

Cosan (CSAN3): Moldando o próximo ciclo de crescimento; Novo preço-alvo

Destaques do Cosan Day: De uma tese de crescimento para uma de valor... e agora de crescimento novamente

Já se passaram dez anos desde que a Cosan deu à luz a Raízen. Este não foi o primeiro movimento desde que começou a se afastar de seu negócio de Açúcar & Etanol original, mas certamente foi o mais ousado. Iniciou a construção de um dos maiores e mais bem-sucedidos conglomerados do Brasil na última década. Depois de estreitar em logística, gás natural, vender outras unidades maduras como Radar e Cosan Alimentos, e dar continuidade à tão esperada reestruturação societária, suas principais unidades de negócios amadureceram e tornaram-se relevantes geradores de FCF, de modo que a Cosan parece pronta para embarcar em um novo ciclo de crescimento. O Investor Day de ontem ofereceu um vislumbre de suas ambições.

Uma cultura forte pronta para se transformar em um ecossistema completo

Gerenciar um conglomerado não é uma tarefa simples. Continuamos a elogiar a capacidade da Cosan de reter e promover talentos e, ao mesmo tempo, construir parcerias nas áreas em que precisa desenvolver competências. Deve continuar a ser o caso com novos empreendimentos em energia, varejo, logística, digitalização, biogás, biomassa, trading, gás intermediário e downstream, e renováveis. Todas essas são áreas em que a Cosan está procurando crescer, colocando seu histórico de alocação de capital em teste, ao mesmo tempo em que busca desbloquear valor por meio dos mercados de capitais.

Estamos acima do consenso e há espaço para mais na Raízen e na Compass

Estamos aproveitando a oportunidade para atualizar nossas estimativas. E embora estejamos acima do consenso em termos de nossas estimativas de curto prazo e nosso NAV justo, também reconhecemos que ainda estamos arranhando a superfície em algumas áreas. Na Raízen, nosso modelo ainda não captura várias oportunidades de crescimento: o biogás oferece uma plataforma única que pode transformar o mercado de diesel; O etanol 2G e a biomassa também podem significar um salto em termos de produtividade; A pegada incomparável de energias renováveis da Raízen poderia enfrentar o mercado emergente de crédito de carbono; o comércio de produtos de terceiros (também conhecido como "inteligência de mercado") também pode significar mais valor; e a possível estreia no refino. Na Compass, ainda não capturamos o valor associado às oportunidades não pertencentes à Comgás, principalmente considerando um possível negócio da Gaspetro e outros projetos intermediários.

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	17/03/2021
Ticker	CSAN3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	130,0
Preço (R\$)	88,8
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	41425,72
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	166,78

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	10,9x	10,0x
EV/EBITDA	6,2x	5,8x

Stock Performance:

Março (%)	9,0%
LTM (%)	84,1%



Definição de uma nova Soma das Partes R\$ 130/preço-alvo da ação; Reiteramos a Compra, com 46% de potencial de valorização

Estamos incorporando (i) a aquisição da Biosev; (ii) a Rumo e participação pós-reestruturação e contagem de dívidas; e (iii) um valuation preliminar do Grupo Nós, implicando em um FCF yield de 5% no preço-alvo.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	20,0	13,2	19,2	18,3	19,4
EV/EBITDA	6,6	8,1	6,7	6,2	5,8
P/L	13,2	35,8	10,9	10,9	10,0
Dividend Yield %	-	-	7,6	6,8	8,1

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	72.980	67.855	73.632	79.488	84.570
EBITDA	5.906	6.791	10.124	11.044	11.754
Lucro Líquido	2.455	987	3.785	3.793	4.163
LPA (R\$)	5,26	2,11	8,11	8,13	8,92
DPA Líquido (R\$)	-	-	6,75	6,08	7,19
Dívida Líquida/Caixa	-15.065	-19.585	-26.824	-26.794	-26.562

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\$ 88,75, em 16 de Março de 2021.

