrutura societária definida, podendo ser criada uma nova sociedade e que ambos os conselhos de administração precisam aprovar as medidas que serão propostas após este período de *due dilligence*.

A dúvida que permanece no mercado é sobre a capacidade de geração de sinergias que ambos os negócios poderão conseguir na potencial fusão. Visamos, neste relatório, entender os aspectos positivos e negativos para a BRF, já que ela é a principal envolvida no negócio.

Em relação aos pontos positivos, a empresa alega:

- **Redução de riscos setoriais** com o ingresso da carne bovina e de alimentos *in natura*, uma vez que a BRF foca em aves e suínos e de maneira processada.
- **Redução de riscos geográficos**, uma vez que a Marfrig tem maior presença nos EUA, após a aquisição do controle da National Beef.
- **Incremento no *food services***: com a carne bovina em seu portfólio, companhia trará solução completa em proteína para bares e restaurantes, segmento até então menos priorizado na BRF.
- **Escalabilidade via melhor uso dos canais de distribuição**. Segundo a BRF, o Oriente Médio pode ser um forte comprador de carne bovina, mercado ainda pouco explorado pela Marfrig, mas bem utilizado pela BRF.
- **Desalavancagem financeira e redução do custo de capital**. Como a Marfrig tem um endividamento líquido muito menor e um EBITDA 12 meses muito parecido com a BRF, a combinação dos negócios levaria a uma redução da alavancagem, um dos principais focos estratégicos da BRF. Consequentemente, espera-se que o custo de capital da fusão se reduza.

Dados Financeiros 1

R\$ Milhões	Market Cap	Receita	EBITDA	Mg EBITDA	Lucro Líquido	Mg Líquida
BRF	22.798	30.517	2.679	8,8%	5.375	-17,6%
Marfrig	4.200	36.848	2.996	8,1%	1.602	4,3%
Fusão	26.998	67.365	5.675	8,4%	3.773	-5,6%
JBS	60.387	186.267	15.253	8,2%	611	0,3%
Tyson Foods (EUA)	111.197	157.137	15.209	9,7%	7.937	5,1%

Fonte: Bloomberg.

Glauco Legat, CFA | Analista-Chefe
glauco.legat@necton.com.br

Álvaro Frasson | Analista
alvaro.frasson@necton.com.br

**Dados Financeiros 2**

R\$ Milhões	Dívida Líquida	Pat. Líquido	% Capital 3ºs	Div Líq./EBITDA	P/VPA	EV/EBITDA
BRF	16.498	7.532	68,7%	6,2x	3,0x	14,7x
Marfrig	8.047	4.012	66,7%	2,7x	1,0x	4,1x
Fusão	24.545	11.543	68,0%	4,3x	2,3x	9,1x
JBS	47.218	27.946	62,8%	3,1x	2,2x	7,1x
Tyson Foods (EUA)	37.089	49.479	42,8%	2,4x	2,2x	9,7x

Fonte: Bloomberg.

No entanto, o mercado tem se mostrado um pouco confuso com esta fusão pelos seguintes aspectos:

- Nos últimos anos, a BRF tem se esforçado para um plano de desinvestimentos e foco no *core business* como ferramentas de desalavancagem da empresa. Como exemplo, vale lembrar que, recentemente, **a BRF vendeu a QuickFood (líder na produção de alimentos derivados e carne bovina na Argentina) justamente para a Marfrig.** Ou seja, com a potencial fusão a BRF estaria tomando de volta um ativo que vendeu há menos de 6 meses.
- A potencial desalavancagem financeira será menor, pois quando a Marfrig comprou 51% da National Beef, ela deu aos outros 49% uma *put* de que, caso o controle da companhia fosse alterado, ela precisaria pagar cerca de US\$ 1 bilhão aos minoritários, incrementando a dívida da fusão.
- O *call* de sinergia não está claro, justamente porque a fusão vai de encontro com os movimentos recentes de ambas as companhias. Em 20 agosto de 2018, a Marfrig vendeu a Keystone para a Tyson Foods, comentando que “a estratégia está em linha com o foco em crescimento em bovinos, incluindo a recente aquisição da National Beef Packing Company”. Do outro lado, a venda da QuickFood pela BRF (comentada acima), teve o mesmo discurso de foco em alimentos processados de frangos e suínos.

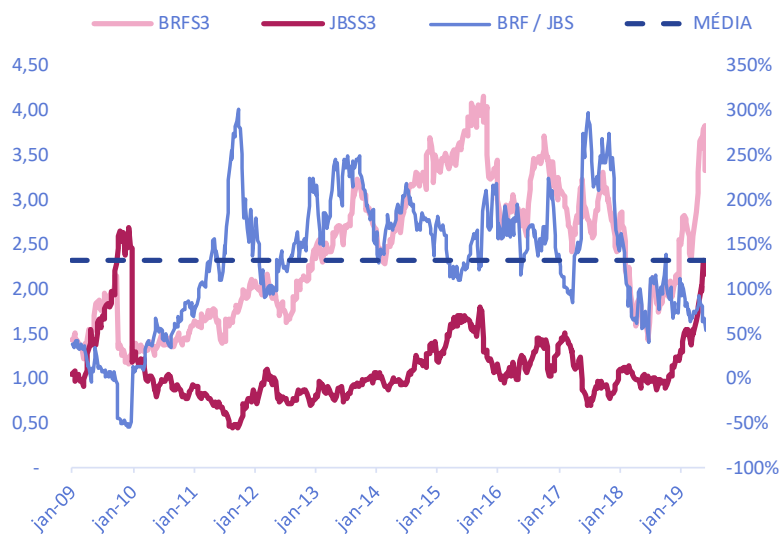
Portanto, entendemos que o atual movimento precisa ser melhor esclarecido por ambas as companhias, ainda que sinergias básicas de SG&A (despesas com vendas, gerais e administrativas) provavelmente darão algum ganho de margem. Acreditamos que a atual desconfiança do mercado reside na mudança brusca de estratégia de BRF e Marfrig: enquanto nos últimos 12 meses o discurso era de simplificação das operações e foco em *core business*, agora a estratégia é ampliar portfólio e redução de riscos setoriais e geográficos.

