

Alimentos e Bebidas

Frigoríficos

Atualização: escassez global de carne bovina favorece mais Minerva; rebaixamos JBS e MBRF

Ciclo da carne bovina nos EUA deve seguir desfavorável por mais tempo e pressionar os ciclos ainda favoráveis de aves e suínos; América do Sul parece mais bem posicionada para se beneficiar da crescente escassez global. Atualizamos as estimativas para frigoríficos, rebaixando as recomendações de JBS e MBRF3 para Neutra e mantendo recomendação de Compra para BEEF3. A recuperação das margens de carne bovina nos EUA está demorando mais do que o esperado, e os ciclos de aves e suínos começam gradualmente a perder força. A crescente escassez global de bovinos deixa a América do Sul mais bem posicionada devido à maior disponibilidade relativa de gado e menores custos, o que deve favorecer Minerva, apesar das crescentes tensões no comércio de carne bovina (cotas de importação da China). A alavancagem requer atenção, particularmente em ambientes de elevado custo de capital.

JBS. Rebaixamos JBS para Neutra (novo preço-alvo (PA) de USD 15,00/ação), pois o desafiador ciclo de baixa da carne bovina nos EUA supera a resiliência de aves e suínos. A oferta restrita de gado nos EUA impede uma melhora dos spreads no curto prazo, o que deve persistir até pelo menos 2028. Austrália e Brasil têm cenário mais favorável para carne bovina, mas a disponibilidade de gado também deve diminuir (ainda que em menor escala). Temos uma visão mais conservadora para margens de aves e suínos devido ao aumento da oferta e ao riscos de elevação do preço dos grãos. JBS negocia a 7,0x VF/EBITDA (GAAP EUA), um prêmio de 4% vs. os pares norte-americanos. Sua possível inclusão em índices nos EUA deve atrair fluxos passivos, embora seja improvável que elimine o desconto da avaliação.

MBRF. Rebaixamos MBRF3 para Neutra (PA revisado de BRL 19,00/ação). A dinâmica desafiadora para a carne bovina nos EUA, margens mais resilientes na operação de carne bovina na América do Sul e spreads de aves e suínos sólidos, porém mais fracos, também são válidos para MBRF, o que significa que margens fracas de carne bovina dos EUA devem pressionar os resultados consolidados. Portanto, ao múltiplo atual de 5,7x VF/EBITDA de 2026 (em linha com a média histórica dos últimos cinco anos) e com dívida líquida/EBITDA de 3,4x, MBRF não oferece muito espaço para reprecificação, embora o possível IPO da Sadia Halal em 2027 possa favorecer a tese.

Minerva. Mantemos a recomendação de Compra para BEEF3, com novo PA de BRL 5,50/ação. Atualmente, a ação negocia a 3,8x VF/EBITDA de 2026, o que representa um desconto de 34% em relação aos pares e está 16% abaixo da média dos últimos 5 anos. A redução das exportações para a China e seu potencial impacto nos volumes e preços da carne bovina representam risco, mas o crescente déficit global de carne bovina parece oferecer suporte para os produtores sul-americanos devido à sua maior disponibilidade e menores custos, enquanto a diversificação geográfica da produção da Minerva pode ajudar a mitigar tais impactos. Embora a avaliação atual pareça refletir pessimismo em relação às pressões no comércio global, ao aumento dos custos do gado no Brasil e à alavancagem financeira, acreditamos que a companhia esteja mais bem posicionada para se beneficiar da crescente escassez global de carne bovina, com um fluxo de caixa livre que deve permanecer positivo (rendimento de 10% do FCL).

Riscos. (i) Oferta e demanda global de proteínas; (ii) condições climáticas e custos dos insumos; (iii) restrições ao comércio global de proteínas; (iv) volatilidade cambial; e (v) alavancagem financeira.

Ricardo Boiati

+5511 3175 8987

ricardo.boiati@safra.com.br

Rafael Une

+5511 3175 1362

rafael.une@safra.com.br

JBS (ações classe A listadas na NYSE)	
Recomendação	Neutra
Preço local	USD 12,10
Preço-alvo	USD 15,00
Potencial de valorização	24%

JBSS32 (BDRs listadas na B3)	
Recomendação	Neutra
Preço local	BRL 61,43
Preço-alvo	BRL 77,00
Potencial de valorização	25%

Múltiplos	26E	27E	28E
VF/EBITDA IFRS	5,7x	5,1x	4,4x
VF/EBITDA US GAAP	7,0x	6,2x	5,1x
P/L	9,3x	7,4x	5,1x
Rend. do FCL	2%	4%	15%

MBRF3	
Recomendação	Neutra
Preço local	BRL 15,40
Preço-alvo	BRL 19,00
Potencial de valorização	23%

Múltiplos	26E	27E	28E
VF/EBITDA	5,7x	5,4x	4,8x
P/L	N.S.	N.S.	26,2x
Rend. do FCL	0%	-1%	3%

BEEF3	
Recomendação	Compra
Preço local	BRL 3,72
Preço-alvo	BRL 5,50
Potencial de valorização	48%

Múltiplos	26E	27E	28E
VF/EBITDA	3,8x	3,8x	3,7x
P/E	4,6x	6,0x	4,2x
Rend. do FCL	10%	8%	12%

Índice

Tabela de comparação de avaliações.....	3
Visão geral do setor.....	4
JBS.....	23
MBRF.....	26
Minerva.....	29

Tabela de comparação de avaliações

Companhia	Ticker	Preço (moeda local)		Pot. de valorização	Recomendação Safrá	Valor de mercado	VF	
		Último	Alvo			USD mi		Dívida líquida/EBITDA
JBS	JBS	12,10	15,00	24%	Neutra	12.958	31.367	3,3x
MBRF	MBRF3	15,40	19,00	23%	Neutra	4.095	13.803	3,4x
Minerva	BEEF3	3,72	5,50	48%	Compra	699	3.409	2,9x
Tyson Foods	TSN	57,47		Sem cobertura		20.473	29.081	2,3x
Pilgrim's Pride	PPC	28,42		Sem cobertura		6.772	9.658	1,8x
Smithfield	SFD	24,76		Sem cobertura		9.733	10.854	0,5x
Hormel Foods	HRL	25,15		Sem cobertura		13.848	16.184	1,7x

Companhia	Vol. méd. neg. diár. USD mi	VF/EBITDA em 12 meses			VF/EBITDA			
		Atual	Últimos 5 anos	Δ %	2026	2027	2028	VF/cresc.
JBS	95	5,7x	5,2x	9%	5,7x	5,1x	4,4x	0,5x
JBS*	95	5,7x	5,2x	9%	7,0x	6,2x	5,1x	0,5x
MBRF	27	5,8x	5,6x	4%	5,7x	5,4x	4,8x	0,5x
Minerva	11	3,3x	4,5x	-26%	3,8x	3,8x	3,7x	1,2x
Tyson Foods	197	8,0x	8,0x	0%	8,0x	7,7x	6,9x	1,0x
Pilgrim's Pride	44	6,1x	6,3x	-3%	6,0x	5,7x	5,3x	1,0x
Smithfield	36	6,1x	5,8x	6%	6,2x	6,3x	6,2x	n.m.
Hormel Foods	121	10,5x	14,4x	-27%	11,9x	11,3x	11,1x	3,6x
Média		6,5x	7,1x	-9%	6,8x	6,4x	5,9x	1,2x
Mediana		6,1x	5,8x	5%	6,1x	5,9x	5,2x	1,0x

*VF/EBITDA em GAAP EUA

Companhia	Ticker	Rend. de FCL			P/L			
		2026	2027	2028	2026	2027	2028	PEG
JBS	JBS	2%	4%	15%	9,3x	7,4x	5,1x	0,3x
MBRF	MBRF3	0%	-1%	3%	n.m.	-56,2x	26,2x	n.m.
Minerva	BEEF3	10%	8%	12%	4,6x	6,0x	4,2x	0,0x
Tyson Foods	TSN	6%	12%	11%	14,8x	12,8x	10,5x	0,2x
Pilgrim's Pride	PPC	8%	8%	12%	9,2x	8,5x	7,8x	0,1x
Smithfield	SFD	9%	6%	7%	9,3x	9,6x	9,3x	0,0x
Hormel Foods	HRL	6%	6%	6%	17,2x	16,1x	15,2x	0,1x
Média		6%	6%	10%	10,7x	0,6x	11,2x	0,1x
Mediana		6%	6%	11%	9,3x	8,5x	9,3x	0,1x

Companhia	Rend. de dividendos			ROIC	ROE	Variações no consenso nos últimos 3 meses		
	2026	2027	2028			LPA	EBITDA	Vendas
JBS	3,3%	6,1%	7,8%	12%	15%	-15%	3%	3%
MBRF	0,0%	0,0%	-1,0%	9%	n.m.	-46%	-1%	0%
Minerva	0,0%	0,0%	0,0%	33%	61%	-20%	1%	11%
Tyson Foods	3,2%	3,5%	3,9%	3%	6%	-8%	-6%	1%
Pilgrim's Pride	8,7%	10,5%	10,0%	20%	23%	-16%	-5%	1%
Smithfield	3,9%	4,0%	5,1%	14%	15%	3%	0%	1%
Hormel Foods	5,1%	5,2%	5,5%	7%	8%	0%	-1%	-1%
Média	3,4%	4,2%	4,5%	14%	21%	-15%	-1%	2%
Mediana	3,3%	4,0%	5,1%	12%	15%	-15%	-1%	1%

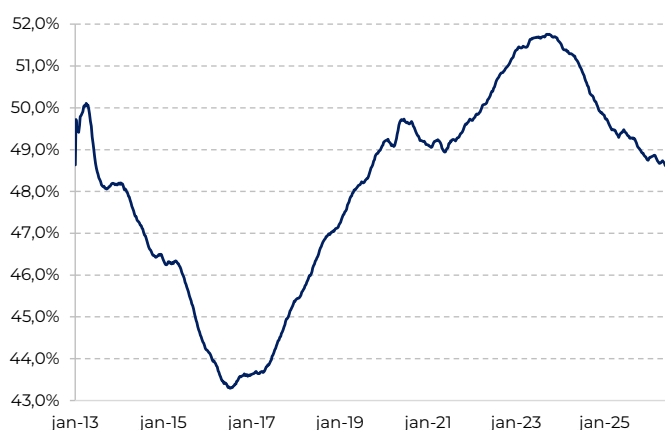
Visão geral do setor

I – Carne bovina: Brasil parece mais bem posicionado apesar das tensões comerciais

EUA

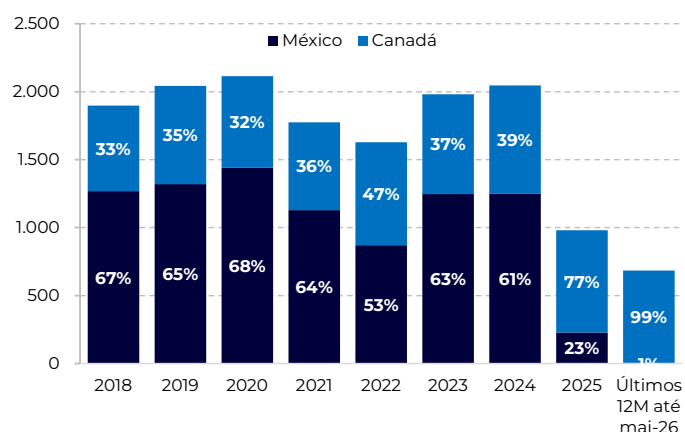
Ciclo de baixa do gado e as restrições à importação de gado em pé pressionam a oferta doméstica de carne bovina, enquanto as importações da proteína devem acelerar. A indústria de carne bovina dos EUA continua enfrentando um cenário desafiador devido ao prolongado ciclo restritivo do gado, que tem comprimido a produção doméstica (atualmente no piso da faixa dos últimos cinco anos, com produção acumulando queda de 6% a/a no ano). Esse cenário ficou ainda mais pressionado pela confirmação de cinco casos da mosca-da-bicheira-do-novo-mundo (New World Screwworm) no sul do Texas (veja nossa [nota aqui](#)), fator que elevou ainda mais os já altos preços do gado. Em nossa visão, as crescentes preocupações com riscos sanitários tornam mais complexa a dinâmica da oferta entre países, reduzindo a possibilidade de qualquer revisão, no curto prazo, das restrições atuais à importação de gado em pé do México. Além disso, para compensar essa escassez, as importações de carne bovina dispararam, com destaque para os embarques provenientes da Austrália, do Canadá e do Brasil. Apesar das restrições de oferta, a demanda do consumidor permanece resiliente, com os preços domésticos ainda próximos ao teto da faixa observada nos últimos cinco anos. Como resultado, as perspectivas de curto e médio prazos devem permanecer desafiadoras em razão da limitada disponibilidade de animais prontos para abate, sustentando os elevados preços do gado, enquanto as importações de carne bovina devem continuar acelerando, impulsionadas pela forte demanda dos consumidores.

Figura 1. Ciclo do gado nos EUA – percentual de fêmeas no abate total



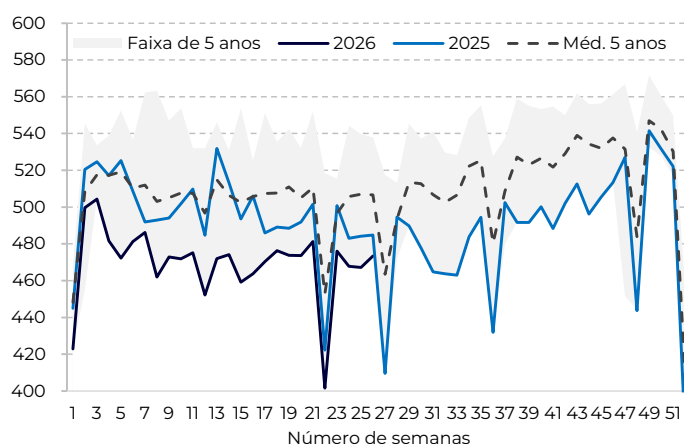
Fonte: USDA e Safr.

Figura 2. Importação de gado pelos EUA (cabeças)



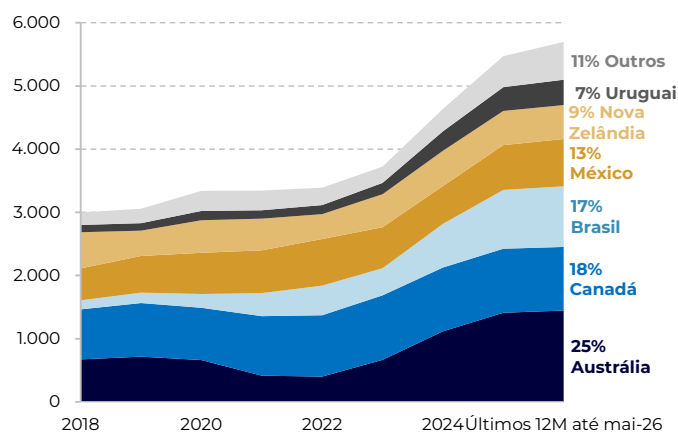
Fonte: USDA e Safr.

Figura 3. Produção de carne bovina nos EUA (milhares de toneladas)



Fonte: USDA e Safr.

Figura 4. Importação de carne bovina pelos EUA (milhares de toneladas)

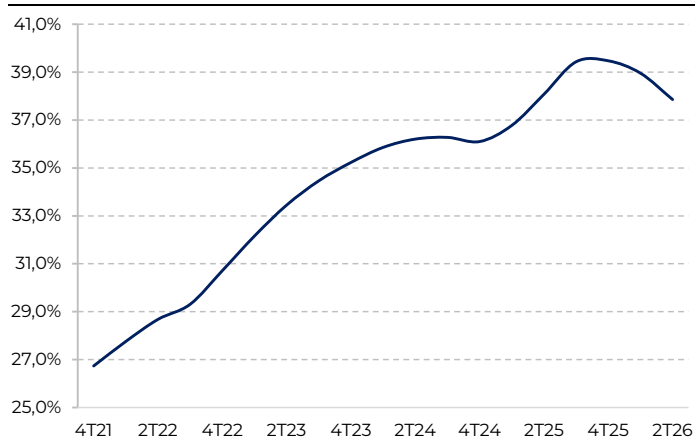


Fonte: USDA e Safr.

Brasil

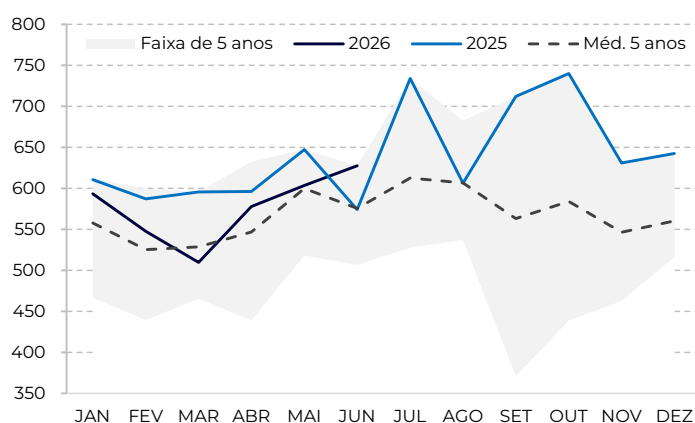
Deterioração mais limitada da disponibilidade de gado no Brasil cria oportunidade relevante para ganho de participação nas exportações globais, apesar das tensões comerciais. Dados do Ministério da Agricultura do Brasil e do IBGE indicam contração de 7% a/a nos abate totais de bovinos no Brasil. Ainda assim, o nível permanece acima da média dos últimos cinco anos, uma vez que a participação das fêmeas no total de abate continua superior ao nível observado no ano anterior (38,3% em maio de 2026 vs. 37,7% em maio de 2025). Vemos o cenário atual da produção como resiliente, com a forte demanda global por carne bovina brasileira impulsionando as exportações, apesar das tensões geopolíticas mais amplas. Grande parte desse fluxo continua direcionada à China, levando frigoríficos a acelerar embarques para preencher a cota de importação de 1,1 mi de toneladas, cujo esgotamento era esperado entre o final de junho e o início de julho. Além disso, dados da Secex reforçam a visão de demanda robusta em outras regiões, como EUA, Rússia e Chile, já que as exportações de carne bovina para essas regiões aumentaram 13%, 57% e 18% a/a, respectivamente. Com o mercado norte-americano de carne bovina atualmente enfrentando restrições na oferta doméstica, acreditamos que o Brasil esteja bem-posicionado para absorver a forte demanda global por carne bovina.

Figura 5. Ciclo do gado no Brasil – percentual de fêmeas no abate total



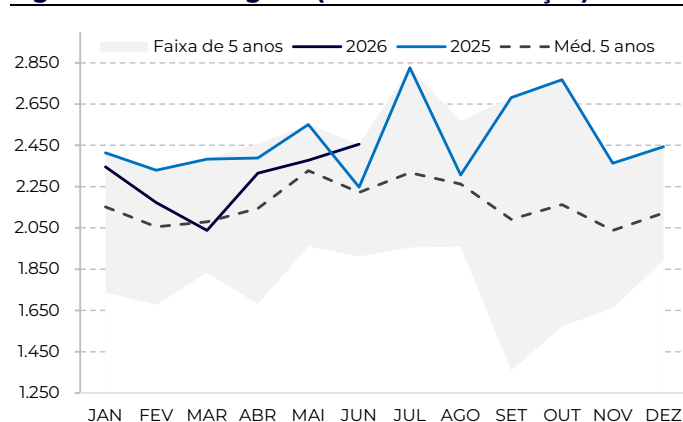
Fonte: MAPA, IBGE e Safrá.

Figura 7. Produção de carne bovina (milhares de toneladas)



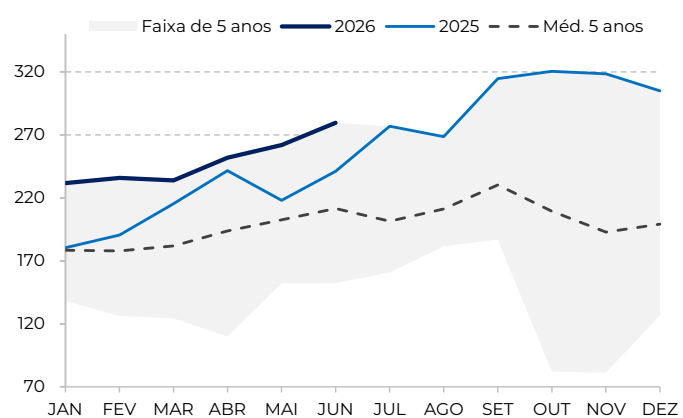
Fonte: MAPA e Safrá.

Figura 6. Abate de gado (milhares de cabeças)

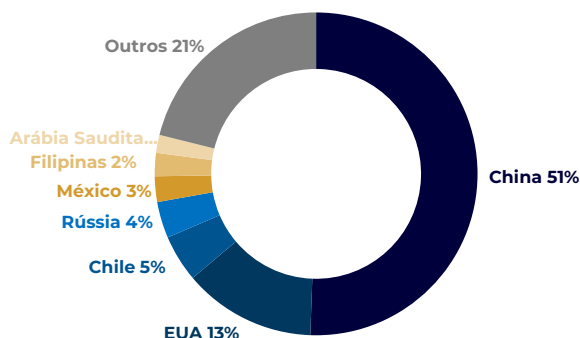


Fonte: MAPA, IBGE e Safrá.

