

AMIGOS DO PARAGUAYO

LIGA DE INVESTIMENTOS E FINANÇAS UFPR

RELATÓRIO MARFRIG

3º Campeonato de Análise
Fundamentalista Traders Club



Orientadora:



[Prof. Dra. Ana Paula Mussi Szabo Cherobim](#)

Analistas:



[Lindsey Jones](#)



[João Pedro Moki](#)



[João Victor Lolli Ghetti](#)

<i>Ticker</i>	MRFG3
<i>Rating</i>	Compra
<i>Preço-alvo</i>	R\$ 37,24
Preço (18/07)	R\$ 11,78
<i>Upside</i>	216 %
Valor Mercado	R\$ 8,14 bi
Vol. Médio Neg.	R\$ 7,51mi
Máximo 52 Sem.	R\$ 28,06
Mínimo 52 Sem.	R\$ 11,70

APÊNDICE



Melhorias

Capa

Atualizamos os valores com base na presente data (18/07/2022).

Página 2

Adicionamos a última imagem "Principais Destinos de Exportação - América do Sul" no lugar da composição acionária.

Página 3

Retiramos todas as imagens que eram só cópias do RI da empresa, adicionamos duas tabelas comparando as empresas concorrentes, e elaboramos o gráfico "Receita Líquida por Unidade de Negócio". Melhoramos e atualizamos o tópico "Concorrentes".

Página 4

Adição da tabela "Empresas comparáveis" e excluímos imagens que eram cópias do RI da empresa.

Página 5

Página adicionada para essa etapa, onde abordamos a governança corporativa, ESG, atualizamos o *valuation* e adicionamos uma nova imagem que explica a fórmula usada.

Página 6

Adicionamos as fontes nas imagens que faltavam, complementamos o tópico *valuation* e adicionamos a tabela "Custo médio ponderado do capital".



Setor Frigorífico

Visão Geral

O setor é altamente concentrado, no qual a Marfrig é a 2ª maior produtora de carne bovina no mundo – com foco, principalmente, em hambúrgueres, sendo uma das fabricantes que recheia o *Big Mac* - e produtos *plant-based*. Configura-se como a melhor empresa do setor posicionada nos *rankings* internacionais de ESG pela *Fairr Initiative*. Iniciou sua trajetória em 1986, a partir da sua fundação por Marcos Molina, como uma distribuidora de carnes — no entanto, a partir do ano 2000, a companhia começou a comprar frigoríficos, com atuação mais abrangente. Atualmente, possui cerca de 70 % de exposição ao mercado Norte Americano, sendo majoritariamente voltada para o consumo doméstico, e o restante na América do Sul, que exporta em média 70 % da sua produção para a China.

Market Share

O Brasil é o segundo maior produtor mundial e o maior exportador global de carne de gado e de frango. A cadeia produtiva da pecuária de corte movimenta R\$ 597,2 bilhões por ano no país, e o setor frigorífico e a indústria representam 34 % desse capital (R\$ 202,7 bilhões). Anualmente, 10,9 milhões de toneladas de carne bovina são produzidas e exportadas, com 79,7 % sendo destinados ao mercado interno e 20,3 % à exportação. Os 4 maiores *players* são, respectivamente, a JBS, a Marfrig, a Minerva e a BRF. As 3 maiores empresas concentram 76,8 % do *market share*.

