

BrasilAgro (AGRO3): Os próximos 15 anos; Aumentando as estimativas

Um dos melhores veículos para exposição ao setor agro em crescimento

A BrasilAgro concluiu recentemente um follow-on primário de R\$ 440 milhões, capitalizando a empresa para um novo ciclo de crescimento e melhorando a liquidez das ações (de ~R\$ 3,5 milhões/dia em 2020 para ~R\$ 13,7 milhões/dia desde a oferta). O aumento de capital também ocorreu no que acreditamos ser um ótimo momento para o desenvolvimento de terras e investimentos em agronegócio no Brasil. Com um modelo de negócio comprovado após a conclusão de uma rodada completa de desenvolvimento de terras e monetização nos últimos 15 anos, e agora com um impulso de um cenário de melhoria da indústria, acreditamos que alguns elementos da proposta de valor profundo da BrasilAgro devem finalmente ser precificados, após uma valorização de 75% dos preços da soja nos últimos 12 meses que até agora pouco movimentou a ação. Estamos atualizando nossos números e reiterando nossa Compra em AGRO3, um dos melhores (e mais baratos) veículos para exposição ao crescente setor agro.

Um modelo de negócio comprovado: R\$ 925 milhões em vendas de terrenos até o momento; TIR média de ~19%

O que provavelmente mais gostamos na tese de investimento da BrasilAgro é que, desde o início, a empresa entendeu melhor do que a maioria que uma parte relevante do lucro econômico da cadeia de valor do agronegócio permanece presa ao valor da terra. Os preços das terras agrícolas dependem basicamente de duas coisas (i) a taxa de juros geral ou custo de oportunidade e (ii) o rendimento produzido, que por sua vez é uma função dos preços das commodities e da produtividade da safra. Com o tempo, acreditamos que os preços dos terrenos devem ser negociados em torno de aproximadamente 4-5% do cap rate. Para a BrasilAgro, isso basicamente significa que eles podem comprar um terreno não desenvolvido, transformá-lo em uma área produtiva (ou mais produtiva) e vendê-lo depois que os preços dos terrenos refletirem o aumento da produtividade. É assim que a BrasilAgro cria e captura valor na transformação de terras, e a razão pela qual carregar os terrenos antes desenvolvidos por mais tempo implica TIRs mais baixas - já que os preços devem então começar a se mover em linha com a taxa de valorização básica geral, o que no longo prazo deve seguir a inflação. Desde seu IPO, a BrasilAgro alienou 85 mil há (hectares) de terras, totalizando R\$ 925 milhões e a uma atraente TIR média de ~19%.

O momento não poderia ser melhor

Não só a BrasilAgro se prepara para um novo ciclo de crescimento, mas também vemos alguns ventos favoráveis para que este seja virtuoso. Os preços das terras agrícolas no Brasil se dissociaram do que parece ser um nível novo e mais favorável de retornos das terras agrícolas impulsionado pelo recente *reflation* de

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.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Brasilagro (AGRO3)

Data	14/04/2021
Ticker	AGRO3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	37,0
Preço (R\$)	25,3
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	1992,71
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	6,73

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	11,1x	6,9x
EV/EBITDA	6,6x	5,0x

Stock Performance:

Abril (%)	11,1%
LTM (%)	50,5%



commodities, incluindo as mais comumente cultivadas no Brasil e que são comumente usadas para valorizar terras agrícolas, como grãos. A margem bruta para áreas de cultivo duplo no estado de Mato Grosso, por exemplo, que variou de R\$ 1 mil a R\$ 2 mil por ha durante anos, agora está estimada em R\$ 6 mil por ha. Com os preços das terras agrícolas ficando para trás da inflação geral por um período prolongado, isso deve adicionar muito potencial para o aumento do valor imobiliário à frente. Acreditamos também que, em se tratando de terras agrícolas, os preços e a liquidez caminham juntos, o que significa que, à medida que a produtividade aumenta, os produtores mais capitalizados também devem estar mais inclinados a expandir o negócio, facilitando também para a BrasilAgro a monetização de seu banco de terrenos. A última pesquisa sugere que as terras agrícolas no Brasil valorizaram 6,8% a/a em fevereiro de 2021, enquanto as áreas de grãos em Mato Grosso valorizaram 16% a/a.

