

20 de julio de 2023

**Resumen financiero**

Precio ADR	USD 1,84
Rendimiento esperado (base)	+6% USD
Capitalización Bursátil (M de USD)	3.126,5
Valuación Compañía (M de USD)	6.793,0
Beta vs. S&P 500	1,65
Precio Máx. (52 sem.)	USD 3,42
Precio Mín. (52 sem.)	USD 1,06
Variación (YTD en USD)	+19,3%

**Múltiplos de valuación**

	2021	2022	2023e	2024e
EV/EBITDA	6,8	9,5	8,3	6,2
P/E	34,3	-	-	-
PBV	2,0	0,8	1,7	1,7
P/S	0,4	0,2	0,3	0,3

**Indicadores financieros (en M de USD)**

	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos	8.958,0	10.421,0	11.323,0	11.935,0
Crec. YoY		16,3%	8,7%	5,4%
Res oper.	557,0	-27,0	274,6	560,5
Crec. YoY		-	-	104,1%
EBITDA	1.065,9	553,1	819,1	1.105,0
Crec. YoY		-48,1%	48,1%	34,9%
Res neto	95,7	-598,9	-289,0	-77,8
Crec. YoY		-	-	-

**Márgenes y ratios de rentabilidad**

	2021	2022	2023e	2024e
Margen bruto	20,0%	15,1%	16,7%	18,2%
Margen operativo	6,2%	-0,3%	2,4%	4,7%
Margen neto	1,1%	-5,7%	-2,6%	-0,7%
Margen EBITDA	11,9%	5,3%	7,2%	9,3%
ROE	0,3%	-31,4%	-14,2%	-4,2%
ROA	0,1%	-5,4%	-2,6%	-0,7%

**Ratios de deuda**

	2021	2022	2023e	2024e
Deuda Neta/EBITDA	3,7x	6,4x	4,5x	3,4x
Deuda Neta/PN	241,1%	163,5%	193,8%	207,4%

**RESUMEN EJECUTIVO**

**Recomendamos MANTENER la acción de BRF S.A. (BRFS) con un precio objetivo de USD 1,95, con un *upside* de +6% en dólares a 12 meses como escenario más probable.**

En el 1ºT23, BRF informó ingresos de BRL 13.178 M (+9% YoY), pero cayeron un 10,8% QoQ, principalmente explicada por la caída en el precio de exportación de carne de pollo y cerdo en los mercados internacionales.

La compañía registró un EBITDA ajustado de BRL 607 M, pero incluye BRL 78 M de la venta de un activo no esencial. Además, BRF decidió cambiar el alcance de su informe de EBITDA, que ahora incluye créditos fiscales que ascendieron a BRL 31 M en el trimestre. Con estas modificaciones, el EBITDA habría sido de BRL 498 M con un margen del 3,8% sobre ventas de BRL 13,2 Bn.

La pérdida neta ascendió a BRL 1 Bn (casi el doble de lo que esperaba el mercado), impactada en gran medida por gastos financieros por encima de lo esperado.

BRF informó un consumo de efectivo de BRL 910 M en el trimestre. Curiosamente, para un trimestre estacionalmente desfavorable, habría sido peor si no fuera por una liberación de capital de trabajo de BRL 265 M, impulsada principalmente por cuentas a cobrar más bajas de clientes nacionales e inventarios de materias primas.

Gracias a un mayor EBITDA interanual, la relación de apalancamiento neto se redujo a 4,5x (desde 4,8x en el trimestre anterior), o 4,3x si se considera el nuevo informe de EBITDA de la empresa.

Al analizar cada segmento, los resultados en Brasil siguen siendo el único punto destacado en el trimestre, con un margen de EBITDA del 8% (50 puntos básicos mejor a lo esperado) con un EBITDA de BRL 513 m. BRF aparentemente siguió avanzando en cuanto a la cuota de mercado, aunque no proporcionó un desglose de volumen para el segmento de Pollo y Pavo fresco (FPP), mientras que los precios aumentaron un 4,2% QoQ.