Drivers de Crescimento

Embora diversos países estejam com uma oferta de carne bovina menor que a demanda — como na Austrália, decorrente de uma série de secas e enchentes, que reduziram os rebanhos; no Brasil, onde houve retenção de gado; e nos EUA, que não conseguem aumentar a produção dadas as restrições de mão de obra; entre outros —, um movimento inverso tem sido testemunhado na China. Em 2019, a Febre Suína Africana (ASF) dizimou metade do plantel de suínos do país asiático, os chineses precisaram recorrer a outras proteínas, contando com apoio do governo, que habilitou a importação de diversas plantas localizadas em outros países. Além disso, a ocorrência da Pandemia em 2020 foi um dos fatores que aumentaram exponencialmente o consumo de carne bovina. De qualquer forma, a China já vinha apresentando um crescimento gradual do consumo per capita, conforme a urbanização ganha espaço e hábitos ocidentais são adotados. A carne bovina, sendo um alimento nobre, tem seu consumo acompanhado pelo crescimento da renda per capita da população, que tende a continuar aumentando, segundo as projeções da OECD (*Organisation for Economic Co-operation and Development*) — tanto a população chinesa quanto a renda per capita. Em 2018, a China assumiu o posto de país que mais importa carne bovina no mundo, ultrapassando os Estados Unidos. A demanda reprimida no país ainda se mantém, e se colocou como principal *drive* para o forte resultado da Marfrig no começo de 2022 — nos primeiros 3 meses do ano, aproximadamente 68 % do total das receitas de exportação estavam ligadas às vendas para os mercado chineses. Portanto, o mercado chinês é uma grande oportunidade no aumento do consumo de bovinos — apesar de não ser ainda a proteína mais consumida pela população - dada a sua enorme relevância populacional e potencial. A Marfrig, por sua vez, é a empresa com o maior número de plantas habilitadas para exportar à China: 7 no Brasil, 4 no Uruguai e 2 na Argentina.



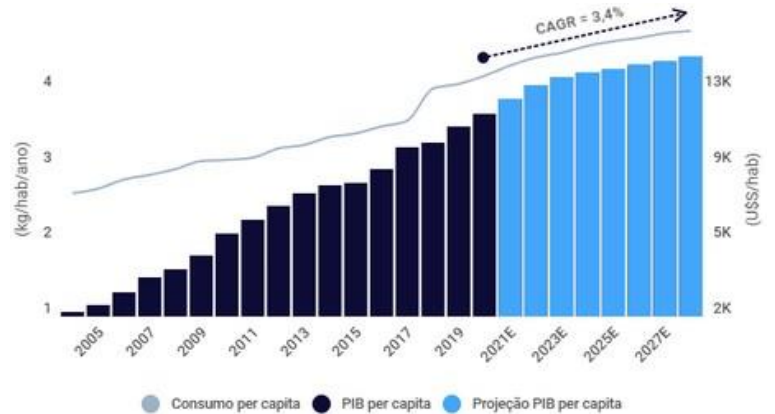
Fonte: [RI Marfrig](#)

Market share das três maiores empresas do setor exportador de carne bovina - 2020

Grupo	Receita em US\$ (bilhões)	Market Share
JBS	3,01	40,40%
Marfrig	1,63	21,88%
Minerva	1,08	14,50%
Outros	1,73	23,22%
TOTAL	7,45	100,00%

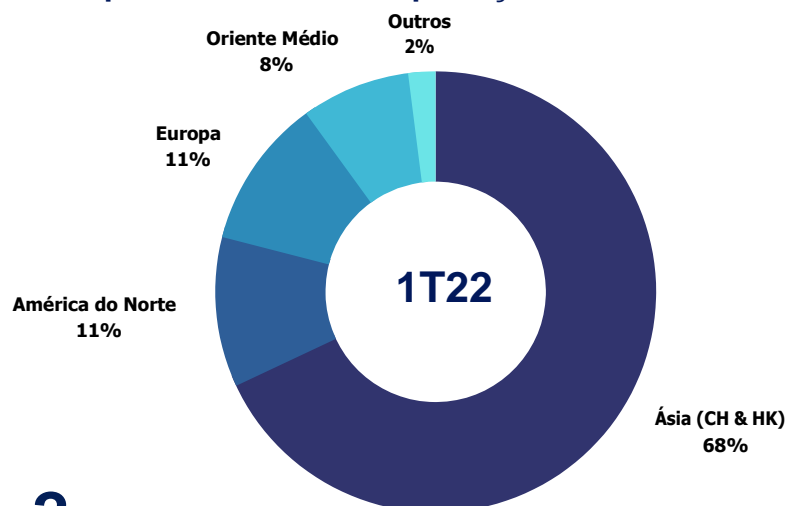
Fonte: [Market Share do Setor Frigorífico Brasileiro](#)

China - consumo de carne bovina e renda



Fonte: [Genial Investimentos](#)

Principais Destinos de Exportação - América do Sul



Fonte: [RI Marfrig](#), gráfico elaborado pela equipe



Modelo de negócios

A Marfrig é uma empresa que está presente tanto no Brasil, posicionando-se como a segunda maior do setor, com capacidade de 11,1 mil abates/dia, como nos Estados Unidos, sendo a quarta maior processadora de carne (14 % dos abates), a qual é reconhecida por ser a mais lucrativa do setor, e em alguns países da América do Sul, como Uruguai, Argentina e Chile, com capacidade de 17 mil abates/dia. É importante ressaltar o fato de a companhia não atuar diretamente nas fases de criação e maturação dos animais, mas sim concentrando-se no abate, embalagem e distribuição das carnes. O modelo utilizado pela empresa se baseia em três negócios distintos: processamento de carne bovina, industrializados e produtos à base vegetal.