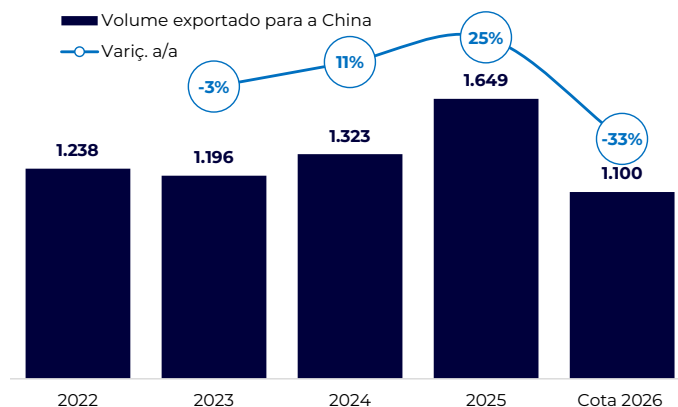
Figura 8. Exportações de carne bovina (milhares de toneladas)



Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 9. Exportações de carne bovina por destino

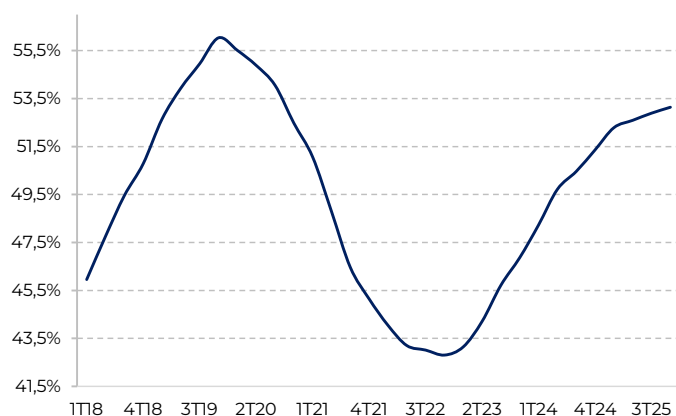
Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 10. Impacto da cota da China

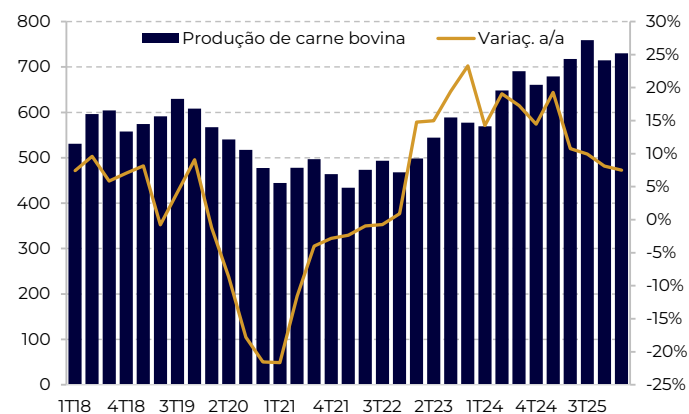
Fonte: Bloomberg e Safrá.

Austrália

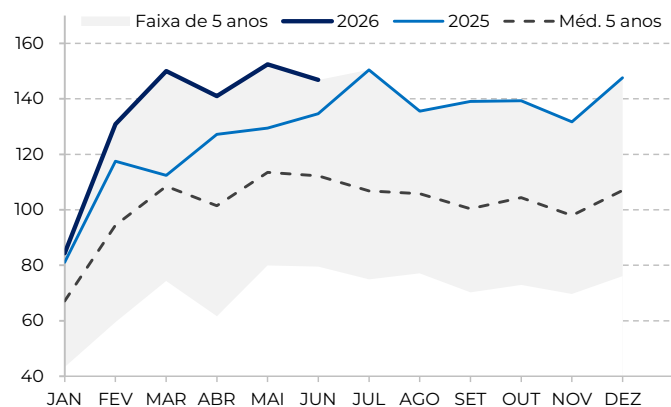
Fundamentos seguem sólidos, mas produção de carne bovina também deve recuar em 2026. O ritmo de abates permanece sólido. Ainda assim, o Departamento de Agricultura dos EUA (USDA) projeta redução de 1% a/a na produção total de carne bovina, refletindo uma base de comparação desafiadora após o crescimento de 12% a/a registrado em 2025. As exportações devem cair 1% a/a, mas a demanda doméstica deve permanecer robusta, já que o USDA projeta crescimento de 2% a/a. No entanto, o início de 2026 tem sido positivo, com o abate de gado próximos ao teto da faixa dos últimos cinco anos, sem sinais de desaceleração. Dada a forte demanda global, acreditamos que Austrália possa superar as projeções do USDA, com a produção de carne bovina acima dos níveis de 2025, de acordo com a Meat & Livestock Australia (MLA) e o Australian Bureau of Statistics (ABS). Além disso, o país continua se beneficiando de um forte ritmo de exportações, com recordes mensais ao longo do ano, impulsionados pela demanda dos EUA e da Ásia (China, Japão e Coreia do Sul). A China também impôs uma cota de 205 mil toneladas aos produtos de carne bovina australianos, das quais a Austrália já embarcou 133 mil toneladas (65% da cota total). Em 2025, a Austrália exportou 273 mil toneladas para a China e deve conseguir preencher a cota deste ano com relativa facilidade. Ainda assim, isso não deve ser suficiente para compensar a diferença entre a cota do Brasil e seus embarques de 549 mil toneladas em 2025.

Figura 11. Ciclo do gado na Austrália – percentual de fêmeas no abate total

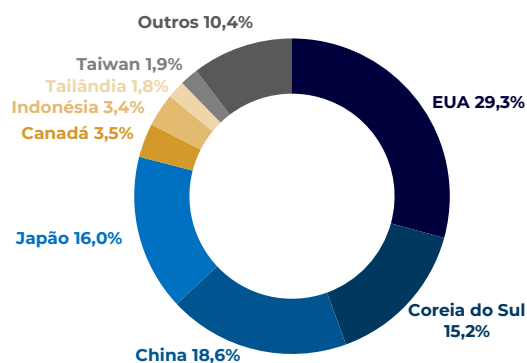
Fonte: MLA e Safrá.

Figura 12. Produção de carne bovina

Fonte: MLA, ELA e Safrá.

Figura 13. Exportações de carne bovina

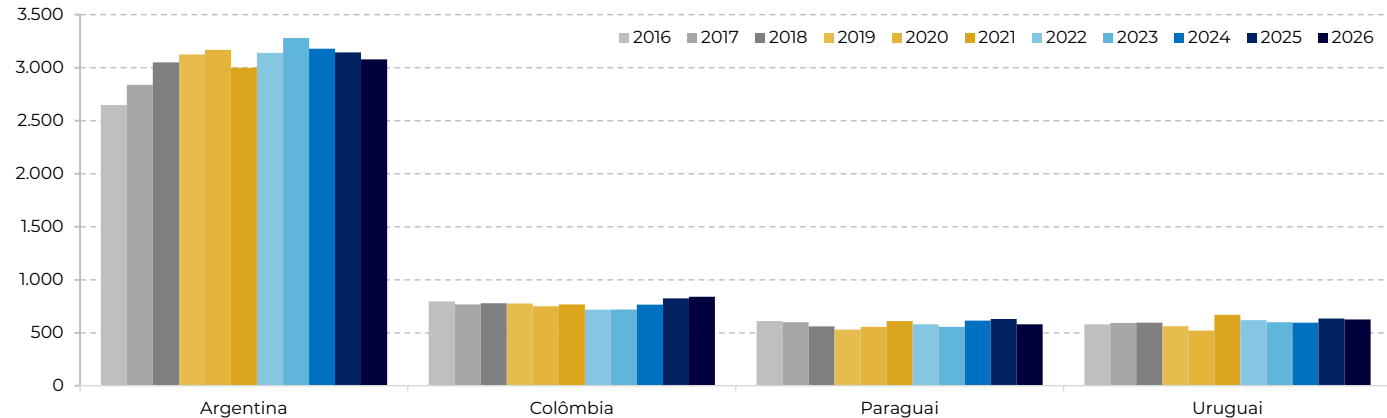
Fonte: MLA, DAFF e Safr.

Figura 14. Exportações de carne bovina por país, 2025

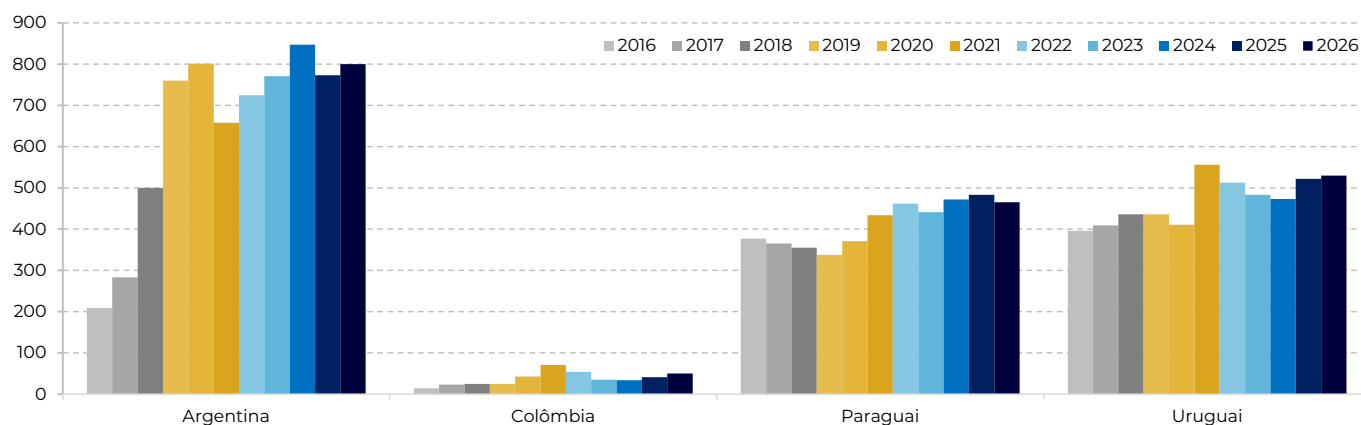
Fonte: MLA, DAFF e Safr.

América do Sul e Brasil

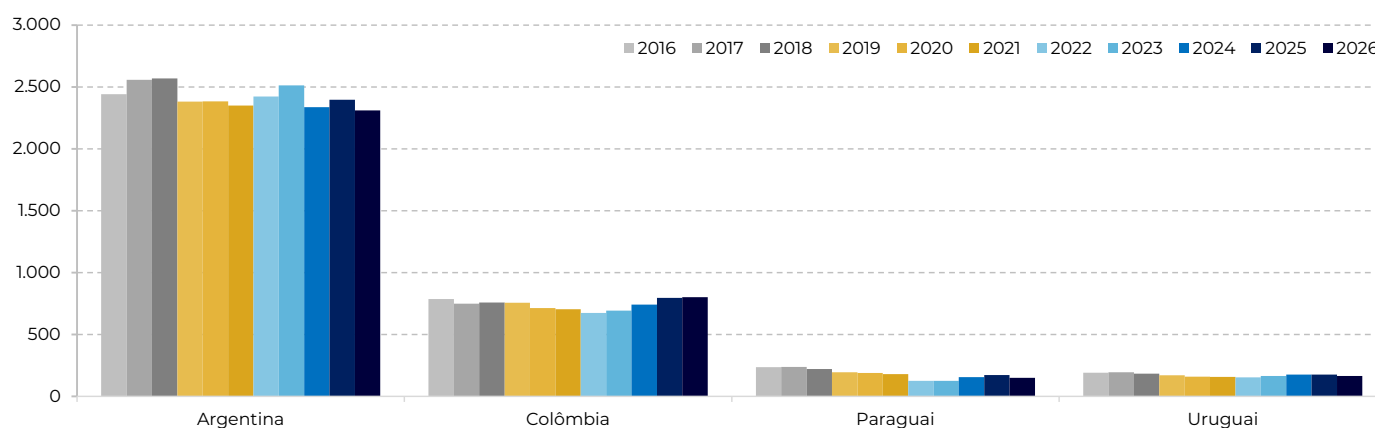
Exportações resilientes apesar da oferta menor. Com base nas projeções do USDA, o setor de carne bovina sul-americano deve enfrentar um ambiente de oferta mais restrita, com menores níveis de abate em países como Argentina (-4% a/a) e Uruguai (-2% a/a). No entanto, apesar da produção mais limitada e do consumo doméstico mais fraco, a resiliência da demanda global deve sustentar um forte desempenho das exportações. Esse cenário deve impulsionar um crescimento sólido dos volumes exportados em 2026 pela Colômbia (+22% a/a), Argentina (+3% a/a) e pelo Uruguai (+2% a/a). Em contrapartida, o Paraguai apresentar o crescimento mais fraco da região, com queda projetada de 8% a/a na produção de carne bovina. Consequentemente, o USDA projeta que esses países sul-americanos registrem retrações de 2% a/a na produção de carne bovina e 3% a/a no consumo doméstico, mas crescimento de 1% a/a nas exportações de carne bovina.

Figura 15. Produção de carne bovina (milhares de toneladas)

Fonte: USDA e Safr.

Figura 16. Exportações de carne bovina (milhares de toneladas)

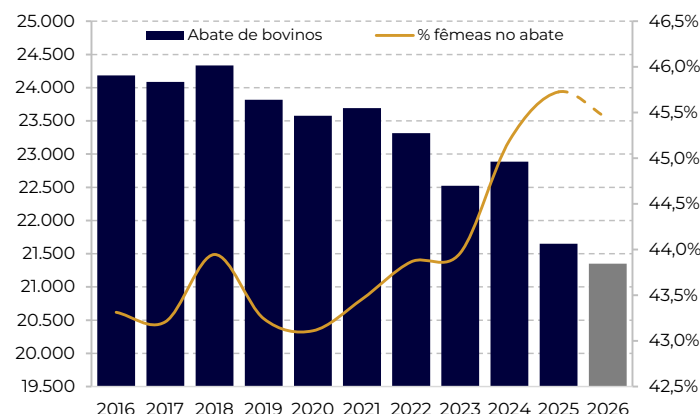
Fonte: USDA e Safrá.

Figura 17. Consumo doméstico de carne bovina (milhares de toneladas)

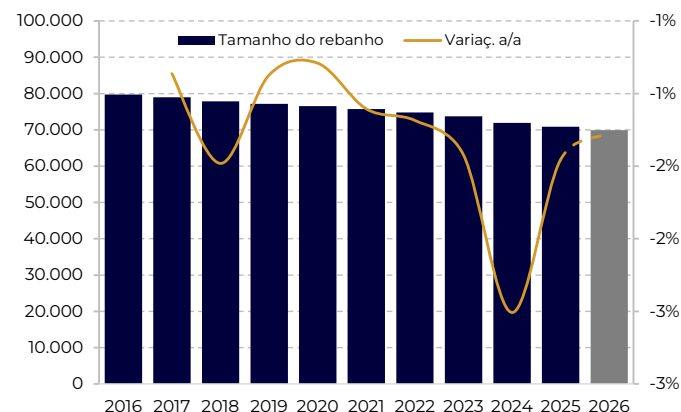
Fonte: USDA e Safrá.

Europa, China e outros

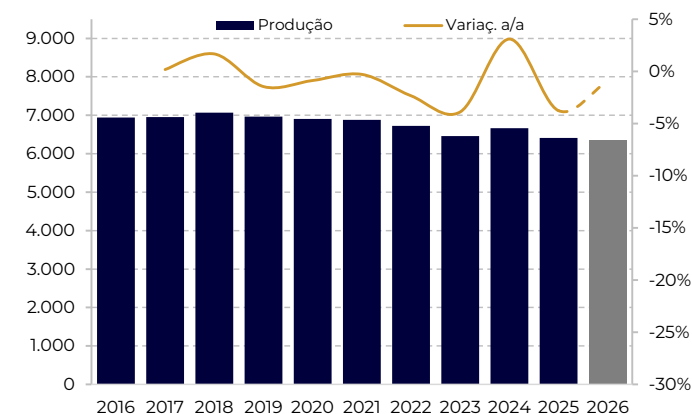
Projeção de redução no abate de bovinos leva a uma queda de 1% a/a na produção de carne bovina. O setor de carne bovina da União Europeia segue em fase de retração, refletindo uma tendência de mais de uma década de redução do rebanho. Para 2026, o USDA estima queda de 1% a/a no tamanho do rebanho, para 69,9 milhões de cabeças. O volume de abates deve continuar recuando, em linha com 2025 (estimativa de -1% a/a), acompanhado por redução da participação de fêmeas no abate para 45,4% (ante 45,7% em 2025), resultando em uma queda correspondente de 1% a/a na produção de carne bovina. Embora o crescimento de 0,4% a/a das importações de carne bovina deva compensar parcialmente o déficit de oferta, o consumo doméstico deve recuar 0,6% a/a. Em nossa visão, a menor produção de carne bovina tende a abrir espaço para que outras proteínas (frango e suínos) compensem parte da lacuna de oferta.

Figura 18. Abate de bovinos (milhares de cabeças) e participação de fêmeas no abate (%) – União Europeia

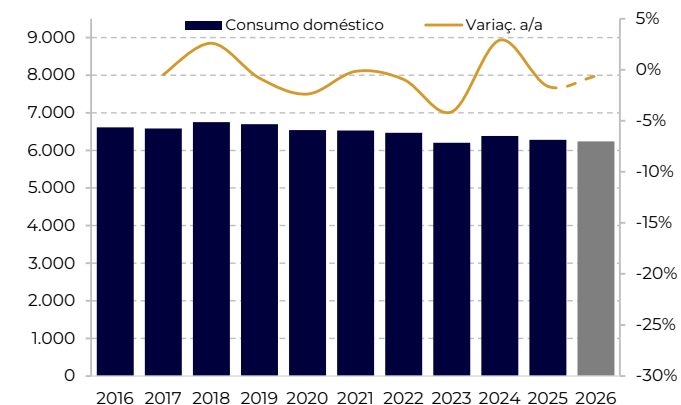
Fonte: USDA e Safrá.

Figura 19. Tamanho do rebanho da União Europeia (milhares de cabeças) e variação anual (%)

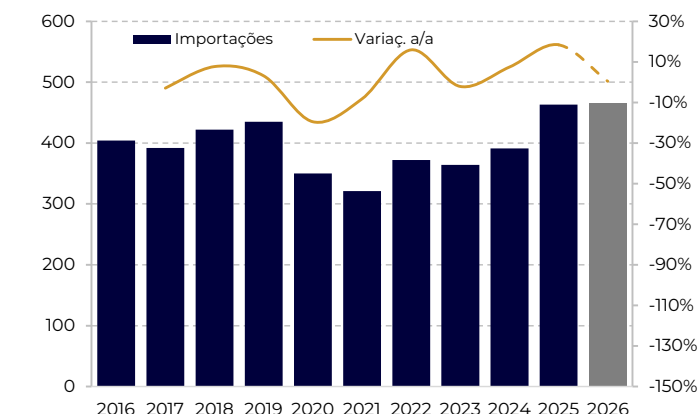
Fonte: USDA e Safrá.

Figura 20. Produção de carne bovina da União Europeia (milhares de toneladas)

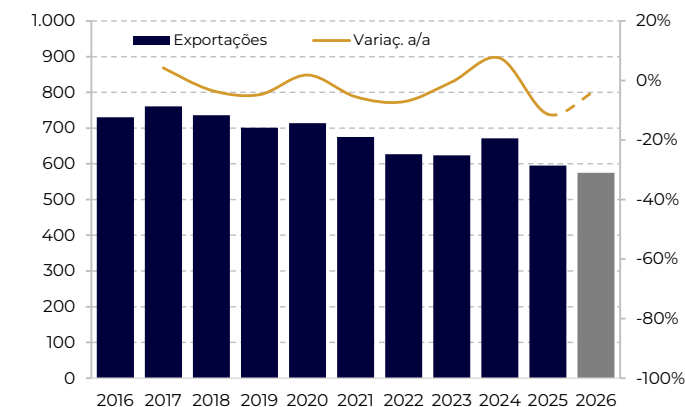
Fonte: USDA e Safrá.

Figura 21. Consumo doméstico de carne bovina na União Europeia (milhares de toneladas)

Fonte: USDA e Safrá.

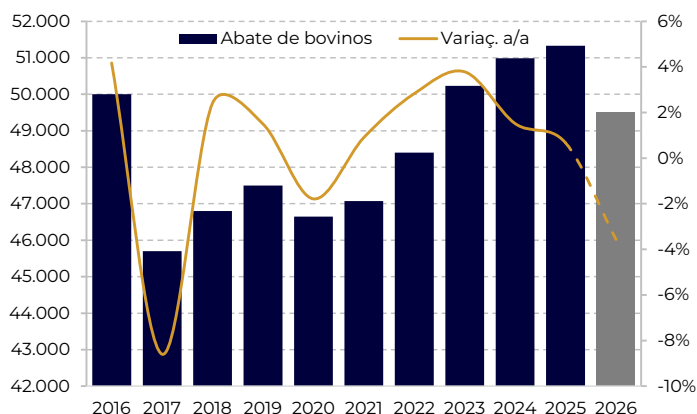
Figura 22. Importações de carne bovina da União Europeia (milhares de toneladas)

Fonte: USDA e Safrá.