Também uma tese agrícola: portfólio maduro para impulsionar a recorrência do FCF

Por um longo período, a agricultura foi utilizada pela BrasilAgro como meio de transformação da terra e valorização imobiliária. Embora o núcleo do modelo de negócios da empresa continue a monetizar seus ativos imobiliários, ela também expandiu as operações agrícolas para gerar maior recorrência de lucros, em vez de depender exclusivamente da venda de terras para gerar dinheiro. Dos 163 mil hectares de área plantada que a BrasilAgro possui hoje, 41% estão arrendados e, portanto, focados apenas na agricultura. O portfólio total de terras de 276 mil ha hoje também está mais equilibrado, com 28% de terras em transformação, 30% de terras maduras e 42% de terrenos a serem desenvolvidos, e em linha com a meta de longo prazo de cerca de 1/3 em cada etapa. Isso significa que a BrasilAgro também é um veículo sólido para exposição direta ao crescente mercado de commodities leves - a agropecuária deve render R\$ 714 milhões em receitas no atual ano fiscal (contra R\$ 147 milhões há apenas 4 anos), que esperamos crescer 26% no ano que vem, à medida que melhores preços fluam para resultado. A empresa também tem sido uma sólida pagadora de dividendos nos últimos anos (rendimento médio de 4,1% desde 2016), o que significa que a história de transição enquanto os preços mais altos dos terrenos se materializam não só existe, como pode ficar ainda melhor com base nos preços atuais das commodities.

Aquisição de terras na Bolívia: a nova fronteira?

Dos R\$ 440 milhões da oferta primária, ~R\$ 166 milhões (ou US\$ 30 milhões) foram usados para adquirir 9,9 mil hectares (ha) na Bolívia (7,9 mil ha de área produtiva) da Cresud (acionista controlador da BrasilAgro), que marcou a estreia da empresa no país. A justificativa para este negócio foi uma das principais dúvidas dos investidores, embora tenha sido aprovada por unanimidade por conselheiros independentes e acionistas minoritários, e aconteceu abaixo do valor justo estimado - o preço pago de US\$ 3.000/ha foi ~ 33% abaixo da avaliação (o que pode ser, pelo menos, um sinal de que a liquidez não é elevada). A BrasilAgro vê espaço para melhorar a produtividade nessa área, que tem potencial para duas safras assim como no Mato Grosso. Em 2013, a aquisição de 71 mil ha no Paraguai também da Cresud provou ser um bom negócio para a empresa, apesar do mau tempo nas duas últimas safras, que viram a receita no país crescer ~ 160% desde então. Embora não estejamos particularmente entusiasmados com o empreendimento na Bolívia, que representa 4% do banco de terrenos da BrasilAgro, também acreditamos que pouco deve fazer para mudar a proposta de valor da empresa.

Compra!

A AGRO3 continua sendo uma história esquecida e geralmente mal compreendida. A empresa é negociada a 1,1x P/NAV, o que por si só representa um sólido potencial de alta com base na tese de valorização do NAV que descrevemos anteriormente. Com 41% de sua área plantada arrendada (e, portanto, não contabilizada em nosso cálculo de NAV), isso também significa que uma boa parte do negócio agrícola praticamente não está cotada nas ações hoje. Tendo provado seu modelo de negócios ao longo dos anos, e ostentando uma maior liquidez de ações, maior recorrência de lucros devido à maior contribuição da agricultura e provavelmente mais vendas de terras agora que os compradores (ou seja, fazendeiros) estão capitalizados, vemos boas razões para o desconto histórico do AGRO3 no NAV estreitar. Esperamos um FCFE yield de 8,2% no ano fiscal de 2022 (excluindo vendas de terrenos), o que por si só sinaliza uma história de carregamento atraente. Esse número sobe para 12,2% se assumindo a venda de 3,5 mil hectares. O P/NAV de 1,1x pode parecer justo, mas observamos que esperamos que o NAV suba substancialmente com base nos preços à vista da soja, que

acreditamos deve facilmente colocá-lo abaixo do NAV em um futuro previsível. Nosso preço-alvo aumentou para R\$ 37/ação e já está incorporando a conversão integral dos bônus de subscrição que irão expirar. Nosso valuation de Soma das Partes avalia as operações agrícolas (R\$ 22,5/ação) + posição de caixa líquido (R\$ 5,8/ação) + vendas de terras até 2030 (R\$ 8,4/ação). Reiteramos nossa Compra.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	41,9	25,7	29,7	30,1	29,9
EV/EBITDA	6,0	9,8	6,6	5,0	5,1
P/L	5,8	12,4	11,1	6,9	7,4
Dividend Yield %	4,0	3,4	4,7	9,0	14,4

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	590	715	923	1.004	1.015
EBITDA	203	203	356	448	453
Lucro Líquido	177	120	228	364	340
LPA (R\$)	3,30	2,01	2,31	3,69	3,45
DPA líquido (R\$)	0,77	0,84	1,21	2,31	3,69
Dívida Líquida/Caixa	-196	-495	166	274	224

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\$ 25,25, em 13 de abril de 2021.