O setor no qual a Marfrig está inserida é altamente dependente de *commodities*, caracterizado como um setor cíclico, com duração de aproximadamente 1 ano, em um processo que contempla desde a inseminação, passando pelo abate do animal, chegando à comercialização e ao consumo. Uma inflação mais alta, gerando sucessivos aumentos nos preços das carnes, vem transformando o produto em um item cada vez mais *premium* nos últimos anos, fazendo com que o efeito substituição — taxa que mede a variação do consumo quando uma mudança de preço é realizada — entre em cena, forçando uma diminuição do consumo.

A companhia tem seu foco totalmente voltado ao mercado de carne bovina, com grande exposição ao mercado norteamericano. No entanto, a Marfrig anunciou em 2021 a compra de 31,66% do capital social da concorrente BRF, montante que já subiu para 33,25%, próximo ao limite estabelecido na *poison pill* presente no estatuto da BRF, a qual é uma empresa focada no processamento de carne de frango e suína, com uma presença relevante na Ásia e no Oriente Médio, o que deixaria os dois frigoríficos em posições complementares e blindaria as companhias de alguns riscos: por exemplo, parte do efeito substituição causado por uma crise ou desaceleração econômica

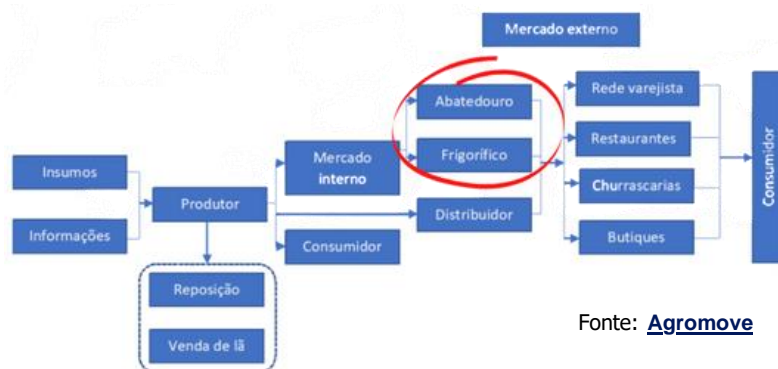
Concorrentes

Ao fazer uma comparação entre os indicadores da Marfrig e de suas concorrentes, observa-se que a empresa está em uma posição extremamente favorável em alguns aspectos. Devido ao fato de estar focada na venda de produtos *premium*, a Marfrig apresenta a melhor margem líquida do setor de acordo com o TC Matrix, com 7,78% vs 5,85% da JBS, 2,22% da Minerva e 0,91% da BRF. Ainda na esfera da rentabilidade, é possível observar que a Marfrig possui um ROIC altíssimo e também lidera o setor nesse indicador, com 33,18% contra 20,12% da Minerva, 17,56% da JBS e 6,92% da BRF. Ademais, a Marfrig tem o maior CAGR de receita nos últimos 5 anos, com incríveis 44,97% de crescimento anualizado vs 29,30% da Minerva, 19,78% da JBS e 9,41% da BRF.

Analisando os indicadores de endividamento, especificamente o de Dívida Líquida/EBITDA, é possível inferir que a Marfrig tem gerido sua dívida de modo extremamente saudável nos últimos anos, já que o indicador era de 7,48 no ano de 2018, indo para 3 no ano de 2019 e atingindo em 2021 o patamar de 1,59, o menor do setor, em comparação com 1,65 da JBS, 2,56 da Minerva e 3,04 da BRF.

