

Fusão BRFS3 x MRFG3

VISÃO GERAL:

Na última semana de maio, a BR Foods e a Marfrig anunciaram, em um comunicado ao mercado, a avaliação de uma possível fusão entre as duas companhias. Durante um período de 90 dias, serão avaliadas possíveis sinergias e a estrutura de gestão da nova companhia.

A companhia combinada seria a 4ª maior do setor de proteína animal atrás de JBS, Tyson Foods e a chinesa Smithfield, com receita líquida consolidada de R\$ 85 bilhões em 2020. A companhia terá ainda uma exposição global com forte atuação nos mercados brasileiro, americano, Halal (Islâmico) e asiático. Além disso, em questão de produtos, terá uma variedade distribuída entre bovino, frango e suíno.

Governança Corporativa e Incertezas

A principal incerteza da viabilidade da fusão se deve a estrutura de governança corporativa que será adotada da nova companhia resultante da fusão (NewCo). A junção de dois modelos distintos (BRF como uma Corporation e MRFG uma “empresa de dono”) gera preocupação de como será a gestão da companhia. Lembrando: nos últimos anos a BRF sofreu com diversos problemas em sua gestão. O momento do anúncio da possível fusão coincide com o início da retomada dos resultados da companhia, trazendo a incerteza de que os problemas de gestão já superados podem voltar a atrapalhar a companhia.

No comunicado divulgado ao mercado, as companhias definiram uma participação preliminar na NewCo, sendo 85% para os detentores de ações da BRF e 15% para os acionistas de Marfrig. Nesse cenário, os acionistas da Marfrig teriam uma participação minoritária, inclusive a participação do atual presidente e controlador Marcos Molina, que teria que se adaptar a uma nova realidade de gestão, reduzindo seu poder de decisão. Especula-se que Molina estaria vendendo ativos para financiar o aumento de sua participação,

Outro ponto que gerou desconfiância é com relação a mudança de direção no processo de desalavancagem e eficiência operacional da BRF. A companhia vinha em um processo de desinvestimentos em ativos non-core e de baixa rentabilidade, sendo um deles a Quickfood que foi justamente adquirida pela Marfrig. Uma fusão com a Marfrig representaria uma inversão desse processo, retomando ativos que antes eram considerados não estratégicos.

Por fim, os acionistas da National Beef, controlada da Marfrig, possuem uma opção de venda (put) estabelecendo que uma eventual mudança de controle acionário abre a possibilidade de uma venda antecipada dos 49% de participação desses acionistas. O valor previsto é de US\$ 1 Bi e um eventual acionamento dessa opção poderia impactar o endividamento da NewCo no curto prazo.

Sinergias

Em termos de sinergias, acreditamos que a operação envolve os possíveis ganhos em: (i) Melhoria da distribuição logística dos produtos da Marfrig no Brasil e no mercado Halal; (ii) Redução do endividamento pela consolidação dos resultados; (iii) Acesso a instrumentos de dívidas com taxas mais atrativas; (iv) possível criação de subsidiária nos EUA, nos moldes de JBS, para captura de condições tributárias mais favoráveis; (v) Complementariedade de produtos com atuação em bovino, frango e suíno; (vi) Diversidade geográfica dos mercados de atuação.

Acreditamos que no modelo de fusão proposto a captura de sinergias seria realizado no médio prazo, em virtude da complementariedade das operações, o que limita a redução de custos e despesas em um primeiro momento. Vemos potencial de sinergias entre R\$ 500 mi a R\$ 1,5 Bi com impacto no EBITDA para 2020, caso a fusão se concretize até o final de 2019.

Dívida Líquida / EBITDA

Com relação a alavancagem, no 1T19 a relação Dívida Líquida/ EBITDA na BRF estava em 5,6x. O guidance divulgado pela companhia projeta atingir o patamar de 3,65x no final de 2019. Projetamos a redução da alavancagem da companhia de maneira mais conversadora, considerando a recuperação do EBITDA e o aumento da geração de caixa através da gestão do ciclo financeiro. Estimamos uma relação de 4x para 2019 e de 3x para 2020.