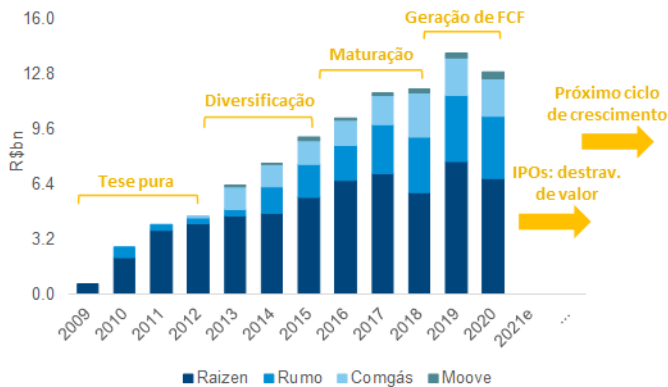
De uma tese de “valor” para uma tese de “crescimento”

Em algum ponto, a agilidade da Cosan e o histórico imparável de negócios nos levaram a descrevê-la como se estivesse em uma metamorfose. Em algum outro ponto, conforme o portfólio da Cosan começou a amadurecer após rodadas de integração de negócios bem-sucedidas, nós o descrevemos como "passando de uma tese de crescimento para uma tese de valor". E, embora o Cosan Day de 2021 tenha reforçado de muitas maneiras nossa visão da Cosan como uma empresa em contínua transformação, ele também coloca oficialmente a Cosan de volta ao modo de crescimento.

Nos últimos dez anos, o processo de diversificação da Cosan a transformou de uma empresa pura de açúcar e etanol em um dos maiores e mais bem-sucedidos conglomerados operando no mercado brasileiro (e em alguns casos, global) de energia, combustíveis, renováveis, logística e de lubrificantes. Conforme os negócios operacionais amadurecem e a Cosan completa sua tão esperada simplificação da estrutura de acionistas, a empresa parece pronta para acelerar o crescimento mais uma vez. O foco é claramente a agenda ESG e acreditamos que a aquisição da Biosev foi apenas o começo.

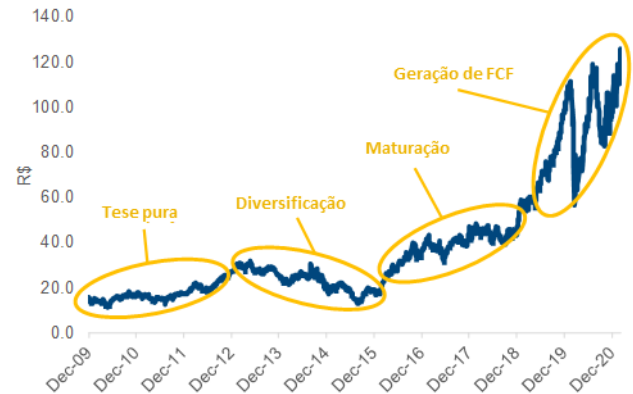
Isso também deve significar que a forma como o mercado aborda e precifica a ação precisa mudar. Nos últimos anos, nossa visão da Cosan era de uma história de re-rating, ou seja, o mercado ainda não havia percebido como cada companhia operacional havia se transformado em fortes geradores de FCF que desalavancariam e reduziriam o risco da companhia controladora listada. Agora, com o re-rating pelo menos parcialmente concluído (destacado por múltiplos de FCF yield mais baixos), é hora de avaliar a capacidade de alocação de capital da Cosan para seu próximo ciclo de crescimento.