Tabela 1: Estimativas novas vs. antigas

AGRO3 R\$ milhões	Ano Fiscal 2021			Ano Fiscal 2022		
	Novo	Antigo	Δ	Novo	Antigo	Δ
Receita	923	607	52,1%	1.004	602	66,8%
EBITDA ajustado	356	192	85,5%	448	204	119,7%
Margem EBITDA	38,6%	31,6%	7,0p.p	44,6%	33,9%	10,7p.p
Lucro Líquido	228	115	98,3%	364	144	152,5%
Margem Líquida	24,7%	18,9%	5,8p.p	36,2%	23,9%	12,3p.p

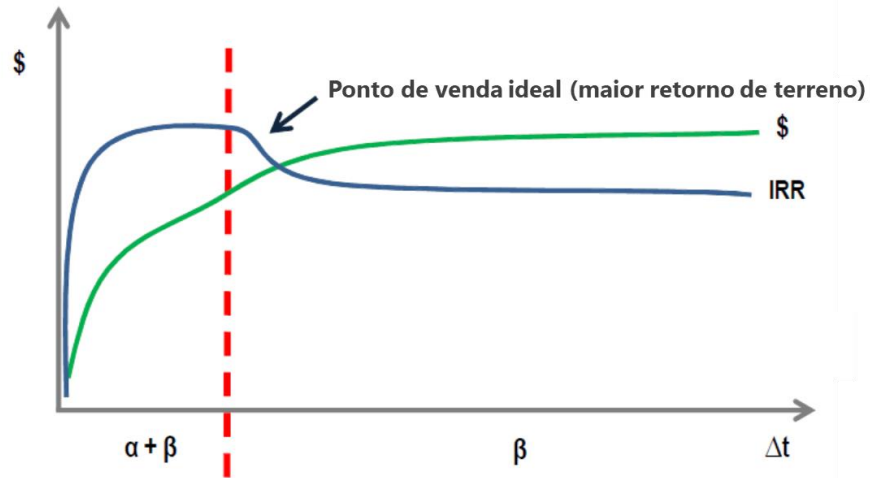
Fonte: BTG Pactual

Tabela 2: Estimativas do BTG vs. Consenso

AGRO3 R\$ mi	Ano Fiscal 2021			Ano Fiscal 2022		
	BTGe	Cons.	Diferença	BTGe	Cons.	Difer.
Receita	923	758	21,8%	1.004	751	33,7%
EBITDA ajustado	356	198	79,9%	448	209	114,4%
Margem EBITDA	38,6%	26,1%	12,5p.p	44,6%	27,8%	16,8p.p
Lucro Líquido	228	117	94,9%	364	131	177,6%
Margem Líquida	24,7%	15,4%	9,3p.p	36,2%	17,4%	18,8p.p

