

Marfrig (MRFG3): Resultado do 4T20

Ciclo impressionante de carne bovina dos EUA garantiu dados operacionais acima das estimativas, e um sólido FCF

A Marfrig conseguiu fechar seu ano mais marcante de todos os tempos em um ponto alto, com as margens dos EUA garantindo outro trimestre sólido que mais do que compensou um ambiente de margens um pouco mais difíceis na América do Sul, especialmente no Brasil. O resultado foi uma receita de R\$ 18,3 bilhões, 6% acima de nossa projeção, devido a volumes mais fortes do que o esperado na América do Sul, e um EBITDA de R\$ 2 bilhões que superou nossas estimativas em 10%, devido a uma margem bruta maior na América do Norte, onde os índices de corte foram mais fortes e levaram a uma margem operacional de 11,7%. O lucro também nos surpreendeu positivamente, devido a uma taxa efetiva de imposto menor, enquanto a geração de FCF totalizou US\$ 142 milhões, um rendimento de 8% no trimestre, com o índice de alavancagem no mínimo histórico de 1,7x.

Uma Marfrig mais enxuta; um re-rating bem merecido; dividendos anunciados!

Após anos de polêmica alocação de capital e má administração, a Marfrig montou um sólido plano de reestruturação e o executou perfeitamente nos últimos dois anos. O resultado tem sido uma empresa muito mais forte, com um balanço mais limpo e leve e melhores margens na América do Sul, onde costumava apresentar desempenho inferior. Na América do Norte, uma indústria favorável implicou que o múltiplo de aquisição de participação na National Beef acabou sendo inferior a 2x EV/EBITDA 2020. Uma menor alavancagem também permitiu à Marfrig anunciar seu primeiro pagamento de dividendos desde 2010, sendo 50% do lucro líquido distribuível, ou R\$ 141 milhões (um yield de 1,4%).

Uma história de magnitude e direção; Rating Neutro

2020 foi um ano para se lembrar. E embora tenha claramente nos surpreendido pelo lado positivo, nossa tese de que as margens da carne bovina dos EUA não podem permanecer tão altas por muito tempo permanece, ainda tornando a MRFG3 mais uma história binária à frente. O ciclo da carne bovina nos EUA está claramente atingindo seu pico, ressaltado por volumes de produção ainda crescentes (+ 3% a/a), que, embora lentamente, ainda esperamos que acabe. Também observamos uma queima de caixa potencialmente forte no 1T21, com uma saída esperada de R\$ 1,5 bilhão relacionada ao plano de compensação da administração da NB (National Beef).

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

Marfrig (MRFG3)

Data	09/03/2021
Ticker	MRFG3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	16,0
Preço (R\$)	15,6
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	10.822,46
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	168,76

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	6,0x	9,9x
EV/EBITDA	4,9x	6,3x

Stock Performance:

Março (%)	12,5%
LTM (%)	38,9%



Atualizando estimativas; Elevando o preço-alvo para R\$ 16/ação

Estamos atualizando nossas estimativas, com nosso novo preço-alvo baseado em DCF agora em R\$ 16/ação, implicando em um valor razoável de 6,4x EV/EBITDA 2022.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	24,2	44,2	24,1	15,7	13,3
EV/EBITDA	6,4	3,4	4,9	6,3	6,9
P/L	11,2	2,4	6,0	9,9	13,1
Dividend Yield %	0,0	1,4	4,2	2,4	1,7

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	48.760	67.482	68.282	69.250	73.125
EBITDA	4.610	9.248	6.379	4.770	4.366
Lucro Líquido	615	4.272	1.813	1.098	824
LPA (R\$)	0,89	6,17	2,62	1,59	1,19
DPA líquido (R\$)	0,00	0,20	0,65	0,37	0,27
Dívida Líquida/Caixa	-14.356	-15.904	-15.681	-15.752	-15.822

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\$ 15,64, em 08 de Março de 2021.

