

## Marfrig (MRFG3): Resultado do 1T21

### Outro trimestre sólido e amplamente em linha com as estimativas; O consumo de caixa foi menor do que o esperado

A Marfrig conseguiu manter o bom momento graças às sólidas margens da carne bovina nos Estados Unidos, que compensaram um ambiente bastante desafiador na América do Sul. A receita consolidada cresceu 28% a/a para R\$ 17,2 bilhões (5% acima de nossa projeção), com volumes 3% mais baixos a/a, mas se beneficiando de preços médios mais altos e uma base cambial comparativa ainda favorável. O EBITDA atingiu R\$ 1,6 bilhão (+ 38% a/a; um pouco acima de nossa expectativa) em uma expansão de margem de 70 bps a/a para sólidos 9,4%. O lucro de R\$ 279 milhões surpreendeu positivamente devido a redução da taxa efetiva de imposto, enquanto o índice de alavancagem aumentou ligeiramente para 1,9x, devido a um consumo de FCF sazonalmente esperado de R\$ 1,1 bilhão, impulsionado pelo pagamento de bônus anual para executivos da National Beef e impacto da marcação a mercado da dívida.

### A carne bovina dos Estados Unidos é o destaque

O fato de a indústria de carne bovina dos Estados Unidos estar se beneficiando de um ciclo positivo do gado não é surpresa, já que a disponibilidade de gado atingiu o pico e levou a volumes 1,3% maiores a/a, enquanto os custos do gado permanecem sob controle rígido. Mas estamos reconhecidamente surpresos com o quão fortemente a demanda de carne bovina dos Estados Unidos está impulsionando os preços da carne bovina, levando a spreads de corte bem acima da média e um EBIT 11% melhor do que o esperado de \$ 247 milhões (+ 65% a/a) no que supostamente era para ser um trimestre sazonalmente mais fraco. Na América do Sul, o cenário oposto ocorreu: a menor disponibilidade de gado no Brasil e na Argentina levou a volumes menores (-9% a/a) e spreads mais baixos, com EBIT próximo de zero, apesar de um mercado de exportação favorável e um cenário positivo da indústria no Uruguai (~1/5 das receitas). Ainda, as despesas corporativas totalizaram R\$ 121 milhões.

### O momentum parece ainda mais forte no 2T21; Permanecemos com rating Neutro baseado em uma visão de 12 meses

O *cutout ratio* (referencial para o preço da carne bovina) de carne bovina dos EUA continua a aumentar no 2T, possivelmente tornando-se uma temporada histórica, ajudada pela recuperação e reabertura da economia dos EUA, que ainda deve ser capaz de compensar o que deve permanecer um ambiente difícil na América do Sul, apesar de, provavelmente, melhores spreads sequencialmente. O momentum de curto prazo da Marfrig pode até ser o melhor entre os produtores brasileiros de proteína. Nosso rating Neutro, no entanto, é baseado na visão de 12 meses à frente de que as margens da carne bovina dos EUA recuarão à medida que o acúmulo criado durante a pandemia for consumido, a demanda do consumidor se estabilizar e os ventos cíclicos a favor

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Henrique Brustolin

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

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

#### Marfrig (MRFG3)

Data	11/05/2021
Ticker	MRFG3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	16,0
Preço (R\$)	20,7
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	14.330,72
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	171,4

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	7,9x	13,1x
EV/EBITDA	4,7x	6,3x

#### Stock Performance:

Maio (%)	6,9%
LTM (%)	52,4%



começarem a diminuir, todos os quais podem levar a múltiplos acima dos níveis históricos.

<b>Valuation</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020E</b>	<b>12/2021E</b>	<b>12/2022E</b>	<b>12/2023E</b>
RolC (EBIT) %	24,2	44,2	24,1	15,7	13,3
EV/EBITDA	4,6	2,8	4,7	6,3	6,9
P/L	11,2	2,4	7,9	13,1	17,4
Dividend Yield %	0,0	1,4	3,2	1,8	1,3

  

<b>Resumo Financeiro (R\$ milhões)</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020E</b>	<b>12/2021E</b>	<b>12/2022E</b>	<b>12/2023E</b>
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\$ 20,72, em 11 de Maio de 2021.