El exceso de oferta mundial de aves de corral continuó afectando los márgenes de exportación, que fueron del -1,7% (EBITDA) con un EBITDA negativo de BRL 106 M. BRF también dejó de divulgar los resultados internacionales por geografía.

**Perspectivas 2023 y 2024**

Proyectamos que BRF finalizaría el año 2023 con una suba en sus ingresos de 8,7% en dólares, producto de la suba en los precios del cerdo y el pollo a nivel global. Para este año, estimamos que el margen bruto suba a 16,7% desde el 15,1% del año previo. A su vez, calculamos una suba del resultado operativo a USD 274 M, con su margen operativo ubicándose en 2,4%.

La deuda financiera neta como proporción del patrimonio aumentaría a 193,8% en 2023 respecto a la cifra observada en 2022 (163,5%). Asimismo, es una cifra significativamente menor a la observada en 2021 (241,1%) ante las expectativas de una disminución de su patrimonio neto y aumento de su deuda. Para 2024 estimamos una suba de los ingresos en dólares de 5,4%, mientras se prevé que la cotización internacional de los commodities agrícolas modere la suba.

### Descripción de BRF

Brasil Foods (BRF) es una empresa multinacional con base en Brasil, que opera en el sector agroindustrial. BRF se originó en el 2009 a partir de la fusión entre Perdigão, establecida en 1934 y Sadia, establecida en 1944, convirtiéndose en una de las empresas de alimentos más importantes de Brasil.

Las operaciones de BRF están concentradas principalmente en Brasil donde cuenta con un elevado número de empleados, plantas de producción y centros de distribución. BRF es una de las líderes en la industria de proteínas en el país y la principal exportadora de carne de aves.

Internacionalmente BRF está presente en países de Centro y Sur América, países de Medio Oriente donde se posiciona como la líder del mercado de proteínas y también en números países de Asia y de África.

### Segmentación de ventas por unidad de negocio

En base a las ventas reportadas el 1ºT23 que totalizaron BRL 13.178 M, observamos la segmentación por producto de las mismas.

- Aves de corral: BRL 5.574 M | (42,3%)
- Cerdo: BRL 989 M | (7,5%)
- Productos procesados: BRL 5.811 M | (44,1%)
- Otros: BRL 804 M | (6,1%)

### Segmentación geográfica de las ventas

En base a las ventas reportadas el 1ºT23 observamos la distribución geográfica de las mismas.

- Brasil: BRL 6.418 M | (48,7%)
- Internacional: BRL 6.129 M | (46,5%)
- Otros segmentos e ingredientes: BRL 630 M | (4,8%)

### Desempeño 1ºT23

En el 1ºT23, los ingresos cayeron un 10,8% QoQ, principalmente explicada por el efecto conmemorativo que impulsó los resultados del 4ºT22 y por la caída en el precio de exportación de carne de pollo y cerdo en los mercados internacionales.

En comparación con el 4ºT22, se observa cierta estabilidad en el costo unitario, con una pequeña ganancia del 0,1%, principalmente explicada por el precio de los granos. El aumento del 1,6% en los precios del maíz y del 4,3% en los precios de la harina de soja fue compensado por una reducción del 8,1% en el aceite de soja y una reducción del 4,8% en los granos de soja.

En comparación con el mismo trimestre del año anterior, el costo unitario aumentó 2,4% a pesar de la caída en los precios del maíz, aceite de soja y granos de soja (-7,7% YoY, -17,9% YoY y -1.7% YoY, respectivamente), explicado por: i) un aumento del 9,7% YoY en la harina de soja; ii) aumento en el costo de la mano de obra (Inflación interanual alcanzó un 4,4% en marzo); iii) aumento en los precios de los combustibles y del flete marítimo, lo que afectó los costos de transporte; y iv) efectos inflacionarios en bienes y servicios, con un Índice Nacional de Precios al Consumidor Ampliado (IPCA) del +4,65%.