Gráfico 1: Após diversificar e amadurecer o portfólio, a Cosan está pronta para embarcar em uma fase de destravamento de valor e um novo ciclo de crescimento



Fonte: Empresa e BTG Pactual

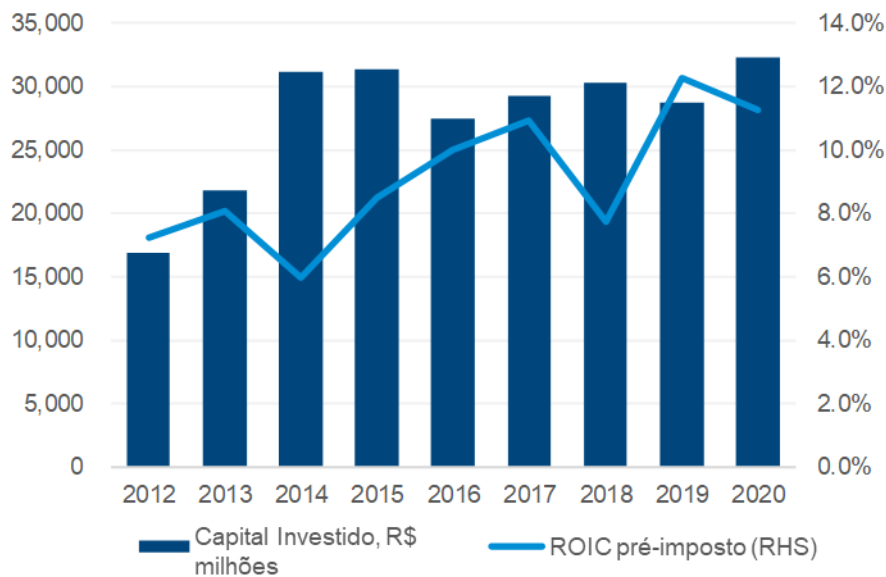
Gráfico 2: Criamos o desempenho da ação implícito de todo o grupo Cosan (CSAN3 + CZZ antes da reestruturação)



Fonte: BTG Pactual

Então, quais são os desafios? Historicamente, a capacidade da Cosan de buscar o crescimento retendo e promovendo talentos enquanto constrói parcerias em áreas onde é necessário construir novas competências foi um ponto forte, em nossa opinião. No futuro, ao trazer uma postura mais vanguardista para alguns dos seus investimentos (energias renováveis, loja de proximidade, iniciativas digitais, novo mercado de gás e transição energética), os seus novos empreendimentos vão exigir capacidade para desenvolver competências internas. Além disso, à medida que a Cosan cresce e se torna mais difícil para a holding supervisionar todos os aspectos de cada negócio, a independência e a capacidade da operação para efetivamente alocar capital, tempo e estratégia serão testadas.

Gráfico 3: Após aumentar sua base de capital investido durante a fase de diversificação até 2014, a Cosan tem sido capaz de melhorar o retorno sobre o capital à medida que os negócios amadurecem



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Arranhando a superfície na “Nova” Cosan: R\$ 130/ação

Estamos aproveitando a oportunidade para atualizar nossas estimativas. E embora estejamos acima do consenso tanto em termos de nossas estimativas de curto prazo quanto de nosso NAV justo, também reconhecemos que ainda estamos apenas arranhando a superfície em algumas áreas.

Renováveis. A Raízen está claramente levando a sério seus compromissos ESG. Enquanto já assumimos um VPL de R\$ 4 bilhões da contribuição da RenovaBio para os ativos upstream da Raízen (incluindo a Biosev), claramente a Raízen tem planos mais ambiciosos. A empresa quer ter cerca de 70% de seu EBITDA de longo prazo proveniente de produtos renováveis (de apenas uma pequena fração hoje). É claro que inclui o etanol, produto do qual a Raízen já se posiciona como o maior produtor global, mas também de diversos outros subprodutos do processamento da cana-de-açúcar com forte potencial de longo prazo, e todos os quais ainda não estamos em condições de incorporar oficialmente em nossas projeções, como:

- Etanol de segunda geração, que poderia aumentar a produção de etanol em até 50% com base na mesma área de cana-de-açúcar usando tecnologia proprietária da Raízen;
- O biogás, que tem o potencial de até mesmo substituir o diesel uma vez que a tecnologia do motor amadureça, ao mesmo tempo em que tem potencial para uso comercial como fonte renovável de geração de eletricidade;
- A biomassa, que também é uma alternativa para substituir as fontes de energia não renováveis na cogeração de energia.

