

SLC Agrícola: Soja é o novo ouro, aumentando as estimativas e preço-alvo

Reiterando a classificação de Compra no maior produtor de commodities agrícolas do Brasil

Estamos aumentando as apostas e reiterando nossa COMPRA pelas ações da SLCE3, nossa Top Pick do agronegócio. Vemos a SLC como uma das poucas e melhores maneiras de participar do recente boom dos preços das commodities, também se beneficiando de um BRL persistentemente fraco, no que deve se tornar o maior produtor brasileiro de commodities agrícolas com base na área plantada, uma vez que o negócio da Terra Santa seja concluído. A SLC tem um modelo de negócio comprovado, buscando ser um produtor de soja, algodão e milho de baixo custo por meio da adoção em larga escala de tecnologia nas áreas agrícolas mais tradicionais do Brasil.

Aumentando substancialmente as estimativas para refletir a inflação de commodities ...

Acreditamos que os produtores de grãos e algodão estão prestes a ver as margens atingindo um nível totalmente novo. Os preços da soja estão 97% maiores nos últimos 12 meses em reais. O milho subiu 83% em reais. E o algodão cresceu 55% em reais. Em nosso recente relatório “Commodities Monitor”, discutimos os fundamentos oferta-demanda de suporte, ao mesmo tempo que nos beneficiamos do cenário macro que está empurrando os preços das commodities para cima. Como resultado, estamos aumentando nossas estimativas de EBITDA de 2021 e 2022 em 23% e 59%, para R\$ 1,2 bilhão e R\$ 1,7 bilhão, respectivamente, embora a SLC não vá capturar totalmente os preços do mercado à vista em 2021, dados os hedges de preço (no 3T20, 53% da soja e 67% do algodão já foram vendidos com desconto de 25% e 19%, em relação ao preço à vista).

... E um negócio positivo com a Terra Santa

De 2022 em diante, estamos incorporando os 130 mil ha adicionais de terra anteriormente operados pela Terra Santa (~80 mil plantados), que juntamente com outro aumento nos preços estimados de soja/algodão/milho, traz nosso EBITDA IFRS16 para quase R\$ 1,8 bilhão. Também estamos incorporando custos de arrendamento mais altos (aproximadamente R\$ 190 milhões em 2022). No geral, estimamos que o negócio da Terra Santa agregue cerca de R\$ 5/ação ao valor da SLC (mais detalhes sobre esta transação na página 5), ao mesmo tempo que torna a SLC o maior player indiscutível de grãos/algodão no Brasil, com aproximadamente 600 mil ha de área plantada por ano.

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

SLC Agrícola (SLCE3)

Data	10/02/2021
Ticker	SLCE3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	510
Preço (R\$)	39,3
Listagem	Novo Mercado

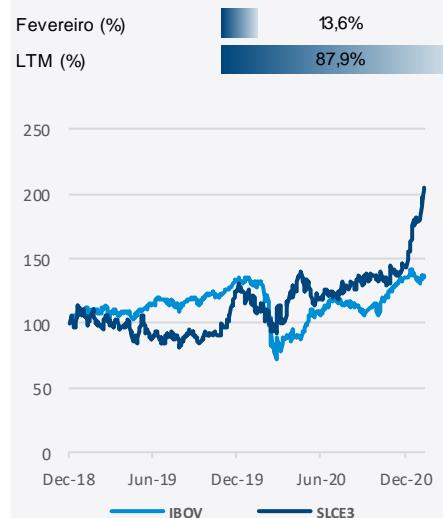
Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	7.367,43
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	3128

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	19,1x	24,8x
EV/EBITDA	8,0x	6,1x

Stock Performance:



Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	13,2	14,7	14,1	8,2
EV/EBITDA	7,9	8,2	8,0	6,1
P/L	14,1	16,8	19,1	24,8
Dividend Yield %	3,9	2,9	2,9	3,5

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	3.041	3.835	4.345	5.995
EBITDA	795	856	1.162	1.734
Lucro Líquido	352	350	523	912
LPA (R\$)	1,90	1,90	2,80	4,80
DPA líquido (R\$)	0,94	0,79	1,15	1,38
Dívida Líquida/Caixa	-1.605	-1.901	-1.980	-3.181

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\$ 39,33, em 09 de Fevereiro de 2021.