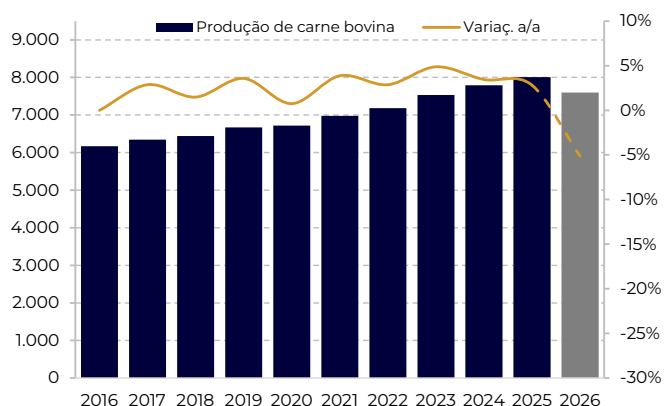
Figura 23. Exportações domésticas de carne bovina da União Europeia (milhares de toneladas)

Fonte: USDA e Safrá.

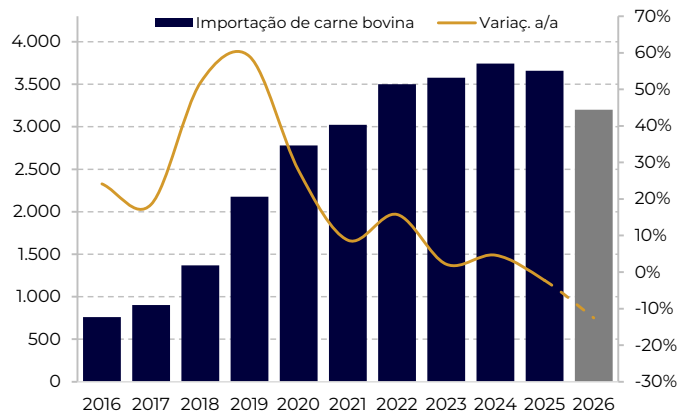
China. O USDA apresenta uma visão mais conservadora para a indústria de carne bovina na China, projetando redução no abate de bovinos e diminuição do consumo doméstico, em grande parte refletindo a menor disponibilidade de animais para abate. O órgão estima queda de 4% a/a no volume de abates, com um rebanho atingindo 87,6 milhões de cabeças, o menor nível dos últimos anos (-7% a/a). Como consequência, o aperto na oferta doméstica deve levar a uma retração de 5% a/a na produção local de carne bovina e de 7% a/a no consumo doméstico. Em nossa visão, a fraqueza do consumo de carne bovina no mercado doméstico também reflete o forte aumento da produção de outras proteínas nos últimos anos, especialmente carne suína (veja nosso relatório temático [aqui](#)). Ainda assim, esperamos que a demanda por carne bovina permaneça resiliente, em linha com os robustos volumes de exportação observados atualmente nos dados da Secex.

Figura 24. Abate de bovinos na China (milhares de cabeças) e variação anual (%)

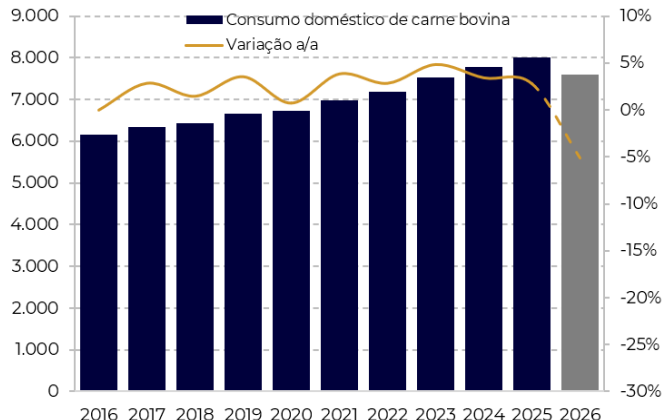
Fonte: USDA e Safrá.

Figura 25. Produção de carne bovina da China (milhares de toneladas) e variação anual (%)

Fonte: USDA e Safrá.

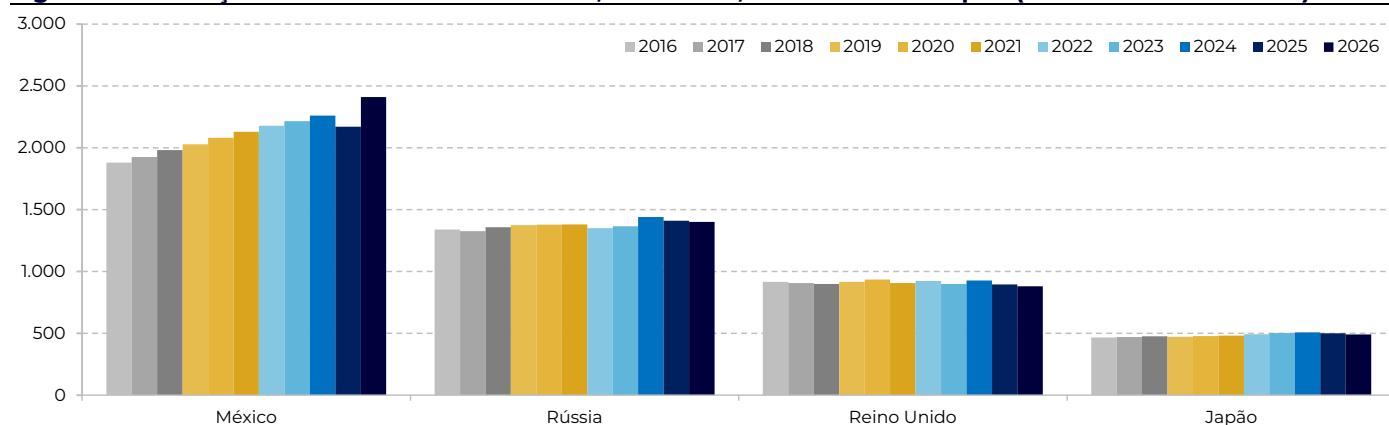
Figura 26. Importações de carne bovina da China (milhares de toneladas) e variação anual (%)

Fonte: USDA e Safrá.

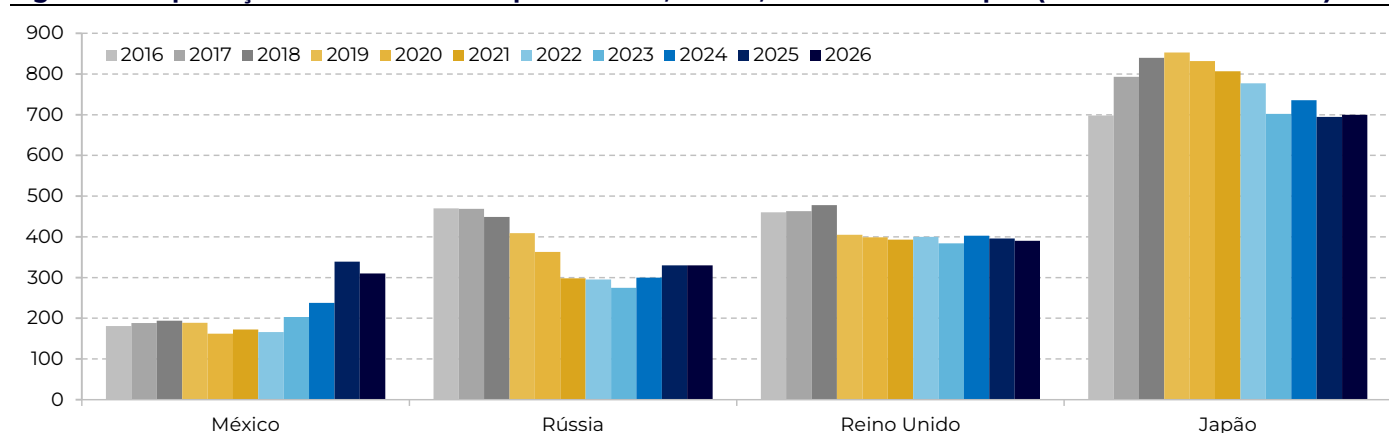
Figura 27. Consumo doméstico de carne bovina na China (milhares de toneladas) e variação anual (%)

Fonte: USDA e Safrá.

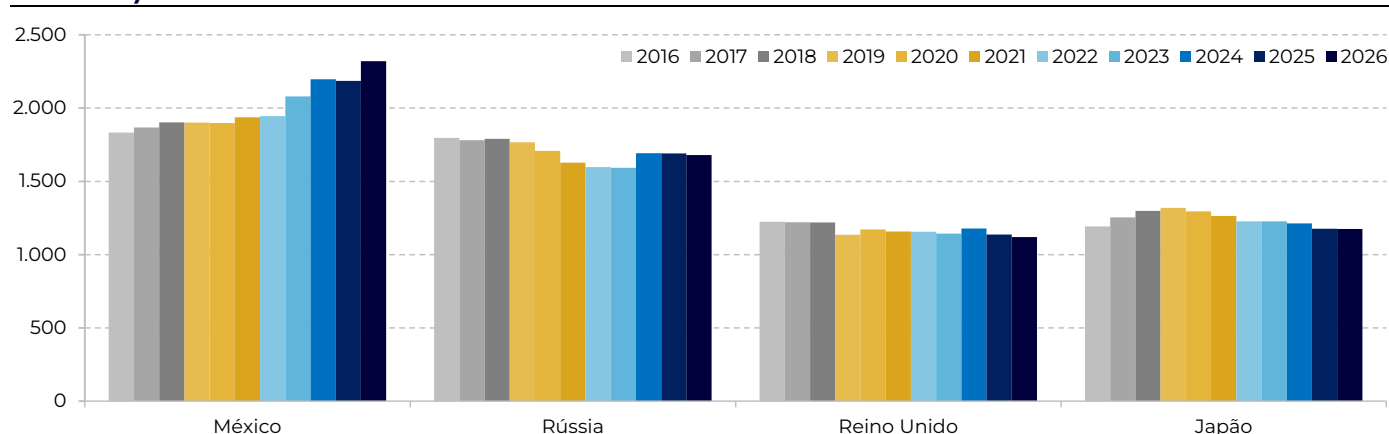
Outros mercados relevantes de carne bovina. O México apresenta um cenário favorável, beneficiado pela forte demanda dos Estados Unidos por carne bovina. Como as exportações de gado do México para os EUA seguem restritas, a indústria mexicana tem direcionado seus esforços para ampliar as exportações de carne bovina. Nesse contexto, o USDA projeta crescimento de 11% a/a na produção de carne bovina e aumento de 23% a/a nas exportações em 2026. Apesar desse desempenho robusto, o mercado doméstico deve permanecer aquecido, o USDA estima expansão de 6% a/a no consumo interno. Por outro lado, a perspectiva para outros mercados relevantes, como Rússia, Reino Unido e Japão, aponta para redução média de 2% a/a no consumo doméstico de carne bovina, segundo as projeções do USDA. O Japão, contudo, deve compensar parcialmente esse movimento por meio de maiores importações, já que o USDA estima aumento de 1% a/a nas compras externas de carne bovina pelo país. De forma geral, a menor produção de carne bovina entre os principais produtores.

Figura 28. Produção de carne bovina na Rússia, no México, Reino Unido e Japão (milhares de toneladas)

Fonte: USDA e Safrá.

Figura 29. Importações de carne bovina para México, Rússia, Reino Unido e Japão (milhares de toneladas)

Fonte: USDA e Safrá.

Figura 30. Consumo doméstico de carne bovina no México, Rússia, Reino Unido e Japão (milhares de toneladas)

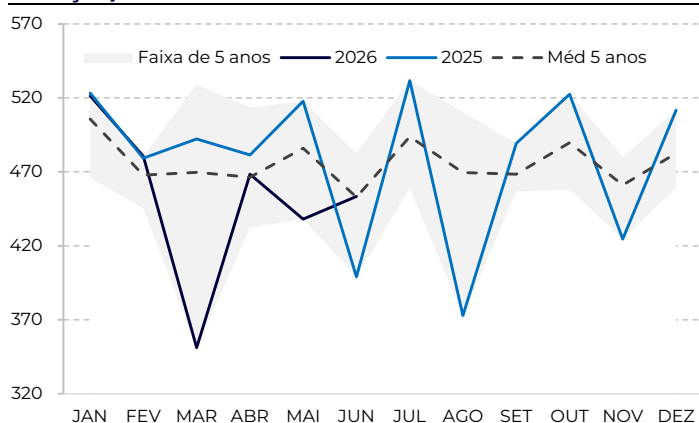
Fonte: USDA e Safrá.

II – Oferta de carne de frango e suína e custos de alimentação animal

Avicultura no Brasil

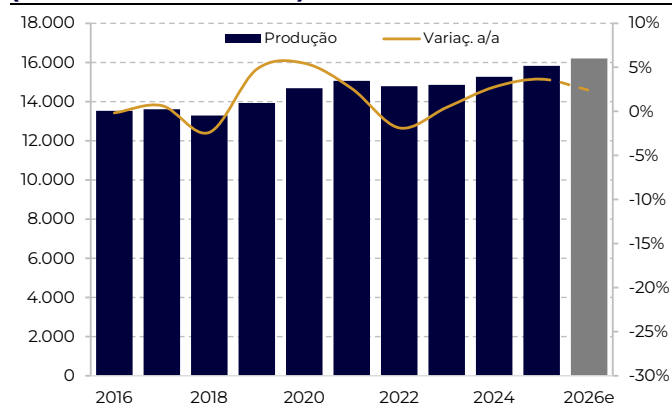
Tendência de demanda aquecida deve continuar, mas os riscos de custos estão aumentando. A perspectiva de curto e médio prazos para a avicultura brasileira segue amplamente favorável, sustentada por oferta doméstica moderada e forte demanda internacional. Os volumes de abate de frangos permanecem próximos à banda inferior do intervalo histórico dos últimos cinco anos, sugerindo disciplina na utilização da capacidade produtiva do setor. Em nossa visão, a oferta segue equilibrada, com robusta demanda externa. Os dados da Secex corroboram essa avaliação, já que os volumes exportados cresceram 8% a/a no acumulado do ano e o desempenho mensal está próximo ao topo da faixa observada nos últimos cinco anos, impulsionado pela demanda da Ásia (China, Japão e Filipinas), do México e do Oriente Médio (Arábia Saudita e Emirados Árabes Unidos). Além disso, Conab e USDA compartilham uma visão semelhante, projetando crescimento das exportações sustentado pela demanda. A Conab estima um aumento modesto de 1,1% a/a no alojamento de pintos e crescimento de 2,4% a/a na produção de carne de frango (ante projeção de 2,3% a/a do USDA). Assim, a demanda deve permanecer sólida, com Conab e USDA projetando expansão de 3,6% a/a das exportações. Embora os preços dos grãos permaneçam estáveis e comportados, próximos à banda inferior do intervalo dos últimos cinco anos, os riscos macroeconômicos e ambientais trazem elevada incerteza ao cenário. As tensões geopolíticas no Oriente Médio aumentaram as preocupações em relação às cadeias globais de suprimento de fertilizantes, representando uma potencial ameaça à disponibilidade de insumos e à produtividade agrícola nos próximos ciclos. Somando-se a isso, avaliações meteorológicas mais recentes apontam para uma probabilidade crescente de ocorrência de um El Niño severo. Caso esse cenário se materialize, ele representaria um claro risco altista para os custos de alimentação animal e um potencial fator de compressão de margens à frente.

Figura 31. Abate de frangos no Brasil (milhares de cabeças)



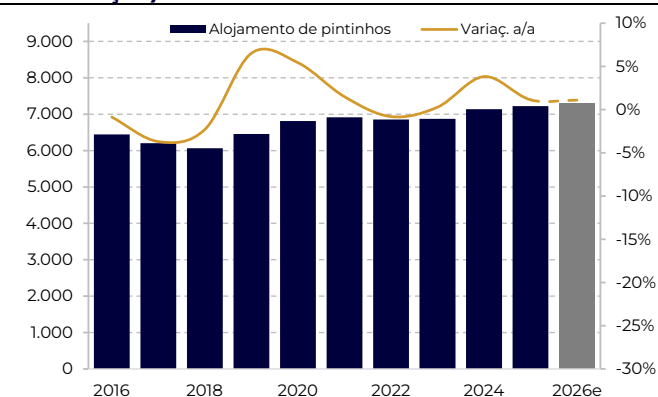
Fonte: MAPA e Safr.

Figura 32. Produção de carne de frango no Brasil (milhares de toneladas)



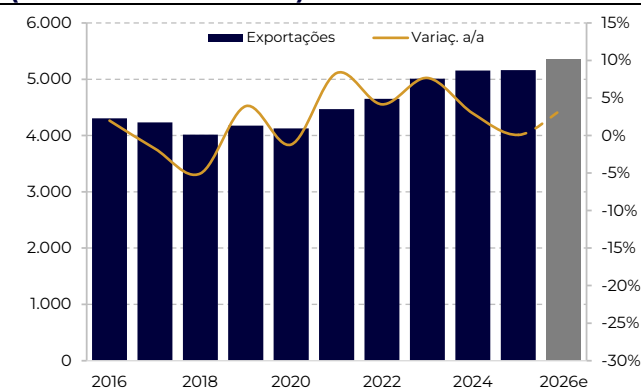
Fonte: USDA e Safr.

Figura 33. Alojamento de pintos no Brasil (milhares de cabeças)



Fonte: Conab e Safr.

Figura 34. Exportações de frango do Brasil (milhares de toneladas)

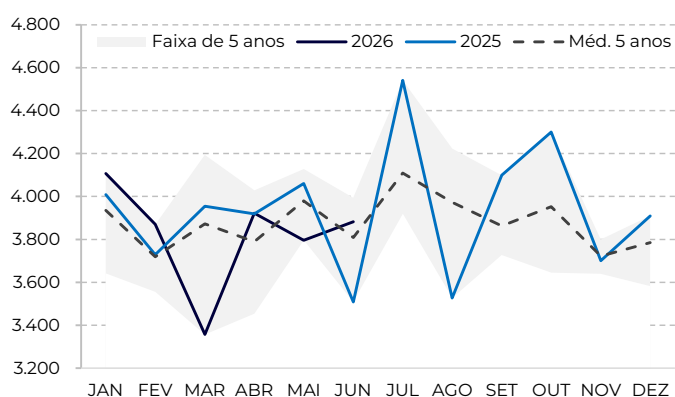


Fonte: Conab e Safr.

Suinocultura no Brasil

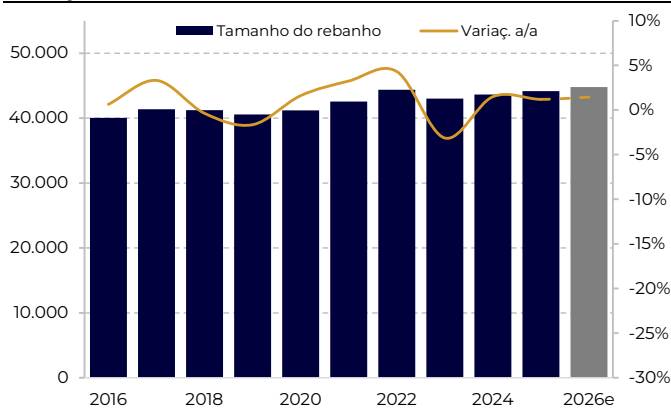
Perspectiva estável, com demanda robusta, mas custos mais elevados representam um risco para as margens operacionais. O setor de carne suína registrou redução temporária nos abates em março, mas os volumes permaneceram em linha com a média histórica. Em nossa visão, o excesso de oferta, combinado a um ambiente de consumo mais fraco, pressionou os preços da carne suína no mercado doméstico (assim como dos alimentos processados). Ainda assim, Conab e USDA mantiveram sua projeção de preços estáveis, sustentada pela forte demanda da Ásia, especialmente de Japão e Filipinas. A Conab projeta crescimento de 1% a/a do plantel suíno e de 4% a/a na produção de carne suína (ante projeção de 3% a/a do USDA), enquanto as exportações devem avançar 6% a/a (o USDA estima crescimento de 7% a/a). Os dados de acompanhamento da Secex corroboram a visão de forte demanda global pela carne suína brasileira, com volumes próximos ao topo da faixa observada nos últimos cinco anos (no acumulado do ano, o volume cresceu 12% a/a). Dessa forma, embora o mercado doméstico brasileiro ainda seja um ponto de atenção, avaliamos que a relação entre oferta e demanda permanece equilibrada. Assim como no segmento de frango, há riscos crescentes que podem pressionar os custos de produção, incluindo os potenciais efeitos do El Niño e a alta dos preços dos fertilizantes, que poderão pressionar as margens do setor daqui para a frente.