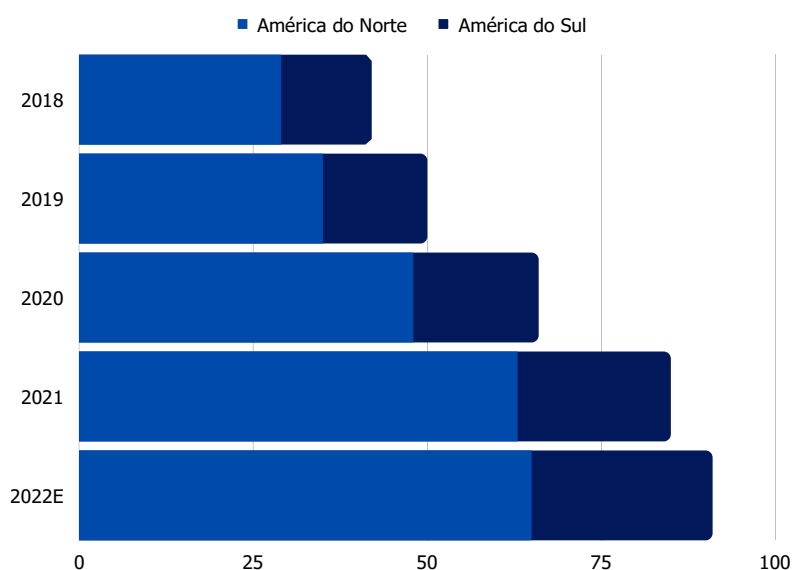
Por fim, ao comparar os indicadores de liquidez da empresa, percebe-se que há uma convergência das companhias do setor no indicador de liquidez geral, com 0,78 da BRF, 0,74 da Minerva, 0,70 da Marfrig e 0,61 da JBS. Dito isso, a liquidez dos *players* desse setor é extremamente parecida, sem destaque positivo ou negativo pra qualquer empresa.

FLUXOGRAMA DA CADEIA DA CARNE BOVINA E O FOCO DA EMPRESA



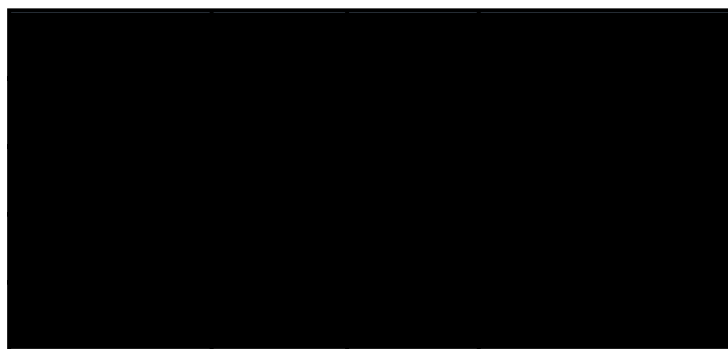
Fonte: [Agromove](#)

RECEITA LÍQUIDA POR UNIDADE DE NEGÓCIO (R\$ bi)

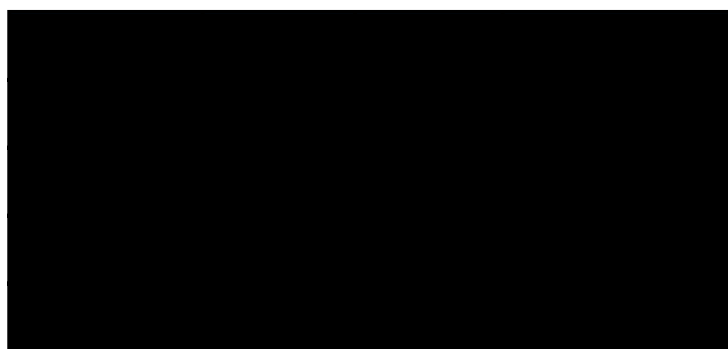


Fonte: [Relatórios Anuais Marfrig](#), gráfico elaborado pela equipe

EMPRESAS COMPARÁVEIS



Fonte: [ECONOMATICA®, TC MATRIX](#), tabela elaborada pela equipe



Fonte: [ECONOMATICA®, TC MATRIX](#), tabela elaborada pela equipe



Análise Contábil

Operacional

A Marfrig tem expandido sua presença global e se internacionalizado cada vez mais, através de relevantes aquisições. No entanto, suas operações estão concentradas principalmente na América do Norte e na América do Sul. Os EUA capturam a maior parcela da receita e do EBITDA, com 73% e 93%, respectivamente, no 4T22. Nessa dinâmica, 89% da receita da companhia é dolarizada, o que pode ser visto como uma vantagem em um cenário brasileiro de câmbio desvalorizado. Ademais, essa preponderância do mercado estadunidense nas operações da companhia pode também ser uma vantagem competitiva, pois é um mercado mais maduro, com ciclos mais previsíveis e predominado por produtos de alto valor agregado.