El resultado financiero registró una pérdida -BRL 860 M profundizando la performance negativa al compararlo con los -BRL 774 M del 1ºT22 y que los -BRL 602 M vistos en el 4ºT22. En ese sentido, los ingresos financieros disminuyeron debido a los intereses más bajos en la posición de liquidez debido al menor saldo en inversiones en moneda local, parcialmente compensado por la tasa de interés más alta observada en el período.

La Compañía tiene activos y pasivos financieros denominados en monedas extranjeras, cuyas variaciones cambiarias afectan el resultado financiero. La Compañía tiene instrumentos financieros derivados para cubrir esta exposición neta del balance cambiario. En el 1ºT23, el impacto de las variaciones en los tipos de cambio en los activos y pasivos monetarios, incluida la variación en las tasas de cambio de los derivados para proteger la exposición del balance cambiario, ascendió a BRL 34 M.

El monto de los intereses y el valor justo de estos derivados ascendieron a -BRL 137 M. Finalmente, se reconocieron ganancias monetarias de BRL 84 M debido al impacto relacionado con la hiperinflación de operaciones en Turquía.

La Compañía registró una pérdida de -BRL 1,024 M en el 1ºT23, principalmente explicada por i) el rendimiento del resultado operativo, afectado principalmente por la caída en el precio del pollo in natura en los mercados internacionales, y ii) los gastos financieros netos por BRL 860 M. En este trimestre, el resultado neto consolidado, excluyendo los efectos de la hiperinflación en Turquía, fue una pérdida de -BRL 1,053 M.

El EBITDA ajustado reportado fue de BRL 607 M. Sin embargo, esto incluye BRL 78 M de la venta de un activo no esencial. BRF también decidió cambiar el alcance de su informe de EBITDA, que ahora incluye créditos fiscales que ascendieron a BRL 31 M en el trimestre. Con estos ajustes, el EBITDA recurrente habría sido de BRL 498 M, con un margen del 3,8% sobre ventas de BRL 13,2 Bn.

La expansión del flujo de caja operativo, combinada con menores inversiones en capital (capex), proporcionó un aumento en el flujo de caja libre excluyendo efectos de cambio, que cerró el trimestre en BRL 764 M en comparación con el mismo período del año anterior.

Con el fin de fortalecer la posición de liquidez de la Compañía, los préstamos en el trimestre totalizaron BRL 1,78 Bn en líneas bilaterales, mientras que los pagos ascendieron a BRL 436 M. El plazo promedio de la deuda terminó el 1ºT23 en 7,4 años, lo que representa una reducción de 0,6 años en comparación con el 4ºT22.

La deuda neta totalizó BRL 15.295 M en el 1ºT23, lo que representa un aumento de BRL 697 M en comparación al 4ºT22. El apalancamiento neto de la Compañía, medido por la relación entre la deuda neta y el EBITDA ajustado de los últimos doce meses, alcanzó 3,35 veces en el 1ºT23, frente a 3,55 veces en el 4ºT22 (el apalancamiento equivalente en USD alcanzó 3,49 veces en el 1ºT23 frente a 3,48 veces en el 4ºT22).

#### RESULTADOS FINANCIEROS 1ºT23 en M de USD

	1ºT23	4ºT22	1ºT22	Variación %	
				1ºT23/4ºT22	1ºT23/1ºT22
Ingresos por Ventas	2.538	2.808	2.306	-9,6	10,1
Resultado bruto	322	464	213	-30,5	51,2
Resultado operativo	-51	48	-100	-	-
Ganancia o pérdida neta	-197	-182	-303	8,5	-34,9
Flujo Libre de Efectivo	-198	-13	-779	-	-
EBITDA	116	92	29	26,4	299,7
Deuda Bruta	4.875	4.473	4.739	9,0	2,9
Deuda Neta	3.021	2.762	2.656	9,4	13,7
Deuda Neta/EBITDA	3,35x	3,55x	2,76x	-	-

Fuente: BRF SA

### Contexto Mercado de carnes

Según la OCDE, se estima que la producción mundial de carne creció un 1% a 347 millones de toneladas (Mt) en 2022. Varios factores limitaron el crecimiento, incluidas las enfermedades animales, los costos de insumos altos y crecientes y los fenómenos meteorológicos extremos.