Figura 35. Abate de suínos no Brasil (milhares de cabeças)



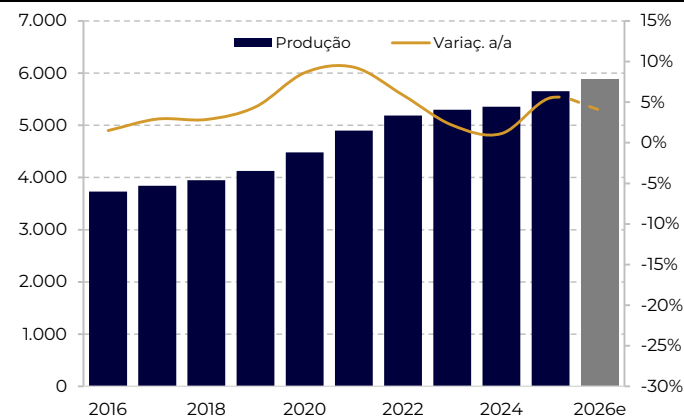
Fonte: MAPA e Safrá.

Figura 36. Rebanho suíno no Brasil (milhares de cabeças)



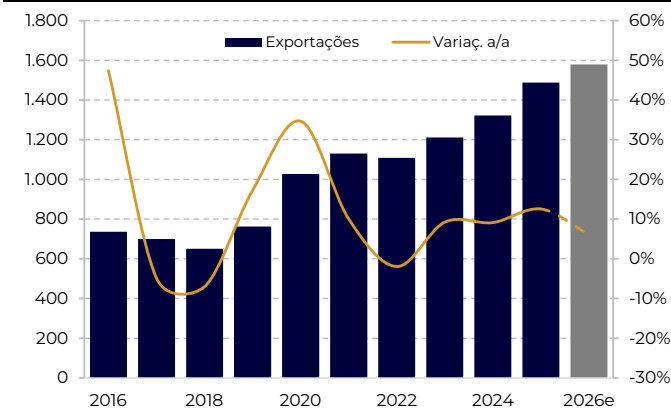
Fonte: Conab e Safrá.

Figura 37. Produção de carne suína no Brasil (milhares de toneladas)



Fonte: Conab e Safrá.

Figura 38. Exportações de carne suína do Brasil (milhares de toneladas)



Fonte: Conab e Safrá.

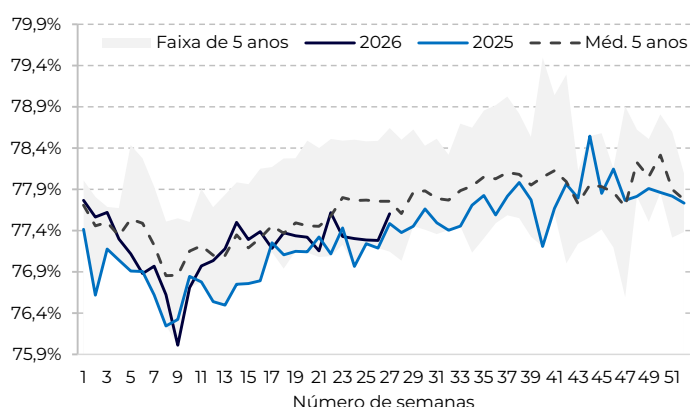
Avicultura nos EUA

Tendências divergentes entre oferta e demanda, com sinais de excesso de oferta no médio prazo. Temos uma visão mais cautelosa para a indústria avícola dos Estados Unidos, pois a demanda subjacente permanece robusta, mas vem sendo ofuscada por sinais de aumento na oferta, o que tem pressionado os preços. As taxas de eclosão retornaram a níveis alinhados às médias históricas, enquanto o alojamento de pintos de corte atingiu máximas históricas, ampliando a oferta de carne de frango. Consequentemente, o abate de frangos também aumentou, alcançando o maior nível dos últimos cinco anos. Ao mesmo tempo, os estoques em câmaras frigoríficas seguem próximos à banda inferior da faixa observada nos últimos cinco anos, sugerindo que os processadores de proteína animal estão priorizando a redução de estoques em vez da sua recomposição, reforçando nossa avaliação sobre o ambiente de oferta. Nesse contexto, os preços da carne de frango apresentaram queda na comparação anual (os

preços médios em 2026 estão 10% abaixo dos níveis de 2025). Embora o USDA não projete crescimento agressivo da produção em 2026 (estima expansão de 1,9% a/a, impulsionada pelo maior consumo doméstico), não esperamos melhora significativa no curto e médio prazo. Além disso, os preços dos grãos seguem comportados, especialmente os do milho, que permanecem próximos à banda inferior da faixa dos últimos cinco anos. Ainda assim, as perspectivas para o médio prazo enfrentam riscos crescentes associados ao aumento da probabilidade de ocorrência do El Niño. Um evento severo pode comprometer a produtividade futura das lavouras de milho e soja, representando um risco inflacionário para os custos de alimentação animal e potencialmente comprimindo margens, o que adicionaria pressão a um mercado avícola que já enfrenta desafios.

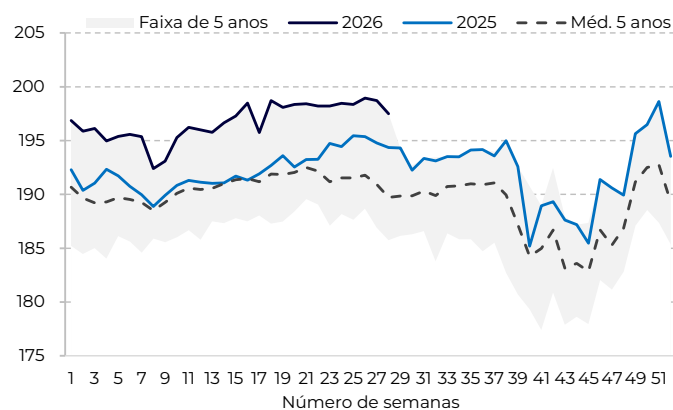
Avicultura nos EUA

Figura 39. Taxas de eclosão de ovos nos EUA



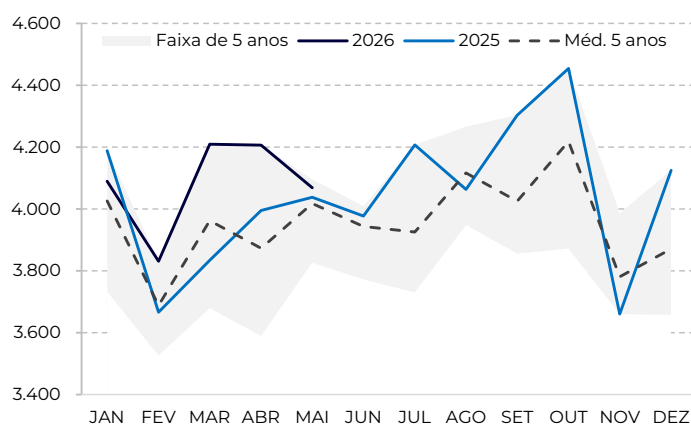
Fonte: USDA e Safrá.

Figura 40. Alojamento de pintos nos EUA (milhões de cabeças)



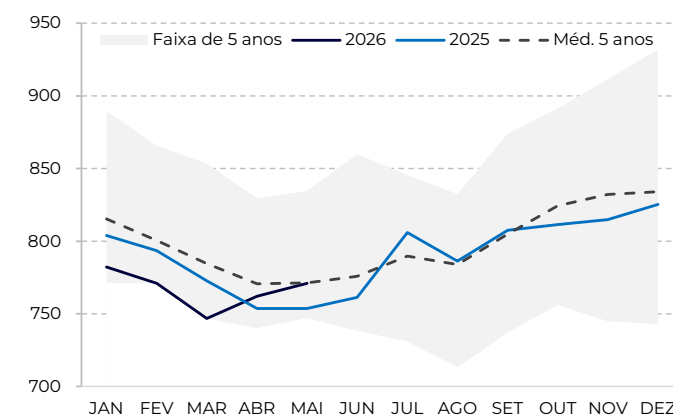
Fonte: USDA e Safrá.

Figura 41. Abate de frangos nos EUA (milhões de cabeças)

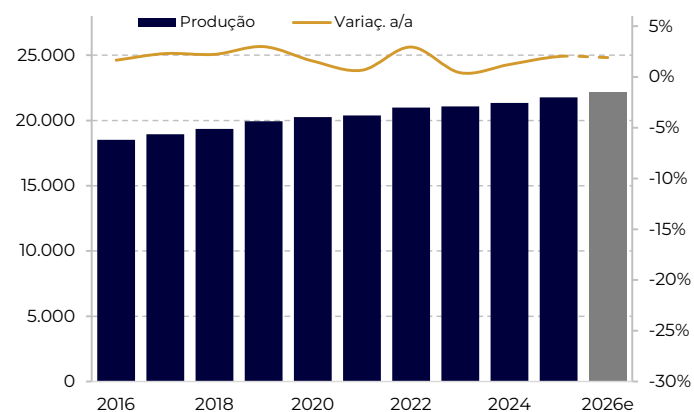


Fonte: USDA e Safrá.

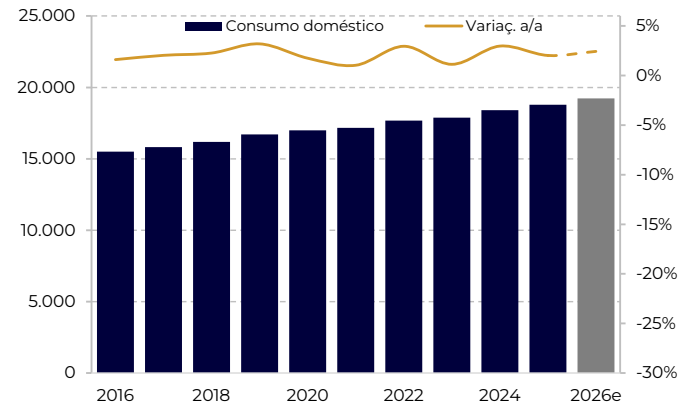
Figura 42. Estoques de frango em câmaras frigoríficas nos EUA (milhões de libras)



Fonte: USDA e Safrá.

Figura 43. Produção avícola nos EUA (milhares de toneladas)

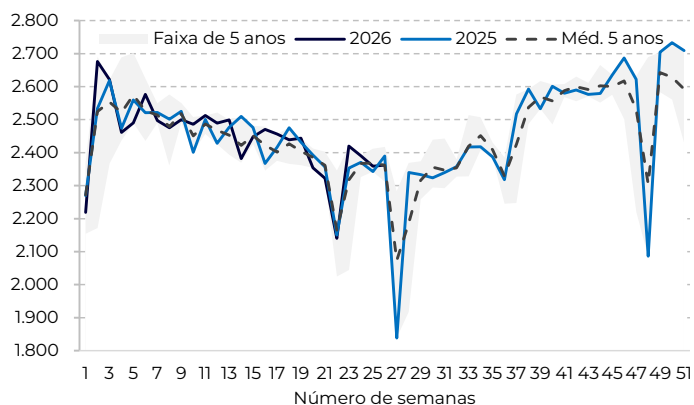
Fonte: USDA e Safrá.

Figura 44. Consumo doméstico de aves nos EUA (milhares de toneladas)

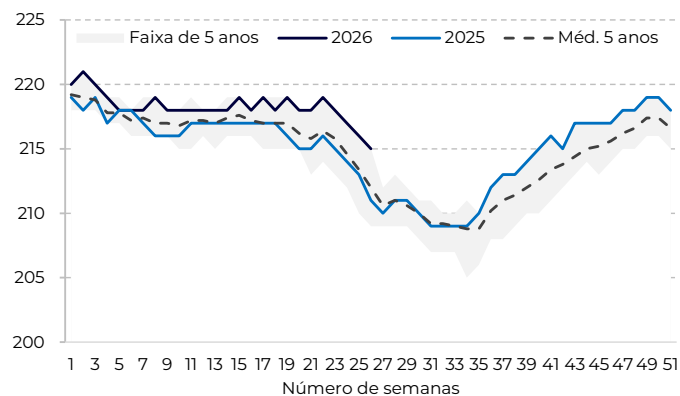
Fonte: USDA e Safrá.

Suinocultura nos EUA

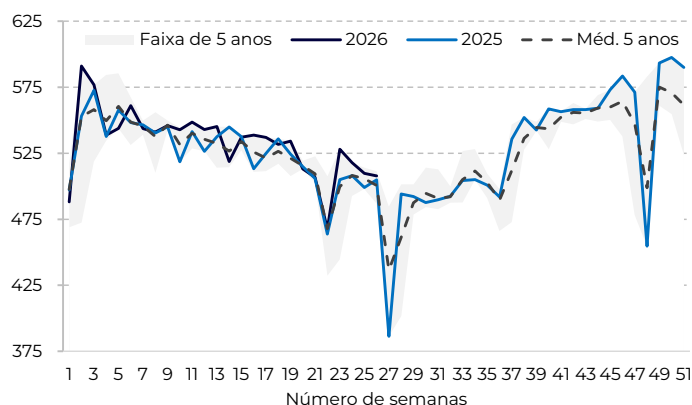
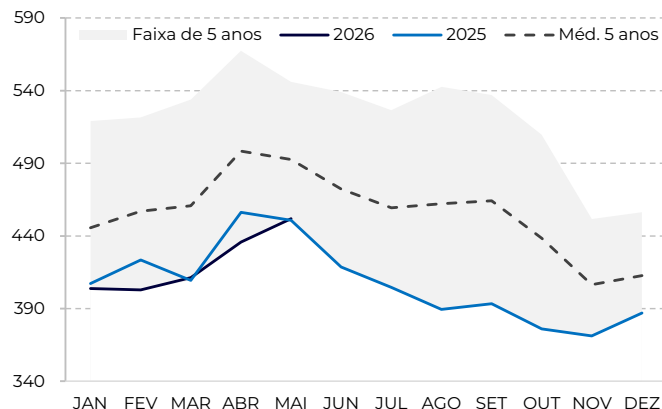
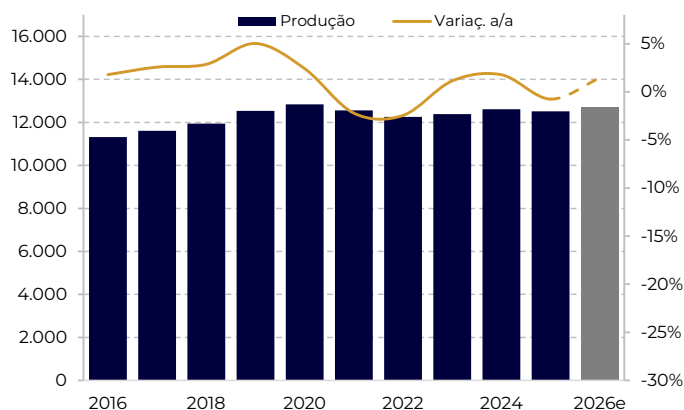
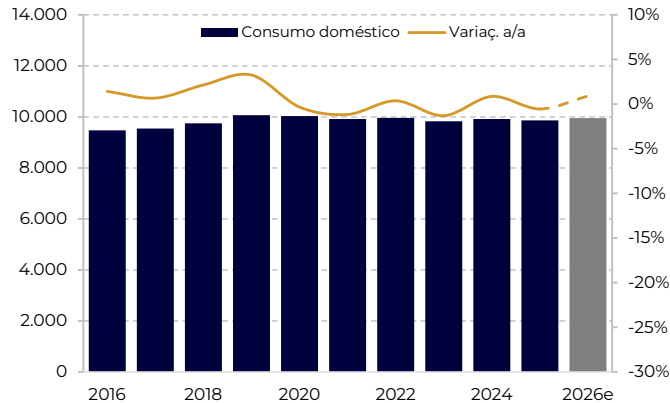
Visão mais cautelosa, mas com perspectiva geral estável. A indústria de carne suína enfrenta uma dinâmica semelhante à observada no segmento de frango, embora o equilíbrio entre oferta e demanda pareça mais estável. Os estoques de carne suína em câmaras frigoríficas seguem restritos, assim como no mercado de frango, enquanto os preços permanecem amplamente alinhados à média histórica dos últimos cinco anos. Esperamos que esse cenário seja mantido no curto e médio prazo. O USDA projeta crescimento de 1% a/a na produção neste ano, impulsionado por um aumento de 3% a/a nas exportações. Conforme discutido na seção sobre o mercado avícola dos Estados Unidos, caso os riscos relacionados ao El Niño se materializem, poderemos observar uma elevação dos preços dos grãos e, consequentemente, dos custos de produção de suínos (embora vejamos menores riscos de alta nos custos de alimentação animal do que para o segmento de frango).

Figura 45. Abate de suínos nos EUA (milhares de cabeças)

Fonte: USDA e Safrá.

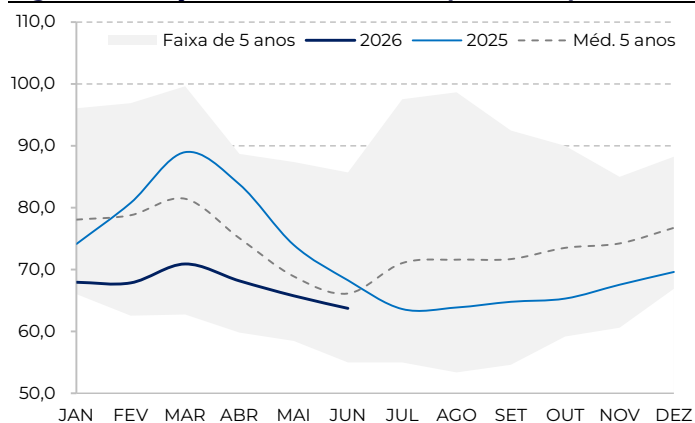
Figura 46. Peso médio de suínos nos EUA (libra/cabeça)

Fonte: USDA e Safrá.

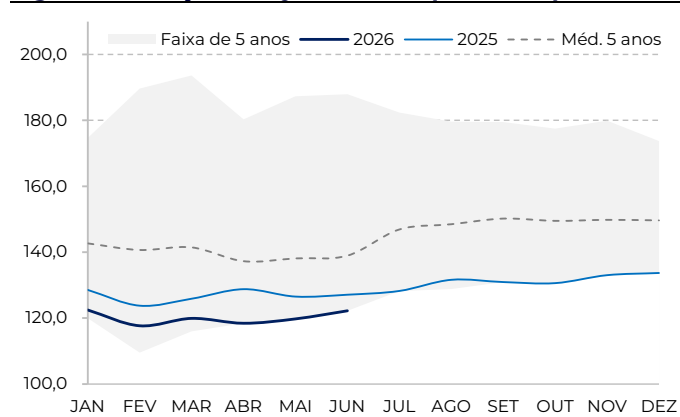
Figura 47. Produção de carne suína nos EUA (milhares de libras)**Figura 48. Estoques de carne suína em câmaras frigoríficas nos EUA (milhões de libras)****Figura 49. Produção de carne suína nos EUA (milhares de toneladas)****Figura 50. Consumo doméstico de carne suína nos EUA (milhares de toneladas)**

Custos de alimentação animal

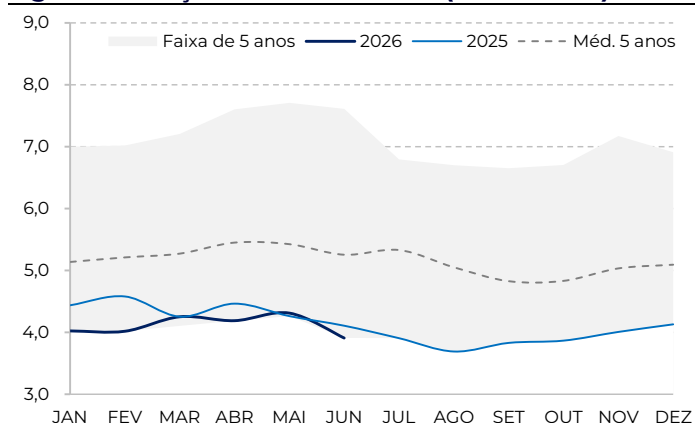
Os custos de alimentação atualmente favorecem as margens dos processadores de proteína animal, pois os preços dos grãos operam abaixo dos níveis de 2025, beneficiados por uma boa perspectiva para a safra, especialmente de soja, condições climáticas benignas e calendários de plantio e colheita dentro do esperado. O levantamento agrícola mais recente da Conab indica um cenário meteorológico positivo no Brasil, com precipitações acima da média na região Norte e nos estados do Paraná e Mato Grosso do Sul (embora Mato Grosso, Tocantins, Minas Gerais e o oeste da Bahia tenham registrado déficits de chuva). Essa leitura sustenta uma perspectiva construtiva para a produção doméstica de grãos, ainda que Conab e USDA apresentem diferenças moderadas quanto à magnitude do crescimento da produção. No caso do milho, a Conab projeta produção estável em relação a 2025 devido a uma base de comparação elevada, já que o ciclo anterior registrou crescimento de 22% a/a, enquanto o USDA estima aumento modesto de 1% nos volumes. A Conab projeta crescimento robusto de 12% a/a nas exportações (ante uma estimativa mais conservadora de 2% a/a do USDA), o que resulta em uma relação estoque/consumo estável em 9,4%, segundo as projeções da Conab (o USDA estima leve melhora de 16 p.b. nesse indicador em comparação com o ano anterior). Para a soja, espera-se forte expansão da oferta, mas o aumento da demanda deve levar a um aperto na relação estoque/consumo. A Conab projeta crescimento de 5% na produção, enquanto as exportações e o esmagamento de soja devem avançar 6% e 7%, respectivamente. Já o USDA estima crescimento de 4% na produção de soja e de 6% tanto nas exportações quanto no esmagamento de soja. Consequentemente, ambas as instituições projetam contração da relação estoque/consumo da soja (76 p.b. nas estimativas da Conab e 18 p.b. nas do USDA). Olhando adiante, destacamos os crescentes riscos altistas para os preços dos grãos ao longo do próximo ano. A principal ameaça decorre da elevação dos custos de fertilizantes, somada ao risco de um El Niño severo, que poderia provocar anomalias climáticas capazes de comprometer a oferta nas principais regiões agrícolas.