Fazendas como um valor oculto ... de novo

Em nosso recente relatório “Valor das terras agrícolas: o próximo grande tema”, discutimos como os preços das terras agrícolas no Brasil se desvincularam do que parece ser um nível novo e mais favorável de retornos das terras no Brasil. Em nossa opinião, isso também se aplica ao caso da SLC Agrícola. Embora a crescente participação da SLC em terras arrendadas em oposição a terras próprias (crescendo até 37% de área plantada após a transação com a Terra Santa ser concluída) torna a empresa menos exposta ao setor imobiliário, porém acreditamos que ainda pode haver ganhos substanciais com terras nos anos futuros. Embora o valor das terras agrícolas da SLC por ha tenha permanecido em aproximadamente US\$ 3,5 mil nos últimos 10 anos, estimamos que o lucro bruto agora pode saltar para cerca de \$550/ha em 2021, de uma média de \$ 266/ha entre 2011 e 2017. Com investidores cada vez mais preocupados que o valuation da SLC com base no valor das terras pode parecer muito exigente em 1,9x P/NAV, acreditamos que um valuation do valor das terras mais realista poderia reduzi-lo a um múltiplo de 1,3x, definitivamente mais atraente.

Governança sólida; uma máquina de geração FCF está prestes a surgir

A área plantada da SLC cresceu a uma taxa CAGR de 9% na última década. Com o negócio da Terra Santa, esperamos um crescimento de 30% ou mais. Uma das maiores conquistas da mudança estratégica da SLC de 2017 em diante foi a decisão de reduzir o ritmo de crescimento (a área plantada cresceu a um CAGR menor de 5%) para focar em maior rendimento, áreas mais maduras, que exigiram menos capital e ofereceram menos volatilidade aos rendimentos. O resultado tem sido de margens maiores e potencial de geração de FCF muito maior, com o EBITDA/ha saltando de uma média de R\$ 920/ha de 2010 a 2016 para R\$ 1.790/ha de 2017 a 2020E. Com o negócio da Terra Santa, acreditamos que a SLC pode se beneficiar do melhor dos dois mundos: forte crescimento focado em uma das áreas de grãos e algodão mais promissoras disponíveis no Brasil em termos de retorno por ha (EBITDA estimado em R\$ 3.000/ha em 2022E). Com a expectativa de que a alavancagem permaneça baixa (estimamos IFRS16 Dívida Líquida/EBITDA de 1,8x em 2022, abaixo dos últimos dois anos), a geração de FCF será muito forte, com um rendimento de FCF estimado de 10% em 2022. SLC tem um histórico favorável da distribuição de lucros aos acionistas, o que sugere que o fluxo de dividendos também será forte.

Valuation pouco exigente; novo preço-alvo de R\$ 51/ação (37% de alta)

Estamos incorporando novas previsões dos preços das commodities em nossa estimativa, bem como o acordo Terra Santa de 2022 em diante. Embora a recente alta do preço das ações possivelmente torne alguns investidores mais céticos, argumentamos que ainda vemos as ações sendo negociadas em 5,9x e 5,1x EV/EBITDA respectivamente para 2022 e 2023, quando vemos a incorporação da Terra Santa concluída. Isso se compara a uma média histórica de 7,9x, o que corrobora com nosso novo preço-alvo de 12 meses baseado em um DCF de R\$ 51/ação, oferecendo 37% de potencial de alta.

Os termos e as vantagens do negócio da Terra Santa

Costumávamos cobrir a Terra Santa. Abandonamos a cobertura há vários anos quando ficou claro que a alta alavancagem da empresa significava que a história das ações fazia pouco sentido para a maioria dos investidores. Olhando para o passado recente, a empresa fez alguns progressos na racionalização da operação. Em 6 anos, a área plantada disponível caiu de 248 mil ha para 130 mil ha, e o EBITDA melhorou de praticamente zero para R\$ 116 milhões em 2019 (e um recorde de R\$ 196 milhões em 2018). Mas a alavancagem permaneceu alta em aproximadamente 6x o EBITDA em 2018 e 10x em 2019. A alta alavancagem neste negócio é um indicador central de desempenho abaixo do esperado, dado que a liquidez é crucial para a gestão do capital de giro e compra adequada de insumos antes do início da safra. Portanto, embora a produtividade do Terra Santa não tenha sido tão ruim, a margem por ha caiu significativamente abaixo da SLC.