La expansión fue impulsada principalmente por una mayor producción en Asia, específicamente un aumento en la producción de carne de cerdo en China por segundo año. En América del Norte y del Sur, la producción se mantuvo relativamente estable, mientras que disminuyó en Europa y Oceanía.

En general, la rentabilidad de la industria mejoró un poco hacia fines de 2022 a medida que disminuyó el costo de insumos como la energía, la alimentación animal y los fertilizantes. Sin embargo, las interrupciones debidas a enfermedades animales continúan afectando la producción de carne en muchos países productores grandes, con las consiguientes restricciones comerciales.

En 2022, las exportaciones mundiales de carne disminuyeron un 3% a 40 Mt, principalmente debido a la escasez de producción y una mayor demanda interna en los principales países exportadores, incluidos Brasil, Canadá, la Unión Europea, Estados Unidos y Nueva Zelanda.

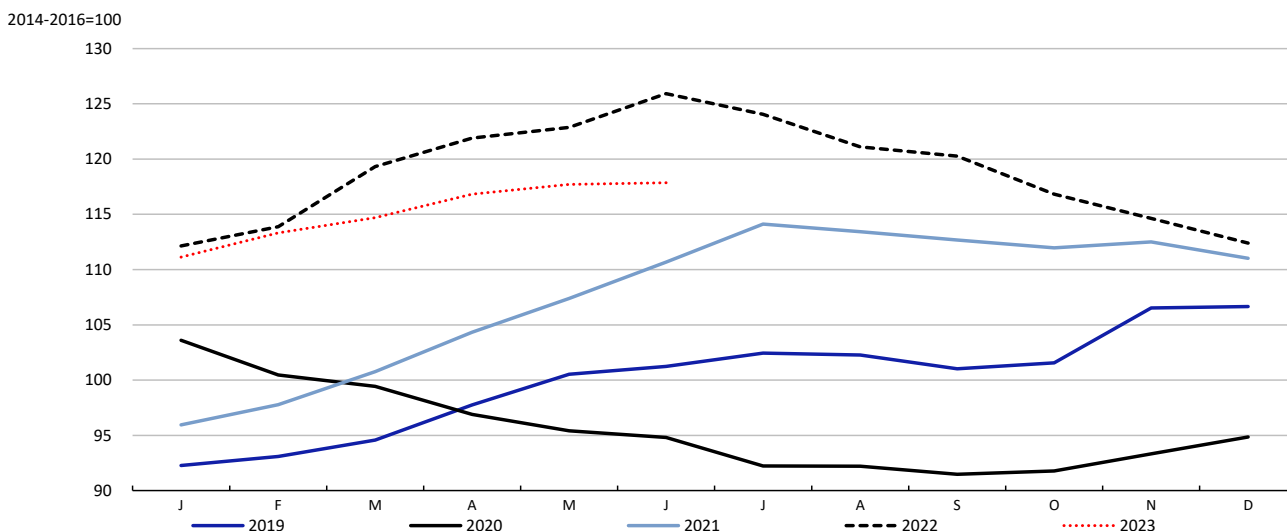
Además, las importaciones de carne de cerdo en las regiones en recuperación de la peste porcina africana también se contrajeron a medida que se recuperaban los suministros internos. Sin embargo, algunos países, incluidos Australia, China, India, Tailandia y Turquía, experimentaron un aumento interanual en las exportaciones de carne.

Con menores suministros de exportación, el índice de precios de la carne de la FAO aumentó a un promedio de 118,8 en 2022, un aumento del 10% con respecto al año anterior. A pesar de este incremento, la relación entre los precios de la carne y el pienso se mantuvo baja, lo que redujo la rentabilidad de las operaciones ganaderas intensivas en cereales forrajeros al comienzo del período de las Perspectivas.

Desde que alcanzaron un máximo histórico en junio de 2022, los precios internacionales de la carne han tenido una tendencia a la baja en la segunda mitad del año pasado, lo que refleja una mayor disponibilidad exportable en algunos de los principales países exportadores en medio de una menor demanda de importación de suministros al contado.