Figura 51. Preço do milho no Brasil (BRL/saca)

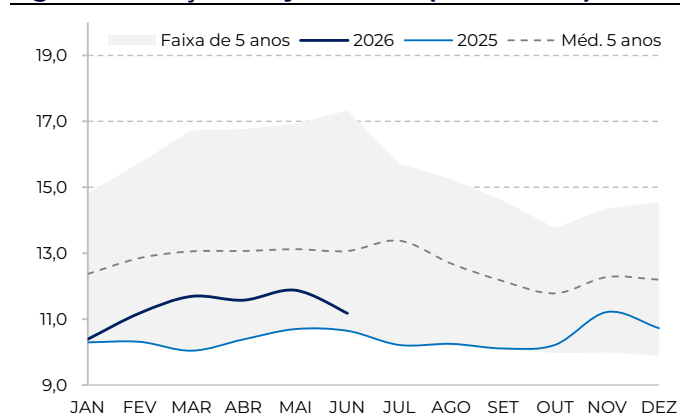
Fonte: Bloomberg e Safr.

Figura 52. Preço da soja no Brasil (BRL/saca)

Fonte: Bloomberg e Safr.

Figura 53. Preço do milho nos EUA (USD/bushel)

Fonte: Bloomberg e Safr.

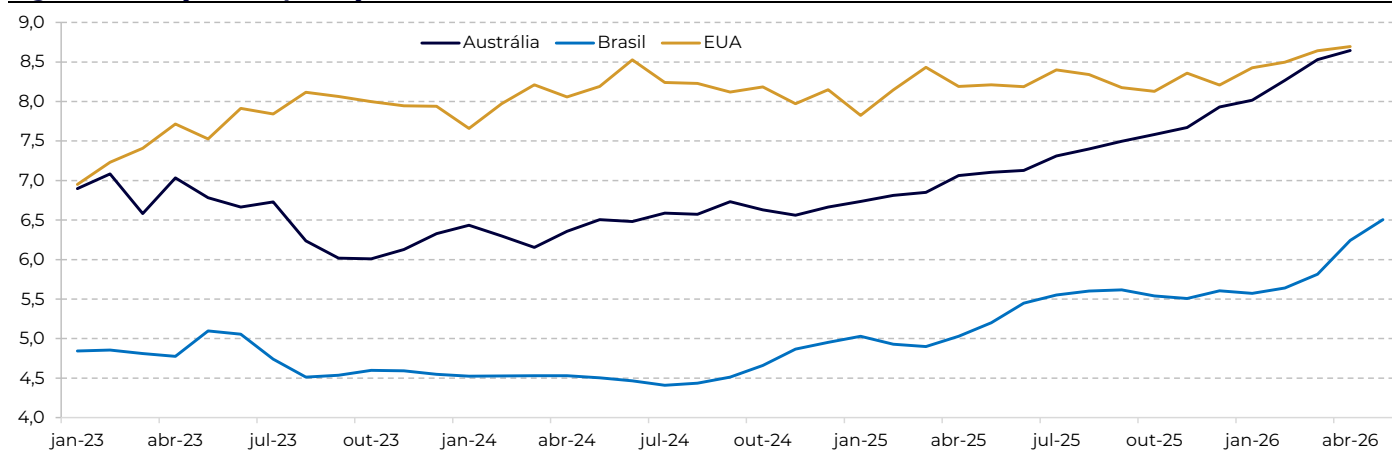
Figura 54. Preço da soja nos EUA (USD/bushel)

Fonte: Bloomberg e Safr.

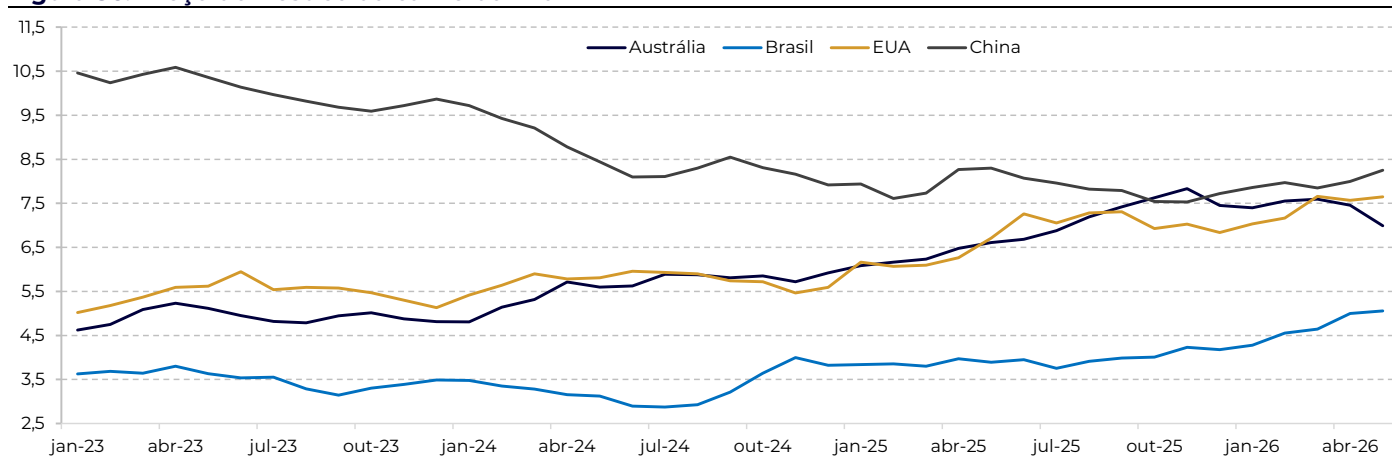
III – Demanda global de proteína e preços

Preço da carne bovina

A inflação da carne bovina reflete a solidez da demanda nos mercados doméstico e externo. O preço da carne bovina nos Estados Unidos e na Austrália vem apresentando alta consistente desde 2023, enquanto a China registrou deflação nos preços entre 2023 e 2025, com retomada da trajetória de alta em 2026. Ao longo de todo o período de 2023 a 2026, o preço da carne bovina na China permaneceu acima do observado em outras regiões, provavelmente refletindo um efeito de mix, com maior participação de cortes premium. O Brasil continua oferecendo preços competitivos para a carne bovina, posicionando-se na extremidade inferior da faixa global de preços entre os principais produtores. Essa vantagem relativa também se estende ao segmento de exportação, apesar da alta dos preços de exportação da carne bovina brasileira, uma vez que os preços de exportação nos Estados Unidos e na Austrália também avançaram, especialmente ao longo de 2026. Em termos de demanda global, a China foi o principal vetor de crescimento dos volumes, mas as importações de carne bovina neste ano também foram impulsionadas por outras regiões da Ásia, pelos Estados Unidos e pelo Oriente Médio (Arábia Saudita e Emirados Árabes Unidos). Sustentados por uma perspectiva robusta para o consumo global, esperamos que os preços da carne bovina permaneçam elevados no curto e médio prazos.

Figura 55. Preço de exportação de carne bovina

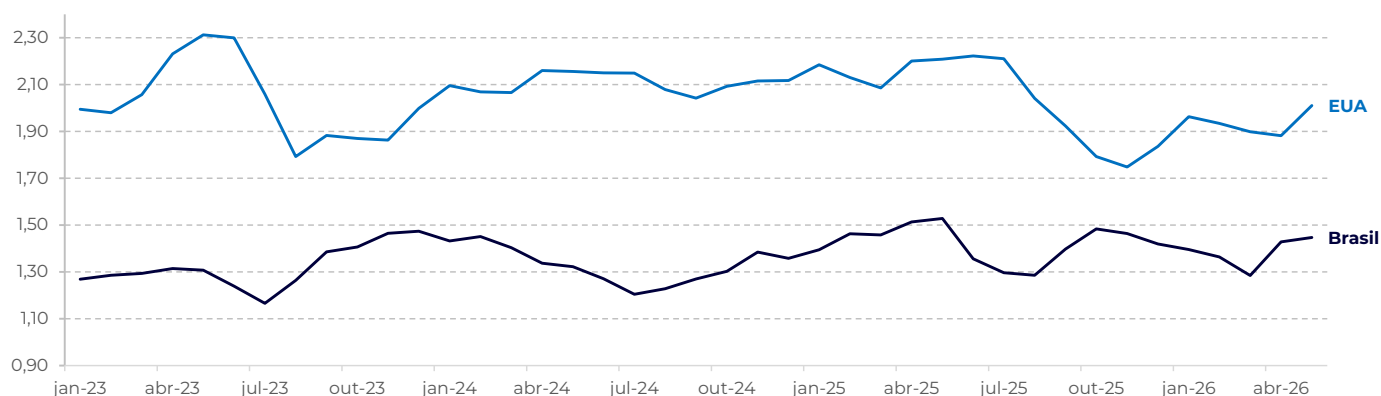
Fonte: Bloomberg, USDA, DAFF, MDIC e Safrá.

Figura 56. Preço doméstico da carne bovina

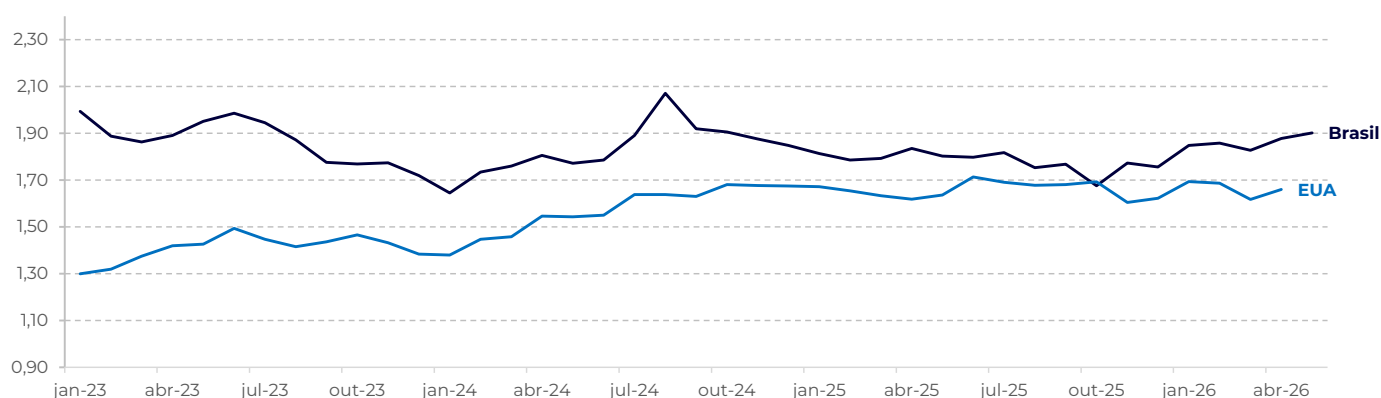
Fonte: Bloomberg, CEPEA-Esaiq, USDA, MLA e Safrá.

Preço do frango

Os preços tanto nos Estados Unidos quanto no Brasil apresentaram queda na comparação anual, refletindo um desequilíbrio entre oferta e demanda em cada mercado. No Brasil, a trajetória de queda dos preços reflete um ambiente macroeconômico desafiador, com renda disponível pressionada e consequente enfraquecimento do consumo doméstico. Nos Estados Unidos, os preços foram impactados negativamente pelo aumento da oferta, já que melhorias operacionais nas taxas de eclosão, seguidas por um aumento no alojamento de pintos de corte, ampliaram de forma relevante os volumes totais de produção. Em contrapartida, as exportações brasileiras de carne de frango permaneceram resilientes, acompanhadas de melhora nos preços (também favorecidos pelo fim do embargo da China em novembro, já que esse mercado demanda cortes de maior valor agregado). Além disso, a demanda do Japão, que vem crescendo de forma consistente desde o ano passado, também contribuiu para um ambiente de preços mais favorável. As projeções da Conab e do USDA sugerem a continuidade dessas tendências, com o consumo resiliente de importantes mercados na Ásia e no Oriente Médio seguindo como principal motor do crescimento das exportações. Em suma, embora os preços domésticos nos Estados Unidos e no Brasil devam permanecer pressionados no curto prazo, a força da demanda global tende a sustentar uma perspectiva resiliente para o setor.

Figura 57. Preço doméstico da carne de frango (USD/kg)

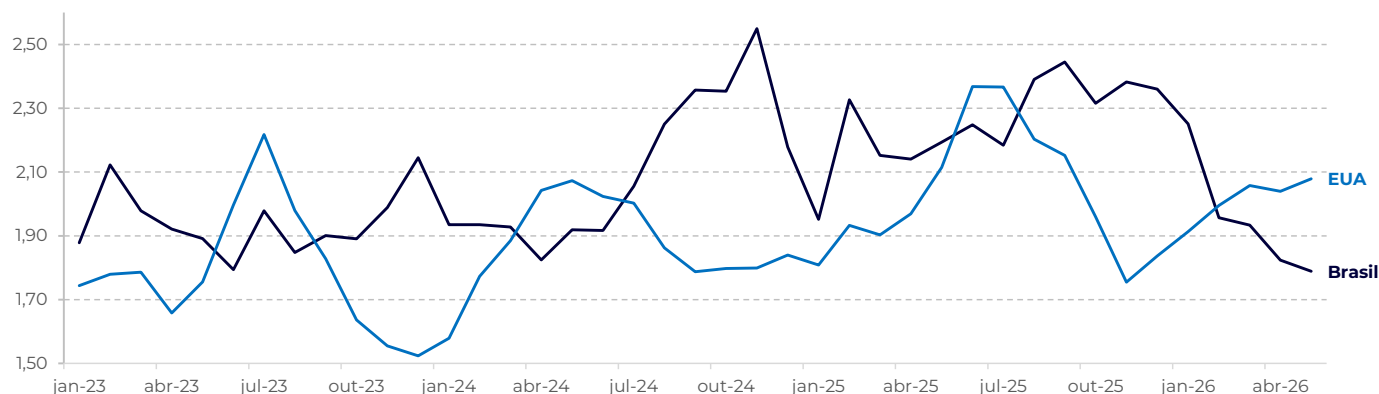
Fonte: MDIC e Safrá.

Figura 58. Preço de exportação de carne de frango (USD/kg)

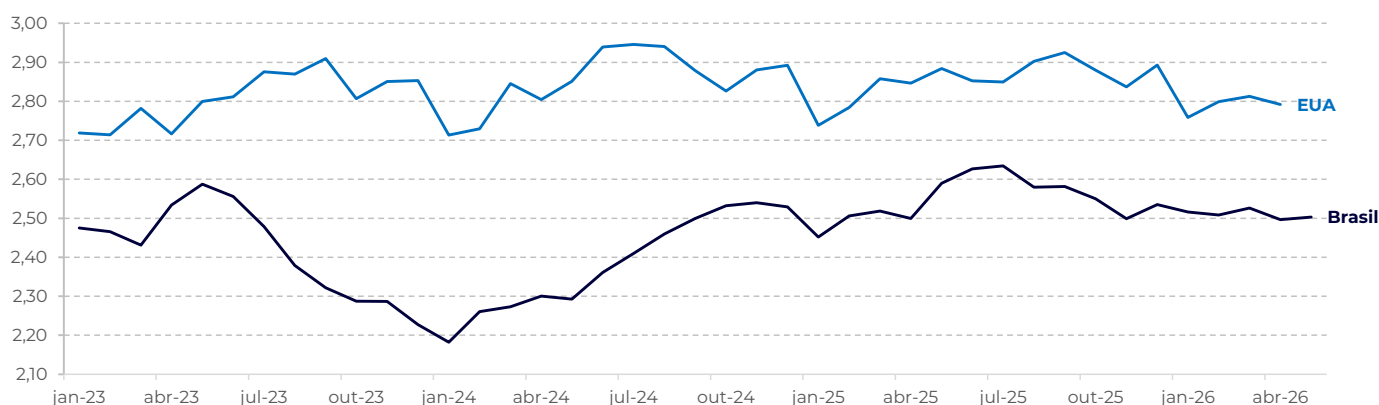
Fonte: MDIC e Safrá.

Preço da carne suína

Cenário desafiador no Brasil e estável nos Estados Unidos. O mercado brasileiro de carne suína atravessa um momento de maior fragilidade, pressionado pelo excesso de oferta de animais para abate e pela desaceleração do consumo, que também vem afetando negativamente o segmento de alimentos processados. Por outro lado, os preços no mercado doméstico dos Estados Unidos têm apresentado maior estabilidade, mantendo-se próximos às médias históricas e com desempenho ligeiramente melhor na comparação anual. Em relação às exportações, o Brasil continua se beneficiando da sólida demanda global, impulsionada principalmente por mercados asiáticos, como Filipinas, China, Vietnã e Singapura, além do Chile. Embora esses destinos tradicionalmente demandem cortes de menor valor agregado, os preços médios de exportação vêm apresentando melhora gradual, favorecidos pelo desempenho de mercados menores. Dessa forma, vemos um cenário doméstico mais desafiador no Brasil sendo parcialmente compensado pela firme demanda externa, enquanto as perspectivas para a indústria suína dos Estados Unidos apontam para a continuidade de um consumo estável, sustentando um ambiente operacional equilibrado.

Figura 59. Preço doméstico da carne suína (USD/kg)

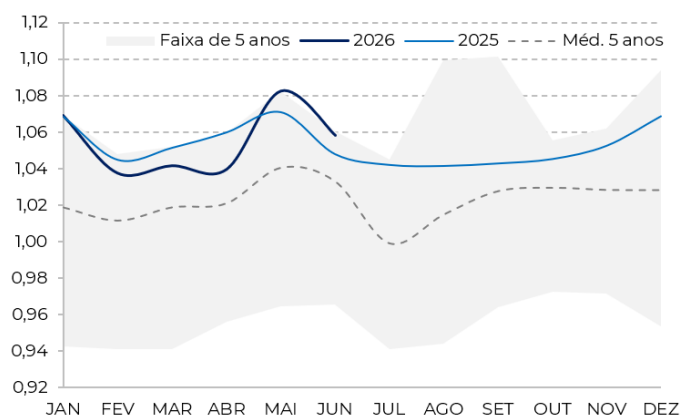
Fonte: MDIC e Safrá.

Figura 60. Preço de exportação de carne suína (USD/kg)

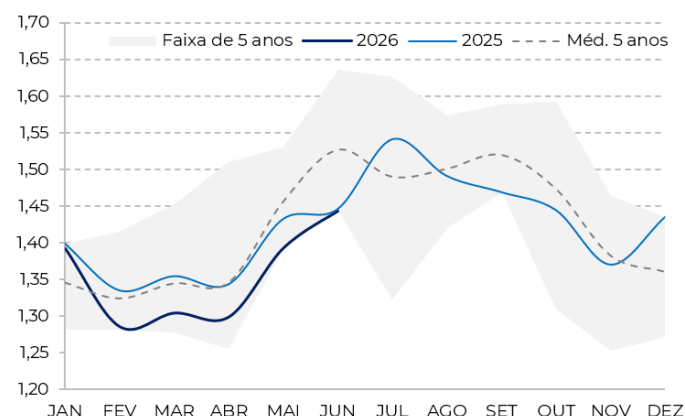
Fonte: MDIC e Safrá.

IV – Spread de proteínas – Brasil, Estados Unidos e Austrália

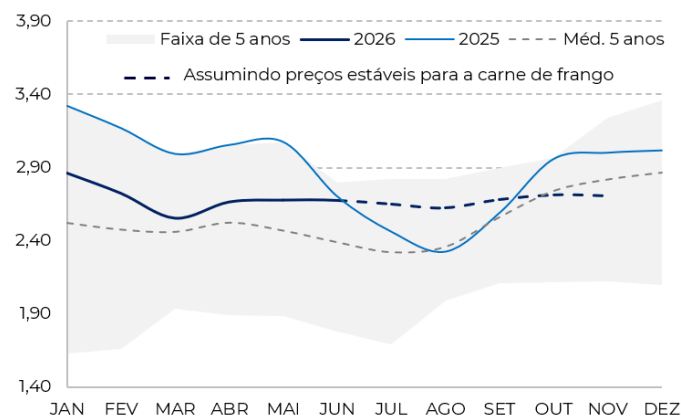
Brasil. Os spreads de carne bovina no Brasil seguem bastante resilientes, próximos ao topo da faixa histórica dos últimos cinco anos, apesar dos preços elevados do gado. A estabilidade no mercado doméstico contrasta com o cenário dos mercados de exportação, onde os spreads de exportação de carne bovina sofreram compressão em relação ao ano anterior, mesmo diante da forte demanda global, de volumes recordes e preços elevados. No segmento de aves, os preços parecem mais favoráveis nos mercados externos, favorecendo spreads de exportação superiores aos observados no mercado doméstico. Considerando os níveis atuais de preços da carne de frango (tanto no mercado interno quanto no externo) e o efeito defasado dos custos com grãos, os spreads de aves devem melhorar gradualmente ao longo do segundo semestre, pressupondo que a demanda permaneça sólida. Por fim, a carne suína continua sendo o segmento mais fraco entre as proteínas no Brasil, com preços inferiores aos do ano passado, pressionando os spreads. À frente, esperamos recuperação gradual dos spreads de suínos, embora sem superar os níveis observados em anos anteriores. Como ponto de atenção para os segmentos de aves e suínos, a visibilidade das margens futuras dependerá cada vez mais dos preços dos grãos, uma vez que permanecem os riscos operacionais relacionados aos efeitos do El Niño e à escalada dos custos de fertilizantes.

