

## M. Dias Branco (MDIA3): Resultado do 4T20

### A redefinição de commodities está cobrando seu preço: margem bruta historicamente baixa de 28,6%

A MDB reportou um trimestre complicado e volátil que acreditamos ressaltar o quão difícil ainda pode ser a vida em 2021. As vendas líquidas ficaram 7% abaixo de nossa projeção em R\$ 1,7 bilhão, devido a volumes muito mais baixos, enquanto melhores preços médios fizeram pouco para evitar uma queda de 910 bps a/a na margem para 28,6%, a menor já registrada, devido a custos mais elevados de matéria-prima e a desalavancagem operacional. O EBITDA foi poluído por uma reversão de imposto não-recorrente, sem a qual estimamos que o valor recorrente seria de R\$ 45 milhões, 75% abaixo de nossa expectativa e 81% inferior a/a. As despesas com vendas aumentaram com a intensificação dos esforços de marketing, mais do que compensando os cortes de despesas gerais e administrativas, para uma margem EBITDA recorrente de 2,6%, 1170 bps menor a/a e também um mínimo histórico. Com base no EBITDA recorrente dos últimos 12 meses, o índice de alavancagem aumentou para 0,8x.

### Preços muito altos? Os volumes caíram 15% a/a com menor participação de mercado

Os volumes caíram 15% a/a, liderados por todas as categorias principais, com a MDB claramente tentando recompor as margens por meio de um aumento médio de preço de 13% t/t, com a participação de mercado caindo 40 bps em biscoitos e 140 bps em massas. O mais intrigante para nós é que a MDB está empurrando os preços muito à frente da concorrência, apesar de ser verticalmente integrada e manter vários meses de estoque de matéria-prima. Também acreditamos que a maior exposição da MDB à região Nordeste, onde o impacto do auxílio financeiro do governo é indiscutivelmente maior, poderia explicar a maior elasticidade de preço. A volatilidade do market share/volume evidencia uma plataforma comercial ainda instável.

### Intensificação dos ventos contrários; visões mistas sobre a direção estratégica; Preço-alvo reduzido para R\$ 29

Embora acreditemos que a MDB (e o resto da indústria) será capaz de forçar os preços mais altos nos primeiros meses de 2021 para compensar a inflação de commodities/câmbio, é claro que não só deve demorar alguns trimestres antes que as margens possam se recuperar, como não virá sem uma forte dose de pressão de volume. Também nos perguntamos se a estratégia de MDB de focar em distribuidores terceirizados (agora 8,2% das vendas de 4,4% um ano atrás) enquanto reduz as vendas para canais mais lucrativos não prejudicará ainda mais o mix/margens, ao mesmo tempo em que torna os investimentos de marketing maiores menos eficazes. Estamos atualizando nossas estimativas para um EBITDA de R\$ 783 milhões em 2021, ficando 14% abaixo do consenso. Com uma estratégia comercial polêmica em execução, um macro mais difícil e

#### 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)

#### M. Dias Branco (MDIA3)

Data	01/04/2021
Ticker	MDIA3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	29,0
Preço (R\$)	29,6
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	10.407,00
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	38,53

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	12,2x	11,1x
EV/EBITDA	8,6x	7,9x

#### Stock Performance:

Março (%)	7,2%
LTM (%)	6,9%



baixa visibilidade nas margens de longo prazo, continuamos cautelosos com a ação.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	6,3	5,9	6,8	12,2	13,3
EV/EBITDA	20,3	17,4	13,5	8,6	7,9
P/L	23,2	15,1	20,6	12,2	11,1
Dividend Yield %	0,7	1,2	0,2	2,2	2,5

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	6.104	7.253	7.641	8.309	8.990
EBITDA	672	696	783	1.225	1.327
Lucro Líquido	557	764	504	851	940
LPA (R\$)	1,64	2,25	1,49	2,51	2,77
DPA Líquido (R\$)	0,25	0,40	0,07	0,68	0,76
Dívida Líquida/Caixa	-717	-555	-131	-131	-131

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\$ 30,70, em 31 de Março de 2021.