Tabela 1: Revisão de resultados do 1T21 – Marfrig

DRE (R\$ milhões)	1T21	1T21E	1T20	4T20	A/E	a/a	t/t
<b>Receita Líquida</b>	<b>17.236</b>	<b>16.490</b>	<b>13.502</b>	<b>18.266</b>	<b>4,5%</b>	<b>27,7%</b>	<b>-5,6%</b>
- CMV	(14.987)	(14.310)	(11.825)	(15.531)	4,7%	26,7%	-3,5%
<b>= Lucro Bruto</b>	<b>2.249</b>	<b>2.181</b>	<b>1.676</b>	<b>2.735</b>	<b>3,1%</b>	<b>34,2%</b>	<b>-17,8%</b>
- Despesas de Vendas	(660)	(642)	(545)	(739)	2,7%	21,1%	-10,7%
- Desp. Gerais e Administrativas	(251)	(241)	(212)	(259)	4,2%	18,2%	-3,1%
+/- outros	(97)	(87)	(55)	(113)	11,1%	77,9%	-13,9%
<b>= EBIT</b>	<b>1.241</b>	<b>1.210</b>	<b>864</b>	<b>1.624</b>	<b>2,5%</b>	<b>43,5%</b>	<b>-23,6%</b>
+ Depreciação	372	363	304	372	2,6%	22,6%	0,1%
<b>= EBITDA</b>	<b>1.613</b>	<b>1.573</b>	<b>1.168</b>	<b>1.996</b>	<b>2,6%</b>	<b>38,1%</b>	<b>-19,2%</b>
<b>= EBITDA ajustado</b>	<b>1.708</b>	<b>1.660</b>	<b>1.223</b>	<b>2.109</b>	<b>2,9%</b>	<b>39,7%</b>	<b>-19,0%</b>
+ Resultados Financeiros	(346)	(393)	(551)	(360)	-12,0%	-37,3%	-4,0%
(-) Variação cambial	(387)	(234)	(632)	205	65,8%	n.m.	n.m.
<b>= EBT</b>	<b>508</b>	<b>584</b>	<b>(319)</b>	<b>1.469</b>	<b>-13,0%</b>	<b>n.m.</b>	<b>-65,4%</b>
Participação minoritária	(227)	(201)	(105)	(252)	12,7%	116,2%	-10,1%
- Imposto	(2)	(146)	286	(45)	n.m.	n.m.	n.m.
<b>= Lucro Líquido</b>	<b>279</b>	<b>236</b>	<b>(138)</b>	<b>1.171</b>	<b>17,9%</b>	<b>n.m.</b>	<b>-76,2%</b>
<b>= Lucro Líquido ajustado</b>	<b>666</b>	<b>470</b>	<b>494</b>	<b>967</b>	<b>41,7%</b>	<b>n.m.</b>	<b>-31,1%</b>
Margem Bruta	13,0%	13,2%	12,4%	15,0%	-0,2p,p	0,6p,p	-1,9p,p
Margem Operacional	7,2%	7,3%	6,4%	8,9%	-0,1p,p	0,8p,p	-1,7p,p
Margem EBITDA	9,4%	9,5%	8,7%	10,9%	-0,2p,p	0,7p,p	-1,6p,p
Margem EBITDA ajustada	9,9%	10,1%	9,1%	11,5%	-0,2p,p	0,9p,p	-1,6p,p
Margem líquida ajustada	3,9%	2,9%	3,7%	5,3%	1,0p,p	0,2p,p	-1,4p,p
<b>América do Sul (R\$ milhões)</b>	<b>1T21</b>	<b>1T21E</b>	<b>1T20</b>	<b>4T20</b>	<b>A/E</b>	<b>a/a</b>	<b>t/t</b>
Receita Líquida (R\$)	4.573	4.265	3.766	5.613	7,2%	21,4%	-18,5%
Lucro Bruto	399	469	621	730	-15,0%	-35,7%	-45,4%
EBIT	10	119	329	265	-91,5%	-96,9%	-96,2%
Margem Bruta (%)	8,7%	11,0%	16,5%	13,0%	-2,3p,p	-7,8p,p	-4,3p,p
Margem EBIT (%)	0,2%	2,8%	8,7%	4,7%	-2,6p,p	-8,5p,p	-4,5p,p
<b>América do Norte (R\$ milhões)</b>	<b>1T21</b>	<b>1T21E</b>	<b>1T20</b>	<b>4T20</b>	<b>A/E</b>	<b>a/a</b>	<b>t/t</b>
Receita Líquida (R\$)	2.315	2.229	2.185	2.342	3,9%	5,9%	-1,2%
Lucro Bruto	337	312	229	373	8,0%	47,2%	-9,7%
EBIT	247	223	150	274	10,9%	64,6%	-9,9%
Margem Bruta (%)	14,6%	14,0%	10,5%	15,9%	0,6p,p	4,1p,p	-1,4p,p
Margem EBIT (%)	10,7%	10,0%	6,9%	11,7%	0,7p,p	3,8p,p	-1,0p,p

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