

## Marfrig (MRFG3): Resultado 3T21

### Marfrig (MRFG3): Análise do 3T21 - Está cada vez melhor

#### Outro trimestre muito forte: EBITDA e margens operacionais nos maiores níveis da história

A Marfrig reportou mais um excelente conjunto de resultados trimestrais com um EBITDA de R\$ 4,66 bilhões, 17% acima de nossa estimativa. O salto de 117% a/a no EBITDA pode ser inteiramente atribuído a outro conjunto impressionante de resultados na América do Norte, onde o EBIT de US\$ 823 milhões no trimestre foi 23% acima de nossa estimativa e apenas 5% abaixo do resultado do ano inteiro de 2019, graças a uma margem histórica de 25,7% que foi mais de ~ 6x maior do que a média histórica do negócio. Na América do Sul, os volumes foram decentes, apesar da menor disponibilidade de gado no Brasil, e aproveitaram um mercado de exportação ainda forte (principalmente a China, que cresceu 13p.p. para 64% das exportações), mas as margens caíram para 1,5% (-600bps a/a) para um EBIT de R\$ 103 milhões. O lucro líquido de R\$ 1,7 bilhão ficou em linha com o nosso, impactado negativamente pela marcação a mercado da participação acionária em BRF.

#### A geração de caixa continua: R\$ 2,5 bilhões recorrentes, ou um rendimento trimestral (free cash flow yield) de 15%.

A Marfrig encerrou o terceiro trimestre com uma dívida líquida IFRS-16 de R\$ 14,5 bilhões, ou 1,2x EBITDA (últimos 12 meses – LTM) uma redução tri/tri de 4% e 0,4x, respectivamente, em direção ao menor patamar já registrado. E isso apesar do pagamento de dividendos extraordinários de R\$ 958 milhões no trimestre. A participação de 32,98% na BRF, agora totalmente exercida, está sendo considerada equivalente a dinheiro. A geração de fluxo de caixa após ajuste para minoritários da National Beef (NB) foi de R\$ 3 bilhões. Além das margens operacionais, a forte conversão de EBITDA em caixa também pode ser explicada pelo fato de que os pagamentos de bônus da NB só ocorrerão em 2022 - estimamos esse valor em ~ R\$ 500 milhões no terceiro trimestre.

#### Aumentando as estimativas para o ano mais uma vez; Preço alvo para R\$ 27; permanecemos neutros

Olhando puramente do ponto de vista do preço das ações, o momento estelar da Marfrig deve durar enquanto os fortes spreads de carne bovina dos EUA durarem. Isso não só deve significar que os múltiplos de curto prazo permanecem comprimidos, mas também deve permitir mais pagamentos de dividendos, a menos que a Marfrig decida aumentar os dispêndios de capital ou investimentos como o que fez em BRF. No momento, acreditamos que R\$ 300 milhões adicionais em dividendos podem estar em andamento com base no pagamento mínimo para o lucro de 2021. Nosso novo preço de R\$ 27/ação (anterior de R\$ 21) reflete a visão de que margens mais normalizadas serão gradualmente iniciadas em 2022, quando o USDA espera que a oferta de gado dos EUA comece a cair, enquanto acreditamos que a demanda eventualmente recuará com os altos preços da carne bovina. Permanecemos neutros, pois os múltiplos parecem menos atraentes em comparação com o histórico com base em spreads normalizados.