Figura 61. Spread de carne bovina no Brasil

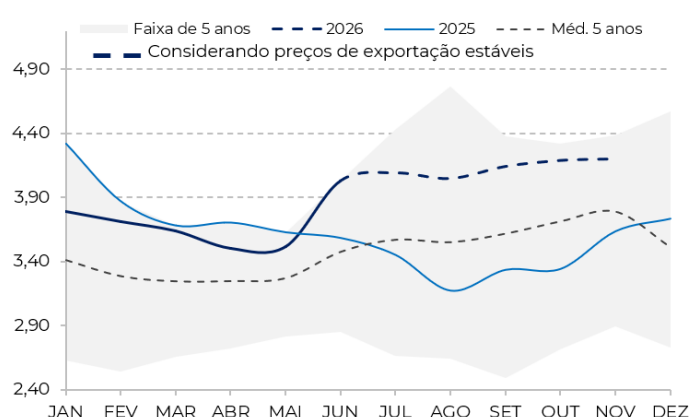
Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 62. Spread de carne bovina para exportação do Brasil

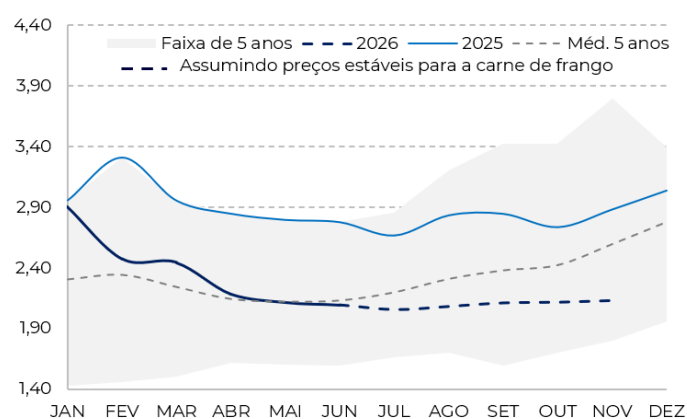
Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 63. Spread de aves no Brasil

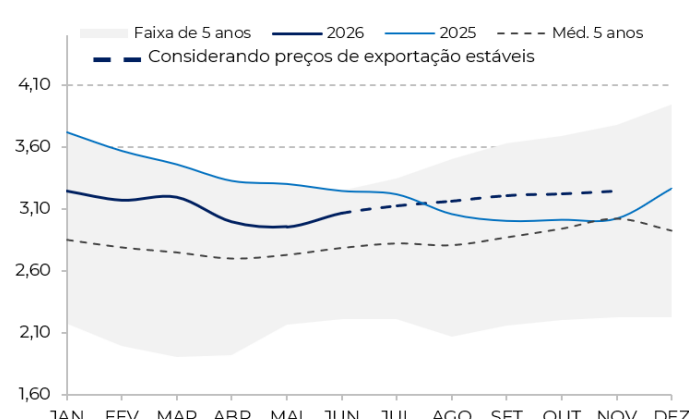
Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 64. Spread de aves para exportação do Brasil

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 65. Spread de carne suína no Brasil

Fonte: Bloomberg e Safrá.

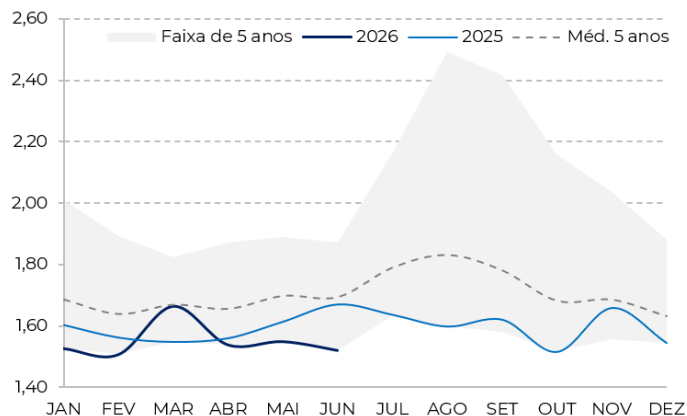
Figura 66. Spread de carne suína para exportação do Brasil

Fonte: Bloomberg e Safrá.

EUA e Austrália. Nos Estados Unidos, os spreads de carne bovina permanecem comprimidos, próximos ao piso da faixa histórica dos últimos cinco anos, com fundamentos que não apontam para uma melhora relevante no curto e médio prazos. A indústria suinícola norte-americana apresenta fundamentos mais favoráveis, sustentando perfis de margem mais robustos, próximos ao limite superior da média histórica de cinco anos. Já os spreads de aves nos EUA seguem próximos da média histórica, embora em níveis inferiores aos observados no ano passado, quando o setor registrou desempenho bastante sólido. Assim como no Brasil, a sustentabilidade das margens dos frigoríficos de aves e suínos nos EUA enfrenta riscos crescentes relacionados à exposição aos mercados de grãos, influenciados por fatores climáticos e por custos potencialmente mais elevados de fertilizantes. Enquanto isso, o setor de carne bovina na Austrália atravessa um momento mais complexo do ciclo. Apesar da oferta favorável de gado, a forte demanda por animais para abate impulsionou os preços do rebanho, pressionando negativamente os spreads da carne bovina. A

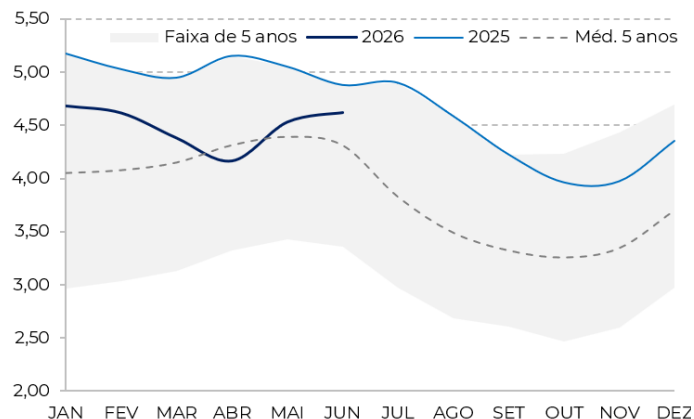
Austrália já atingiu sua cota de exportação de carne bovina para a China, e esperamos redução na demanda por gado ao longo do segundo semestre, o que deve possibilitar uma recuperação gradual das margens da carne bovina australiana até o final do ano, em um cenário que continua favorável para o setor.

Figura 67. Spread de carne bovina nos EUA



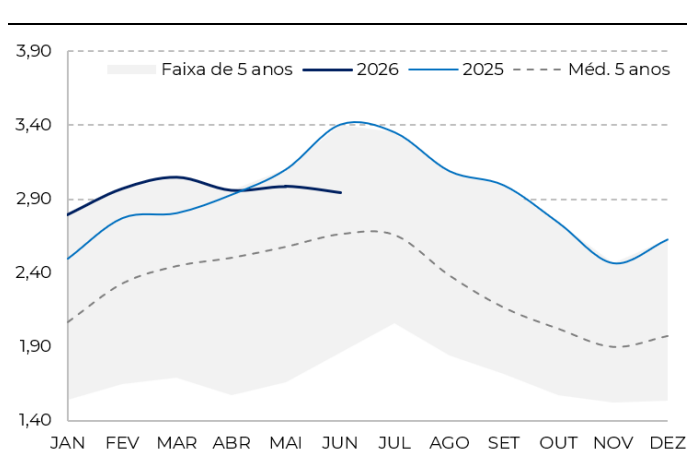
Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 68. Spread de aves nos EUA



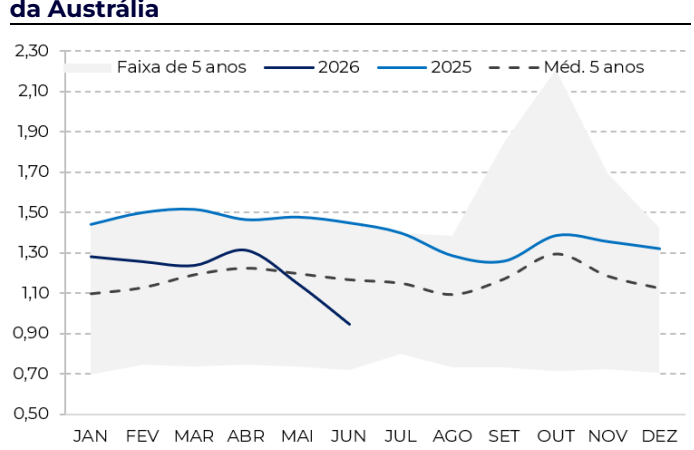
Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 69. Spreads de carne suína nos EUA



Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 70. Spreads de carne bovina para exportação da Austrália



Fonte: Bloomberg e Safrá.

JBS

No ponto baixo do ciclo de commodities, apesar da forte demanda por proteínas; rebaixamento para Neutra. A diversificação da JBS por meio de seu portfólio de proteínas e de sua presença geográfica, aliada ao sólido histórico de execução, continua sendo um diferencial importante que se traduz na qualidade de seus ativos. No entanto, os fundamentos de mercado seguem desafiadores de forma geral. A indústria de carne bovina nos EUA não mostra sinais de melhora, e não esperamos condições mais favoráveis antes de 2028. Além disso, preços mais fracos de aves e suínos, tanto no Brasil quanto nos EUA, devem pressionar as margens operacionais. Esse efeito deve ser parcialmente compensado pela forte demanda global por proteínas, cenário em que Brasil e Austrália estão melhor posicionados para se beneficiar. Adicionalmente, vemos uma avaliação menos atrativa, com a ação negociando a 7,0x VF/EBITDA de 2026 (em US GAAP), frente à média de 6,7x de seus pares norte-americanos e 8,0x da Tyson Foods. Embora esperemos alguma entrada de recursos caso a ação seja incluída em outros índices (o papel aparece na revisão preliminar mais recente dos índices da FTSE Russell), acreditamos que uma reprecificação estrutural deve ocorrer apenas de forma gradual, à medida que gestores de fundos nos EUA passem a reconhecer a superioridade da companhia em relação aos seus pares. Em resumo, estamos rebaixando nossa recomendação da JBS para Neutra e estabelecendo um novo preço-alvo de USD 15,00 (vs. USD 22,00 anteriormente).

A operação de carne bovina nos EUA deve continuar pressionando os resultados consolidados no curto prazo, mas iniciativas de ganho de eficiência podem mudar essa dinâmica. Os fundamentos do mercado norte-americano estão demorando mais para melhorar do que o esperado originalmente, e a recuperação provavelmente ficará para 2028. Embora a demanda por carne bovina permaneça sólida, a restrição na oferta de gado sustenta preços elevados dos animais e comprime as margens operacionais dos frigoríficos. Com o aumento dos casos da mosca-da-bicheira-do-novo-mundo (New World Screwworm) no Texas, não vemos a reabertura da fronteira com o México como algo provável no curto prazo, o que poderia aliviar a escassez de gado. Além disso, o fechamento de plantas de processamento de carne bovina, como fizeram recentemente grandes frigoríficos, incluindo Tyson Foods e a própria JBS, parece ser a única forma de promover um ajuste mais rápido no equilíbrio entre oferta e demanda de gado. Sob a ótica operacional, a JBS espera melhorar seu desempenho relativo frente aos pares em 3,0 p.p. até 2027, medido pela margem operacional. Atualmente, a companhia apresenta desempenho 0,6 p.p. inferior ao dos concorrentes e estima superar esse grupo em 2,5 p.p. em 2027, por meio de iniciativas comerciais (1,6 p.p.), ganhos de eficiência (0,8 p.p.), melhoria de rendimento (0,45 p.p.) e outras iniciativas (0,15 p.p.). Consideramos essa meta ambiciosa, mas sua execução poderia gerar valor relevante.

As demais unidades de negócio apresentam desempenho relativamente sólido, mas insuficiente para compensar a fraqueza da divisão de carne bovina nos EUA. Enquanto isso, Brasil e Austrália parecem mais bem posicionados para se beneficiar da demanda global, em um contexto em que o USDA projeta redução na produção mundial de carne bovina. Conforme discutido na seção “Visão geral do setor”, a disponibilidade de gado no Brasil segue resiliente e as perspectivas para a Austrália permanecem favoráveis, o que deve beneficiar as operações da JBS em ambas as regiões, principalmente por meio das exportações. Ainda assim, esperamos volumes mais fracos no 3T, uma vez que a Austrália já esgotou sua cota para a China e o Brasil deve atingir esse limite entre o final de junho e o início de julho. Em relação à Seara, as exportações de aves e suínos começaram o ano em ritmo forte, mas os mercados domésticos apresentam alguma fraqueza devido ao aumento da oferta em determinadas categorias, especialmente suínos, além de um ambiente macroeconômico mais desafiador. As crescentes preocupações com as condições climáticas associadas a um possível El Niño mais intenso adicionam riscos de custos para os próximos anos. A unidade JBS USA Pork, por sua vez, é um negócio menos volátil em termos de margens, beneficiado por custos mais estáveis e pela ausência de desequilíbrios relevantes entre oferta e demanda. Ainda assim, adotamos uma visão mais cautelosa para a Pilgrim's Pride após o 1T, uma vez que a dinâmica de oferta e demanda do mercado de aves parece um pouco mais difícil.

Pouco espaço para reprecificação. Entendemos que a JBS negocia atualmente a 7,0x VF/EBITDA de 2026 (em US GAAP), representando um prêmio de 4% em relação aos pares norte-americanos, mas um desconto de 13% frente à Tyson Foods. Embora não consideremos esse diferencial de avaliação estruturalmente justificável, acreditamos que seu fechamento ocorrerá apenas de forma gradual, condicionado à entrega consistente de resultados superiores. A inclusão da companhia em índices deve favorecer fluxos de entrada para o papel e contribuir para melhorar sua liquidez.

Mudanças nas estimativas

Revisamos nossas estimativas após incorporar ao modelo os resultados trimestrais mais recentes e novas premissas macroeconômicas. Estamos elevando nossa projeção de receita líquida para os próximos três anos em cerca de 3%, em média, principalmente refletindo a forte demanda por carne bovina em todas as unidades de negócio do segmento. Por outro lado, reduzimos nossas estimativas de EBITDA para os próximos três anos em aproximadamente

5%, em média, sobretudo por acreditarmos que a recuperação do ciclo do gado nos EUA levará mais tempo do que o esperado anteriormente e devido a uma visão mais conservadora para os negócios de aves, especialmente Pilgrim's Pride e Seara.

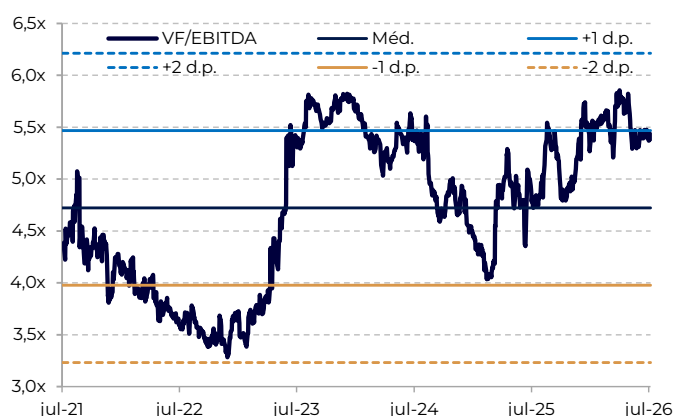
Figura 71. Estimativas atuais vs. anteriores para JBS e Safrá vs. consenso

JBS	Preço-alvo USD	Receita líquida (USD mi)			EBITDA ajust. (USD mi)			Margem EBITDA ajust.			Lucro líquido ajust. (USD mi)		
		2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Atual	15,00	90.776	92.359	93.716	5.476	6.111	7.203	6,0%	6,6%	7,7%	1.387	1.760	2.520
Anterior	22,00	86.941	89.491	92.028	6.431	6.484	7.026	7,4%	7,2%	7,6%	2.124	2.227	2.562
Atual vs. anterior	-32%	4%	3%	2%	-15%	-6%	3%	-136 p.b.	-63 p.b.	5 p.b.	-35%	-21%	-2%
Consenso	19,38	92.294	94.670	96.622	5.701	6.204	7.326	6,2%	6,6%	7,6%	1.433	1.670	2.178
Safrá vs. consenso	-23%	-2%	-2%	-3%	-4%	-2%	-2%	-14 p.b.	6 p.b.	10 p.b.	-3%	5%	16%

Fonte: Bloomberg e Safrá.

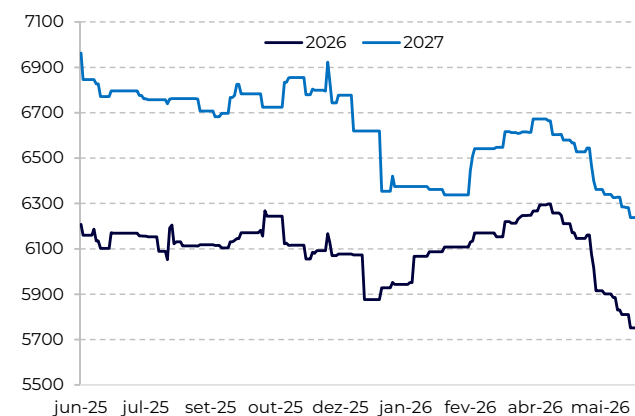
Avaliação

Figura 72. Múltiplo VF/EBITDA (IFRS) histórico em 12 meses da JBS



Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 73. Estimativas históricas de consenso para o EBITDA da JBS (USD mi, IFRS)



Cálculo do preço-alvo. Chegamos a um preço-alvo de USD 15,00/ação para a JBS (vs. USD 22,00 anteriormente), com base em nossa avaliação por fluxo de caixa descontado (FCD). Utilizamos um custo médio ponderado de capital (WACC) de 11,2% (inalterado) e uma taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 3,1% (inalterada), ambos em termos nominais e em BRL. Ao nosso preço-alvo, a ação estaria negociando a 6,3x VF/EBITDA em 12 meses. Além disso, estimamos uma TIR de 31% para um investimento de aproximadamente dois anos e meio na ação, assumindo um múltiplo de saída de 6,0x VF/EBITDA em 12 meses (incluindo dividendos).

Riscos

Os principais riscos que identificamos para a JBS são: (i) desequilíbrios entre oferta e demanda globais de proteínas; (ii) alta dos preços do gado e dos grãos, especialmente nos EUA e no Brasil; (iii) questões sanitárias; (iv) tarifas comerciais ou outras barreiras ao comércio; e (v) alavancagem financeira.