Sin embargo, el índice de precios de la carne de la FAO se recuperó a partir de febrero de 2023, impulsado principalmente por los precios de la carne de cerdo y bovino en medio de limitaciones de oferta y, más recientemente, por el aumento de los precios de la carne de aves debido a la alta demanda.

### ÍNDICE DE PRECIO DE LA CARNE DE LA FAO: últimos años meses (en puntos)



Fuente: FAO

Se pronostica que la producción mundial total de carne en 2023 aumentará marginalmente a 364 Mt (+4,9% YoY), principalmente impulsada por un aumento anticipado en la producción mundial de carne de aves de corral, que se pronostica que aumentará más en volumen, facilitado por una mayor demanda de la industria alimentaria, sector de servicios y su atractivo general como un tipo de carne relativamente asequible, a pesar de los brotes generalizados del virus de la influenza aviar altamente patógena y los precios elevados de los alimentos.

Por el contrario, se espera que la producción mundial de carne de cerdo caiga ligeramente (-0,5%) a 121,7 Mt, principalmente respaldada por una fuerte caída en la producción en Europa debido al impacto continuo del virus de la peste porcina africana, márgenes de producción más débiles y una demanda interna algo menor. También se pronostica que la producción mundial de carne de bovino caerá marginalmente debido a la disminución de los inventarios de ganado, los altos costos de alimentación, la escasez de forraje y el menor peso de la canal en varias de las principales regiones productoras, a pesar de algunos aumentos en otros lugares.

Se prevé que el comercio mundial de carne y productos cárnicos alcance los 42 Mt (equivalente en peso en canal) en 2023, solo ligeramente por encima del nivel de 2022. Este ligero crecimiento está respaldado por las expectativas de expansión de las importaciones junto con mayores ventas de servicios de alimentos, particularmente en China, tras el fin de las restricciones del país relacionadas con la pandemia de COVID-19.

Sin embargo, las crecientes disponibilidades de fuentes internas y el menor poder adquisitivo de los consumidores en medio de los altos precios de los alimentos y las recesiones económicas podrían conducir a una disminución de las importaciones en la mayoría de los países importadores de carne, compensando parcialmente los aumentos previstos.

Es probable que gran parte de la mayor demanda esperada sea abastecida por Brasil y Australia, facilitada por la alta disponibilidad de suministros exportables, el estado libre de enfermedades y los precios competitivos.

A nivel mundial, se proyecta que el consumo de carne de ave, carne de cerdo, res y carne de ovino crezca un 15%, 11%, 10% y 15% respectivamente para 2032. Se espera que la carne de ave represente el 41 % de las proteínas consumidas de todas las fuentes de carne en 2032, seguido de la carne de cerdo, bovino y ovino.

Se espera que el crecimiento general en el volumen de consumo de carne, además de Estados Unidos, Brasil y China, sea mayor en los países de bajos ingresos, especialmente India, Pakistán, Filipinas, Vietnam y la región subsahariana de África.

### Perspectivas operativas 2023 y 2024

Proyectamos que BRF finalizaría el año 2023 con una suba en sus ingresos de 8,7% en dólares, producto de la suba en los precios del cerdo y el pollo a nivel global.

Para este año, estimamos que el margen bruto suba a 16,7% desde el 15,1% del año previo. A su vez, calculamos una suba del resultado operativo a USD 274 M, con su margen operativo ubicándose en 2,4%.

Se espera que el resultado financiero permanezca en valores negativos pero que no afectarían significativamente al resultado antes de impuestos. El margen neto mostraría una caída a -2,6% en 2023 desde el -5,7% de 2022.

Esperamos que el EBITDA registre un aumento respecto a 2022, por lo que el margen EBITDA se ubicaría en 7,2% en 2023 desde el 5,3% visto en 2022.

Sin embargo, no podemos estimar un Price-to-Earnings (PE) *forward* 12M para este año producto de las pérdidas esperadas, partiendo de la performance negativa del año previo.