Inteligência de mercado. Também estamos considerando uma contribuição relativamente pequena do negócio de trading da Raízen. Os resultados dessas divisões até o momento vêm sendo incorporados aos resultados da Raízen Energia, o que limita a divulgação de informações sobre o valor gerado por esta unidade. Em nossas estimativas, eles representarão cerca de 7% do EBITDA da Raízen Energia em 2021, mas obviamente poderia ser mais. Nos últimos três anos, a Raízen conseguiu monetizar seus produtos próprios e de terceiros a um prêmio de 10%, em média, aos preços de mercado, com base em sua capacidade de infraestrutura e ecossistema.

Loja de Proximidade. Estamos incorporando em nossos números um modelo preliminar pelo qual avaliamos as lojas de proximidade que a Joint Venture da Raízen criou recentemente com a Oxxo da Femsa em um valor de R\$ 4,6 bilhões. Estamos presumindo preliminarmente que a rede de lojas crescerá para 3,9 mil pontos de venda em 2030 (de cerca de 1,2 mil atualmente), dos quais aproximadamente 55% são localizados em postos de gasolina com base em um modelo de franquia/franqueado. Isso ainda está abaixo da visão de longo prazo da empresa de 5 mil lojas potenciais, o que vemos como conservador com base nos sinais da administração de que os resultados iniciais do novo modelo de loja estavam acima das expectativas iniciais.

Digital. Existem várias iniciativas digitais em andamento, nenhuma das quais estamos incorporando em nosso modelo. A plataforma de pagamento digital Shell Box disparou com mais de 2 milhões de transações por mês, um faturamento de mais de R\$ 215 milhões em janeiro/2021 e cerca de 700 mil usuários ativos. Acreditamos que a Raízen (e a Cosan) poderiam criar um sistema de pagamento totalmente novo. Além disso, a Cosan também apresentou a plataforma Trizy, uma plataforma digital de gerenciamento de frota de caminhões para extrair valor do modal de transporte mais utilizado no Brasil.

Biosev. Estamos incorporando a capacidade da Biosev e assumindo algum crescimento ao longo dos anos (junto com o capex apropriado). No entanto, até agora estamos ignorando sinergias potencialmente grandes a serem capturadas, que a Raízen estimou em até R\$ 6 bilhões de VPL.

Compass. Atualmente, estamos apenas incorporando o valor da Comgás em nosso modelo, enquanto deixamos o valor do gás da Compass e as atividades de trading para um potencial de valorização. Dito isso, gostamos muito do modelo de negócios construído em torno da Compass, que vemos como uma plataforma única para conectar de forma eficiente a oferta e a demanda de gás em meio a um cenário regulatório do mercado de gás cada vez melhor e os desinvestimentos de gás da Petrobras. Assim que tivermos dados mais detalhados para projetar as receitas de trading e comercialização da Compass, nós o faremos.

Rumo. Após a reestruturação societária recentemente concluída, a Rumo agora é uma subsidiária da Cosan, com uma participação de 30%. As ações da Rumo (RAIL3) são cobertas pela equipe de Transportes do BTG Pactual, com uma classificação de Compra e um preço-alvo de R\$ 28/ação, que estamos incorporando em nossa valuation de Soma das Partes. Em termos de consolidação de resultados, estamos assumindo que o pro-forma da Cosan irá incorporar 30% dos números da Rumo.

Tabela 1: Nosso novo valuation de Soma das Partes resulta em um preço-alvo de R\$ 130/ação para a “nova” CSAN3