No caso de Marfrig, acreditamos também na redução de sua alavancagem. Com um ciclo bovino de alta para os próximos meses – sustentação de margem atrativa entre os preços da carne em relação ao custo do boi – esperamos uma melhora nas margens da companhia e manutenção dos volumes de venda. A relação Dív. Líquida/EBITDA que em 1T19 estava em 2,75x, deve atingir o patamar de 2,56x em 2019 e 2,33x em 2020.

Valuation

Com a recuperação das margens históricas e melhoria nos volumes de vendas de BRF estimamos um EBITDA de R\$ 3,1 bi em 2019 e R\$ 4,5 bi para 2020. Para a Marfrig, estimamos EBITDA de R\$ 3,4 bi em 2019 e R\$ 3,3 bi em 2020, com os benefícios positivos do ciclo bovino de alta impactando os resultados especialmente no 3T19 e 4T19.

Para 2020 estimamos que a NewCo poderia atingir um EBITDA de R\$ 8,6 bi (R\$ 4,5 de BRF, R\$ 3,3 de MRFG3 e R\$ 0,8 em Sinergias), com dívida líquida de R\$ 18 bi e valor de mercado de R\$ 39,5 bi, com base no múltiplo de 6,7x EV/EBITDA (próximo ao múltiplo de JBS).

Esse valuation representa um upside de 51% com relação ao atual valor de mercado das duas companhias combinadas (R\$ 26 bi).

Conclusão

Gostamos do potencial da NewCo apesar dos riscos envolvidos de governança e cultura empresarial em uma fusão. O momento global é propício para a transação. Os problemas sanitários na China e as tensões comerciais globais podem gerar novas oportunidades para o setor. A NewCo estará em uma posição estratégica superior para aproveitar essas oportunidades em comparação se as duas companhias se mantiverem separadas.

As atuais cotações de BRFS3 e MRFG3 estão sendo arbitradas, respeitando a participação de 85% para BR Foods e 15% para Marfrig conforme o comunicado inicial. Nesse sentido, as movimentações entre os dois ativos devem manter esta proporção até a conclusão da operação.

Dentre as duas companhias preferimos a exposição em BRFS3. Em uma possível negociação acreditamos que a participação de 85% pode destravar mais valor para companhia. Em um cenário que a fusão não se concretize, seguimos confiantes na execução da estratégia do management e esperamos uma melhora nos resultados da companhia já no 2T19. Com relação a MRFG3, também avaliamos potencial de valorização para a ação, mantendo a relação de arbitragem com BRFS3, negociada a múltiplos atrativos em relação a seu pares. Melhorias na governança corporativa da companhia com a possível fusão podem destravar valor no curto prazo.



| 2020E | | | |
|---------------------|--------|--------|--------|
| Múltiplos | BRFS3 | MRFG3 | New Co |
| EBITDA | 4.500 | 3.300 | 8.600 |
| EV | 45.000 | 18.150 | 57.620 |
| Equity | 34.600 | 10.460 | 39.530 |
| Dív. Líquida | 10.400 | 7.690 | 18.090 |
| Div. Líquida/EBITDA | 2,3x | 2,3x | 2,1x |
| EV/EBITDA | 10,0 | 5,5 | 6,7 |
| Valor de Mercado | | | |
| 10/06/2019 | 22.099 | 4.081 | 26.181 |
| 2020E | 33.601 | 5.930 | 39.530 |
| Upside | 52% | 45% | 51% |

Fonte: Bloomberg/Guide Investimentos.

| Setor | | | | | |
|---------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Receita por Região | BRFS3 | MRFG3 | New Co | JBSS3 | BEEF3 |
| EUA | 0% | 60% | 33% | 51% | 0% |
| Brasil | 52% | 13% | 31% | 13% | 19% |
| America (Ex Brasil e EUA) | 1% | 2% | 2% | 8% | 26% |
| Europa | 6% | 5% | 5% | 6% | 10% |
| Africa/Oriente Médio | 28% | 5% | 16% | 3% | 17% |
| Ásia/Pacífico | 13% | 15% | 14% | 19% | 28% |
| Receita por Produto | | | | | |
| Bovino | 0% | 93% | 50% | 57% | 77% |
| Frango | 38% | 0% | 17% | 26% | 0% |
| Suíno | 27% | 0% | 12% | 16% | 0% |
| Outros | 25% | 7% | 15% | 1% | 23% |

Fonte: Bloomberg/Guide Investimentos.