Figura 74. JBS – Scorecard de Análise e Avaliação do Safrá (SAVS)

OPERACIONAL (USD mi)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	INDICADORES	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
USA Beef							ROIC	2%	11%	12%	12%	15%	12%
Receita líquida	23.303	24.286	28.137	28.877	28.877	28.877	ROE	-2%	22%	24%	15%	19%	27%
EBITDA ajustado	114	247	-319	-737	-289	866	Dívida líquida/ EBITDA	4,8x	2,1x	2,5x	3,0x	2,8x	2,2x
Margem EBITDA ajustada	0,5%	1,0%	-1,1%	-2,6%	-1,0%	3,0%	Dívida líquida	15,430	13,713	16,480	16,518	16,825	15,922
USA Pork							MÚLTIPLOS E RENDIMENTOS						
Receita líquida	7.714	8.116	8.431	8.502	8.672	8.846	P/L	295,6x	6,7x	6,0x	9,3x	7,4x	5,1x
EBITDA ajustado	527	1.071	899	1.040	1.041	973	Rend. de FCL	3%	18%	3%	2%	4%	15%
Margem EBITDA ajustada	6,8%	13,2%	10,7%	12,2%	12,0%	11,0%	VF/EBITDA - IFRS	9,1x	4,4x	4,6x	5,7x	5,1x	4,4x
PPC							VF/EBITDA - GAAP EUA		5,2x	5,4x	7,0x	6,2x	5,1x
Receita líquida	17.348	17.863	18.485	18.740	19.115	19.497	Rend. de dividendos (%)	3%	13%	12%	3%	6%	8%
EBITDA ajustado	1.536	2.703	2.804	2.013	2.294	2.340	ABERTURA DO FLUXO DE CAIXA (USD mi)						
Margem EBITDA ajustada	8,9%	15,1%	15,2%	10,7%	12,0%	12,0%	Fluxo de caixa operacional	3.480	5.524	4.046	4.470	4.747	6.181
Austrália							Investimentos	-1.502	-1.480	-2.099	-2.455	-2.497	-2.534
Receita líquida	6.209	6.648	8.077	8.782	8.957	9.137	Despesas financeiras líquidas	-1.530	-1.712	-1.546	-1.700	-1.709	-1.667
EBITDA ajustado	455	664	916	686	761	731	Fluxo de caixa livre	448	2.331	400	315	541	1.980
Margem EBITDA ajustada	7,3%	10,0%	11,3%	7,8%	8,5%	8,0%	BALANÇO PATRIMONIAL (USD mi)						
Seara							Ativos						
Receita líquida	8.273	8.775	9.171	10.151	10.550	10.881	Caixa	4.570	5.614	4.611	4.842	4.399	5.254
EBITDA ajustado	364	1.539	1.553	1.535	1.477	1.360	Ativos de capital de giro	9.943	9.907	11.908	12.250	13.273	13.456
Margem EBITDA ajustada	4,4%	17,5%	16,9%	15,1%	14,0%	12,5%	Imobilizados	12.918	11.781	13.646	14.157	14.199	14.272
JBS Brazil							Ativos intangíveis	8.091	7.220	7.678	7.774	7.774	7.774
Receita líquida	11.141	12.591	15.294	17.391	17.833	18.165	Investimentos	57	38	172	294	294	294
EBITDA ajustado	469	965	955	916	802	908	Direito de uso	1.706	1.597	1.614	1.618	1.618	1.618
Margem EBITDA ajustada	4,2%	7,7%	6,2%	5,3%	4,5%	5,0%	Outros ativos	5.294	4.528	5.528	5.780	5.780	5.780
DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS (USD mi)							Passivos						
Receita líquida	72.918	77.183	86.179	90.776	92.359	93.716	Dívida	19.999	19.327	21.091	21.359	21.223	21.176
Lucro bruto	7.967	11.588	11.298	10.255	10.994	12.175	Passivos de capital de giro	7.993	7.983	9.181	9.015	9.266	9.380
Margem bruta	10,9%	15,0%	13,1%	11,3%	11,9%	13,0%	Provisões	460	383	366	346	346	346
EBITDA	3.233	6.567	6.468	5.445	6.111	7.203	Arrendamentos	1.841	1.734	1.767	1.782	1.782	1.782
Margem EBITDA	4,4%	8,5%	7,5%	6,0%	6,6%	7,7%	Outros passivos	2.577	3.125	3.229	4.420	4.420	4.420
EBITDA ajustado	3.460	7.192	6.831	5.476	6.111	7.203	Participação dos não controladores	683	1.040	819	828	828	828
Margem EBITDA ajustada	4,7%	9,3%	7,9%	6,0%	6,6%	7,7%	Patrimônio líquido	9.025	7.094	8.704	8.964	9.472	10.517
EBIT	1.084	4.378	4.159	2.993	3.655	4.742	ANÁLISE DE CRESCIMENTO						
Margem EBIT	1,5%	5,7%	4,8%	3,3%	4,0%	5,1%	Receita líquida	0%	6%	12%	5%	2%	1%
EBT	-260	2.711	2.620	1.586	2.127	3.237	EBITDA	-52%	103%	-2%	-16%	12%	18%
Lucro líquido	-199	1.767	2.024	1.296	1.760	2.520	EBITDA ajustado	-49%	108%	-5%	-20%	12%	18%
Margem líquida	-0,3%	2,3%	2,3%	1,4%	1,9%	2,7%	Lucro líquido	-107%	-988%	15%	-36%	36%	43%
Lucro líquido ajustado	44	1.939	2.172	1.387	1.760	2.520	Lucro líquido ajustado	-99%	4322%	12%	-36%	27%	43%
Margem líquida ajustada	0,1%	2,5%	2,5%	1,5%	1,9%	2,7%							
LPA (USD)	-0,19	1,65	1,89	1,21	1,64	2,35							

Fonte: Bloomberg e Safrá.

MBRF

Perspectiva negativa para a indústria de carne bovina nos EUA deve pressionar os resultados consolidados; recomendação rebaixada para Neutra. Enxergamos um cenário mais desafiador para a indústria de carne bovina nos Estados Unidos e, embora esperemos que a National Beef apresente desempenho superior ao de seus pares em termos de margens operacionais, não vemos uma melhora relevante antes de 2028. Dada a importância dessa divisão para os resultados consolidados, acreditamos que esse ambiente deverá compensar os ciclos ainda favoráveis de aves e suínos. Atualmente, a ação negocia a 5,7x VF/EBITDA de 2026 (em linha com a média histórica de cinco anos) e entendemos que há pouco espaço para uma reprecificação antes que surjam sinais mais claros de recuperação das margens da operação de carne bovina nos EUA. Dessa forma, estamos rebaixando a recomendação de MBRF3 para Neutra e estabelecendo um novo preço-alvo de BRL 19,00/ação (vs. BRL 30,50 anteriormente).

BRF. Esperamos que os resultados operacionais continuem sólidos, embora o pico de margens deste ciclo pareça ter ficado para trás. A forte demanda global por aves e suínos deve continuar impulsionando o crescimento da receita, à medida que a companhia mantém o bom desempenho no Oriente Médio, apesar do conflito no Irã. Por outro lado, esperamos um ambiente doméstico mais fraco no Brasil, refletindo um equilíbrio menos favorável entre oferta e demanda de carne suína e pressões macroeconômicas sobre o consumo das famílias. Os preços dos grãos seguem comportados, favorecidos por perspectivas robustas para a produção de grãos neste ano, segundo a Conab e o USDA. A margem EBITDA da BRF recuou aproximadamente 120 p.b. a/a no 1T26, reforçando nossa visão de que o ciclo favorável de aves está se normalizando. À frente, projetamos normalização gradual das margens EBITDA.

Beef South America. A divisão tem apresentado margens estáveis, sustentadas pelos avanços na integração entre pecuaristas e a operação industrial de carne bovina, além do foco da Marfrig em produtos de maior valor agregado. Essa execução, aliada à forte demanda por carne bovina, deve possibilitar que a MBRF mantenha um desempenho sólido, mesmo diante da expectativa de menor disponibilidade de gado no Brasil entre 2026 e 2027. Além do Brasil, as operações no Uruguai e na Argentina também parecem bem-posicionadas para capturar o aquecimento da demanda global por carne bovina.

National Beef. Conforme discutido na seção “Visão geral do setor”, esperamos que a National Beef continue pressionando os resultados consolidados no curto e médio prazos, devido ao ambiente desafiador da indústria de carne bovina nos EUA. A maior integração com produtores por meio da USPB representa uma importante vantagem competitiva em períodos de baixa do ciclo, como o atual, uma vez que garante parte do abastecimento de gado para suas operações e permite que a companhia opere ligeiramente acima do ponto de equilíbrio em termos de EBITDA. Ainda assim, uma recuperação mais expressiva das margens dificilmente deve se materializar antes de 2028, considerando o ritmo atual da recomposição do rebanho bovino nos Estados Unidos.

Avaliação. Entendemos que a MBRF negocia atualmente a 5,7x VF/EBITDA de 2026, em linha com a média histórica dos últimos cinco anos. Apesar da melhora operacional da BRF e da expansão das margens em Beef South America, os fundamentos da indústria de carne bovina nos EUA permanecem difíceis e seguem pressionando os resultados consolidados. Além disso, a alavancagem atual de 3,4x dívida líquida/EBITDA, em um ambiente ainda marcado por custo de capital elevado, não favorece a tese de investimento. Por outro lado, o IPO da Sadia Halal (cerca de 15% do negócio), previsto para 2027, pode destravar valor, uma vez que empresas comparáveis no Oriente Médio negociam a um prêmio de 58% em relação à MBRF3. Em nossa visão, porém, os desafios do ciclo de carne bovina nos EUA devem prevalecer sobre os demais vetores positivos do negócio e dificultar uma reprecificação no curto prazo. Assim, estamos rebaixando a recomendação de MBRF3 para Neutra e definindo um novo preço-alvo de BRL 19,00/ação (vs. BRL 30,50 anteriormente).

Mudanças nas estimativas

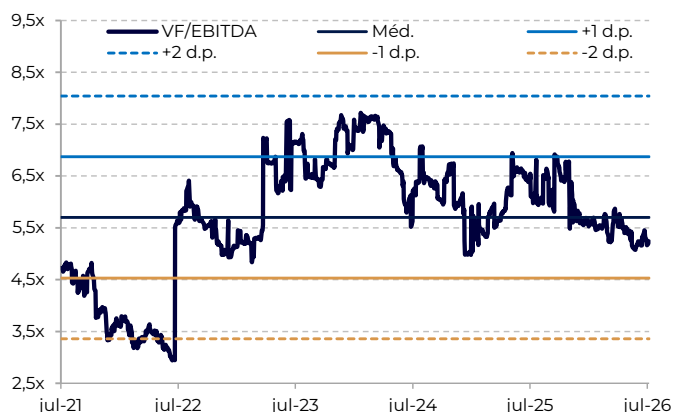
Estamos revisando nossas estimativas após incorporar os resultados trimestrais mais recentes e novas premissas macroeconômicas. Ajustamos nossas projeções de receita e EBITDA para 2026 em função de uma revisão para cima das estimativas anteriormente conservadoras para Beef South America, refletindo a forte demanda e as margens robustas da operação. Em contrapartida, reduzimos nossas projeções de EBITDA para a National Beef, projetando recuperação apenas em 2028. Consequentemente, elevamos nossas estimativas de receita líquida em 1% para 2026 e 2027 e aumentamos nossa projeção de EBITDA em 12% para 2026. Por outro lado, reduzimos nossas estimativas de EBITDA para 2027 e 2028 em cerca de 7%, em média.

Figura 75. Estimativas atuais vs. anteriores para MBRF e Safrá vs. consenso

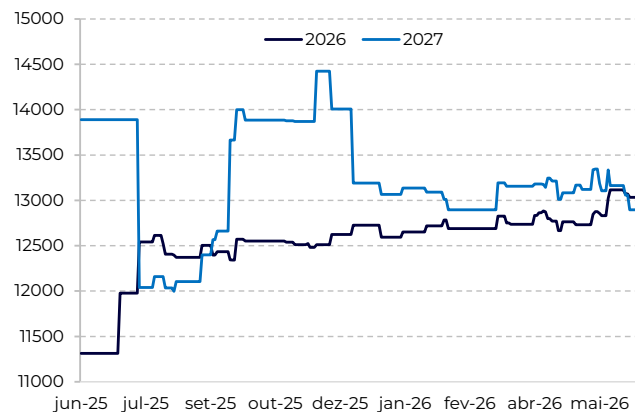
MBRF	Preço alvo (BRL)	Receita líquida (BRL mi)			EBITDA ajust. (BRL mi)			Margem EBITDA ajust.			Lucro líquido ajust. (BRL mi)		
		2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Atual	19,00	163.476	171.294	173.901	12.833	13.465	15.018	7,9%	7,9%	8,6%	39	(384)	824
Anterior	30,50	161.259	169.713	178.533	11.433	13.900	16.774	7,1%	8,2%	9,4%	(152)	709	2.730
Atual vs. anterior	-38%	1%	1%	-3%	12%	-3%	-10%	76 p.b.	-33 p.b.	-76 p.b.	n.m.	-154%	-70%
Consenso	24,10	164.951	170.503	175.190	13.033	12.895	14.760	7,9%	7,6%	8,4%	448	540	2.224
Safrá vs. consenso	-21%	-1%	0%	-1%	-2%	4%	2%	-5 p.b.	30 p.b.	21 p.b.	-91%	-171%	-63%

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Avaliação

Figura 76. Múltiplo VF/EBITDA histórico em 12 meses da MBRF3

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 77. Estimativas históricas de consenso para o EBITDA da MBRF3 (BRL mi)

Cálculo do preço-alvo. Chegamos a um preço-alvo de BRL 19,00/ação para a MBRF3 (vs. BRL 30,50 anteriormente), com base em nossa avaliação por fluxo de caixa descontado (FCD). Utilizamos um custo médio ponderado de capital (WACC) de 12,9% (11,7% anteriormente) e uma taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 4,1% (3,6% anteriormente), ambos em termos nominais e em BRL. Ao nosso preço-alvo, a ação estaria negociando a 6,1x VF/EBITDA em 12 meses. Adicionalmente, estimamos uma TIR de 48% para um investimento com horizonte de aproximadamente dois anos e meio, assumindo um múltiplo de saída de 6,0x VF/EBITDA em 12 meses (incluindo dividendos).

Riscos

Os principais riscos que identificamos para a MBRF são: (i) desequilíbrios entre oferta e demanda globais de proteínas; (ii) deterioração das condições climáticas e alta dos custos dos principais insumos, especialmente gado e grãos; (iii) questões sanitárias; (iv) tarifas comerciais ou outras barreiras ao comércio; e (v) alavancagem financeira.

Figura 78. MBRF – Scorecard de Análise e Avaliação do Safrá (SAVS)

DADOS OPERACIONAIS	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	INDICADORES E ALAVANCAGEM	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
América do Norte							ROIC	1%	9%	9%	9%	9%	7%
Volumes ('000 toneladas)	1.978	1.980	1.935	1.826	1.826	1.844	ROE	-22%	31%	5%	0%	-4%	8%
Preço médio (BRL/kg)	30,10	33,80	39,84	40,34	41,57	40,94	Divida liquidat/EBITDA	3,8x	2,9x	3,4x	3,4x	3,2x	2,8x
Receita líquida (BRL mi)	59.552	66.921	77.111	73.663	75.906	75.505	Divida líquida (BRL mi)	29.707	38.604	43.446	42.979	43.174	42.666
Receita líquida (BRL mi)	2.407	1.565	731	573	1.518	3.020	MÚLTIPLOS E RENDIMENTOS	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Margem EBITDA ajustada	4,0%	2,3%	0,9%	0,8%	2,0%	4,0%	P/L	n.m.	10,7x	38,5x	n.m.	n.m.	26,2x
América do Sul							VF/EBITDA	7,3x	5,3x	5,5x	5,7x	5,4x	4,8x
Volumes ('000 toneladas)	1.464	908	1.089	1.126	1.138	1.149	Rend. de FCL	24%	14%	19%	0%	-1%	3%
Preço médio (BRL/kg)	16,05	18,39	20,38	22,44	23,13	23,13	Rend. de dividendos	0%	0%	0%	0%	0%	1%
Receita líquida (BRL mi)	23.489	16.707	22.194	25.282	26.312	26.573	ABERTURA DO FLUXO DE CAIXA (BRL mi)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA ajustado (BRL mi)	2.344	1.801	2.202	2.401	2.500	2.524	Fluxo de caixa operacional	8.608	11.144	12.142	10.040	9.826	10.095
Margem EBITDA ajustada	10,0%	10,8%	9,9%	9,5%	9,5%	9,5%	Investimentos	(5.054)	(2.007)	(4.139)	(4.140)	(4.067)	(4.154)
BRF							Resultado financeiro líquido	(3.491)	(2.754)	(5.111)	(5.891)	(5.954)	(5.228)
Receita líquida (BRL mi)	53.615	61.379	63.443	68.332	72.386	77.131	Resultado financeiro líquido	64	6.383	2.892	10	(195)	713
EBITDA ajustado (BRL mi)	4.721	10.508	10.349	9.892	9.559	9.815	BALANÇO PATRIMONIAL (BRL mi)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Margem EBITDA ajustada	8,8%	17,1%	16,3%	14,5%	13,2%	12,7%	Ativos	130.955	137.510	141.988	138.875	137.673	137.966
DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS (BRL mi)							Caixa	21.878	22.520	25.204	24.020	23.825	24.332
Receita líquida	132.218	148.935	163.778	163.476	171.294	173.901	Ativos de capital de giro	26.815	34.494	33.382	35.581	38.309	41.902
Lucro bruto	13.377	19.688	20.066	19.893	20.767	22.579	Imobilizados	42.620	43.150	44.768	41.746	38.010	34.202
Margem bruta	10,1%	13,2%	12,3%	12,2%	12,1%	13,0%	Ativos intangíveis	18.552	19.128	19.807	19.368	19.368	19.368
EBITDA reportado	7.801	13.094	12.779	12.734	13.465	15.018	Investimentos	655	225	877	858	858	858
Margem EBITDA	5,9%	8,8%	7,8%	7,8%	7,9%	8,6%	Direito de uso	3.631	4.049	4.778	4.536	4.536	4.536
EBITDA ajustado	9.294	13.641	13.120	12.833	13.465	15.018	Outros ativos	16.340	13.457	12.718	12.297	12.297	12.297
Margem EBITDA ajustada	7,0%	9,2%	8,0%	7,9%	7,9%	8,6%	Passivos	130.955	137.510	141.988	138.875	137.673	137.966
EBIT	1.061	5.897	5.546	5.445	5.662	7.057	Divida	51.586	61.124	68.649	66.998	66.998	66.998
Margem EBIT	0,8%	4,0%	3,4%	3,3%	3,3%	4,1%	Passivos de capital de giro	24.470	30.678	33.046	33.094	33.068	33.540
Resultado financeiro líquido	(5.494)	(5.536)	(6.309)	(6.098)	(6.617)	(5.910)	Provisões	3.878	4.476	5.294	5.145	5.145	5.145
EBT	(4.433)	361	(763)	(652)	(954)	1.147	Arrendamentos	1.427	1.463	1.439	1.405	1.405	1.405
Lucro líquido reportado	(1.240)	1.648	335	(26)	(384)	824	Outros passivos	24.704	19.831	19.243	18.819	18.819	18.819
Margem líquida	-0,9%	1,1%	0,2%	0,0%	-0,2%	0,5%	Participação dos não controladores	17.259	17.114	2.998	2.610	2.610	2.610
Lucro líquido ajustado	(254)	2.009	561	39	(384)	824	Patrimônio líquido	7.631	2.824	11.319	10.804	9.626	9.448
Margem líquida ajustada	-0,2%	1,3%	0,3%	0,0%	-0,2%	0,5%	ANÁLISE DE CRESCIMENTO	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
LPA ajustado (BRL)	(0,39)	2,21	0,50	0,03	(0,27)	0,59	Receita líquida	5%	13%	10%	0%	5%	2%
							EBITDA ajustado	-27%	47%	-4%	-2%	5%	12%
							Lucro líquido ajustado	-107%	n.m.	n.m.	n.m.	-1082%	n.m.

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Minerva

Mais bem posicionada para se beneficiar do atual cenário de escassez global de carne bovina. Em um contexto de crescente escassez de carne bovina no mundo, vemos a Minerva relativamente mais bem posicionada para atender à forte demanda global por meio de sua plataforma sul-americana. Embora investidores continuem cautelosos com os desafios ao comércio global de proteínas, principalmente em função das cotas chinesas para importação de carne bovina brasileira, acreditamos que a reação dos preços de BEEF3 parece excessiva. Apesar de algumas pressões de curto prazo sobre as margens, esperamos um EBITDA estável em 2026 e uma geração ainda robusta de fluxo de caixa livre. Negociando a 3,8x VF/EBITDA de 2026, a BEEF3 apresenta um desconto de 34% em relação aos pares (MBRF3 e JBS) e de 16% frente à sua média histórica dos últimos cinco anos. Como consequência, atualizamos nossas estimativas e reduzimos nosso preço-alvo para BRL 5,50 (vs. BRL 8,50 anteriormente).

Forte demanda por carne bovina supera as incertezas do comércio global, enquanto uma possível desaceleração da demanda chinesa pode aliviar o preço do gado. O USDA projeta redução de 1% na oferta global de carne bovina em 2026, resultando em queda de 1% a/a no consumo mundial, impactada principalmente pela China (-7% a/a). Em termos absolutos, a queda de 7% a/a no consumo doméstico chinês representa 869 mil toneladas, sendo cerca de metade desse volume explicada pela retração de 5% a/a na produção local de carne bovina (-410 mil toneladas a/a). Ao confrontarmos essa perspectiva com dados da Secex, observamos que o Brasil exportou 1,649 milhão de toneladas de carne bovina para a China em 2025, enquanto a cota de 1,1 milhão de toneladas para este ano representa uma redução de 549 mil toneladas na comparação com o ano anterior (-33% a/a), superando inclusive toda a redução na produção de carne bovina projetada pelo USDA. Nosso cenário-base considera que a China manterá a cota de 1,1 milhão de toneladas neste ano. Isso deve resultar em queda relevante das exportações brasileiras de carne bovina no 3T, com impactos negativos não apenas sobre volumes e preços da carne, mas também sobre o preço do gado, seguida por uma recuperação no 4T para atender a cota do próximo ano. Esperamos uma redução geral dos abates em resposta às restrições de exportação para a China, embora outros mercados possam absorver parte desses volumes, ainda que provavelmente a preços menos atrativos. Além disso, a forte demanda por carne bovina na América do Sul, excluindo o Brasil, deve beneficiar especialmente Argentina e Uruguai, que contam com cotas de exportação mais elevadas para os EUA.

