

Cosan (CSAN3): Onde a preparação encontra a oportunidade

Tudo se resume a um preço de entrada atraente

Depois de vários meses desde que os primeiros rumores surgiram, a Cosan mais uma vez nos lembrou de seu histórico favorável de fusões e aquisições e anunciou a aquisição de 100% da Biosev, a 2ª maior produtora de Açúcar & Etanol do Brasil, pelo que parece ser um preço muito atraente. No acordo, a Raízen não incorporará nenhuma dívida da BSEV, que estimamos em R\$ 9,3 bilhões com base nos dados mais recentes disponíveis. Em vez disso, a Raízen (i) pagará R\$ 3,6 bilhões em dinheiro aos acionistas da BSEV; (ii) emitirá novas ações sem direito a voto para que os acionistas da BSEV detenham 3,5% da participação econômica da Raízen; (iii) A Raízen também emitirá o equivalente a 1,5% de novas ações a um valor simbólico, que dará aos acionistas da BSEV o direito de receber dividendos até que a Raízen conclua seu IPO. Estimamos que a BSEV esteja sendo avaliada em aproximadamente R\$ 4,6 bilhões, o que implica um múltiplo atrativo de 2,3x EBITDA dos últimos 12 meses, ou US\$ 27/tonelada de capacidade instalada de moagem de cana.

O valor estratégico existe...

As atividades de trading da Raízen, que vemos como uma de suas principais vantagens competitivas, possivelmente será o principal gerador de valor desta transação. A nova Raízen passa a abranger cerca de 15% do mercado brasileiro de etanol e açúcar, o que possivelmente aumentará sua capacidade de arbitragem entre os diversos subprodutos da cana-de-açúcar. A pegada ESG mais forte também é algo que acreditamos que a Cosan e a Shell estão priorizando cada vez mais. E com as perspectivas do setor definidas para melhorar consideravelmente devido a um Real mais fraco, a RenovaBio, uma perspectiva de preços de commodities mais favorável e algumas novas tendências do setor, como a crescente demanda por energia à base de biomassa e biogás, a Raízen está claramente procurando fortalecer sua posição na cadeia de valor. Também observamos que o balanço patrimonial da BSEV tem mais de R\$ 8 bilhões em perdas acumuladas que também podem ser usadas para tornar o negócio ainda mais favorável financeiramente.

...mas continuamos a ver riscos de execução importantes

Uma das características mais comuns entre empresas problemáticas no setor de Açúcar & Etanol tem sido, sem dúvida, o fornecimento insuficiente de cana-de-açúcar para diluir os custos (refletindo principalmente em investimentos abaixo do ideal em fazendas de cana-de-açúcar) e o alto endividamento. A BSEV é uma dessas empresas, e a aquisição também deve significar vultosos investimentos adicionais da Raízen para melhorar a produtividade em um setor onde as melhorias agrícolas costumam demorar para se materializar. A própria Raízen ainda não atingiu todo o seu potencial, tendo ficado abaixo da capacidade total por quase uma década, e teve um desempenho inferior ao de alguns de seus pares em termos de custos de produção. Ao adicionar 50% a mais de capacidade, a complexidade do negócio só deve aumentar. O capex da

BTG Pactual – Equity Research:

Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Pedro Soares

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Cosan (CSAN3)

Data	09/02/2021
Ticker	CSAN3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	83,0
Preço (R\$)	85,5
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	32.902,88
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	147,05

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	14,9x	12,2x
EV/EBITDA	6,9x	6,1x

Stock Performance:

Fevereiro (%)	13,9%
LTM (%)	10,7%



BSEV abaixo do ideal por anos sugere que este seja um plano de recuperação de vários anos. Também tendemos a ser céticos quanto às sinergias neste negócio, o que explica por que achamos que o guidance de sinergia de R\$ 6 bilhões da Raízen (VPL de 10 anos) não deve ser considerado pelo valor de face.

Barato demais: um negócio acretivo

Consideramos importante destacar o histórico de alocação de capital da Cosan, que é um dos mais bem-sucedidos entre todas as histórias de crescimento que podemos imaginar na última década. O negócio é a prova do timing e do senso comercial da Cosan / Raízen. A Raízen pagou basicamente US\$ 27 por tonelada de capacidade instalada, enquanto avaliamos a Raízen Energy em US\$ 77/tonelada. Supondo que a Cosan administre o IPO da Raízen em um múltiplo semelhante, estamos falando sobre uma criação de valor de \$ 1,6 bilhão, ou R\$ 11 por ação da CSAN3. Com isso em mente, acreditamos que os aspectos positivos ainda superam os riscos de execução que o negócio traz. No momento, estamos revisando nossos números e planejamos fornecer em breve uma atualização sobre o caso de investimento da Cosan.