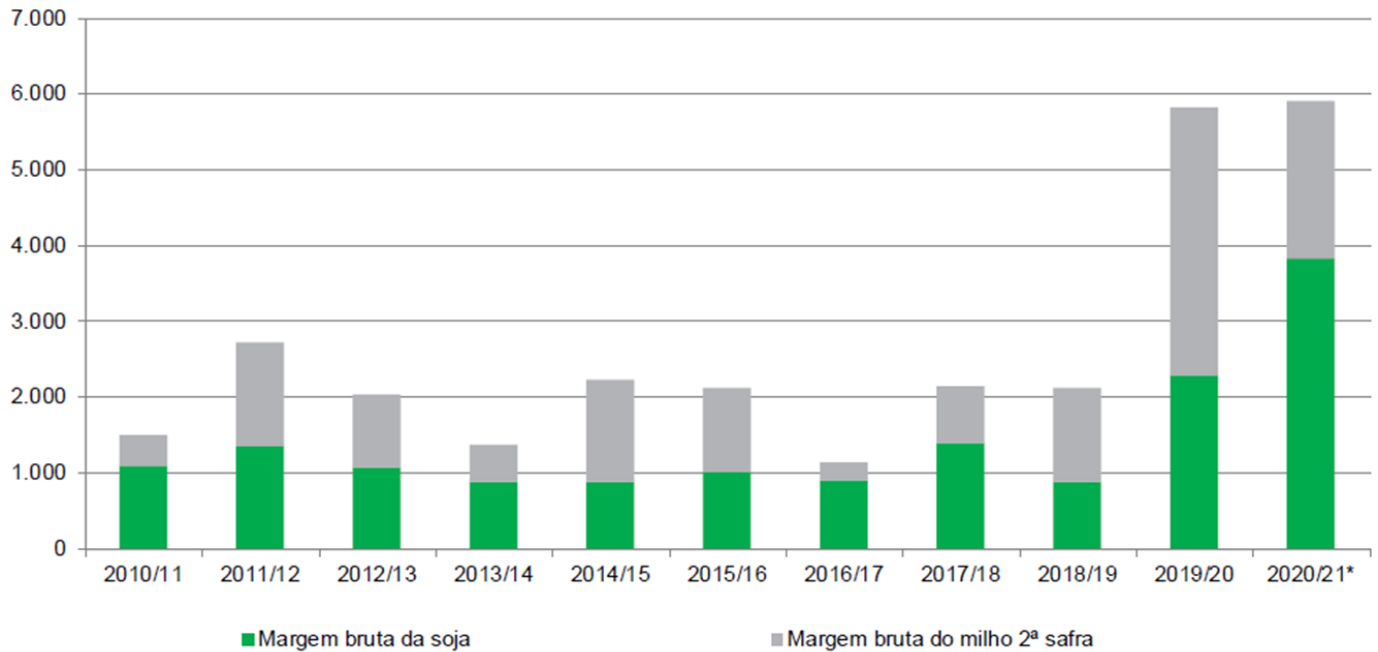
Fonte: Thomson Reuters / BTG Pactual

Gráfico 1: Modelo teórico de valor de terras agrícolas: acreditamos que a terra tem preço e prazo de venda ideais



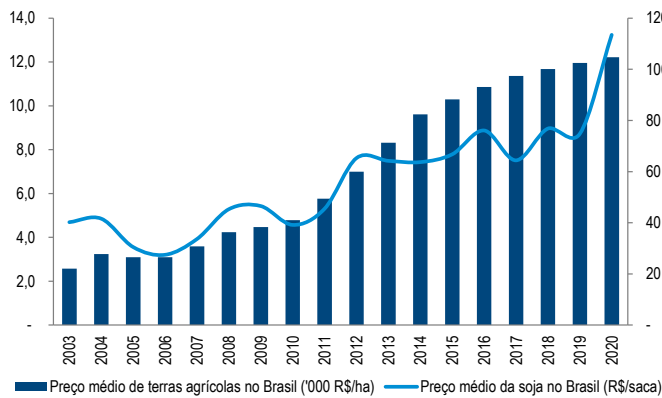
Fonte: BTG Pactual / α = desenvolvimento de terras; β = apreciação da linha de base

Gráfico 2: Após anos com margens brutas estimadas variando de R\$ 1.000 a R\$ 2.000 por ha, a margem bruta está agora em quase R\$ 6.000 por ha para áreas de cultivo duplo no estado de Mato Grosso, o que adiciona muito potencial para o aumento do valor das terras agrícolas para os próximos anos



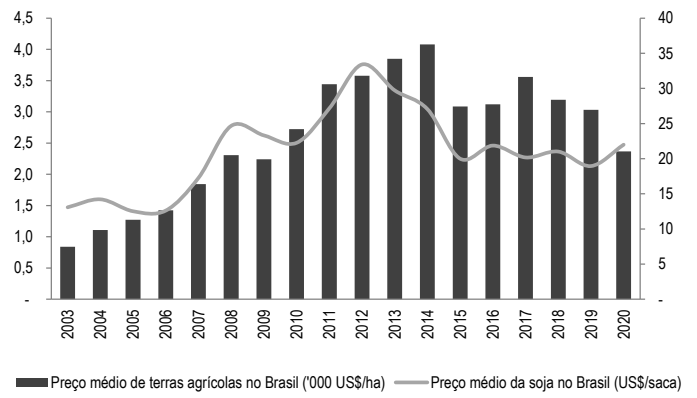
Fonte: IHS Markit / FNP / BTG Pactual / * Estimado

Gráfico 3: Preços médios de terras agrícolas e soja no Brasil (R\$)