Tabela 1: Revisão do 4T20 – M.Dias Branco

DRE (R\$ milhões)	4T20	4T20E	4T19	3T20	A/E	a/a	t/t
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.702</b>	<b>1.828</b>	<b>1.694</b>	<b>2.029</b>	<b>-6,9%</b>	<b>0,4%</b>	<b>-16,1%</b>
CPV	(1.214)	(1.233)	(1.055)	(1.380)	-1,5%	15,1%	-12,0%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>487</b>	<b>594</b>	<b>639</b>	<b>649</b>	<b>-18,0%</b>	<b>-23,8%</b>	<b>-25,0%</b>
Despesas de Vendas	(369)	(360)	(334)	(400)	2,5%	10,6%	-7,6%
Despesas Administrativas	(70)	(83)	(82)	(75)	-16,3%	-14,6%	-7,1%
Impostos	(13)	(11)	(10)	(8)	12,3%	21,2%	55,6%
Depreciação sobre despesas	(22)	(20)	(19)	(23)	9,0%	17,6%	-5,6%
Outros (operacional)	112	0	34	120	n.m.	n.m.	n.m.
<b>EBIT</b>	<b>126</b>	<b>120</b>	<b>228</b>	<b>263</b>	<b>5,2%</b>	<b>-44,9%</b>	<b>-52,2%</b>
Depreciação	68	63	61	67	7,5%	10,7%	1,9%
<b>EBITDA</b>	<b>194</b>	<b>183</b>	<b>290</b>	<b>330</b>	<b>6,0%</b>	<b>-33,1%</b>	<b>-41,2%</b>
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>45</b>	<b>183</b>	<b>243</b>	<b>205</b>	<b>-75,4%</b>	<b>-81,5%</b>	<b>-78,1%</b>
Resultado Financeiro	57	(8)	37	31	n.m.	n.m.	n.m.
<b>EBT</b>	<b>181</b>	<b>112</b>	<b>265</b>	<b>292</b>	<b>62,0%</b>	<b>-31,5%</b>	<b>-37,9%</b>
Imposto de Renda	31	0	(9)	(56)	n.m.	n.m.	n.m.
Minoritários	(3)	4	9	30	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Lucro Líquido</b>	<b>209</b>	<b>116</b>	<b>265</b>	<b>265</b>	<b>80,1%</b>	<b>-21,1%</b>	<b>-21,3%</b>
<b>Lucro Líquido ajustado</b>	<b>(35)</b>	<b>116</b>	<b>174</b>	<b>103</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
Margem Bruta	28,6%	32,5%	37,7%	32,0%	-3,9p,p	-9,1p,p	-3,4p,p
Margem Operacional	7,4%	6,5%	13,5%	13,0%	0,9p,p	-6,1p,p	-5,6p,p
Margem EBITDA ajustado	2,6%	10,0%	14,4%	10,1%	-7,4p,p	-11,7p,p	-7,5p,p
Margem Líquida	12,3%	6,4%	15,6%	13,1%	5,9p,p	-3,4p,p	-0,8p,p
Margem Líquida ajustada	-2,1%	6,4%	10,3%	5,1%	-8,4p,p	-12,3p,p	-7,1p,p

Fonte: Empresa e BTG Pactual

## É hora de fazer ajustes...

Estamos aproveitando a oportunidade necessária para revisar nossas projeções à luz de uma combinação cada vez mais preocupante de um cenário macroeconômico pior para o consumo doméstico do Brasil, aumento dos custos das matérias-primas e o que ainda vemos como uma nova estratégia comercial mista, onde o foco em “atacar” as regiões parecem estar cada vez mais ameaçando a fortaleza da MDB com base na ocupação do espaço nas prateleiras de pequenos varejistas e em uma plataforma de distribuição direta. O foco crescente na construção da marca (estratégia pull) em oposição à abordagem baseada em volume (estratégia push) que definiu a MDB por muitos anos ainda apresenta resultados mistos no que diz respeito à sua capacidade de criar valor.

No 4T20, quando o aumento da receita proporcionado pelo apoio financeiro do governo provavelmente começou a diminuir, vimos um nível sem precedentes de elasticidade de preço, com a correspondente erosão da participação de mercado para a MDB. O que torna isso ainda mais intrigante para nós é que isso está acontecendo para uma empresa cujo modelo de produção verticalmente integrado historicamente significou que tempos de aumento dos custos das matérias-primas eram tempos em que esperaria que a concorrência repassasse os preços mais altos para ganhar alguma participação. Desta vez, foi o contrário: a MDB aparentemente aumentou os preços mais cedo, sacrificando a participação, embora fosse incapaz de recompor as margens por causa de um forte aumento em marketing/trade marketing e uma aparente erosão de canal/mix. Nossa tese de longa data em MDB como uma história de retornos marginais em declínio nunca fez tanto sentido, em nossa opinião.