A transação

A incorporação da Terra Santa pela SLC exclui todos os ativos de terras agrícolas da TESA, que serão segregados em uma empresa separada que continuará a ser detida pelos acionistas da TESA. A SLCE irá, portanto, basicamente arrendar e cultivar essas áreas (~133 mil ha, ou um aumento de 34% na área plantada em uma única transação), incorporando parte da dívida da TESA.

A relação de troca é baseada no seguinte: Os ativos da TESA que estão sendo incorporados foram avaliados em R\$ 550 milhões, sendo R\$ 65 milhões via ações e o restante via dívida. A parcela do patrimônio será integralizada pela SLCE por meio da emissão de 2,5 milhões de ações pelo valor de R\$ 25,83 cada (cotação média dos últimos 60 pregões anteriores ao anúncio), o que implica diluição de 1,3% para os atuais acionistas.

O restante ~R\$ 1 bilhão da dívida líquida da TESA continuará a ser detido pela TESA, que continuará a ser listada, e que receberá pagamentos de arrendamento para as áreas próprias estimadas em cerca de R\$ 200 milhões por ano com base em nossa estimativa de preço futuro da soja.

Criação de valor significativa para os acionistas da SLC

Todas essas fazendas estão localizadas em áreas premium, de alta produtividade e tradicionais, localizadas no estado de Mato Grosso, onde as lavouras de soja, algodão e milho são bem implantadas e apresentam uma das maiores produtividades do país. Algumas dessas fazendas estão até perto das próprias fazendas da SLC, o que pode até significar que algumas sinergias possam ser capturadas. Portanto, não vemos razão para que a SLC não deva ser capaz de levar a produtividade e o desempenho financeiro das áreas adquiridas para níveis similares da região.

Com base em nossas taxas de produtividade e margens projetadas, estimamos que a SLC poderia gerar algo entre R\$ 400 milhões de EBITDA IFRS16 nessas áreas, ou cerca de R\$ 200 milhões considerando os custos de arrendamento. Isso implica em um múltiplo de aquisição atraente de menos de 3x o EBITDA, que se compara a um múltiplo histórico de cerca de 7,5x para a SLCE3. A criação de valor pode chegar a mais de R\$ 800 milhões [200 * (7,5-3)] para os acionistas da SLC (ou cerca de R\$ 5/ação, considerando a diluição). Além disso, a TESA possui atualmente cerca de R\$ 370 milhões em

prejuízos fiscais acumulados com base em suas demonstrações financeiras, que, uma vez devidamente incorporados pela SLC, também poderão gerar economias significativas nos próximos anos.

O baixo múltiplo da transação também implica que o negócio deve alterar pouco a alavancagem da SLC, uma vez que a dívida de R\$ 485 milhões da TESA seja incorporada (aproximadamente 0,5x o LTM EBITDA da SLC). A partir dessa transação, a SLC passa a ser a líder indiscutível em grãos e algodão no Brasil, com uma área plantada de cerca de 600 mil ha.

Tabela 1: SLC EBITDA 2022 – Análise de sensibilidade para os preços de algodão e soja

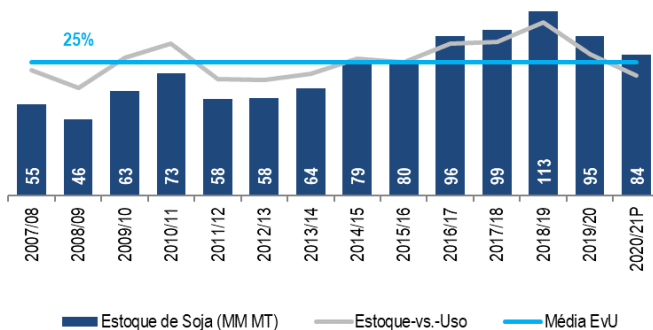
2022 EBITDA, R\$mi		2022 preço médio do algodão (c/lb)				
		52,5	63,8	75,0	86,3	97,5
2022 preço médio da soja (c/bu)	840	658	903	1.148	1.393	1.638
	1.020	951	1.196	1.441	1.686	1.931
	1.200	1.244	1.489	1.734	1.979	2.224
	1.380	1.538	1.783	2.028	2.273	2.518
	1.560	1.831	2.076	2.321	2.566	2.811

