

Cosan (CSAN3): Construindo um ecossistema de downstream de gás robusto

Compass adquire o controle da Sulgás

A subsidiária de gás natural da Cosan, Compass, anunciou na sexta-feira a aquisição de 51% do capital da Sulgás por R\$ 928 milhões. A Compass foi a única licitante no leilão em que o governo do Estado do Rio Grande do Sul vendeu sua participação pelo preço mínimo ofertado. A Sulgás é distribuidora de gás natural e opera sob o modelo de concessão, com vigência até 2044, e é regulamentada pela AGERGS. Sua rede de gasodutos totaliza ~1,4 mil km, com mais de 68 mil clientes em 42 municípios e volume de gás de 2MMm³/d. Os 49% restantes são detidos pela Gaspetro, que também foi recentemente adquirida pela Compass (ainda pendente de aprovação), tornando a Compass potencialmente a única acionista da Sulgás.

Potencial de crescimento relevante; o vencedor leva tudo?

Assim como no caso da aquisição da Gaspetro, os benefícios estratégicos da aquisição da Sulgás pela Compass são muitos. A Compass é uma holding de gás natural criada recentemente para explorar as oportunidades do novo marco regulatório do gás natural no Brasil, que busca aumentar a participação de empresas privadas e aumentar a competição pelo fornecimento. A Compass já controla a Comgás, que distribui cerca de 1/4 do consumo de gás natural do Brasil. Agora com Gaspetro e Sulgás, a Compass terá algum nível de interferência e controle sobre 67% da distribuição de gás natural no Brasil. Para uma empresa cuja reivindicação inicial é usar inteligência para melhor negociar contratos longos e curtos de gás natural e alavancar o volume, isso parece ser um benefício enorme.

Prêmio de controle possivelmente justificado pelo potencial de crescimento e sinergias

A Compass pagará R\$ 2 bilhões por 51% da Gaspetro, que já detinha 49% da Sulgás. Considerando que a Sulgás representa apenas 7% e 12% dos volumes de gás consolidados da Gaspetro e da extensão da rede de dutos, respectivamente, isso pode significar que a Compass está pagando um prêmio de controle aqui. Ainda não temos certeza de como medir as sinergias, mas achamos que pode ser relevante. Embora a Sulgás pareça uma empresa razoavelmente bem administrada, ela vem sem dívidas, apesar de ter crescido sua rede de distribuição em quase 10% ao ano desde 2010 e atende a um mercado ainda pouco penetrado que poderia se beneficiar dos gargalos de abastecimento do Gasbol, bem como da experiência da Compass em execução Comgás.

BTG Pactual – Equity Research:

Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Pedro Soares

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

Cosan (CSAN3)

Data	25/10/2021
Ticker	CSAN3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	39,0
Preço (R\$)	21,7
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	40.455,44
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	223,36

Valuation:

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

Stock Performance:

Outubro (%)	-5,7%
LTM (%)	26,7%



Valuation	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	14,6	13,3	19,2	18,2	18,8
EV/EBITDA	24,6	23,7	6,0	5,0	4,4
P/L	114,2	136,7	8,8	8,0	7,2
Dividend Yield %	0,0	0,0	5,7	6,3	6,9

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	72.980	67.855	98.602	104.477	113.512
EBITDA	5.906	6.791	13.127	15.560	16.951
Lucro Líquido	1.138	1.035	4.029	4.885	5.411
LPA (R\$)	0,61	0,55	2,16	2,62	2,90
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	1,18	1,31	1,45
Dívida Líquida/Caixa	-15.065	-19.585	-33.701	-34.084	30.993

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\$ 20,92, em 22 de Outubro de 2021.

Valuation

Em 2020, a Sulgás registrou lucro e EBITDA de R\$ 79 milhões e R\$ 137 milhões, respectivamente, resultando em múltiplos P/L e EV/EBITDA implícitos de 23x e 13x. Isso se compara ao nosso valor justo para a Comgás de 18x e 10x, respectivamente. Mas com uma margem EBITDA menor (16,5% para a Sulgás e 28,7% para a Comgás), maior potencial de crescimento e ganhos de eficiência, a Compass pode ter fechado mais um negócio forte. Podemos ainda precisar de alguns esclarecimentos adicionais relacionados ao arcabouço regulatório da Sulgás.

Cosan como uma tese de crescimento; segurando desconto ou prêmio de controle?

O histórico de alocação de capital da Cosan fala por si. Portanto, está poderia ser apenas outra corrida. Além disso, isso poderia tornar um futuro IPO da Compass ainda mais viável a partir dos benefícios que a Gaspetro e a Sulgás trazem para seus ativos. Continuamos a ver o desconto atual de retenção de 20% da Cosan como injustificado. Compre classificado.

Aumentando o crescimento

Gostamos de pensar nos processos de crescimento e maturação da Cosan em fases. Depois de crescer o negócio principalmente por meio da diversificação até 2015, os negócios começaram a amadurecer. A Raízen tornou-se um forte negócio de geração de fluxo de caixa junto com Compass, Rumo e Move. Fluxos de caixa mais fortes, liderados por um ROIC mais alto, permitiram aos investidores reconhecer o valor mais forte do portfólio e o preço das ações também refletiu isso. O EBITDA sob controle cresceu em média a um CAGR de 12%. A base de capital expandiu 90% e o ROIC foi em média 10% nos últimos dez anos.

A Cosan está claramente pronta para acelerar o crescimento mais uma vez. O foco é claramente a agenda ESG. Coloca à prova a capacidade da Cosan de fechar bons negócios e sustentar a excelência operacional em empresas existentes e novas do portfólio. No último ano, investiu proporcionalmente até R\$ 8,6 bilhões por meio da aquisição direta via subsidiárias (i) Biosev, (ii) Gaspetro (iii) distribuição de combustíveis no Paraguai; (iv) negócios de lubrificantes da Shell no Brasil; (v) uma participação relevante na Radar; e (vi) um novo projeto de Joint Venture de mineração.

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 o 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