#### 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)

#### Marfrig (MRFG3)

Data	27/10/2021
Ticker	MRFG3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	27.0
Preço (R\$)	24.6
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	16,843.90
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	161.39

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	3.0x	7.0x
EV/EBITDA	2.6x	4.3x

#### Stock Performance:

Outubro (%)	-4.1%
LTM (%)	78.5%



Tabela 1: Resumo Financeiro

Valuation	2019	2020	2021E	2022E	2023E
RoIC (EBIT)%	24.2	44.2	58.1	31.0	21.0
EV/EBITDA	4.6	2.8	2.6	4.3	5.5
P/L	11.1	2.3	3.0	7.0	12.9
Dividend Yield (%)	0.0	1.4	7.5	3.3	1.6

Resumo Financeiro (R\$MM)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Receita Líquida	48,760	67,482	82,522	75,093	79,295
EBITDA	4,610	9,248	13,032	7,831	5,978
Lucro Líquido	615	4,272	5,665	2,390	1,304
LPA (R\$)	0.9	6.2	8.3	3.5	1.9
(Divida)/ Caixa - Líquido	(14,356)	(15,904)	(11,954)	(12,153)	(12,352)

Fonte: companhia, BTG Pactual

Tabela 2: Estimativas Marfrig 3T21

Resumo Financeiro (R\$m)	3T21	3T21E	3T20	2T20	A/E	A/A	t/t
<b>Receita Líquida</b>	<b>23,638</b>	<b>21,910</b>	<b>16,833</b>	<b>20,574</b>	<b>7.9%</b>	<b>40.4%</b>	<b>14.9%</b>
- CPV	(18,223)	(17,105)	(14,084)	(16,065)	6.5%	29.4%	13.4%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>5,415</b>	<b>4,806</b>	<b>2,749</b>	<b>4,509</b>	<b>12.7%</b>	<b>97.0%</b>	<b>20.1%</b>
- Despesas com vendas	(784)	(846)	(664)	(685)	-7.4%	18.0%	14.5%
- G&A	(283)	(345)	(248)	(279)	-17.9%	13.9%	1.4%
+/- Outros	(76)	(110)	(51)	(89)	-30.8%	49.6%	-14.5%
<b>= EBIT</b>	<b>4,272</b>	<b>3,504</b>	<b>1,785</b>	<b>3,456</b>	<b>21.9%</b>	<b>139.3%</b>	<b>23.6%</b>
+ Depreciation	386	482	360	376	-19.8%	7.2%	2.8%
<b>EBITDA</b>	<b>4,658</b>	<b>3,986</b>	<b>2,146</b>	<b>3,832</b>	<b>16.9%</b>	<b>117.1%</b>	<b>21.6%</b>
<b>EBITDA Ajustado</b>	<b>4,734</b>	<b>4,096</b>	<b>2,196</b>	<b>3,921</b>	<b>15.6%</b>	<b>115.6%</b>	<b>20.7%</b>
+ Resultado Financeiro	(578)	(411)	(384)	(44)	40.5%	50.6%	1216.5%
(-) Variação cambial	(696)	(69)	(230)	96	908.6%	n.m.	n.m.
<b>= EBT</b>	<b>2,996</b>	<b>2,977</b>	<b>1,172</b>	<b>3,503</b>	<b>0.6%</b>	<b>155.7%</b>	<b>-14.5%</b>
Minoritários	(767)	(621)	(264)	(639)	23.5%	190.3%	20.0%
- Imposto	(554)	(756)	(234)	(1,127)	n.m.	n.m.	n.m.
<b>= Lucro Líquido</b>	<b>1,675</b>	<b>1,600</b>	<b>674</b>	<b>1,737</b>	<b>4.7%</b>	<b>n.m.</b>	<b>-3.6%</b>
<b>= Lucro Líquido Ajustado</b>	<b>2,372</b>	<b>1,669</b>	<b>904</b>	<b>1,641</b>	<b>42.1%</b>	<b>n.m.</b>	<b>44.5%</b>

Margem Bruta	22.9%	21.9%	16.3%	21.9%	1.0p.p	6.6p.p	1.0p.p
Margem Operacional	18.1%	16.0%	10.6%	16.8%	2.1p.p	7.5p.p	1.3p.p
Margem EBITDA	19.7%	18.2%	12.7%	18.6%	1.5p.p	7.0p.p	1.1p.p
Margem EBITDA Ajustada	20.0%	18.7%	13.0%	19.1%	1.3p.p	7.0p.p	1.0p.p
Margem Líquida	7.1%	7.3%	4.0%	8.4%	-21.4%	77.0%	-16.1%
Margem Liq. Ajustada	10.0%	7.6%	5.4%	8.0%	241.7%	86.9%	25.8%