Fonte: BTG Pactual

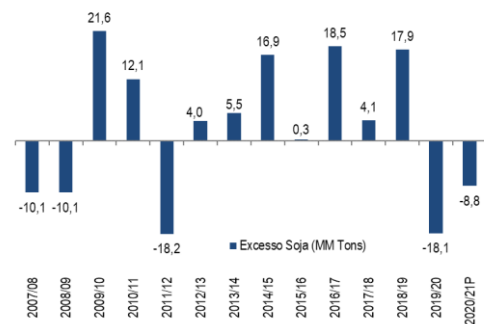
Tabela 2: Estimativas de preços para algodão e grãos

Estimativas de preço	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Algodão (c/lb)	67,3	64,1	80,0	75,0	77,0	72,0	73,4
Soja (\$c/bu)	889,8	952,1	1.300,0	1.200,0	1.100,0	1.050,0	1.071,0
Milho (\$c/bu)	383,3	363,3	550,0	500,0	450,0	400,0	408,0
<hr/>							
Algodão (R\$/lb)	265	331	416	395	416	398	416
Soja (R\$/bu)	3.509	4.911	6.756	6.318	5.936	5.808	6.072
Milho (R\$/bu)	1.512	1.874	2.858	2.633	2.428	2.213	2.313

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg

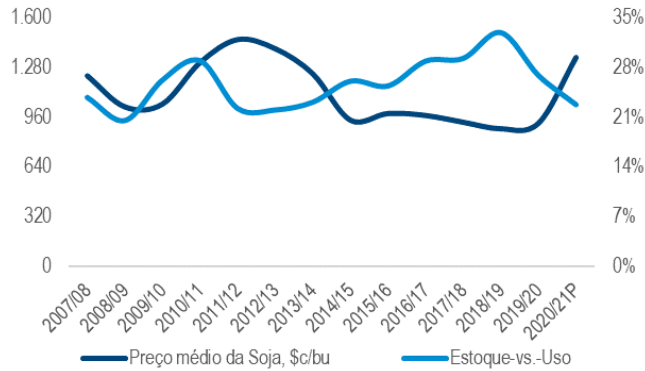
Gráfico 1: Estoque-vs.-Uso global de soja