Endividamento

Nos últimos anos, a companhia colocou em prática um plano de reestruturação que a tornou mais eficiente e reduziu a alavancagem de maneira notória. Apesar de a dívida bruta ter se mantido em um patamar estável, a alavancagem diminuiu consideravelmente, saindo de 4,47x no 4T19 pra 2,86x no 4T20, finalizando o ano de 2021 em 2,00x. A alavancagem financeira real foi de 1,36x no 1T22 vs 1,76x no 1T21, enquanto em dólar foi de 1,53x no 1T22 vs 1,69x no 1T21. O indicador Dívida Líquida/EBITDA atingiu níveis extremamente saudáveis, devido à combinação de uma geração de caixa robusta com a redução da dívida bruta, que é majoritariamente de longo prazo e com taxas relativamente baixas, indicando boa gestão da dívida e alta qualidade de crédito.

Rentabilidade

Devido também ao plano de reestruturação já citado, a Marfrig tem se tornado mais rentável nos últimos anos. O ROIC, que atingiu níveis baixíssimos no ano de 2018, evoluiu gradualmente e ultrapassou os 30 % no ano de 2021. No mesmo sentido, o ROE tem crescido nos últimos anos, atingindo patamares interessantes. As margens EBITDA nos EUA são melhores, sendo 22 % vs 3,5 % no mercado sul-americano (em 2021). Essa margem elevada no exterior pode ser explicada por um *business* verticalizado, já que a Marfrig possui um *e-commerce* e uma empresa de transporte próprios, facilitando a logística e reduzindo os custos. Ademais, o já mencionado foco em produtos de alto valor agregado nesse mercado também é responsável por elevar as margens. Por fim, a receita tem crescido substancialmente, com um CAGR de aproximadamente 45 % nos últimos 5 anos.

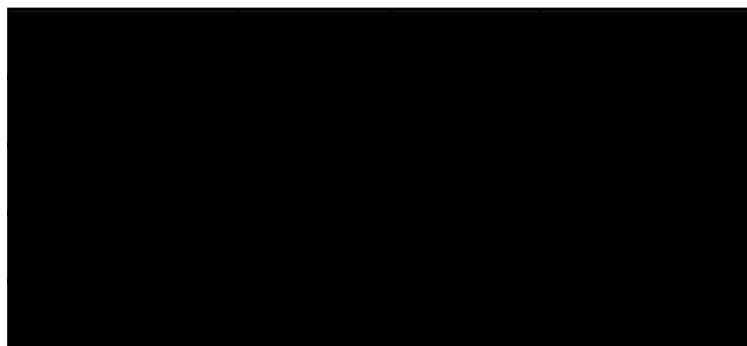
Risco de Insolvência

A probabilidade de insolvência da empresa é de 16 %, taxa abaixo da média do setor.



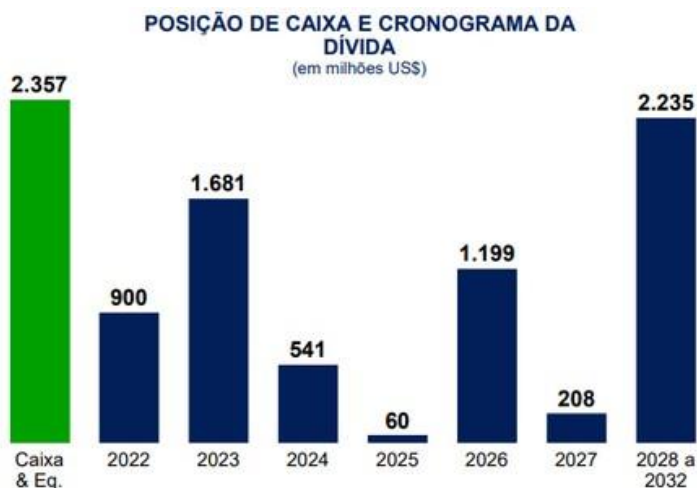
Fonte: [TC Matrix](#)

