

## M. Dias Branco (MDIA3): Resultado do 2T21

### O EBITDA ficou 10% acima de nossas estimativas em outro trimestre complicado: nos mantemos cautelosos

Os resultados da MDB costumavam ser estáveis e previsíveis. Mas, já há alguns anos, em um processo que foi intensificado pela pandemia e também por uma nova estratégia comercial, eles se tornaram mais complicados do que nunca. Desta vez, a MDB conseguiu superar nossas estimativas em um EBITDA ajustado de R\$ 154 milhões, 10% acima de nossa expectativa, mas ainda 29% menor a/a, em uma margem de 7,8% que foi 40bps acima de nossa projeção, 380 bps abaixo a/a, e menos da metade da média histórica. Mas a volatilidade trimestral permanece tão alta que não estamos surpresos que nossas estimativas não puderam se aproximar dos números reais. Ainda, o lucro foi muito mais fortes em R\$ 142 milhões devido a resultados pontuais e uma reversão significativa do imposto de renda. A alavancagem líquida ficou em 1,1x o EBITDA dos últimos 12 meses, já que a geração de FCF permanece sólida, o que também suporta um programa de recompra recém-anunciado.

### Despesas de vendas, gerais e administrativas mais baixas salvaram o trimestre... mas isso é sustentável? A participação de mercado despencou

Um mix de produtos melhor se traduziu em preços 5% maiores t/t, mas o desempenho de preços foi um pouco fraco desta vez para biscoitos e massas, que avançaram 0,1% e 0,7% t/t, enquanto a farinha e farelo na verdade diminuíram 3% t/t, apesar custos mais elevados. No documento divulgado, a MDB mostra preços crescendo ~ 7% m/m em junho, seja refletindo um melhor mix ou outro aumento de preço, então a precificação tardia pode explicar a margem bruta mais fraca do que o esperado. O principal responsável pelo EBITDA acima do esperado foi uma queda de R\$ 17 milhões a/a nas despesas com vendas relacionadas a salários e benefícios (-110 pontos-base a/a como % das vendas), que ainda não se sabe se será sustentável. Os volumes caíram 16% a/a devido a uma base comparativa mais difícil, mas ainda ficaram 3% abaixo do 2T18, apesar da Piraquê não ter sido totalmente consolidada até então, o que combinado com o fraco desempenho do primeiro trimestre reduziu a participação de mercado de biscoitos e massas em 2,6p.p. e 3,6p.p. a/a (-0,7p.p. e -1,3p.p. t/t) para 31,9% e 31,3%, a combinação mais baixa desde 2016.

### O progresso mensal sugere que as margens vão melhorar ainda mais... mas será o suficiente?

A margem bruta atingiu o mínimo em abril em 25,3% e melhorou sequencialmente até chegar a 29,7% em junho, sugerindo que as margens poderiam finalmente melhorar à frente. Mas isso não é exatamente inesperado ou muito bom. A margem bruta de 27,8% do segundo trimestre não só permanece fraca, como continua a implicar que os preços teriam que acelerar ainda mais para que as margens retornassem aos níveis mais próximos aos

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Henrique Brustolin

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

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

#### M. Dias Branco (MDIA3)

Data	09/08/2021
Ticker	MDIA3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	30,0
Preço (R\$)	33,3
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	11260,20
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	37,59

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	22,3x	16,7x
EV/EBITDA	16,6x	11,4x

#### Stock Performance:

Agosto (%)	7,0%
LTM (%)	-12,8%



históricos, especialmente porque as pressões de custo permanecem. A questão é quanto mais os preços podem ser absorvidos pela demanda e quanto mais escala a MDB acabaria perdendo agora que a elasticidade-preço da demanda parece maior do que nunca. Várias das iniciativas comerciais da empresa permanecem controversas para nós, o que torna difícil apostar em uma troca mais equilibrada de preços x participação de mercado. As distribuidoras continuaram apresentando desempenho superior ao de outros canais, mas não apenas os volumes consolidados mantiveram-se fracos como a região Sudeste (reduzido do Piraquê) apresentou desempenho inferior ao das demais áreas. Cortar o número de SKUs é mais um sinal para nós de que a estratégia historicamente orientada por *push* da MDB está mudando, embora os resultados até agora tenham sido mistos.

## Ajustando estimativas; A recuperação das ações parece estar à frente dos fundamentos; Rating Neutro

Estamos incorporando os resultados do segundo trimestre em nossos números e aumentando nossa estimativa de EBITDA de 2021 em 4%, para R\$ 715 milhões, basicamente refletindo o segundo trimestre mais forte e esperamos que as despesas de vendas, gerais e administrativas mais baixas permaneçam. Nossos números de 2022 caíram devido à pressão persistente sobre a margem bruta, enquanto nosso novo preço-alvo de R\$ 30/ação não oferece valor real em relação aos níveis atuais. Vemos a ação negociando com um prêmio de 12% em relação ao histórico com base no P/L de 2022, o que, combinado com resultados mistos de sua nova estratégia comercial e menor visibilidade nas margens de longo prazo, nos deixa mais cautelosos do que nunca com relação às ações.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	6,3	5,9	5,6	9,5	13,2
EV/EBITDA	20,3	17,4	16,6	11,4	8,7
P/L	23,2	15,1	22,3	16,7	12,1
Dividend Yield %	0,7	1,2	0,3	1,2	2,4

  

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	6.104	7.253	7.666	8.151	8.887
EBITDA	672	696	715	1.044	1.363
Lucro Líquido	557	764	508	677	935
LPA (R\$)	1,64	2,25	1,50	2,00	2,76
DPA líquido (R\$)	0,25	0,40	0,11	0,40	0,79
Dívida Líquida/Caixa	-717	-555	-574	-574	-574

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\$ 33,35, em 06 de agosto de 2021.