Tabela 1: Marfrig – Revisão do 4T20

DRE (R\$ milhões)	4T20	4T20E	4T19	3T20	A/E	a/a	t/t
Receita Líquida	18.266	17.207	14.218	16.833	6,2%	28,5%	8,5%
- CMV	(15.531)	(14.783)	(12.142)	(14.084)	5,1%	27,9%	10,3%
= Lucro Bruto	2.735	2.423	2.076	2.749	12,9%	31,7%	-0,5%
- Despesas de Vendas	(739)	(698)	(557)	(664)	5,9%	32,8%	11,3%
- Desp. Gerais e Administrativas	(259)	(261)	(208)	(248)	-0,8%	24,6%	4,3%
+/- outros	(113)	(53)	(184)	(51)	110,5%	-38,8%	121,3%
= EBIT	1.624	1.410	1.127	1.785	15,2%	44,1%	-9,0%
+ Depreciação	372	396	307	360	-6,0%	21,2%	3,2%
= EBITDA	1.996	1.806	1.434	2.146	10,5%	39,2%	-7,0%
= EBITDA ajustado	2.109	1.859	1.618	2.196	13,4%	30,3%	-4,0%
+ Resultados Financeiros	(360)	(397)	(443)	(384)	-9,3%	-18,8%	-6,2%
(-) Variação cambial	205	403	(167)	(230)	-49,2%	n.m.	n.m.
= EBT	1.469	1.416	517	1.172	3,7%	184,2%	25,3%
Participação minoritária	(252)	(197)	(372)	(264)	28,5%	-32,1%	-4,4%
- Imposto	(45)	(354)	(117)	(234)	n.m.	n.m.	n.m.
= Lucro Líquido	1.171	866	28	674	35,3%	n.m.	73,8%
= Lucro Líquido ajustado	967	463	195	904	108,8%	n.m.	7,0%
Margem Bruta	15,0%	14,1%	14,6%	16,3%	0,9p,p	0,4p,p	-1,4p,p
Margem Operacional	8,9%	8,2%	7,9%	10,6%	0,7p,p	1,0p,p	-1,7p,p
Margem EBITDA	10,9%	10,5%	10,1%	12,7%	0,4p,p	0,8p,p	-1,8p,p
Margem EBITDA ajustada	11,5%	10,8%	11,4%	13,0%	0,7p,p	0,2p,p	-1,5p,p
Margem líquida ajustada	5,3%	2,7%	1,4%	5,4%	2,6p,p	3,9p,p	-0,1p,p
América do Sul (R\$ milhões)	4T20	4T20E	4T19	3T20	A/E	a/a	t/t
Receita Líquida (R\$)	5.613	4.786	4.581	4.793	17,3%	22,5%	17,1%
Lucro Bruto	730	684	665	727	6,7%	9,8%	0,5%
EBIT	265	278	220	360	-4,5%	20,8%	-26,4%
Margem Bruta (%)	13,0%	14,3%	14,5%	15,2%	-1,3p,p	-1,5p,p	-2,2p,p
Margem EBIT (%)	4,7%	5,8%	4,8%	7,5%	-1,1p,p	-0,1p,p	-2,8p,p
América do Norte (R\$ milhões)	4T20	4T20E	4T19	3T20	A/E	a/a	t/t
Receita Líquida (R\$)	2.342	2.302	2.339	2.236	1,7%	0,1%	4,7%
Lucro Bruto	373	322	342	376	15,7%	9,1%	-0,8%
EBIT	274	232	251	287	18,1%	9,1%	-4,5%
Margem Bruta (%)	15,9%	14,0%	14,6%	16,8%	1,9p,p	1,3p,p	-0,9p,p
Margem EBIT (%)	11,7%	10,1%	10,7%	12,8%	1,6p,p	1,0p,p	-1,1p,p

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 2: Estimativas novas vs. antigas

(R\$mi)	2021E			2022E		
	Novo	Antigo	Δ	Novo	Antigo	Δ
Receita Líquida	68.282	64.263	6,3%	69.250	67.868	2,0%
EBITDA	6.379	4.359	46,3%	4.770	3.851	23,9%
Margem EBITDA	9,3%	6,8%	2,6p,p	6,9%	5,7%	1,2p,p
Lucro Líquido	1.813	1.006	80,2%	1.098	685	60,3%
Margem Líquida	2,7%	1,6%	1,1p,p	1,6%	1,0%	0,6p,p

Fonte: BTG Pactual

Tabela 3: Novas estimativas vs. consenso

(R\$mi)	2021E			2022E		
	BTGP	Cons.	Difer.	BTGP	Cons.	Difer.
Receita Líquida	68.282	68.748	-0,7%	69.250	70.426	-1,7%
EBITDA	6.379	6.519	-2,1%	4.770	5.688	-16,1%
Margem EBITDA	9,3%	9,5%	-0,1p,p	6,9%	8,1%	-1,2p,p
Lucro Líquido	1.813	1.813	0,0%	1.098	1.430	-23,2%
Margem Líquida	2,7%	2,6%	0,0p,p	1,6%	2,0%	-0,4p,p

Fonte: Thomson Reuters / 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 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 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