EMPRESAS COMPARÁVEIS



Fonte: [ECONOMATICA®, TC MATRIX](#), tabela elaborada pela equipe

PERFIL DA DÍVIDA



- **Revolving Credit - National Beef:** US\$ 900 milhões
- **Prazo Médio da Dívida:** 4,32 anos

Fonte: [RI Marfrig](#)

ALTA EXPOSIÇÃO A MERCADOS SÓLIDOS - UDM 1T22



Fonte: [RI Marfrig](#)



Governança Corporativa

Capital Social

A empresa está listada na B3, com o *ticker* MRFG3, e é controlada pela MMS Participações, que detém 36,9% do seu capital social. Marcos Antonio Molina dos Santos detém 8,6% das ações, e sua esposa, Marcia Marçal dos Santos, detém 4,2% das ações totais, além disso, 4,5% das ações estão sob posse da Tesouraria da empresa. A companhia possui um *free float* de 45,8%.

Conselho e Diretoria

O conselho de administração da Marfrig é presidido pelo fundador e maior acionista da companhia, Marcos Antonio Molina, que possui mais de 20 anos de experiência no ramo da indústria alimentícia. Além de presidente do conselho da companhia, ele é Diretor Presidente da MMS Participações, controladora da Marfrig. Além de Molina, o conselho possui mais 6 pessoas, sendo 3 membros independentes.

Segundo o Estatuto Social da empresa, sua diretoria deve ser composta por uma quantidade de dois a sete membros. Atualmente, a diretoria conta com 4 executivos. Miguel Gularte, o *Chief Executive Officer (CEO)*, é formado em medicina veterinária e conta com mais de 40 anos de experiência no setor de carne bovina. Foi presidente do frigorífico uruguaio PUL, vice presidente internacional da Minerva, e presidente da JBS no Mercosul. Heraldo Geres é o *Chief Legal Officer (CLO)*, Tang David atua como *Chief Financial Officer (CFO)* e *Investor Relations Officer (IRO)* e está na empresa desde 2007. Rodrigo Marçal Filho fecha o quadro atuando como *Executive Officer (EO)*.

ESG

A Marfrig ganha cada vez mais destaque nesse quesito, sendo a empresa do setor que está melhor posicionada nos principais rankings globais de ESG, graças especialmente ao programa Marfrig Verde+. Ainda, tem a melhor colocação no ranking *Coller FAIRR Protein Producer Index 2021*, ranking referência aos investidores estrangeiros que utilizam critérios ESG em suas tomadas de decisões de alocação de capital em empresas. A empresa também lançou recentemente o hub de conteúdo "Prato do Amanhã", onde divulga informações relevantes, atuais e aprofundadas sobre temas que englobam a esfera do ESG, como prevenção do meio ambiente, bem-estar animal, proteína vegetal, entre outros.

Valuation

Compilamos os múltiplos da Marfrig e de suas principais concorrentes no ano de 2021, realizando os devidos ajustes a fim de eliminar possíveis distorções pontuais contidas nas demonstrações financeiras das empresas.

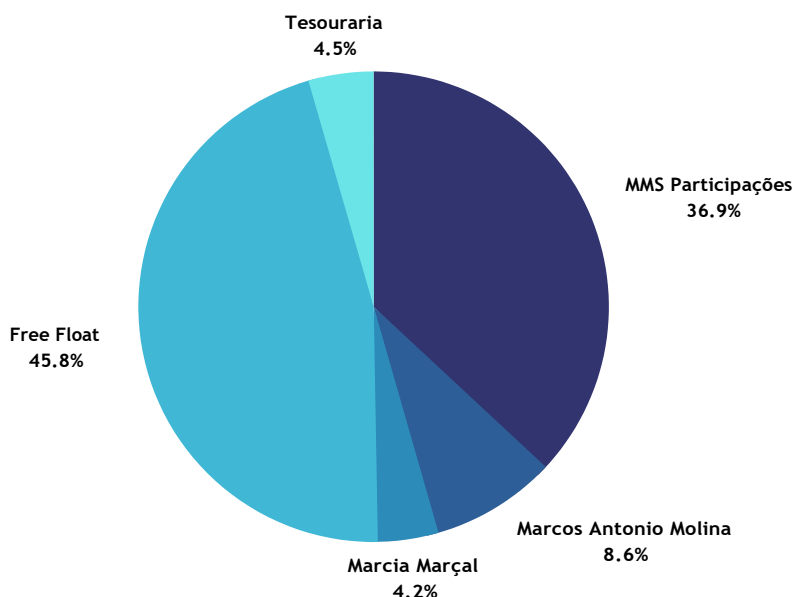
Para a comparação, utilizamos o EV/EBITDA, o principal indicador usados na análise das empresas do setor de commodities, além do EV/Sales. No entanto, o setor no qual essas companhias estão inseridos é cíclico, instaurando a possibilidade de distorção dos múltiplos devido ao cenário macroeconômico atual de ciclo de alta das commodities. A análise resultou na seguinte tabela:

