

## Marfrig (MRFG3): resultado do 3T20

### O EBITDA aumentou 46%a/a

O EBITDA do 3T da Marfrig ficou 10% abaixo de nossa estimativa. Ainda assim, a simplificação de seu balanço patrimonial permitiu resultados muito mais limpos. Depois de reportar resultados estelares do 2T, quando as taxas de corte se beneficiaram de eventos sem precedentes nas indústrias de carne bovina brasileira e americana, as margens começaram a se normalizar no 3T. O EBITDA permaneceu forte e conseguiu crescer 46% a/a sobre uma base comparativa difícil para R\$ 2,15 bilhões, ajudado por um Real mais fraco. A margem EBITDA ficou 150 bps abaixo de nossa estimativa de 12,7%, mas ainda 120 bps mais alta a/a, enquanto o lucro de R\$ 674 milhões ficou 11% abaixo de nossa projeção. A geração do FCF totalizou R\$ 757 milhões (após R\$ 770 milhões em dividendos pagos aos minoritários da National Beef), enquanto o índice de alavancagem de 2x foi o menor em pelo menos uma década, embora estimamos que o desembolso de caixa no 1T21 com pagamento de bônus da NB (National Beef) poderá ultrapassar R\$ 1,5 bilhão.

### Normalização de margem ligeiramente mais rápida do que o projetado em ambas as divisões

A divisão dos Estados Unidos registrou crescimento de resultados operacionais de 34% a/a, impulsionado, principalmente, pela desvalorização do Real, mas que ficou abaixo de nossa estimativa em 11% com uma margem operacional estável a/a de 12,8% (130 bps abaixo de nossa estimativa). Na América do Sul, as receitas superaram nossas estimativas em 8%, já que a combinação de maiores volumes e preços significou um crescimento de 26% a/a, embora isso tenha sido compensado por uma margem operacional inferior de 7,5% (80 bps abaixo de nossa estimativa), uma vez que os custos do gado dispararam. Além disso, as despesas de manutenção totalizaram R\$ 121 milhões no trimestre.

### As margens de dois dígitos são sustentáveis? Não apostaríamos nisso; Permanecemos Neutros

O notável ritmo de desalavancagem da Marfrig nos últimos trimestres foi possível graças ao crescimento do EBITDA dos últimos doze meses de 114% a/a para R\$ 8,7 bilhões, resultado de (i) ganhos de eficiência na América do Sul, que reduziram significativamente o gap de lucratividade em relação aos pares locais, (ii) ventos positivos de margem de carne bovina em ambos os mercados, e (iii) desvalorização do Real. Continuamos a nos perguntar até que ponto esses ganhos são sustentáveis considerando a reversão do ciclo do gado no Brasil (já em andamento) e nossa percepção de que as margens da NB (National Beef) se aproximarão da média histórica de 5,5% do EBITDA (ou 4% do EBIT) em um futuro previsível à medida que a retenção de vacas reprodutoras nos EUA (agora perto de mínimas históricas), eventualmente começa. Permanecemos Neutros visto que o momentum de lucros irá gradualmente desaparecer e impulsionar múltiplos mais exigentes à frente.

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Henrique Brustolin

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Marfrig (MRFG3)

Data	12/11/2020
Ticker	MRFG3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	13,0
Preço (R\$)	15,0
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	10.422,64
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	173,35

#### Valuation:

	2020E	2021E
P/L	6,1x	10,4x
EV/EBITDA	5,1x	6,4x

#### Stock Performance:



Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	3,7	24,2	22,8	14,9	13,1
EV/EBITDA	11,1	4,6	5,1	6,4	7,2
P/L	-2,1	11,3	6,1	10,4	15,2
Dividend Yield %	-14,3	0,8	2,8	2,2	1,5

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	29.599	48.760	63.730	64.263	67.868
EBITDA	1.069	4.772	5.857	4.613	4.119
Lucro Líquido	-1.782	615	1.695	1.006	685
LPA (R\$)	-2,56	0,88	2,44	1,45	0,98
DPA líquido (R\$)	-0,78	0,08	0,42	0,34	0,22
Dívida Líquida/Caixa	-8.042	-14.356	-18.349	-17.292	-17.367

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 14,96, em 11 de Novembro de 2020.

Tabela 1: Marfrig - Revisão do 3T20

DRE (R\$ milhões)	3T20	3T20E	3T19	2T20	A/E	A/A	T/T
<b>Receita Líquida</b>	<b>16.833</b>	<b>16.609</b>	<b>12.743</b>	<b>18.881</b>	<b>1,3%</b>	<b>32,1%</b>	<b>-10,8%</b>
- CMV	-14.084	-13.672	-10.844	-14.319	3,0%	29,9%	-1,6%
<b>= Lucro Bruto</b>	<b>2.749</b>	<b>2.937</b>	<b>1.899</b>	<b>4.561</b>	<b>-6,4%</b>	<b>44,7%</b>	<b>-39,7%</b>
- Despesas de Vendas	-664	-596	-533	-611	11,5%	24,7%	8,7%
- Desp. Gerais e Administrativas	-248	-234	-164	-240	6,2%	51,5%	3,5%
+/- outros	-51	-127	-29	-130	-59,9%	75,5%	-60,9%
<b>= EBIT</b>	<b>1.785</b>	<b>1.980</b>	<b>1.173</b>	<b>3.580</b>	<b>-9,8%</b>	<b>52,1%</b>	<b>-50,1%</b>
+ Depreciação	360	382	297	358	-5,7%	21,5%	0,8%
<b>= EBITDA</b>	<b>2.146</b>	<b>2.362</b>	<b>1.470</b>	<b>3.938</b>	<b>-9,2%</b>	<b>46,0%</b>	<b>-45,5%</b>
<b>= EBITDA ajustado</b>	<b>2.196</b>	<b>2.489</b>	<b>1.499</b>	<b>4.068</b>	<b>-11,7%</b>	<b>46,5%</b>	<b>-46,0%</b>
+ Resultados Financeiros	-384	-417	-423	-460	-8,1%	-9,4%	-16,5%
(-) Variação cambial	-230	-174	-242	-314	31,6%	n.m.	n.m.
<b>= EBT</b>	<b>1.172</b>	<b>1.388</b>	<b>508</b>	<b>2.807</b>	<b>-15,6%</b>	<b>130,7%</b>	<b>-58,2%</b>
Participação minoritária	-264	-284	-541	-608	-7,0%	-51,2%	-56,6%
- Imposto	-234	-347	133	-605	n.m.	n.m.	n.m.
<b>= Lucro Líquido</b>	<b>674</b>	<b>757</b>	<b>100</b>	<b>1.594</b>	<b>-11,0%</b>	<b>n.m.</b>	<b>-57,7%</b>
<b>= Lucro Líquido ajustado</b>	<b>904</b>	<b>932</b>	<b>342</b>	<b>1.908</b>	<b>-3,0%</b>	<b>n.m.</b>	<b>-52,6%</b>
Margem Bruta	16,3%	17,7%	14,9%	24,2%	-1,4 p.p.	1,4 p.p.	-7,8 p.p.
Margem Operacional	10,6%	11,9%	9,2%	19,0%	-1,3 p.p.	1,4 p.p.	-8,4 p.p.
Margem EBITDA	12,7%	14,2%	11,5%	20,9%	-1,5 p.p.	1,2 p.p.	-8,1 p.p.
Margem EBITDA ajustada	13,0%	15,0%	11,8%	21,5%	-1,9 p.p.	1,3 p.p.	-8,5 p.p.
Margem líquida ajustada	5,4%	5,6%	2,7%	10,1%	-0,2 p.p.	2,7 p.p.	-4,7 p.p.
<b>América do Sul (R\$ milhões)</b>	<b>3T20</b>	<b>3T20E</b>	<b>3T19</b>	<b>2T20</b>	<b>A/E</b>	<b>A/A</b>	<b>T/T</b>
Receita Líquida (R\$)	4.793	4.404	3.794	4.402	8,8%	26,3%	8,9%
Lucro Bruto	727	740	404	802	-1,7%	80,0%	-9,4%
EBIT	360	366	85	415	-1,4%	322,6%	-13,2%
Margem Bruta (%)	15,2%	16,8%	10,6%	18,2%	-1,6 p.p.	4,5 p.p.	-3,1 p.p.
Margem EBIT (%)	7,5%	8,3%	2,2%	9,4%	-0,8 p.p.	5,3 p.p.	-1,9 p.p.
<b>América do Norte (R\$ milhões)</b>	<b>3T20</b>	<b>3T20E</b>	<b>3T19</b>	<b>2T20</b>	<b>A/E</b>	<b>A/A</b>	<b>T/T</b>
Receita Líquida (R\$)	12.040	12.205	8.949	14.479	-1,4%	34,5%	-16,8%
Lucro Bruto	2.022	2.197	1.495	3.759	-8,0%	35,2%	-46,2%
EBIT	1.546	1.731	1.153	3.304	-10,7%	34,0%	-53,2%
Margem Bruta (%)	16,8%	18,0%	16,7%	26,0%	-1,2 p.p.	0,1 p.p.	-9,2 p.p.
Margem EBIT (%)	12,8%	14,2%	12,9%	22,8%	-1,3 p.p.	0,0 p.p.	-10,0 p.p.

Fonte: Empresa / BTG Pactual

## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTGPactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

## Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTGPactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatos sobre os quais o BTGPactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTGPactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo de decisão do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTGPactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

**Certificação dos analistas:** Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTGPactual 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 aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTGPactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

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)