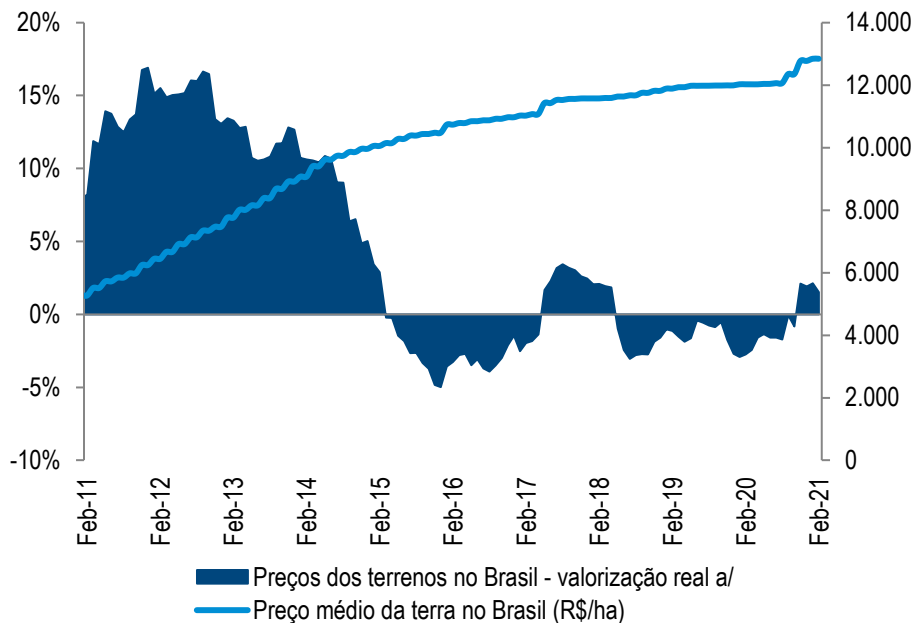
Fonte: IHS Markit / FNP / Cepea / BTG Pactual

Gráfico 4: Preços médios de terras agrícolas e soja no Brasil (US\$)



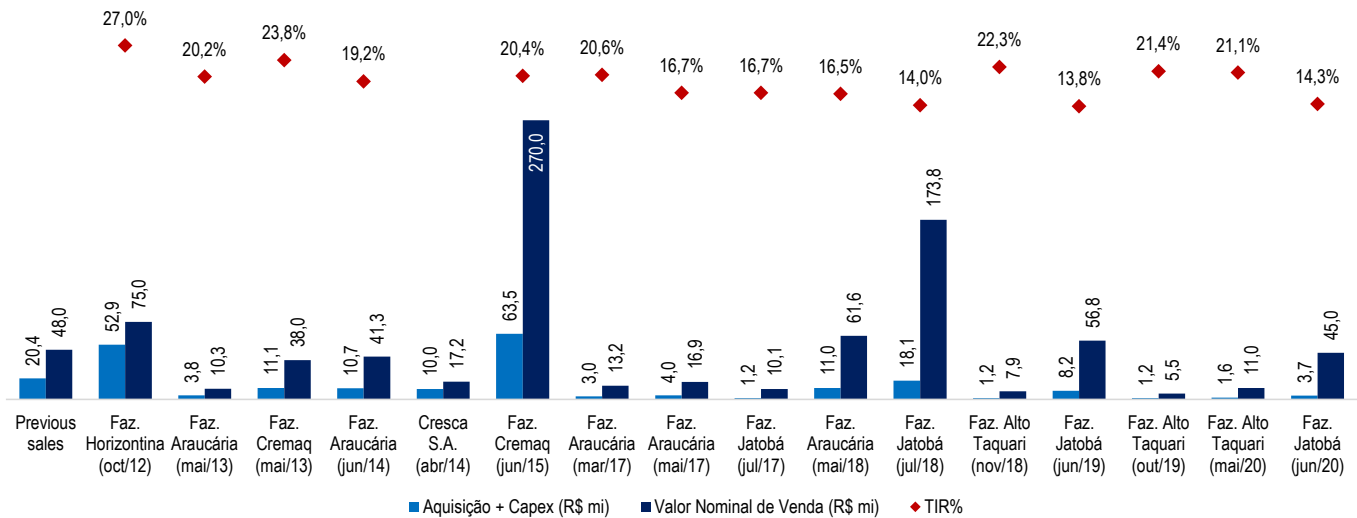
Fonte: IHS Markit / FNP / Cepea / BTG Pactual

