

## Perspectivas positivas

### Gerando valor com um novo “endereço”

A JBS apresentou uma valorização de quase 19% após o anúncio do acordo entre a J&F (acionista controladora da JBS, com 48% das ações) e o BNDES (acionista minoritário relevante, com 21% das ações). Esse acordo essencialmente isenta o BNDES de votar contra a intenção da JBS de listar suas ações no mercado acionário dos Estados Unidos. Como outros acionistas minoritários provavelmente apoiam essa mudança, o acordo elimina um possível obstáculo para a listagem nos EUA. Agora, a última etapa pendente antes da JBS avançar com essa iniciativa é a aprovação da SEC (Securities and Exchange Commission). Caso isso ocorra, a empresa terá uma oportunidade significativa de reduzir o desconto de valuation em relação a seus pares nos EUA e no mercado global.

### O poder da alavancagem

Embora a valorização significativa possa motivar investidores a realizarem lucros, não recomendamos essa estratégia no momento. A JBS ainda negocia com um desconto relevante em relação a seus pares norte-americanos, o que sugere potencial para uma valorização adicional, dependendo de como esse desconto for reduzido. Atualmente, o valor de empresa (EV) da JBS é de aproximadamente R\$ 180 bilhões, dos quais apenas R\$ 86 bilhões correspondem ao valor de mercado (*market cap*), devido ao impacto da alavancagem. Isso significa que pequenas variações no EV, resultantes de uma reavaliação dos múltiplos de mercado, podem gerar alterações expressivas no valor de mercado. Caso a JBS reduza a diferença de múltiplos de EV/EBITDA e EV/EBIT em relação à Tyson Foods (TSN), o potencial de valorização das ações ainda pode ser de 115% e 118%, respectivamente.

Valuation	12/2022	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E
RoIC (EBIT) %	18.7	4.5	19.2	15.7	14.5
EV/EBITDA	4.3	9.0	4.8	4.9	5.1
P/L	3.7	(40.8)	7.5	8.3	9.5
Dividend Yield %	7.9	0.5	3.3	3.0	2.7

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2022	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E
Receita	374,852	363,817	419,812	473,807	494,255
EBITDA	34,515	16,763	37,806	35,310	34,367
Lucro Líquido	13,221	(1,355)	10,785	8,703	7,631
LPA (R\$)	5.96	(0.61)	4.86	3.92	3.44
DPA líquido (R\$)	1.74	(0.12)	1.21	0.97	0.87
(Dívida Líquida)/Caixa	(89,187)	(84,682)	(89,438)	(89,519)	(89,445)

Fonte: relatórios da empresa, estimativas da Bovespa, BTG Pactual S.A. / Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 17 de março de 2025

## Rating

# COMPRA

Sumário	
Ticker	JBSS3
Preço Alvo (R\$)	48.0
Preço (R\$)	32.8
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R\$ mn)	72,643.0
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	250.26
Ultima atualização do preço-alvo	1-out-24

Valuation:		
	2025E	2026E
P/L	8.3x	9.5x
EV/EBITDA	4.9x	5.1x

Performance:	
Março (%)	5.7%
LTM (%)	52.9%



## Analistas

**Thiago Duarte**  
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**Guilherme Guttilla**  
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**Gustavo Fabris**  
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**Bruno Henriques**  
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

### O Poder do mix de Produtos

Apesar das vantagens da listagem nos EUA, defendemos que essa mudança isoladamente não é suficiente para uma reavaliação completa da JBS. A Tyson Foods não é avaliada em um patamar superior apenas por estar listada nos Estados Unidos. Antes da aquisição da Hillshire Brands em 2014, a TSN negociava com múltiplos similares aos da JBS hoje (5-6x EV/EBITDA). A aquisição, que elevou a contribuição da divisão de alimentos processados de 9% para 20% da receita, foi o fator que impulsionou sua reavaliação no mercado. Esperamos que, após a listagem nos EUA, a JBS inicie uma nova fase de fusões e aquisições focada em ativos de marcas consolidadas e alimentos processados. Essa estratégia pode permitir que a JBS alcance múltiplos similares às de outras grandes empresas globais do setor de alimentos. Além disso, a listagem nos EUA deve atrair fluxos de capital significativamente mais robustos para suas ações.

### O poder de um valuation descontado; reiteramos a recomendação de COMPRA

Por meses, mantivemos a JBS como nossa única recomendação de COMPRA no setor de proteínas. Isso se deve ao fato de não acreditarmos que o ciclo de forte crescimento de lucros que impulsionou o setor em 2024 se repetirá em 2025. No entanto, a JBS apresenta um valuation atrativo, que pode atuar como um fator de proteção contra eventuais surpresas negativas nos resultados. Mesmo considerando uma queda no EBITDA anual e um aumento no capex, a empresa ainda deve apresentar um yield de fluxo de caixa livre (FCF) de 10% em 2025. A listagem nos EUA sempre foi vista como um potencial catalisador, e agora esse movimento começa a se concretizar. Diante desse cenário, reiteramos nossa recomendação de COMPRA para as ações da JBS.