Empresa	Preço (R\$/Ação)	Ações (Milhões)	Market Cap (R\$ Milhões)	Dívida Líq (R\$ Milhões)	EV (R\$ Milhões)	Vendas (R\$ Milhões)	EBITDA (R\$ Milhões)	Lucro (R\$ Milhões)	EV/Vendas x	EV/EBITDA x
MRFG3	R\$ 11,78	691	R\$ 8.144	R\$ 21.712	R\$ 29.856	R\$ 85.388	R\$ 12.632	R\$ 6.632	0,3x	2,4x
JBSS3	R\$ 29,78	2.218	R\$ 66.056	R\$ 65.249	R\$ 131.305	R\$ 350.696	R\$ 41.205	R\$ 20.530	0,4x	3,2x
BEEF3	R\$ 13,04	607	R\$ 7.919	R\$ 6.103	R\$ 14.022	R\$ 26.695	R\$ 2.382	R\$ 599	0,5x	5,9x
BRFS3	R\$ 14,65	1.082	R\$ 15.858	R\$ 13.152	R\$ 29.010	R\$ 43.844	R\$ 4.646	R\$ 437	0,7x	6,2x
Média									0,5x	4,4x
Mediana									0,4x	4,5x
Preço Justo									R\$ 25,61	R\$ 48,87

Fizemos o cálculo do EV/EBITDA justo - que consideramos ser o melhor múltiplo para o setor - através da seguinte fórmula:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{ROIC - g}{ROIC \times (WACC - g)} \times (1 - t)(1 - D)$$

Composição Acionária



Fonte: [InvestSite](#), gráfico elaborado pela equipe

Conselho de Administração

Nome	Função

Fonte: [RI Marfrig](#), tabela elaborada pela equipe

Diretoria

Nome	Função

Fonte: [RI Marfrig](#), tabela elaborada pela equipe



Utilizamos um ROIC de 26,6 % (média dos últimos 3 anos), encontramos um WACC de 6,90 % cujo cálculo está explicitado na tabela ao lado. Projetamos um g (crescimento na perpetuidade) de 4%, baseado numa estimativa conservadora de inflação futura. A alíquota efetiva projetada pros próximos anos foi de 34 %, e a depreciação foi projetada como 2 % da receita. Por meio desse cálculo, o EV/EBITDA justo encontrado foi de 18,75, considerado fora da realidade provavelmente devido a distorções cíclicas, e, caso fosse utilizado, inflaria o valor justo de maneira exponencial. Por conta disso, mantivemos o racional de utilizar a média dos valores justos encontrados através da análise comparativa da tabela acima, que gerou um valor justo de R\$37,24, configurando um upside de 216 %. A Marfrig teve um crescimento de receita de 26,5 % no ano de 2021 com relação a 2020. Para os próximos anos, projetamos um crescimento ainda robusto, dado a posição no mercado e os planos para os próximos anos. Esse crescimento projetado foi de 20 % pra 2022 e 15 % pra 2023, considerando a alta probabilidade de um cenário de recessão e com a inflação corroendo o poder de compra da população. Além disso, imaginamos que em 2024, em um cenário de maior estabilidade, o crescimento pode voltar a ser maior, mas caindo posteriormente devido a uma base de receita maior, que acaba dificultando uma expansão muito grande. Neste contexto de inflação, acreditamos que a margem EBIT pode ser comprimida, embora nos últimos anos tenha apresentado uma expansão interessante, saindo de 7% em 2019 pra 15% no 1T22.