Fonte: USDA e BTG Pactual

Gráfico 2: Oferta/Demanda global de soja


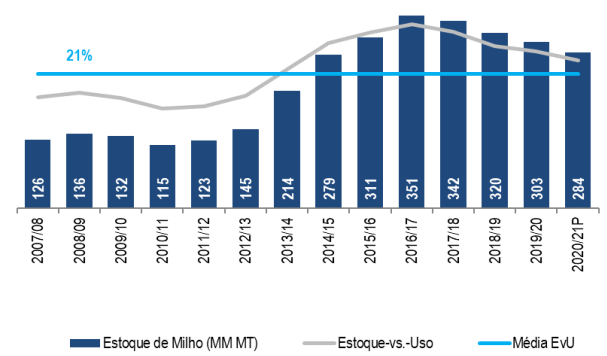
Fonte: BTG Pactual e Bloomberg

Gráfico 3: Preço médio da soja vs. índice Estoque-vs.-Uso



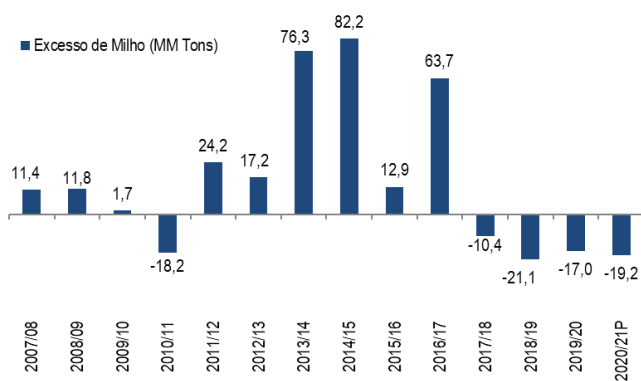
Fonte: USDA e BTG Pactual

Gráfico 4: Estoque-vs.-Uso global de milho



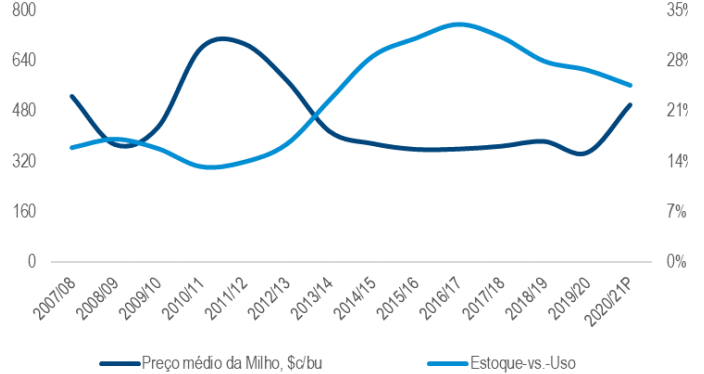
Fonte: BTG Pactual e Bloomberg

Gráfico 5: Oferta/Demanda global de milho



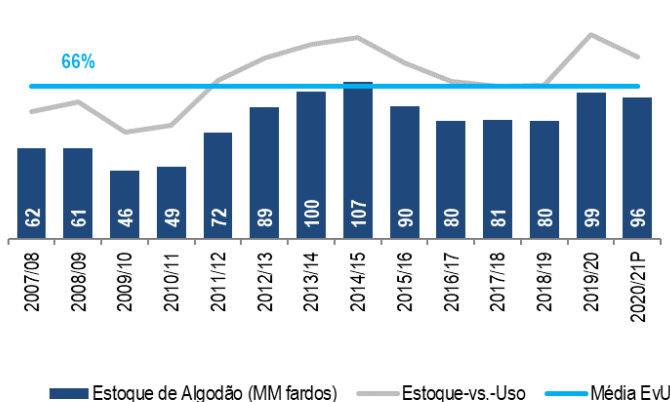
Fonte: USDA e BTG Pactual

Gráfico 6: Preço médio de milho vs. Índice Estoque-vs.-Uso



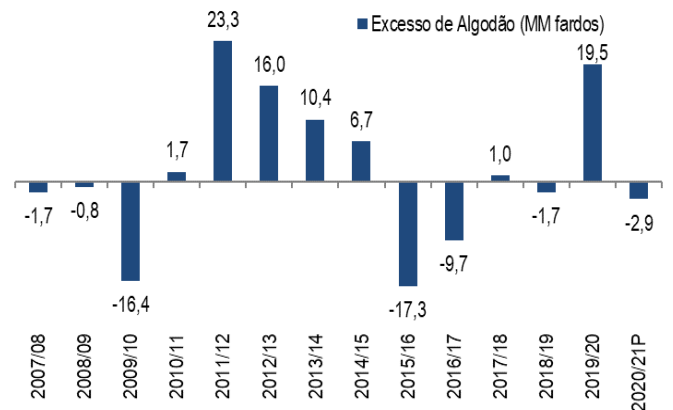
Fonte: BTG Pactual e Bloomberg

Gráfico 7: Estoque-vs.-Uso global de algodão



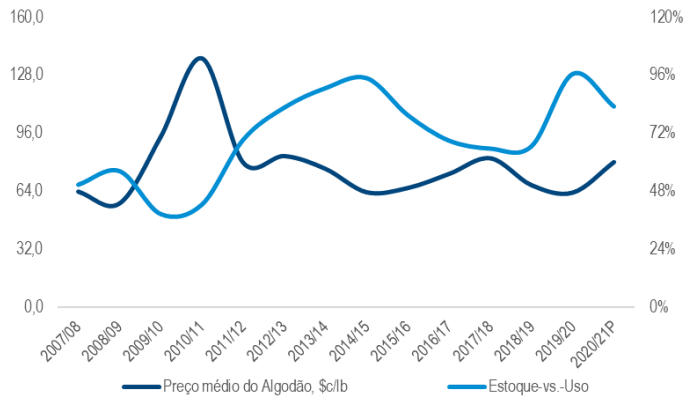
Fonte: USDA e BTG Pactual

Gráfico 8: Oferta/Demanda global de algodão



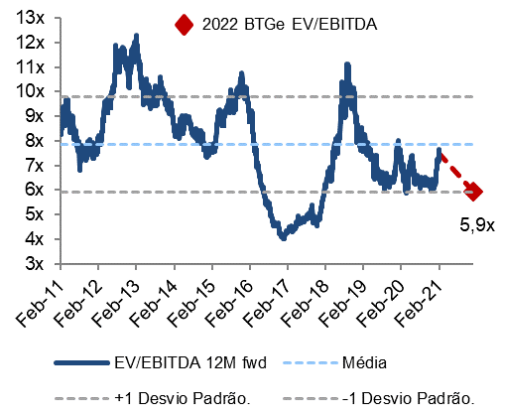
Fonte: USDA e BTG Pactual

Gráfico 9: Preço médio de algodão vs. Índice Estoque-vs.-Uso



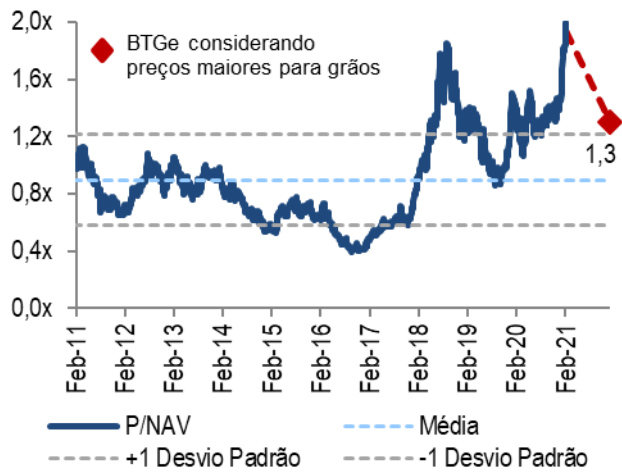
Fonte: USDA e BTG Pactual

Gráfico 10: SLCE3 EV/EBITDA histórico



Fonte: Dados da empresa, Bloomberg e BTG Pactual

Gráfico 11: SLCE3 P/NAV histórico



Fonte: Dados da empresa, Bloomberg e BTG Pactual

Tabela 3: Nosso preço-alvo para a SLCE3 é baseado em um modelo DCF

SLC (R\$m) - DCF	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	647	937	1.502	1.736	1.454	1.587	1.699	1.818	1.943	2.077	2.218
(-) Impostos	(220)	(319)	(511)	(590)	(495)	(540)	(578)	(618)	(661)	(706)	(754)
NOPLAT	427	619	991	1.146	960	1.048	1.121	1.200	1.283	1.371	1.464
(+) Depreciação	208	225	232	312	321	329	337	345	354	363	372
(-) Capex	(339)	(356)	(462)	(427)	(439)	(451)	(464)	(477)	(491)	(505)	(520)