CSAN3 (R\$m)	WI	Equity value R\$ m	R\$/ação	Implícito	2022E	Comentários
Ativos Totais						
Raizen Fuels	47,5%	17.085	36,6	EV/EBITDA	9,6	Distribuição de combustíveis e refinarias no Brasil e Argentina
Grupo Nós	23,8%	1.102	2,4	EV/Sales	10,7	JV com Femsa's Oxxo para lojas de proximidade
Raizen Energy	47,5%	16.879	36,2	EV/EBIT	12,4	Usinas de cana-de-açúcar (+ Biosev), trading de açúcar / etanol / energia, RenovaBio
Comgás	99,1%	17.492	37,5	EV/EBITDA	7,2	Concessão de distribuição de gás
Moove	70,0%	3.485	7,5	EV/EBITDA	10,4	Lubrificantes
Rumo	30,0%	15.637	33,5	EV/EBITDA	12,8	Ferrovia e logística
Outro Negócios	100,0%	(11.045)	(23,7)	EV/EBITDA	12,9	Despesas corporativas + dívida detida pela controladora.
NAV		60.634	130,0			Valuation de Soma das Partes
Preço-alvo		60.634	130,0			Preço-alvo arredondado para 12 meses projetados
Mkt Cap		41.427	88,8			
Potencial de valorização			46%			

Fonte: BTG Pactual

Tabela 2: Nossas principais estimativas para a Cosan e suas Unidades de Negócios

CSAN, R\$ mi	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Receita Líquida	73.632	79.488	84.570	89.890	95.418
CPV	(62.457)	(67.115)	(71.204)	(75.545)	(80.064)
Lucro Bruto	11.175	12.373	13.366	14.345	15.354
Desp. Vendas, Gerais & Adm.	(5.068)	(5.648)	(6.057)	(6.430)	(6.802)
Outros	504	562	591	622	654
EBITDA ajustado	10.124	11.044	11.754	12.501	13.294
Depreciação & Amortização	3.513	3.757	3.855	3.963	4.087
EBIT	6.611	7.287	7.900	8.537	9.206
Resultados Financeiros	(1.340)	(2.020)	(2.137)	(2.122)	(2.110)
Equivalência Patrimonial	(18)	(18)	(17)	(17)	(16)
Lucro antes dos impostos	5.271	5.267	5.763	6.415	7.097
Imposto de Renda	(1.431)	(1.414)	(1.538)	(1.860)	(2.083)
Minoritários	(38)	(42)	(45)	(48)	(51)
Lucro Líquido	3.785	3.793	4.163	4.491	4.947
Margem Bruta	15,2%	15,6%	15,8%	16,0%	16,1%
Margem EBITDA ajustado	13,7%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
Margem Operacional	9,0%	9,2%	9,3%	9,5%	9,6%
Margem Líquida	5,1%	4,8%	4,9%	5,0%	5,2%

Divisões	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Receita Líquida, R\$ mi					
Raízen Energia *	18.268	20.654	21.646	22.795	23.866
Raízen Fuels Brazil	89.091	95.067	100.720	106.714	113.070
Raízen Argentina	13.219	14.048	14.867	15.776	16.649
Rumo	8.317	9.554	11.248	12.545	13.867
Comgás	9.900	10.700	11.364	12.074	12.835
Lubs	4.954	5.359	5.796	6.269	6.780
EBITDA ajustado, R\$ mi					
Raízen Energia	7.911	8.249	8.496	8.775	9.060
Raízen Fuels Brazil	2.783	3.150	3.340	3.531	3.724
Raízen Argentina	968	1.067	1.059	1.045	1.037
Rumo	4.335	5.131	5.945	6.759	7.622
Comgás	2.745	3.014	3.243	3.486	3.745
Lubs	444	465	498	540	590
Outros	(194)	(204)	(214)	(224)	(235)
Margens EBITDA ajustadas					
Raízen Energia *	43,3%	39,9%	39,3%	38,5%	38,0%
Raízen Fuels Brazil, R\$/m ³	104	115	120	124	128
Raízen Argentina	7,3%	7,6%	7,1%	6,6%	6,2%
Rumo	52,1%	53,7%	52,9%	53,9%	55,0%
Comgás	27,7%	28,2%	28,5%	28,9%	29,2%
Lubs	9,0%	8,7%	8,6%	8,6%	8,7%

Fonte: BTGP * Estimativas de receita do BTG para Raízen Energy excluem operações de trading

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