América do Sul (R\$m)	3T21	3T21E	3T20	2T20	A/E	A/A	t/t
Receita Líquida	6,909	5,941	4,793	5,024	16.3%	44.1%	37.5%
Lucro Bruto	571	653	727	389	-12.6%	-21.4%	46.9%
EBIT	103	166	360	(11)	n.m.	-71.3%	n.m.
Margem Bruta (%)	8.3%	11.0%	15.2%	7.7%	-2.7p.p	-6.9p.p	0.5p.p
Margem EBIT (%)	1.5%	2.8%	7.5%	-0.2%	-1.3p.p	-6.0p.p	1.7p.p

América do Norte (US\$m)	3T21	3T21E	3T20	2T20	A/E	A/A	t/t
Receita Líquida	3,202	3,053	2,236	2,948	4.9%	43.2%	8.6%
Lucro Bruto	926	794	376	786	16.7%	146.4%	17.9%
EBIT	823	672	287	683	22.5%	186.6%	20.5%
Margem Bruta (%)	28.9%	26.0%	16.8%	26.7%	2.9p.p	12.1p.p	2.3p.p
Margem EBIT (%)	25.7%	22.0%	12.8%	23.2%	3.7p.p	12.9p.p	2.5p.p

Fonte: companhia, BTG Pactual

**Tabela 3: Estimativas Novas x Antigas 3T21**

(R\$m)	2021E			2022E		
	Novo	Antigo	Δ	Novo	Antigo	Δ
<b>Receita Líquida</b>	<b>82,522</b>	<b>70,262</b>	<b>17.4%</b>	<b>75,093</b>	<b>69,799</b>	<b>7.6%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>13,032</b>	<b>7,986</b>	<b>63.2%</b>	<b>7,831</b>	<b>5,063</b>	<b>54.7%</b>
<i>Margem EBITDA</i>	<i>15.8%</i>	<i>11.4%</i>	<i>4.4p.p</i>	<i>10.4%</i>	<i>7.3%</i>	<i>3.2p.p</i>
<b>Lucro Líq. Ajustado</b>	<b>5,665</b>	<b>2,742</b>	<b>106.6%</b>	<b>2,390</b>	<b>1,098</b>	<b>117.7%</b>
<i>Margem Líquida</i>	<i>6.9%</i>	<i>3.9%</i>	<i>3.0p.p</i>	<i>3.2%</i>	<i>1.6%</i>	<i>1.6p.p</i>

Fonte: BTG Pactual

**Tabela 4: Novas estimativas vs consenso**

(R\$m)	2021E			2022E		
	BTGP	Cons.	Diff.	BTGP	Cons.	Diff.
<b>Receita Líquida</b>	<b>82,522</b>	<b>77,249</b>	<b>6.8%</b>	<b>75,093</b>	<b>75,737</b>	<b>-0.9%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>13,032</b>	<b>10,272</b>	<b>26.9%</b>	<b>7,831</b>	<b>6,925</b>	<b>13.1%</b>
<i>Margem EBITDA</i>	<i>15.8%</i>	<i>13.3%</i>	<i>2.5p.p</i>	<i>10.4%</i>	<i>9.1%</i>	<i>1.3p.p</i>
<b>Lucro Líquido</b>	<b>5,665</b>	<b>4,538</b>	<b>24.8%</b>	<b>2,390</b>	<b>2,081</b>	<b>14.9%</b>
<i>Margem Líquida</i>	<i>6.9%</i>	<i>5.9%</i>	<i>1.0p.p</i>	<i>3.2%</i>	<i>2.7%</i>	<i>0.4p.p</i>

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