Parecer Final

Através da análise acima, concluímos que a Marfrig é um bom case de investimento. Após a implementação do plano de reestruturação, a empresa está se tornando mais rentável, mais eficiente e menos alavancada, com uma dívida saudável, gerando retornos consistentes aos acionistas, com um potencial de geração de caixa ainda maior no futuro. Além do crescimento inorgânico, potenciais aquisições e as oportunidades geradas pela aquisição da BRF podem fomentar ainda mais o crescimento da empresa, que possui boas perspectivas para os próximos anos.

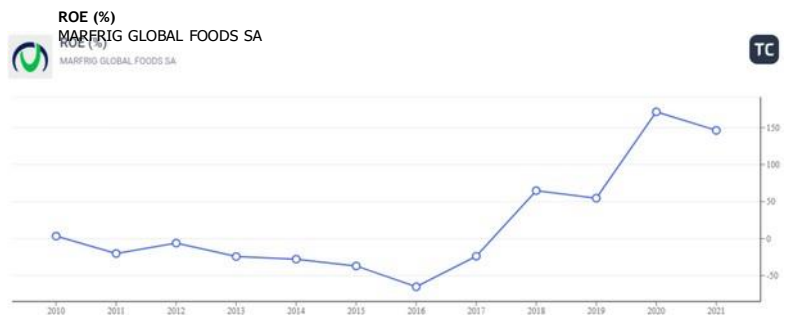
É importante ressaltar o cenário macroeconômico. No exterior, o risco global segue elevado, sendo que algumas das principais economias do mundo seguem com a inflação como principal problema, com a alta de preços ao consumidor nessas economias se aproximando de 10 %. A probabilidade de uma recessão global vem aumentando, enquanto os indicadores de sentimento já mostram como a pressão inflacionária e o aumento dos juros feito pelo Fed vem assustando a população. Na Europa, o BCE já sinalizou que a taxa de juros vai começar a subir em julho. Já na China, o cenário começa a preocupar: os principais economistas do mundo já acreditam que a meta de crescimento do país (5,5%) não será alcançada. Todos esses fatores combinados acabam complicando a vida da população, e isso reflete nas empresas que têm seu foco em alimentos mais nobres, como é o caso da Marfrig, pois a população acaba optando por alimentos mais baratos ao ser atingida pelas dificuldades de uma recessão. No entanto, os preços das *commodities* seguem em alta desde junho de 2020, cenário que acreditamos que deve se manter em 2022, com os altos preços das *commodities* continuando a beneficiar as economias e os ativos latino-americanos, atualmente subvalorizados.

Custo médio ponderado do capital

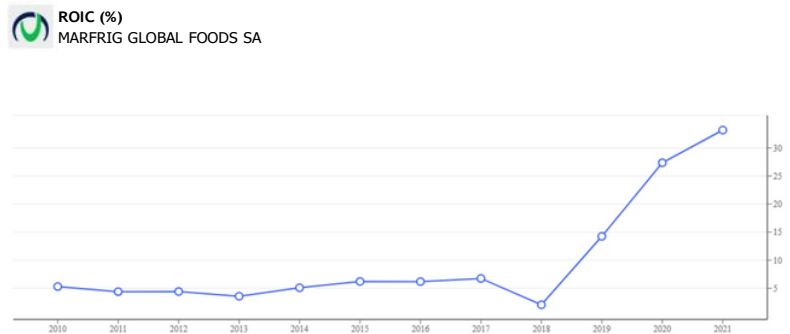
WACC		
CAPM		
Taxa Livre de Risco	12,75%	Selic
Beta	2,42	
Prêmio de Risco do	10,72%	Retorno médio do S&P500 nos últimos 30 anos
Prêmio de Risco do	2,97%	
Ke	20,63%	
Beta Alavancado		
Dívida	23.483.504	
Equity	5.571.723	
Beta Desalavancado	0,64	
Alíquota Efetiva	34%	
Dívida	23.483.504	
Equity	5.571.723	
Total	29.055.227	
Ke	20,63%	
Kd	5,51%	
WACC	6,90%	

Dados da companhia

Fonte: [RI Marfrig](#), tabela elaborada pela equipe



Fonte: [TC Matrix](#)



Fonte: [TC Matrix](#)



Fonte: [XP Investimentos](#)