CONTATOS

Conheça o nosso time de especialista da área de Investimentos.

ALINE SUN

Head da area de Investimentos

RENDA VARIÁVEL

research@guide.com.br



Luis Gustavo Pereira – CNPI

RENDA FIXA

trade@guide.com.br

Gabriel S. Santos

Ricardo Maia

Thomaz Telechun da Silva Telles

FUNDOS

gestaofundos@guide.com.br

Erick Scott Hood

Leonardo Uram

David Rocha

Rodrigo Fazzolari

TRADING

trade@guide.com.br

Luiz Augusto Ceravolo (Guto)

Filipe Carvalho

SALES

sales@guide.com.br

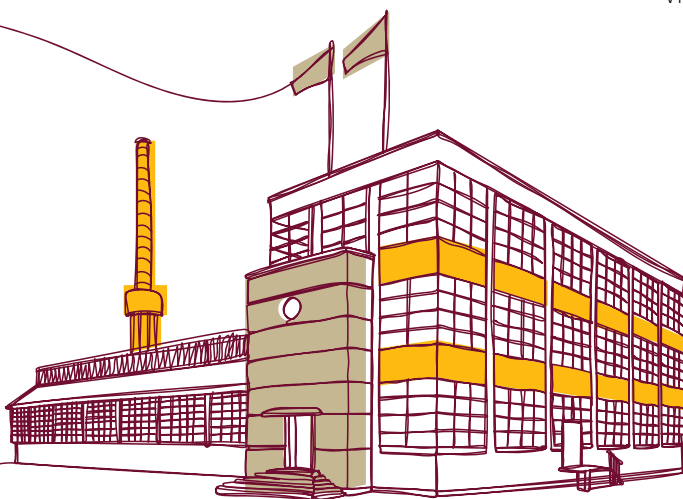
EQUIPE ECONÔMICA

vcandido@guide.com.br

Victor Candido de Oliveira

Rafael Passos

Victor Beyruti Guglielmi



"Este relatório foi elaborado pela Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores, para uso exclusivo e intransferível de seu destinatário. Este relatório não pode ser reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores. Este relatório é baseado em informações disponíveis ao público. As informações aqui contidas não representam garantia de veracidade das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade das mesmas e não devem ser consideradas como tal. Este relatório não representa uma oferta de compra ou venda ou solicitação de compra ou venda de qualquer ativo. Investir em ações envolve riscos. Este relatório não contém todas as informações relevantes sobre a Companhia citada. Sendo assim, o relatório não consiste e não deve ser visto como, uma representação ou garantia quanto à integridade, precisão e credibilidade da informação nele contida. Os destinatários devem, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias de investimentos. Os investimentos em ações ou em estratégias de derivativos de ações guardam volatilidade intrinsecamente alta, podendo acarretar fortes prejuízos e devem ser utilizados apenas por investidores experientes e cientes de seus riscos. Os ativos e instrumentos financeiros referidos neste relatório podem não ser adequados a todos os investidores. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de cada investidor. Investimentos em ações representam riscos elevados e sua rentabilidade passada não assegura rentabilidade futura. Informações sobre quaisquer sociedades, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros objeto desta análise podem ser obtidas mediante solicitações. A informação contida neste documento está sujeita a alterações sem aviso prévio, não havendo nenhuma garantia quanto à exatidão de tal informação. A Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores ou seus analistas não aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda decorrente do uso deste documento ou de seu conteúdo. Ao aceitar este documento, concorda-se com as presentes limitações. Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos do artigo 21 da Instrução CVM nº 598/2018, que: (1) Quaisquer recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores."