

Marfrig (MRF3): Resultado 2T20

Nada além de impressionante: o EBITDA cresceu 3,6x a/a!

Ajudado pelos impactos da pandemia nas margens da carne bovina e um real mais fraco, a Marfrig conseguiu superar até as expectativas mais otimistas. O EBITDA reportado cresceu 3,6x a/a para R\$ 3,9 bilhões, 79% acima de nossa estimativa e 36% acima do consenso. A margem EBITDA de 21% foi mais de 2,6x superior à média dos últimos sete trimestres, impulsionada principalmente pelo desempenho histórico no mercado dos EUA, onde as margens mais do que dobraram e o EBITDA quase triplicou em USD. O lucro líquido refletiu fortes resultados operacionais e mais do que compensou o impacto cambial negativo, e ficou em R\$ 1,6 bilhão (também um recorde).

Margens excepcionais durante tempos excepcionais

Olhando o retrospecto, não é difícil entender de onde vieram essas margens fortes. A pandemia levou a uma redução abrupta das atividades de abate de gado nos Estados Unidos, causada por absentismo e suspensão temporária de plantas. Isso explica a redução de 7% a/a nos volumes da Marfrig na América do Norte, com uma redução de 14% da capacidade utilizada. No entanto, as empresas de carne bovina não são verticalmente integradas e os estoques do canal de carne bovina são relativamente pequenos, o que significa que uma redução abrupta nas compras de gado e na produção de carne bovina levou os preços do gado a despencar enquanto que os preços da carne bovina dispararam, beneficiando imensamente as margens dos frigoríficos. Na América do Sul, os spreads também dispararam, o que, juntamente com um progresso operacional consistente e uma abordagem comercial sólida para as exportações de carne bovina, levou a uma margem EBIT recorde de 9,4%.

FCF forte e alavancagem líquida em queda foram os principais pontos positivos

Assumindo a consolidação integral da National Beef, a geração do FCFE com base na variação da dívida líquida foi de US\$ 654 milhões, ou R\$ 3,6 bilhões. Isso representa espantosos 29% do valor de mercado da Marfrig em um único trimestre (após minoritários). A geração do FCF no acumulado do ano foi de US\$ 258 milhões, ou R\$ 1,4 bilhão, revertendo totalmente o consumo de caixa do 1T. Ainda, o índice de alavancagem líquida incluindo IFRS16 caiu para 2,3x, saindo de 4x no último trimestre.

BTG Pactual – Equity Research:

Thiago Duarte
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

Henrique Brustolin
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

BTG Pactual Digital – Equity Research & Strategy:

Ricardo Cavalieri
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.
fundamentalista@btgpactual.com

Marfrig

Data	13/08/2020
Ticker	MRF3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	13,0
Preço (R\$)	14,7
Listagem	Novo Mercado

Trading Data:

Market Cap (R\$ mn)	10.252,22
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	134,55

Múltiplos: 2020E 2021E

P/L	6,0x	10,2x
EV/EBITDA	5,1x	6,3x

Stock Performance:

Agosto (%)	2,2%
LTM (%)	82,2%



Fonte: BTGPactual e Economática

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	6,3	7,2
P/L	-2,1	11,3	6,0	10,2	15,0
Dividend Yield %	-14,3	0,8	2,9	2,3	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\$ 14,72, em 12 de agosto de 2020.

Qual será a duração? Mais do que nunca, uma recomendação binária

Mais do que nunca, a história da Marfrig agora pode ser descrita como binária. Não vemos essas margens como recorrentes - no 3T20, a utilização da capacidade da indústria voltou aos níveis pré-pandêmicos, e os spreads de carne bovina dos EUA até agora estiveram muito mais próximos da normalização (apenas 3% maior a/a, enquanto no 2T estava 55% acima a/a). A questão agora é se a rentabilidade forte pode durar o suficiente para que a Marfrig gere caixa suficiente para reduzir sua dívida estimada de R\$ 18,1 bilhões antes que as margens se normalizem totalmente. Embora não seja tão forte quanto no 2T, nosso caso base continua sendo que a indústria ainda desfrutará de um momento positivo no 2S20, mas que o ciclo do gado nos EUA acabará reduzindo em 2021. Em um cálculo simples, com base na normalização das margens nos Estados Unidos e América do Sul, estimamos o EBITDA anual da Marfrig em cerca de R\$ 4-4,5 bilhões, o que colocaria os múltiplos em patamares mais exigente de ~6-7x EBITDA. Isso se compara a um EBITDA dos últimos doze meses de R\$ 8 bilhões, que, se perpetuado, reduziria esses múltiplos pela metade.

As estimativas estão em revisão

Planejamos atualizar em breve nossas projeções à medida que incorporamos os resultados impressionantes da Marfrig no 2T20.

Tabela 1: Marfrig - Revisão 2T20

DRE (R\$ milhões)	2T20	2T20E	2T19	1T20	A/E	A/A	T/T
Receita Líquida	18.881	16.169	11.719	13.502	16,8%	61,1%	39,8%
- CMV	-14.320	-13.399	-10.239	-11.825	6,9%	39,9%	21,1%
= Lucro Bruto	4.561	2.771	1.480	1.676	64,6%	208,2%	172,1%
- Despesas de Vendas	-611	-634	-496	-545	-3,7%	23,2%	12,1%
- Desp. Gerais e Administrativas	-240	-247	-208	-212	-2,7%	15,4%	13,2%
+/- outros	-130	-64	-26	-55	103,0%	400,0%	136,4%
= EBIT	3.580	1.826	750	864	96,1%	377,3%	314,2%
+ Depreciação	358	372	307	304	-3,7%	16,6%	17,9%
= EBITDA	3.938	2.198	1.057	1.168	79,2%	272,6%	237,2%
= EBITDA ajustado	4.068	2.262	1.083	1.223	79,9%	275,6%	232,6%
+ Resultados Financeiros	-460	-390	-389	-551	18,0%	18,2%	-16,6%
(-) Variação cambial	-314	-131	-15	-632	140,5%	n.m.	n.m.
= EBT	2.806	1.305	346	-319	115,0%	710,4%	n.m.
Participação minoritária	-608	-247	-314	-105	146,1%	93,6%	479,0%
- Imposto	-605	-326	53	286	n.m.	n.m.	n.m.
= Lucro Líquido	1.593	732	85	-138	117,6%	n.m.	n.m.
= Lucro Líquido ajustado	1.907	863	100	494	121,1%	n.m.	286,1%
Margem Bruta	24,2%	17,1%	12,6%	12,4%	7,0 p.p.	11,5 p.p.	11,7 p.p.
Margem Operacional	19,0%	11,3%	6,4%	6,4%	7,7 p.p.	12,6 p.p.	12,6 p.p.
Margem EBITDA	20,9%	13,6%	9,0%	8,7%	7,3 p.p.	11,8 p.p.	12,2 p.p.
Margem EBITDA ajustada	21,5%	14,0%	9,2%	9,1%	7,6 p.p.	12,3 p.p.	12,5 p.p.
América do Sul (R\$ milhões)	2T20	2T20E	2T19	1T20	A/E	A/A	T/T
Receita Líquida (R\$)	4.402	4.375	3.447	3.766	0,6%	27,7%	16,9%
Lucro Bruto	802	766	395	621	4,8%	103,1%	29,2%
EBIT	415	394	84	329	5,4%	391,4%	26,0%
Margem Bruta (%)	18,2%	17,5%	11,5%	16,5%	0,7 p.p.	6,8 p.p.	1,7 p.p.
Margem EBIT (%)	9,4%	9,0%	2,5%	8,7%	0,4 p.p.	7,0 p.p.	0,7 p.p.
América do Norte (R\$ milhões)	2T20	2T20E	2T19	1T20	A/E	A/A	T/T
Receita Líquida (R\$)	14.479	11.794	8.272	9.736	22,8%	75,0%	48,7%
Lucro Bruto	3.759	2.005	1.085	1.055	87,5%	246,5%	256,2%
EBIT	3.304	1.529	751	669	116,1%	339,9%	393,7%
Margem Bruta (%)	26,0%	17,0%	13,1%	10,8%	9,0 p.p.	12,8 p.p.	15,1 p.p.
Margem EBIT (%)	22,8%	13,0%	9,1%	6,9%	9,9 p.p.	13,7 p.p.	15,9 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 BTG Pactual 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 Padrão:

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 BTG Pactual 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 fatores sobre os quais o BTG Pactual 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 BTG Pactual 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 BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual 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 decisório 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 BTG Pactual 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 BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual 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 BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual 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 BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual 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 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 aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.*

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