Tabela 1: Estimativas novas vs. antigas

(R\$ milhões)	2021E			2022E		
	Novo	Antigo	Δ	Novo	Antigo	Δ
Receita Líquida	7.666	7.525	1,9%	8.151	8.268	-1,4%
EBITDA	715	686	4,2%	1.044	1.187	-12,1%
Margem EBITDA	9,3%	9,1%	0,2p,p	12,8%	14,4%	-1,5p,p
Lucro Líquido	508	434	17,0%	677	806	-16,0%
Margem Líquida	6,6%	5,8%	0,9p,p	8,3%	9,7%	-1,4p,p

Fonte: BTG Pactual

Tabela 2: Novas estimativas vs. consenso

(R\$ milhões)	2021E			2022E		
	BTGP	Cons.	Δ	BTGP	Cons.	Δ
Receita Líquida	7.666	7.659	0,1%	8.151	8.257	-1,3%
EBITDA	715	776	-7,8%	1.044	1.001	4,3%
Margem EBITDA	9,3%	10,1%	-0,8p,p	12,8%	12,1%	0,7p,p
Lucro Líquido	508	494	2,8%	677	655	3,3%
Margem Líquida	6,6%	6,4%	0,2p,p	8,3%	7,9%	0,4p,p

Fonte: Thomson Reuters / BTG Pactual

Tabela 1: M. Dias Branco - Revisão dos resultados do 2T21

DRE (R\$ milhões)	2T21A	2T21A	2T20E	1T21	A/E	a/a	t/t
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.979</b>	<b>1.893</b>	<b>1.885</b>	<b>1.491</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,0%</b>	<b>32,7%</b>
- CMV	(1.429)	(1.332)	(1.265)	(1.091)	7,3%	12,9%	31,0%
<b>= Lucro Bruto</b>	<b>550</b>	<b>561</b>	<b>620</b>	<b>400</b>	<b>-2,0%</b>	<b>-11,3%</b>	<b>37,5%</b>
Despesas de Vendas	(347)	(390)	(379)	(329)	-11,1%	-8,5%	5,4%
Despesas Administrativas	(62)	(72)	(70)	(57)	-13,5%	-11,7%	8,8%
Impostos	(9)	(5)	(5)	(7)	73,4%	74,1%	32,4%
Depreciação nas despesas	(25)	(19)	(19)	(24)	31,2%	35,5%	5,0%
Outros	(12)	0	17	(1)	n.m.	n.m.	n.m.
<b>= EBIT</b>	<b>95</b>	<b>75</b>	<b>164</b>	<b>(18)</b>	<b>26,5%</b>	<b>-42,3%</b>	<b>n.a.</b>
Depreciação	74	65	63	66	13,2%	16,9%	11,3%
<b>= EBITDA</b>	<b>168</b>	<b>140</b>	<b>227</b>	<b>49</b>	<b>20,3%</b>	<b>-25,8%</b>	<b>246,5%</b>
<b>= EBITDA ajustado</b>	<b>154</b>	<b>140</b>	<b>219</b>	<b>43</b>	<b>10,1%</b>	<b>-29,5%</b>	<b>255,3%</b>
Resultado Financeiros	(5)	(10)	(3)	6	-47,7%	n.m.	n.m.
<b>= EBT</b>	<b>88</b>	<b>65</b>	<b>160</b>	<b>(13)</b>	<b>35,7%</b>	<b>-44,8%</b>	<b>n.a.</b>
Imposto sobre o resultado	54	10	(13)	28	n.m.	n.m.	n.m.
Incentivo de IRPJ	0	2	6	0	n.m.	n.m.	n.m.
<b>= Lucro Líquido</b>	<b>142</b>	<b>77</b>	<b>152</b>	<b>15</b>	<b>84,3%</b>	<b>-6,6%</b>	<b>848,7%</b>
<b>= Lucro Líquido ajustado</b>	<b>61</b>	<b>77</b>	<b>140</b>	<b>(6)</b>	<b>-21,5%</b>	<b>-56,6%</b>	<b>n.a.</b>
Margem Bruta	27,8%	29,7%	32,9%	26,8%	-1,9p,p	-5,1p,p	1,0p,p
Margem Operacional	4,8%	3,9%	8,7%	-1,2%	0,8p,p	-3,9p,p	6,0p,p
Margem EBITDA ajustada	7,8%	7,4%	11,6%	2,9%	0,4p,p	-3,8p,p	4,9p,p
Margem Líquida	7,2%	4,1%	8,1%	1,0%	3,1p,p	-0,9p,p	6,2p,p
Margem Líquida ajustada	3,1%	4,1%	7,4%	-0,4%	-1,0p,p	-4,3p,p	3,5p,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)