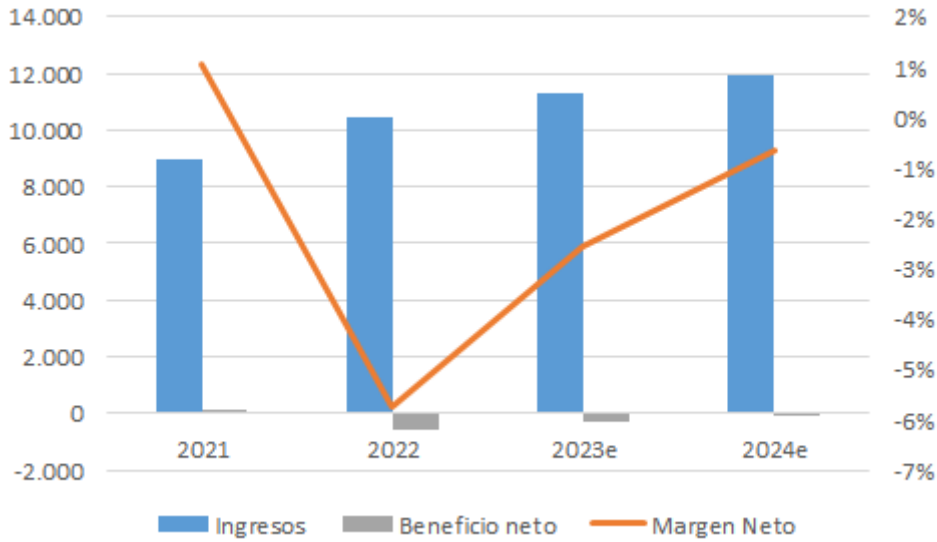
Su ROE y ROA registrarían valores negativos, pero por encima de los registrados el año pasado, finalizando 2023 en torno a 14,2% y -2,6% respectivamente.

La deuda financiera neta como proporción del patrimonio aumentaría a 193,8% en 2023 respecto a la cifra observada en 2022 (163,5%). Asimismo, es una cifra significativamente menor a la observada en 2021 (241,1%) ante las expectativas de una disminución de su patrimonio neto y aumento de su deuda.

La deuda financiera neta en función del EBITDA también mostraría una disminución, ubicándose en torno a 4,5x a fines de 2023. La misma registraría una caída a 3,4x para 2024, lo que daría cuenta de una mejoría en la de dificultad para administrar sus pasivos a futuro.

Se espera que el apalancamiento se mantenga elevado, ya que el capital equivaldría al 17,3% del activo en 2023 y 16,8% en 2024.

## BRF (BRFS US): evolución del ingreso, beneficio y margen neto



Fuente: elaborado en base a información pública de la empresa y proyecciones propias

Para 2024 estimamos una suba de los ingresos en dólares de 5,4%, mientras se prevé que la cotización internacional de los commodities agrícolas modere la suba.

Por su parte, proyectamos una expansión del margen bruto a 18,2%, mientras que su margen operativo se ubicaría en torno a 4,7%, el margen neto aumentaría a -0,7% y el margen EBITDA estaría en 9,3%. Sin embargo, no podemos estimar un PE *forward* 2024 ante las expectativas que se reduzcan las pérdidas, pero no se genere ganancias.

### Gráfico de precio histórico

El precio de la acción de BRF se encuentra cotizando por encima de sus medias móviles de 50 y 200 ruedas. Marcando una tendencia alcista a partir de abril de 2023, al tiempo que la acción pasó de USD 1,17 a USD 1,84 marcando un crecimiento de 57,3%.

En lo que va de 2023 la acción ha ganado 19,3%. Sin embargo, si evaluamos a partir del máximo registrado en el último mes de USD 2,10, el rendimiento de la acción ha caído cerca de 12%.