É preciso ver, na prática, se a mudança de direção faz sentido financeiro. Entendemos que a fusão cria um negócio mais robusto, mas é fundamental esclarecer como este caminho será traçado até as sinergias se efetivarem em uma nova empresa grande, escalável, menos alavancada e com margens melhores. Não é exagero lembrar que no passado, a fusão entre Sadia e Perdigão gerou grandes turbulências no processo de consolidação da BRF. Esperamos, portanto, que o aprendizado se materialize neste novo processo. Até lá, aguardamos maiores esclarecimentos.



INDICADORES DE MERCADO

Preço / Valor Patrimonial e Relação com JBS

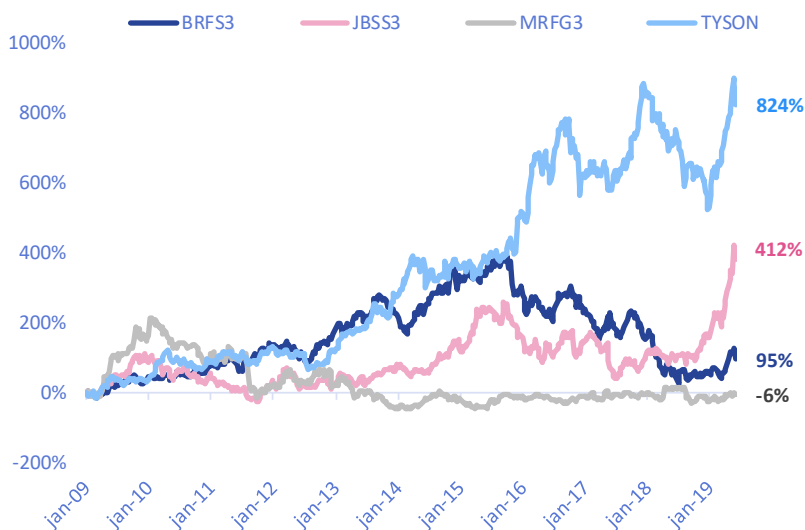


Fonte: Bloomberg.

Comparando o múltiplo P/VPA da BRF com a JBS, vemos que a relação entre os múltiplos está no menor nível dos últimos 8 anos, refletindo os problemas administrativos da BRF e que, apesar dos percalços políticos dos Irmãos Batista, a JBS conseguiu resolver e gerar maior lucratividade que seu par na bolsa brasileira.

Isto se reflete, também, na valorização das ações das companhias do setor de proteína animal. A americana Tyson Foods lidera com mais de 820% em 10 anos, seguida pela JBS com metade da valorização. A BRF ainda dobrou de valor, mas a Marfrig ainda está no negativo em 10 anos.

Valorização das Ações | 2009-2019



Fonte: Bloomberg.



Disclaimer

Este relatório foi elaborado pela Necton Investimentos S.A. CVMC (“Necton”), para uso exclusivo e intransferível do seu destinatário, não podendo ser reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem expressa autorização da Necton. Sua distribuição tem caráter informativo e não representa, em nenhuma hipótese, oferta de compra e venda ou solicitação de compra e venda de qualquer ativo, mas tão somente, a (s) opinião (ões) do (s) analista (s) emissor (es) do referido relatório. As informações contidas foram elaboradas a partir de fontes públicas e consideramos fidedignas, mas não representam por parte da Necton garantia de exatidão das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade das mesmas e não devem ser consideradas como tais. Além disso, as informações, opiniões, estimativas e projeções contidas referem-se à data presente e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento e a situação financeira de cada investidor, sendo o destinatário responsável por suas próprias conclusões e estratégias de investimentos. Investimentos em ações e outros valores mobiliários apresentam riscos elevados e a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Nos termos do artigo 21 da Instrução CVM nº 598/2018, o (s) analista (s) de investimento (s) responsável (is) pela elaboração deste relatório declara (m) que as análises e recomendações aqui contidas refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais e foram realizadas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Necton.

SAC

São Paulo (11) 2142-0409 • (11) 3292-1319 ou
(11) 3292-1314 • atendimento@necton.com.br

Ouvidoria

0800 72 77 764
ouvidoria@necton.com.br

The Necton logo is displayed in a bold, blue, sans-serif font. It is positioned in the bottom right corner of the page, above a decorative background of light blue and white wavy lines.