A seguir, apresentamos uma tabela que compara os grandes números das duas empresas com a São Martinho, uma das referências do setor. A NewCo (nova empresa) potencial teria um EBITDA de mais de R\$ 5 bilhões e cerca de 15% da produção de açúcar e etanol do Centro-Sul do Brasil.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	15,3	19,8	12,3	17,1	20,4
EV/EBITDA	5,1	5,8	7,6	6,9	6,1
P/L	7,8	11,0	42,3	14,9	12,2
Dividend Yield %	0,0	0,0	5,1	4,3	6,6

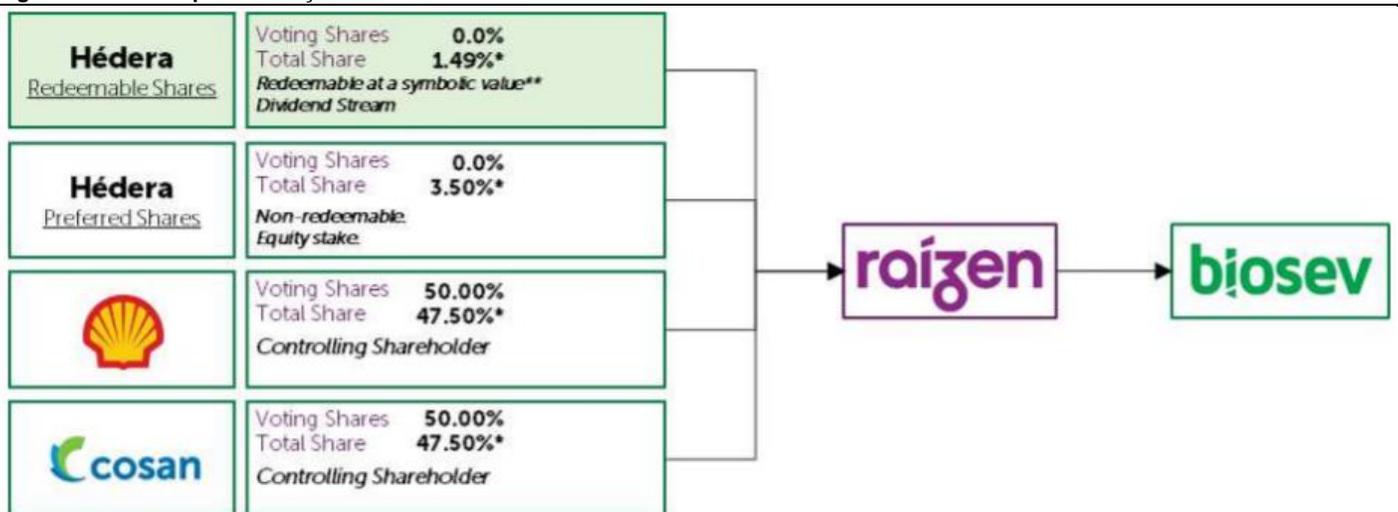
Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	59.683	72.980	56.822	62.781	68.501
EBITDA	4.892	5.865	5.475	6.585	7.432
Lucro Líquido	1.653	2.425	688	2.203	2.694
LPA (R\$)	4,30	6,31	1,79	5,73	7,00
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	3,84	3,66	5,62
Dívida Líquida/Caixa	-13.174	-15.065	-12.535	-12.640	-12.586

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\$ 85,49, em 08 de Fevereiro de 2021.

Tabela 1: KPI do setor - Comparando a NewCo da Raízen-Biosev vs. São Martinho com base na safra 2019-20

Ano safra 2019/20	Raízen Energy	Biosev	New Co	São Martinho
Capacidade de moagem (milhões toneladas)	72,0	32,2	104,2	24,0
Moagem real (milhões de toneladas)	59,6	27,0	86,6	22,6
Capacidade de utilização	82,8%	84,0%	83,2%	94,3%
Cana própria	50%	62%	54%	70%
Vendas de etanol (mil m³)	2.397,5	1.532,0	3.929,5	1.106,6
Vendas de açúcar (mil toneladas)	3.722,4	1.305,0	5.027,4	1.086,1
EBITDA Ajustado (R\$ milhões)	3.427,3	1.763,0	5.190,3	1.856,6
EBITDA / ton (R\$)	57,5	65,2	59,9	82,0
Capex (R\$ milhões)	2.827,1	1.172,0	3.999,1	1.388,0
Capex / capacidade (R\$)	39,3	36,4	38,4	57,8
Capex / cana própria (R\$)	94,9	69,9	85,9	88,2
Dívida líquida ajustada no final do exercício de 2020 (R\$ milhões)	10.388,8	9.306,0	19.694,8	2.879,3
Dívida Líquida / EBITDA (x)	3,0	5,3	3,8	1,6
EBITDA - Capex (R\$mn)	600,2	591,0	1.191,2	468,6
EBITDA - Capex / capacidade de ton (R\$)	8,3	18,4	11,4	19,5

Fonte: Dados da empresa, BTGP

Figura 1: Estrutura pós-transação da Raízen


Fonte: Dados da empresa | * Os percentuais de participação acionária representados neste gráfico de estrutura são matematicamente arredondados. ** Após o resgate das ações (temporárias), a participação no capital total da Shell e Cosan aumentará respectivamente para 48,25%

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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