Gráfico 5: Os preços das terras agrícolas no Brasil cresceram, em média, 6,8% a/a em janeiro/fevereiro de 2021, ainda atrás da inflação das commodities leves



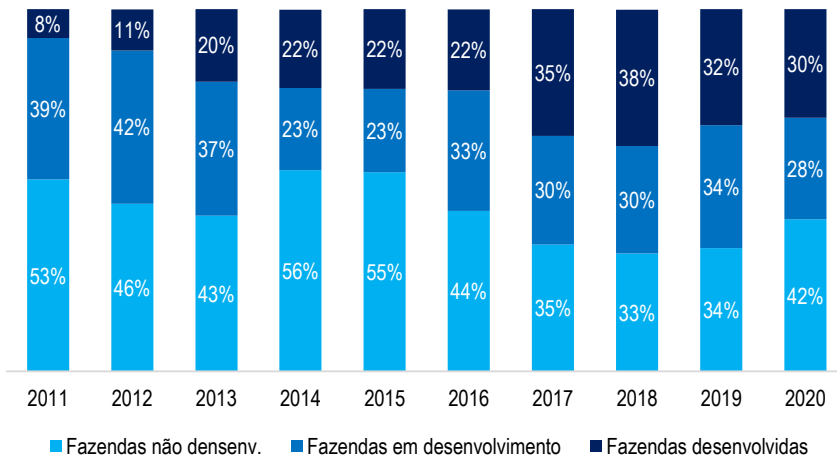
Fonte: IHS Markit / FNP / BTG Pactual

Gráfico 6: Desinvestimentos históricos de terras agrícolas da BrasilAgro e TIR



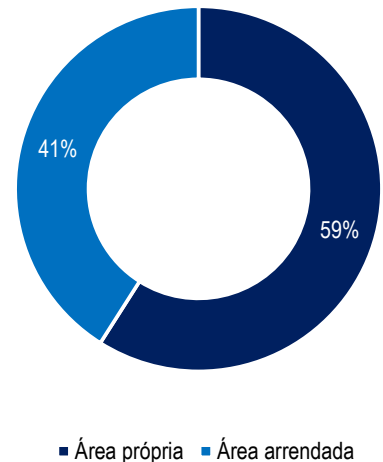
Fonte: Empresa / BTG Pactual

Gráfico 7: A composição do portfólio de terras agrícolas da BrasilAgro parece equilibrada entre fazendas subdesenvolvidas, em desenvolvimento e desenvolvidas



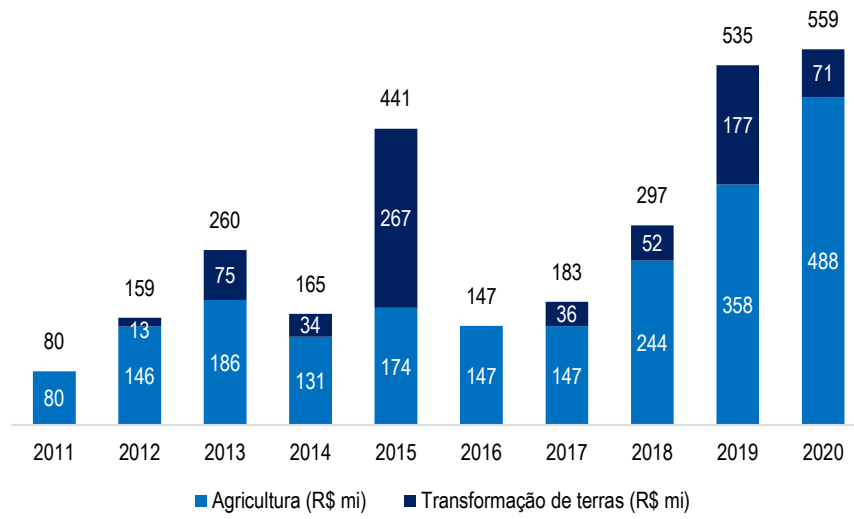
Fonte: Empresa / BTG Pactual

Gráfico 8: Área arrendada/própria plantada com base em áreas maduras da BrasilAgro



Fonte: Empresa / BTG Pactual

Gráfico 9: Composição da receita da BrasilAgro: operação agrícola ganhando relevância fornece uma boa proteção para fluxos de caixa recorrentes enquanto preços mais altos de terras agrícolas se materializam



Fonte: Empresa / 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