Estamos reduzindo nossas projeções para 2021 consideravelmente para refletir uma taxa de saída muito mais fraca a partir de 2020, o que acreditamos significar que levará algum tempo antes que as margens possam se recuperar dos mínimos históricos. A necessidade da MDB de elevar os preços enquanto espera não perder participação no mercado e volumes parece uma tarefa cada vez mais difícil. Estamos agora cerca de 14% abaixo do consenso sobre o EBITDA de 2021, embora também acreditemos que nossa tese de margem EBITDA de longo prazo de 15%, que reflete o poder de precificação mais baixo em regiões/canais que estão crescendo mais, é provavelmente muito menor do que o consenso (e a empresa) considera viável. Continuamos cautelosos quanto às ações com um preço-alvo de 12 meses projetados de R\$ 29/ação. Negociando a 20,6x P/L 2021, também não vemos razão para esperar uma recuperação de curto prazo.

Tabela 2: Estimativas novas vs. antigas

(R\$ mi)	2021E			2022E		
	Novo	Antigo	Δ	Novo	Antigo	Δ
Receita Líquida	7.641	8.105	-5,7%	8.309	8.517	-2,4%
EBITDA	783	1.190	-34,2%	1.225	1.398	-12,4%
Margem EBITDA	10,3%	14,7%	-4,4p,p	14,7%	16,4%	-1,7p,p
Lucro Líquido	504	847	-40,5%	851	1.019	-16,5%
Margem Líquida	6,6%	10,5%	-3,9p,p	10,2%	12,0%	-1,7p,p

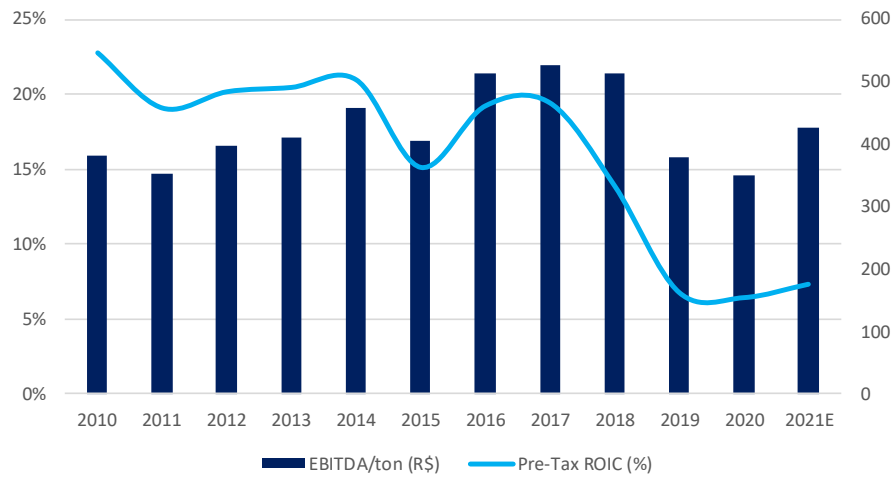
Fonte: BTG Pactual

Tabela 3: Novas estimativas vs. consenso

(R\$ mi)	2021E			2022E		
	BTGP	Cons.	Δ	BTGP	Cons.	Δ
Receita Líquido	7.641	7.615	0,3%	8.309	8.207	1,2%
EBITDA	783	909	-13,8%	1.225	1.191	2,8%
Margem EBITDA	10,3%	11,9%	-1,7p,p	14,7%	14,5%	0,2p,p
Lucro Líquido	504	650	-22,4%	851	822	3,6%
Margem Líquida	6,6%	8,5%	-1,9p,p	10,2%	10,0%	0,2p,p

Fonte: Thomson Reuters / BTG Pactual

**Gráfico 1: O ROIC de 2021 deve permanecer bem abaixo da média de 10 anos de 17%, já que as margens demoram mais para se recuperar**



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 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 e 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)