(-) Capital de giro	(359)	(255)	(593)	(335)	102	(178)	(189)	(201)	(215)	(229)	(244)
(-) Aquisições	(0)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fluxo de caixa	(63)	232	169	696	944	747	805	866	931	999	1.072
Fluxo de caixa (\$usd)	(12)	45	32	129	171	132	139	145	152	160	167
Taxa de desconto			1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5
Fluxo de caixa descontado (\$usd)			32	119	146	104	102	99	96	93	90
Valor presente - 2030 US\$m	881										
Perpetuidade (2030+) US\$m	1.515										
EV justo (US\$m)	2.396										
EV justo (R\$m)	12.457										
(-) Dívida Líquida IFRS16 (R\$m)	(3.181)										
(+) Prejuízos fiscais (R\$m)	370										
Valor justo das ações (R\$m)	9.646										
Número de ações (mi)	190										
Valor por ação - DCF (R\$/ação)	50,8										
Valor justo por ação (R\$/sh)	51,0										

Fonte: BTG Pactual

Tabela 4: SLCE3 - Números novo vs. antigo

SLCE3	2021			2022		
	R\$ mi	Novo	Antigo	Δ	Novo	Antigo
Receita	4.345	3.749	15,9%	5.995	4.206	42,5%
EBITDA ajustado	1.162	943	23,1%	1.734	1.093	58,6%
Margem EBITDA	26,7%	25,2%	1,6p.p	28,9%	26,0%	2,9p.p
Lucro Líquido	523	540	-3,1%	915	617	48,4%
Margem Líquida	12,0%	14,4%	-2,4p.p	15,3%	14,7%	0,6p.p

Fonte: BTG Pactual

Tabela 5: SLCE3 – Estimativa BTG Pactual vs. Consenso

SLCE3	2021			2022		
	R\$ mi	BTGe	Cons.	Dif	BTGe	Cons.
Receita	4.345	3.370	28,9%	5.995	3.846	55,9%
EBITDA ajustado	1.162	968	20,0%	1.734	1.123	54,4%
Margem EBITDA	26,7%	28,7%	-2,0p.p	28,9%	29,2%	-0,3p.p
Lucro Líquido	523	503	4,0%	915	600	52,5%
Margem Líquida	12,0%	14,9%	-2,9p.p	15,3%	15,6%	-0,3p.p

Fonte: Bloomberg 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