Geração positiva de fluxo de caixa livre, apesar da maior necessidade de capital de giro. No ano passado, a Minerva apresentou forte geração de caixa, favorecida por um efeito de timing, relacionado aos estoques elevados de carne bovina nos EUA antes da implementação de tarifas sobre importações, somado ao processo de integração dos ativos adquiridos da Marfrig (MBRF). A menor produção de carne bovina nos Estados Unidos, aliada à forte demanda e ao sólido desempenho das exportações, resultou em um EBITDA robusto (+54% a/a) e geração de fluxo de caixa livre de BRL 1,5 bi. Para 2026, nosso cenário-base contempla redução significativa em relação aos BRL 1,514 bi registrados no ano anterior, para aproximadamente BRL 359 mi, o que representa um rendimento de fluxo de caixa livre de 10%, especialmente diante de um ambiente mais difícil.

Avaliação. Vemos BEEF3 negociando atualmente a 3,8x VF/EBITDA de 2026, um desconto de 34% em relação à média de MBRF3 e JBS e de 16% frente à sua média histórica dos últimos cinco anos. Embora reconheçamos os riscos associados ao comércio global e aos desafios do ciclo do gado, acreditamos que a avaliação atual embuta um cenário excessivamente pessimista e oferece uma assimetria positiva interessante para o investidor.

Mudanças nas estimativas

Ajustamos nossas estimativas após incorporar ao modelo os resultados trimestrais mais recentes e novas premissas macroeconômicas. Após um primeiro trimestre bastante forte, continuamos vendo a sólida demanda global impulsionando preços e receita, embora o preço mais elevados do gado deva exercer pressão sobre as margens operacionais. Consequentemente, elevamos nossas estimativas de receita líquida em cerca de 1%, em média, para os próximos três anos, e reduzimos nossas projeções de EBITDA para o mesmo período em aproximadamente 9%, em média, refletindo um cenário de margens mais apertadas.

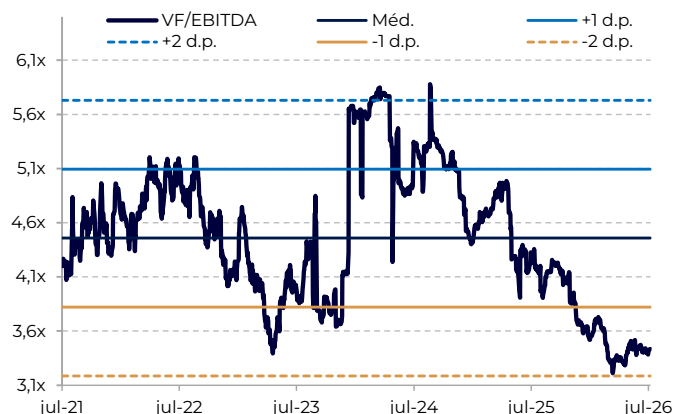
Figura 79. Estimativas atuais vs. anteriores para Minerva e Safrá vs. consenso

Minerva	Preço-alvo BRL	Receita líquida (BRL mi)			EBITDA ajust. (BRL mi)			Margem EBITDA ajust.			Lucro líquido ajust. (BRL mi)		
		2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Atual	5,50	58.100	58.631	60.089	4.781	4.730	4.883	8,2%	8,1%	8,1%	800	616	881
Anterior	8,50	56.684	59.103	62.681	5.147	5.003	5.876	9,1%	8,5%	9,4%	1.046	964	1.599
Atual vs. anterior	-35%	2%	-1%	-4%	-7%	-5%	-17%	-85 p.b.	-40 p.b.	-125 p.b.	-24%	-36%	-45%
Consenso	7,02	58.486	60.123	61.098	4.812	4.977	5.090	8,2%	8,3%	8,3%	617	974	1.210
Safrá vs. consenso	-22%	-1%	-2%	-2%	-1%	-5%	-4%	0 p.b.	-21bps	-20 p.b.	30%	-37%	-27%

Fonte: Bloomberg e Safrá.

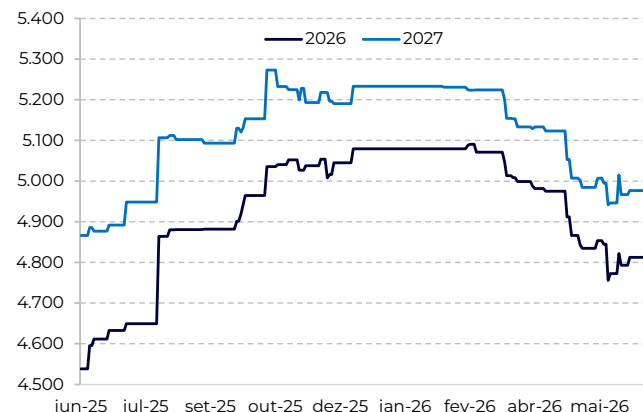
Avaliação

Figura 80. Múltiplo VF/EBITDA histórico em 12 meses da BEEF3



Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 81. Estimativas históricas de consenso para o EBITDA da BEEF3 (BRL mi)



Cálculo do preço-alvo. Nosso preço-alvo de BRL 5,50/ação para BEEF3 (vs. BRL 8,50 anteriormente) é baseado em nossa avaliação por fluxo de caixa descontado (FCD). Utilizamos um custo médio ponderado de capital (WACC) de 15,1% (13,9% anteriormente) e uma taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 3,5% (2,0% anteriormente), ambos em termos nominais e em BRL. Ao nosso preço-alvo, a ação estaria negociando a 4,2x VF/EBITDA em 12 meses. Adicionalmente, estimamos uma TIR de 54% para um investimento com horizonte de dois anos, assumindo um múltiplo de saída de 4,5x VF/EBITDA em 12 meses (incluindo dividendos).

Riscos

Os principais riscos que identificamos para a Minerva são: (i) desequilíbrios entre oferta e demanda globais de proteínas; (ii) alta dos preços do gado na América do Sul; (iii) questões sanitárias; (iv) tarifas comerciais ou outras barreiras ao comércio; e (v) alavancagem financeira.

Figura 82. Minerva – Scorecard de Análise e Avaliação do Safrá (SAVS)

DADOS OPERACIONAIS	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	INDICADORES E ALAVANCAGEM	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Brasil							ROIC	30%	25%	33%	33%	32%	33%
Receita bruta (BRL mi)	13.519	17.365	33.073	32.158	32.365	33.119	ROE	91%	-654%	100%	67%	27%	36%
Var. a/a	-17%	28%	90%	-3%	1%	2%	Dívida líquida/EBITDA	3,5x	5,0x	2,6x	2,6x	2,6x	2,4x
Argentina							Dívida líquida (BRL mi)	8.878	15.621	12.755	12.493	12.215	11.767
Receita bruta (BRL mi)	2.492	4.886	4.811	6.071	6.020	6.172	MÚLTIPLOS E RENDIMENTOS	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Var. a/a	-43%	96%	-2%	26%	-1%	3%	P/L	9,6x	-2,3x	4,7x	4,6x	6,0x	4,2x
Paraguai							VF/EBITDA	7,1x	5,9x	3,8x	3,8x	3,8x	3,7x
Gross revenues (BRLmn)	4.271	4.979	6.371	8.488	8.432	8.640	Rend. de FCL	-34%	-212%	43%	10%	8%	12%
Var. a/a	-13%	17%	28%	33%	-1%	2%	Rend. de dividendos	3%	0%	0%	0%	0%	0%
Uruguai							ABERTURA DO FLUXO DE CAIXA (BRL mi)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Receita bruta (BRL mi)	3.712	3.658	5.787	8.244	8.185	8.388	Fluxo de caixa operacional	2.563	3.130	4.825	4.348	4.697	4.652
Var. a/a	6%	-1%	58%	42%	-1%	2%	Investimentos	(1.179)	(748)	(1.203)	(1.049)	(1.173)	(1.202)
Outras							Despesas financeiras líquidas	(1.320)	46	(2.108)	(2.940)	(3.247)	(3.003)
Receita bruta (BRL mi)	4.648	5.451	7.974	7.061	7.372	7.606	Fluxo de caixa livre	64	2.429	1.514	359	278	448
Var. a/a	21%	17%	46%	-11%	4%	3%	BALANÇO PATRIMONIAL (BRL mi)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS (BRL mi)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	Ativos	28.594	42.142	45.877	43.105	43.992	45.097
Receita líquida	26.892	34.069	54.830	58.100	58.631	60.089	Ativos	12.679	14.461	15.031	12.079	12.357	12.805
Lucro bruto	5.514	7.003	9.513	9.674	9.742	10.127	Ativos de capital de giro	5.457	9.996	13.473	13.618	14.063	14.537
Margem bruta	20,5%	20,6%	17,3%	16,7%	16,6%	16,9%	Imobilizados	5.693	8.787	8.755	8.880	9.045	9.228
EBITDA	2.563	3.130	4.825	4.787	4.730	4.883	Ativos intangíveis	1.725	7.295	6.901	6.816	6.816	6.816
Margem EBITDA	9,5%	9,2%	8,8%	8,2%	8,1%	8,1%	Investimentos	1.697	256	319	307	307	307
EBITDA ajustado	2.542	3.068	4.726	4.781	4.730	4.883	Outros ativos	1.342	1.347	1.397	1.404	1.404	1.404
Margem EBITDA ajustada	9,5%	9,0%	8,6%	8,2%	8,1%	8,1%	Passivos	28.594	42.142	45.877	43.105	43.992	45.097
EBIT	2.050	2.428	3.848	3.784	3.722	3.865	Dívida	21.557	30.082	27.787	24.572	24.572	24.572
Margem EBIT	7,6%	7,1%	7,0%	6,5%	6,3%	6,4%	Passivos de capital de giro	5.941	11.452	15.917	15.627	15.915	16.157
Resultado financeiro líquido	(1.709)	(3.933)	(3.150)	(2.993)	(3.247)	(3.003)	Provisões	36	34	42	43	43	43
EBT	341	(1.505)	698	791	476	862	Arrendamentos	28	36	39	91	91	91
Lucro líquido	396	(1.564)	848	804	616	881	Arrendamentos dos não controladores	372	450	199	211	211	211
Margem líquida	1,5%	-4,6%	1,5%	1,4%	1,1%	1,5%	Participação dos não controladores	485	566	583	596	596	596
Lucro líquido ajustado	382	(1.605)	783	800	616	881	Patrimônio líquido	174	(479)	1.310	1.964	2.563	3.426
Margem líquida ajustada	1,4%	-4,7%	1,4%	1,4%	1,1%	1,5%	ANÁLISE DE CRESCIMENTO	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
LPA ajustado (BRL)	0,63	(2,64)	0,90	0,81	0,62	0,89	Receita líquida	-13%	27%	61%	6%	1%	2%
							EBITDA ajustado	-9%	21%	54%	1%	-1%	3%
							Lucro líquido ajustado	-39%	-520%	-149%	2%	-23%	43%

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Declarações gerais

1. Este relatório foi preparado e distribuído por Safr Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. ("Safr Corretora"), subsidiária do Banco Safr S.A., empresa regulada pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM").
2. Este relatório tem caráter meramente informativo e não constitui oferta de compra ou de venda de títulos ou valores mobiliários ou de instrumentos financeiros de quaisquer espécies ou de participação em qualquer estratégia de negociação. As informações expressas neste documento são obtidas de fontes públicas disponíveis até a data da sua elaboração pela equipe de Análise da Safr Corretora e são consideradas seguras.
3. A Safr Corretora ou quaisquer de suas afiliadas não garantem, expressa ou implicitamente, a completude, confiabilidade ou exatidão de tais informações, nem este relatório pretende ser uma base de dados e informações completa ou resumida sobre os títulos ou valores mobiliários, instrumentos financeiros, mercados ou produtos aqui referidos.
4. A Safr Corretora não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório, tampouco tem a obrigação de comunicar o leitor deste relatório a respeito de tais eventuais atualizações, modificações ou alterações, salvo quando deixar de cobrir quaisquer das empresas analisadas neste relatório.
5. As opiniões, estimativas, informações e projeções aqui expressas constituem a opinião do analista no momento em que emitiu o presente relatório e podem ser alteradas sem qualquer aviso. Preços e disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações, independentemente de qualquer aviso.
6. Os instrumentos discutidos neste relatório podem não ser adequados a todos os investidores. Este relatório não considera objetivos de investimento, situação financeira e patrimonial ou interesses particulares de qualquer investidor. Os investidores devem obter ou realizar uma análise independente, considerando sua situação financeira e seus objetivos de investimento antes de tomar uma decisão de investimento. Investimentos em títulos e valores mobiliários envolvem riscos, razão pela qual não há garantia de rentabilidade ou lucratividade de qualquer espécie.
7. Os resultados obtidos com investimento em instrumentos financeiros podem variar, e seu preço ou valor pode subir ou descer, direta ou indiretamente.
8. Desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. A Safr Corretora ou qualquer empresa do Grupo Safr não pode ser responsabilizada por danos diretos, indiretos, consequentes, reivindicações, custos, perdas ou despesas decorrentes da decisão de investimento em títulos e valores mobiliários, esteja tal decisão lastreada ou não nas recomendações expressas neste relatório. Os riscos em investimentos dessa natureza podem implicar, conforme o caso, a perda integral do capital investido ou, ainda, a necessidade de aporte suplementar de recursos.
9. Nenhuma parte deste documento poderá ser reproduzida, distribuída ou copiada, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o prévio consentimento por escrito da Safr Corretora. Informações adicionais relativas às companhias ora analisadas neste relatório poderão ser prestadas mediante solicitação.

Declarações do analista

1. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração do presente relatório declara(m) que as opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal a respeito de todos os emissores e valores mobiliários aqui analisados e que este relatório foi produzido de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Safr Corretora e/ou ao Banco Safr. Considerando que as opiniões pessoais dos analistas de investimentos podem divergir, a Safr Corretora e/ou o Banco Safr e/ou quaisquer de suas afiliadas podem ter publicado ou vir a publicar outros relatórios que cheguem a conclusões diferentes das aqui contidas.
2. A remuneração do(s) analista(s) de valores mobiliários é baseada na receita total da Safr Corretora, sendo parte desta proveniente das atividades relacionadas ao banco de investimento. Desta forma, assim como a remuneração de todos os colaboradores da Safr Corretora, de suas subsidiárias e afiliadas, a remuneração dos analistas é impactada pela rentabilidade global dessas empresas e pode estar indiretamente relacionada a este relatório. No entanto, o(s) analista(s) responsável(is) por este relatório declara(m) que nenhuma parte de sua remuneração esteve, está ou estará direta ou indiretamente relacionada a qualquer recomendação ou opinião específica contida aqui ou vinculada à precificação de quaisquer dos ativos aqui discutidos.

Declarações adicionais

Analistas	1	2	3	4

1. O(s) analista(s) de valores mobiliários envolvido(s) na preparação deste relatório possui(em) vínculo com pessoa natural que trabalha para os emissores mencionados no relatório.
2. O(a) cônjuge ou parceiro(a) do(s) analista(s) de valores mobiliários detém, direta ou indiretamente, por conta própria ou de terceiros, títulos ou valores mobiliários objeto do relatório.
3. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) cônjuge ou companheiro(a) estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários discutidos neste relatório.
4. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) respectivo(a) cônjuge ou companheiro(a) possui, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação aos emitentes dos valores mobiliários analisados.

INFORMAÇÕES IMPORTANTES SOBRE O SAFRA

A Safrá Corretora, suas controladas, seus controladores ou suas sociedades sob controle comum declaram que têm interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou recebem remuneração por serviços prestados às empresas ou aos fundos:

Açucareira Quatá S.A., Aldebaran Fiagro Direitos Creditorios - Responsabilidade Limitada, Alianza Trust Renda Imobiliária FII - 8ª Emissão, Alibra Ingredientes S.A., Allos S.A., Ancar IC S.A., Ártemis FII - 3ª Emissão, AZ Quest Infra-Yield II FIP - 3ª Emissão, B3 S.A. Brasil, Bolsa, Balcão, Balaroti - Comercio de Materiais de Construção S.A., Banco BTG Pactual, Banco GM S.A., Banco Pine S.A., Banco RCI S.A., Bem Brasil Alimentos S.A., Bocaina Infra CDI FIC FI Infra - 1ª Emissão, BRF S.A., BTG Pactual Crédito Agrícola Fiagro - 2ª Emissão, BTG Pactual Logística - 16ª Emissão, C.Vale Cooperativa Agroindustrial, Capitânia Logística FII - 5ª Emissão, CashMe Solucoes Financeiras S.A., Cattalini Terminais Marítimos S.A., Centrais Eletricas do Norte do Brasil S.A., Cerradinho Bioenergia S.A., Cimed & Co. S.A., Claro S.A., Cloudwalk Instituição de Pagamento e Serviços LTDA, Colombo Agroindústria S.A., Companhia de Saneamento de Minas Gerais - Copasa, Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig, Companhia Paulista de Força e Luz, Companhia Pernambucana de Gás - Copergás, Companhia Pernambucana de Gás, Companhia Piratininga de Força e Luz, Concessionaria do Sistema Anhanguera-Bandeirantes S.A., Concessionaria do VLT Carioca S.A., Construtora Adolpho Lindenberg S.A., Construtora Baggio LTDA, Convef Administradora de Consorcios LTDA, Cooperativa Regional de Cafeicultores em Guaxupé LTDA, Copel Distribuição S.A., Cordeiro Fios e Cabos elétricos LTDA., Cosan S.A., CPFL Energia S.A., CPFL Transmissão S.A., CRI CashMe Soluções Financeiras S.A., Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações, Dexco S.A., Direcional Engenharia S.A., Eldorado Brasil Celulose S.A., Eletrozema S.A., Energisa S.A., Engie Brasil Energia S.A., Epo Participações LTDA, Equatorial Alagoas Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Goiás Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Para Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Piauí Distribuidora de Energia S.A., Eucatex S.A. Indústria e Comércio, Eztec empreendimentos e Participações S.A., FII Jubarte BGS Logística de Grãos - 1ª Emissão, Fleury S.A., Fulwood Condomínios Logísticos e Industriais, Fundo Exes FII RL - 5ª Emissão, Gafisa S.A., GDM Genética S.A., Grupo Cereal S.A., GSH Corp Participacoes S.A., Hedge Brasil Shopping FII - 11ª Emissão, Ifood.com Agência de Restaurantes Online S.A., Inter Oportunidade Imobiliária FII - 1ª emissão, Itamaraty Industria e Comercio S.A., JBS S.A., JHSF Participações S.A., JS Aluguéis, JS Crédito Estruturado II FI Imobiliário Responsabilidade Limitada, JS Properties Empreendimentos Imobiliários LTDA, JS Renda Ativa II, Kinea FI-Infra - 7ª Emissão, Kinea Rendimentos Imobiliários FII - 12ª Emissão, Kinea Unique HY CDI FII - 4ª emissão, Klabin S.A., Lar Cooperativa Agroindustrial, Lawvi Empreendimentos Imobiliários S.A., Localiza Rent A Car S.A., Lotisa Construtora LTDA, Mantiqueira Alimentos S.A., Marfrig Global Foods S.A., Maxi Renda FII - 11ª Emissão, Mills estruturas e Serviços de engenharia S.A., Moas Indústria e Comércio Importação e Exportação LTDA, Motiva Infraestrutura de Mobilidade S.A., Moura Dubeux Engenharia S.A., MRS Logística S.A., Newport Renda Urbana FII - 2ª Emissão, Nortis Incorporadora e Construtora S.A., Oncoclínicas do Brasil Serviços Médicos S.A., Pacaembu Construtora S.A., Pague Menos S.A., Pátria Crédito Infra Renda FI, Pátria Log FII - 10ª Emissão, Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Plano & Plano Desenvolvimento Imobiliário S.A., Porto Seguro S.A., Prati, Donaduzzi & Cia LTDA, Quod - Gestora de Inteligência de Crédito S.A., RB Investimentos Multiestratégia - 1ª Emissão, REC Master Fundo de CRI Cotas Amortizáveis FII - 2ª emissão, RGE Sul Distribuidora de Energia S.A., Rocha Terminais Portuários e Logística S.A., Rojemac Importacao e Exportacao Limitada, Rumo S.A., São Martinho S.A., São Salvador Alimentos S.A., SLC Agrícola S.A., Sulamérica FIC FI-Infral, Suzano S.A., Tegra Incorporadora S.A., Timberland do Brasil Comércio e Representações LTDA, Tramontina S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., TRX Hedge Fund FII - 3ª Emissão, TRX Real Estate FII - 11ª emissão, TRX Real Estate FII

- 12ª emissão, Union Agro S.A., Usina Açucareira São Manoel S.A., Usina Batatais S.A., Usina Uberaba S.A., V.Tal - Rede Neutra de Telecomunicacoes S.A., Vale S.A., Valora CRA Fiagro - 5ª Emissão, Valora Infra - 2ª Emissão, VBS Gestao de Performance de Agencias LTDA, Vibra Energia S.A., Vinci Offices FII - 1ª Emissão, XP Malls FII - 14ª Emissão.