**Tabela 1: Se os múltiplos EV/EBITDA e EV/EBIT da JBS convergirem para Tyson Foods...**

R\$mnn	Tyson (USDmnn)	JBS									
Stock price	60.71	38.80	40.87	46.93	52.99	59.06	65.12	71.18	77.25	83.31	
# shares	356	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	
Market Cap	21,625	86,063	90,650	104,098	117,546	130,994	144,442	157,891	171,339	184,787	
Net Debt 2025E*	7,257	84,177	84,177	84,177	84,177	84,177	84,177	84,177	84,177	84,177	
EV	28,882	170,240	174,826	188,275	201,723	215,171	228,619	242,067	255,516	268,964	
EBITDA 2025E*	3,451	32,138	32,138	32,138	32,138	32,138	32,138	32,138	32,138	32,138	
EV/EBITDA	8.4x	5.3x	5.4x	5.9x	6.3x	6.7x	7.1x	7.5x	8.0x	8.4x	
Discount to Tyson		-37%	-35%	-30%	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	
Stock upside			5%	21%	37%	52%	68%	83%	99%	115%	

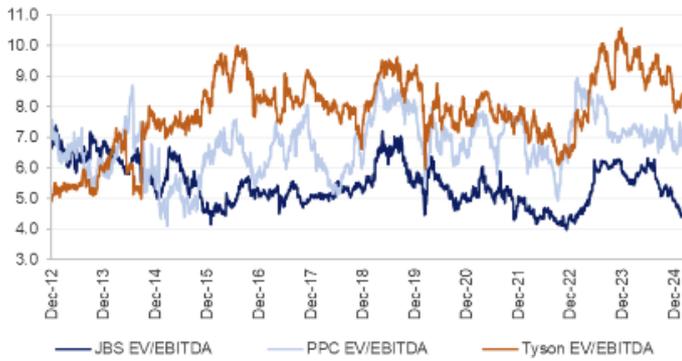
Fonte: a empresa, BTG Pactual

**Tabela 2...o preço da ação poderia subir entre 115% e 118%**

R\$mnn	Tyson (USDmnn)	JBS									
Stock price	60.71	38.80	41.69	47.82	53.94	60.07	66.20	72.32	78.45	84.57	
# shares	356	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	
Market Cap	21,625	86,063	92,474	106,063	119,651	133,240	146,828	160,417	174,005	187,594	
Net Debt 2025E*	7,257	84,177	84,177	84,177	84,177	84,177	84,177	84,177	84,177	84,177	
EV	28,882	170,240	176,651	190,239	203,828	217,417	231,005	244,594	258,182	271,771	
EBIT 2025E*	2,107	19,827	19,827	19,827	19,827	19,827	19,827	19,827	19,827	19,827	
EV/EBIT	13.7x	8.6x	8.9x	9.6x	10.3x	11.0x	11.7x	12.3x	13.0x	13.7x	
Discount to Tyson		-37%	-35%	-30%	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	
Stock upside			7%	23%	39%	55%	71%	86%	102%	118%	

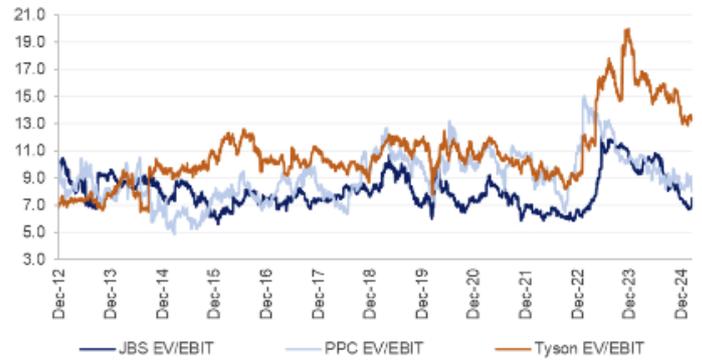
Fonte: a empresa, BTG Pactual

Gráfico 1: EV/EBITDA da JBS vs Pilgrims e Tyson



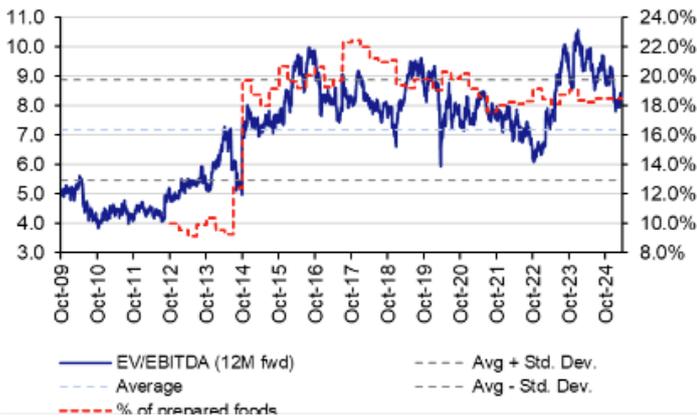
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 2: EV/EBIT da JBS vs Pilgrims e Tyson



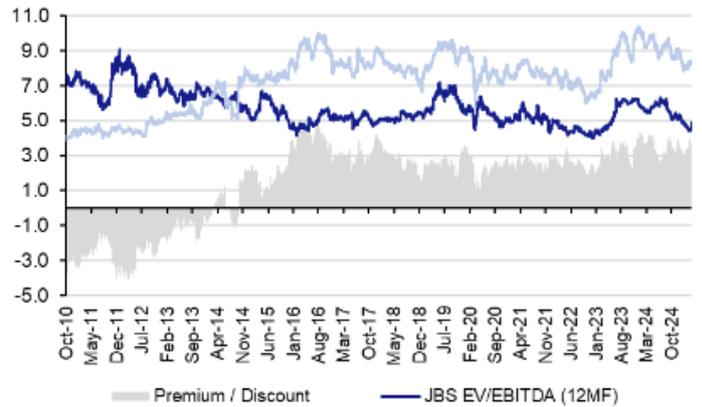
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 3: Os múltiplos da Tyson se expandiram após aquisição da Hilshire



Fonte: a empresa, Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 4: ...anterior a isso, a Tyson negociava entre 5-6x EV/EBITDA, similar aos múltiplos atuais da JBS



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

## Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

- (i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;
- (ii) Nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

## Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes; (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou possa ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)