

Raízen (RAIZ4): Mantendo nossas projeções acima do guidance do FY2021/22

Mantendo nossa estimativa acima do guidance da companhia para o EBITDA do ano fiscal de 21/22

A projeção da Raízen para o ano fiscal de 21/22, divulgada junto com os resultados do segundo trimestre, gerou uma controvérsia significativa. Após inserir os resultados e atualizar as projeções de custos e preços dos principais produtos, mantemos nossa percepção inicial de que a previsão é muito conservadora. Nosso novo EBITDA do ano fiscal de 2022 é de R\$ 11,4 bilhões (ou R\$ 14 bilhões IFRS16). Embora pouco acima de nossas projeções anteriores, permanecemos acima da máxima do intervalo da previsão consolidada de R\$ 10-11 bilhões. Para energias renováveis e açúcar (R&A), nossa projeção é de R\$ 7,4 bilhões, contra um intervalo previsto pela companhia de R\$ 6,5-7 bilhões, enquanto para Marketing & Serviços nossa estimativa está dentro da faixa prevista.

Sobre custos, hedges e capex

Após atingir EBITDA ex-IFRS de R&A de R\$ 3,6 bilhões no primeiro semestre, com ainda ~ 50% da produção a ser vendida no segundo semestre, a previsão implícita para ano fiscal 21/22 significa um EBITDA entre R\$ 2,9 bilhões e R\$ 3,4 bilhões no segundo semestre. Durante a teleconferência de resultados, a Raízen mencionou: (i) maiores custos de produção devido ao menor yield da cana-de-açúcar; e (ii) o fato de grande parte da produção já estar protegida por hedge abaixo dos preços à vista. Embora os custos estejam reconhecidamente acima das expectativas após outra revisão para baixo da produtividade da cana, notamos que a empresa já moeu quase 90% da cana-de-açúcar até setembro, o que significa pouco espaço para surpresas de custo antes que toda a cana seja processada. Além disso, o fim antecipado da safra significa que parte do opex (despesas) da entressafra deve ser contabilizado como capex, reduzindo ainda mais a pressão sobre o EBITDA (e explicando a previsão de capex maior). A gente se pergunta se o etanol anidro ou mesmo a consolidação da Biosev pode ter algo a ver com perspectiva de custo mais alto. Por fim, a menos que os preços sofram uma erosão significativa nos próximos meses, os hedges devem pelo menos garantir preços realizados em linha com a primeira metade da safra (R\$ 1,8 mil/ton e R\$ 3,5 mil/m3 para açúcar e etanol, respectivamente). Portanto, não podemos ver por que as margens de renováveis ou as margens do açúcar deveriam ser menores do que durante o 1S22 (fiscal).

Uma safra mais forte está chegando; Ação agora em 4,5x EV/EBITDA 2023E (ano fiscal)

Deixando de lado a reação negativa desencadeada pela projeção da companhia, também observamos que os custos e hedges devem mudar muito pouco a perspectiva de 2022/23 em diante. Sob pressão de alta contínua para os preços do petróleo, uma perspectiva mais forte para os preços da CBio sob a meta de 2022 divulgada recentemente pelo CNPE, expectativas de outro balanço global

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

Raízen (RAIZ4)

Data	17/11/2021
Ticker	RAIZ4
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	11,0
Preço (R\$)	6,0
Listagem	Nível 2

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	62.322,11
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	63,18

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	15,8x	11,4x
EV/EBITDA	5,9x	4,5x

Stock Performance:

Novembro (%)	-11,2%
--------------	--------

apertado do açúcar e expectativas de uma recuperação parcial do yield da cana (reduzindo as pressões de custos unitários), esperamos que a geração de EBITDA possa melhorar significativamente no próximo ano. O segmento de Marketing & Serviços permanece um tanto quanto um ponto de interrogação, mas acreditamos que nossas estimativas são conservadoras, implicando em apenas 7% de crescimento de EBITDA a/a. Dependendo de como os preços das commodities evoluem, revisões para cima são prováveis. Estamos aumentando nosso EBITDA consolidado de 2022/23 em 5%, para R\$ 13,9 bilhões (R\$ 17,4 bilhões incluindo IFRS16). No ano fiscal de 2023, estamos modelando para preços realizados de etanol 12% mais baixos e 13% mais altos para açúcar, já incluindo hedges de preço, bem como volumes de moagem de cana de 86,5 milhões de toneladas (+ 13% a/a) e margem EBITDA/m3 para combustíveis de R\$ 100/m3.