### BRF (BRFS US): últimos 12 meses, precio en USD. MA de 50 y 200 ruedas



Fuente: Trading View

## ESTADO DE RESULTADOS: en M de USD

	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos por ventas	8.958,0	10.421,0	11.323,0	11.935,0
Costo de ventas	-7.162,0	-8.846,0	-9.432,0	-9.760,4
<b>Resultado bruto</b>	<b>1.796,0</b>	<b>1.575,0</b>	<b>1.891,0</b>	<b>2.174,7</b>
Gastos operativos	-1.239,0	-1.602,0	-1.616,4	-1.614,2
Otros ingresos operativos				
<b>Resultado operativo</b>	<b>557,0</b>	<b>-27,0</b>	<b>274,6</b>	<b>560,5</b>
Resultado financiero neto	-563,5	-516,5	-565,6	-494,2
<b>Resultado antes de impuesto</b>	<b>-6,5</b>	<b>-543,5</b>	<b>-291,0</b>	<b>66,2</b>
Impuesto a las ganancias	102,2	-55,4	2,0	-144,0
<b>Ganancia o pérdida neta</b>	<b>95,7</b>	<b>-598,9</b>	<b>-289,0</b>	<b>-77,8</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1.065,9</b>	<b>553,1</b>	<b>819,1</b>	<b>1.105,0</b>
Deuda financiera	5.406,1	5.140,3	5.397,3	5.667,2
Efectivo y equivalentes	1.457,0	1.573,5	1.730,9	1.903,9
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>3.949,1</b>	<b>3.566,8</b>	<b>3.666,5</b>	<b>3.763,2</b>
<b>Deuda neta/EBITDA</b>	<b>3,7x</b>	<b>6,4x</b>	<b>4,5x</b>	<b>3,4x</b>
<b>Deuda neta/patrimonio</b>	<b>241,1%</b>	<b>163,5%</b>	<b>193,8%</b>	<b>207,4%</b>
<b>Activo total</b>	<b>10.818,5</b>	<b>11.196,0</b>	<b>10.907,0</b>	<b>10.829,2</b>
<b>Pasivo total</b>	<b>9.180,8</b>	<b>9.015,0</b>	<b>9.015,0</b>	<b>9.015,0</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>1.637,7</b>	<b>2.181,0</b>	<b>1.892,0</b>	<b>1.814,2</b>
<b>Relación Patrimonio/Activo</b>	<b>15,1%</b>	<b>19,5%</b>	<b>17,3%</b>	<b>16,8%</b>
<b>Capitalización bursátil</b>	<b>3.284,3</b>	<b>1.695,6</b>	<b>3.126,5</b>	<b>3.126,5</b>
<b>Valor de la empresa</b>	<b>7.233,4</b>	<b>5.262,4</b>	<b>6.793,0</b>	<b>6.889,7</b>

Fuente: información pública de la empresa

Este informe fue confeccionado sólo con propósitos informativos y su intención no es la de recomendar la compra o venta de algún título o bien. Contiene información disponible en el mercado y dichas fuentes se presumen confiables. Sin embargo, no podemos garantizar la integridad o exactitud de las mismas. Todas las opiniones y estimaciones reflejan el juicio actual del autor a la fecha del informe, y su contenido puede ser objeto de cambios sin previo aviso. El valor de una inversión ha de variar como resultado de los cambios en el mercado. La información contenida en este informe no es una predicción de resultados, ni asegura alguno. En la medida en que la información obtenida del informe pueda considerarse como recomendación, dicha información es impersonal y no está adaptada a las necesidades de inversión de ninguna persona específica. Por lo tanto, no refleja todos los riesgos u otros temas relevantes relacionados a las inversiones en los activos mencionados. Antes de realizar una inversión, los interesados deben asegurarse que comprenden las condiciones y cualquier riesgo asociado. Recomendamos que se asesore con un profesional. Research for Traders no recibe ninguna remuneración a consecuencia de las operaciones realizadas sobre activos mencionados en el informe. Se encuentra prohibido reenviar este mail con sus contenidos y/o adjuntos dado que es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Por lo tanto, no podrá ser reproducido ni total ni parcialmente sin previa autorización de Research for Traders.

Copyright 2011 © Research for Traders. All rights reserved