Uma gota no oceano; Reiteramos a Compra

Desde nosso início de cobertura há dois meses, argumentamos que o preço de RAIZ4 parece ignorar o valor dos novos projetos de energias renováveis da empresa, principalmente o E2G e biogás. Hoje, acreditamos que isso é mais verdadeiro do que nunca. Consideramos a nova projeção da Raízen apenas um “obstáculo operacional inicial”, mas achamos que representa pouco do potencial de criação de valor no futuro. Estamos mantendo nossos R\$ 11/ação de preço-alvo, dos quais R\$ 4/ação representados por novos projetos em renováveis, oferecendo 83% de retorno potencial vs. preços atuais. Negociando a 4,5x EV/EBITDA 2023E e 11x P/L 2023E, ação agora está sendo negociada com um desconto em relação ao valuation combinado de seus pares mais óbvios.

Valuation	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E	12/2024E
RoIC (EBIT) %	16,8	12,4	20,1	25,2	25,7
EV/EBITDA	-	-	5,9	4,5	3,9
P/L	-	-	15,8	11,4	10,3
Dividend Yield %	-	-	0,0	1,6	4,4

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E	12/2024E
Receita	120.580	114.602	183.958	204.299	222.818
EBITDA	7.057	7.925	13.729	17.448	18.475
Lucro Líquido	1.553	1.353	3.623	5.410	6.016
LPA (R\$)	-	-	0,35	0,52	0,58
DPA líquido (R\$)	-	-	0,00	0,10	0,26
Dívida Líquida/Caixa	-16.476	-16.732	-15.216	-12.315	-4.789

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\$ 6,02, em 16 de Novembro de 2021.

Tabela 1: Novo vs Antigo

RAIZ4	FY2022			FY2023		
	Novo	Antigo	Δ	Novo	Antigo	Δ
R\$ mi						
Receita	183.958	172.817	6,4%	204.299	189.301	7,9%
EBITDA ajust., ex-IFRS16	11.374	11.502	-1,1%	13.901	13.231	5,1%
EBITDA ajust.	14.033	13.989	0,3%	17.448	16.235	7,5%
Margem EBITDA, ex-IFRS16	6,2%	8,1%	-1,9p.p	6,8%	8,6%	-1,8p.p
Margem EBITDA	7,6%	0,0%	7,6p.p	8,5%	0,0%	8,5p.p
Lucro Líquido	3.956	5.098	-22,4%	5.450	5.281	3,2%
Margem Líquida	2,2%	3,0%	-0,8p.p	2,7%	2,8%	-0,1p.p

Fonte: BTG Pactual

Tabela 2: BTGe vs Consenso

RAIZ4	FY2022			FY2023		
	BTGe	Cons.	Dif.	BTGe	Cons.	Dif.
R\$ mi						
Receita	183.958	167.123	10,1%	204.299	188.853	8,2%
EBITDA ajust.	14.033	12.198	15,0%	17.448	15.410	13,2%
Margem EBITDA	7,6%	7,3%	0,3p.p	8,5%	8,2%	0,4p.p
Lucro Líquido	3.956	4.151	-4,7%	5.450	5.612	-2,9%
Margem Líquida	2,2%	2,5%	-0,3p.p	2,7%	3,0%	-0,3p.p

Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Tabela 3: Dados do guidance e estimativas do BTG Pactual (ex-IFRS16, conforme relatado pela empresa)

Guidance FY2021/22	Item	Unidade	Mín.	Máx.	Intervalo médio	BTG Pactual FY2021/22	Diferença ¹	BTG Pactual FY2022/23	% a/a
Raízen Consolidado	EBITDA ajust.	R\$ mi	10.000	11.000	10.500	11.374	8%	13.901	22%
	Capex	R\$ mi	7.100	7.550	7.325	7.519	3%	8.876	18%
Açúcar & Renováveis	Volume de cana	mi tons	76.000	77.000	76.500	76.279	0%	86.525	13%
	EBITDA	R\$ mi	6.500	7.000	6.750	7.437	10%	9.706	31%
	Capex	R\$ mi	5.400	5.550	5.475	5.424	-1%	6.732	24%
Renováveis	EBITDA ajust.	R\$ mi	4.100	4.400	4.250	5.017	18%	5.607	12%
Açúcar	EBITDA ajust.	R\$ mi	2.400	2.600	2.500	2.419	-3%	4.099	69%
Marketing & Serviços	EBITDA ajust.	R\$ mi	3.500	4.000	3.750	3.917	4%	4.194	7%
	Capex	R\$ mi	1.700	2.000	1.850	2.095	13%	2.144	2%

 Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual | ¹BTG Pactual vs. intervalo médio

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 e 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