

## Resultado Trimestral e Revisão de Preço

**SLC**
**2T20: custos e despesas pressionam margens, mas perspectivas continuam favoráveis**

A SLC reportou mais um resultado neutro no 2T20. Os maiores volumes de soja comercializados e maiores preços médios a/a para todas as culturas elevaram a receita líquida em 36% a/a; no entanto, apesar dos incrementos em receita, maiores custos por conta da desvalorização cambial (63% dos insumos são dolarizados), e maiores despesas relacionadas aos royalties da soja semente, às exportações, e gastos com ajuste de quadro, pressionaram a margem EBITDA que caiu para 25,7% de 26,8 no 2T19. Ao mesmo tempo, a variação nos ativos biológicos de soja (efeito não-caixa) trouxe um impacto adverso e levou o lucro líquido a uma queda de 8% a/a.

A fim de garantir níveis confortáveis de liquidez, a empresa reduziu investimentos para o ano de 2020 e tem trabalhado fortemente a gestão de passivos. Nesse sentido, destacamos como positivo a queda no custo de dívida de 5% no 4T19 para 3,2% no 1S20. Por outro lado, a concentração de pagamento de insumos agrícolas e de dividendos no 1S20 impulsionou a alavancagem, que fechou o semestre em 1,86x vs. 1,22 no 4T19. Assim, apesar de considerarmos a posição de caixa da empresa bastante confortável, vamos monitorar de perto a evolução do indicador e possíveis impactos na liquidez da empresa.

**A política de comercialização antecipada, garantindo preços mais altos, tem beneficiado a SLC na safra de 19/20. Acreditamos que essa estratégia deve continuar favorecendo os resultados nos próximos trimestres.** Além disso, a política de hedge e a compra antecipada de insumos para a safra de 20/21 também gera maior previsibilidade para empresa em termos estratégicos, bem como de geração de caixa futura. Segundo a empresa, praticamente toda a necessidade de fertilizantes e defensivos já foi adquirida para safra 20/21 e a preços em dólar mais baixos, ajudando assim na rentabilidade da próxima safra.

Assim, diante do cenário de pandemia em 2020, do novo patamar para o dólar, e de novas perspectivas favoráveis para rentabilidade da empresa conforme mencionamos na próxima página, revisitamos nossas estimativas e introduzimos nosso preço alvo para 2021e de **R\$ 30,0/ação**. Considerando, ainda, o potencial de valorização de 18% em relação ao preço registrado no fechamento de ontem (13), alteramos nossa recomendação de *Neutra* para **Compra**.

**Destaques**

R\$ milhões	2T20	2T19	a/a	1T20	t/t
Receita líquida	563	413	36,2%	633	-11,1%
Lucro bruto	387	395	-1,8%	328	18,3%
Margem bruta (%)	68,9%	95,5%	-26,7 p.p.	51,8%	17,1 p.p.
EBITDA Ajustado*	145	111	30,9%	183	-20,8%
Margem EBITDA (%)	25,7%	26,8%	-1,0 p.p.	28,9%	-3,2 p.p.
Lucro líquido	196	205	-4,5%	156	25,4%
Margem líquida (%)	34,9%	49,7%	-14,9x	24,7%	10,1x

**Endividamento**

R\$ milhões	2T20	2019	a/a	1T20	t/t
Dívida Bruta Ajustada	2.352	1.859	26,52%	2.223	5,82%
Dívida Líquida Ajustada	1.460	974	49,97%	1.448	0,83%
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado	1,86x	1,22x	0,64x	1,93x	-0,07x

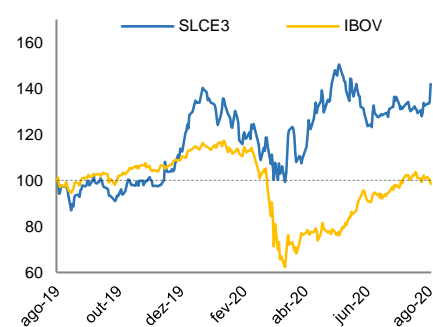
Fonte: SLC e BB Investimentos; \*considerando operações agrícolas e venda de terras.

**SLCE3**

Recomendação	Compra
Preço-alvo – 2021e (R\$)	30,0
Preço da ação - 13/08/2020 (R\$)	25,48
Potencial de Valorização	18%

**Dados de Mercado**

em 13/08/2020		
Valor de Mercado	R\$ milhões	4.772
Varição 1 mês	%	6,7%
Varição UDM	%	41,9%
Varição 2020	%	6,1%
Min. 52 sem.	R\$	15,59
Máx. 52 sem.	R\$	27,52


**Valuation**

		2021e
Valor da Firma	R\$ milhões	6.510
Dívida Líquida	R\$ milhões	-848
Valor para Acionistas	R\$ milhões	5.662
Ações	# milhões	187
Crescimento em Perpetuidade (g)	%	3,0

**Múltiplos**

		2020e	2021e	2022e
EV/EBITDA (current)		7,2x	6,5x	6,1x
P/L		12,8x	10,8x	9,7x
LPA	R\$	1,99	2,35	2,63
Dividend Yield		3,1%	3,7%	4,1%

Fonte: Economática e BB Investimentos

Luciana Carvalho  
luciana\_cvl@bb.com.br

## Valuation – Revisão de Preço

Revisitamos nossas estimativas para a SLC Agrícola e introduzimos nosso preço-alvo para 2021 e de R\$ 30/ação. O modelo de valuation deriva de um método de fluxo de caixa descontado (DCF) em termos nominais, com uma taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 3% e WACC de 9,84%, e considera o cenário abaixo descrito para cada cultura, além da estratégia de hedge, antecipação de vendas, e compra de insumos da empresa, que vêm beneficiando seus resultados, ao nosso ver.

De fato, o cenário para **algodão** é mais desafiador, devido principalmente à redução da demanda. O cenário de pandemia teve impacto negativo no setor têxtil, o que puxou o consumo de pluma para baixo. Assim, como os estoques mundiais atingiram seu maior nível dos últimos 5 anos, as cotações foram pressionadas. Apesar de observarmos certa recuperação nos preços médios, eles ainda devem ficar em patamares mais baixos na comparação entre safras, devido ao consumo ainda fraco e também ao aumento da competição com a fibra sintética derivada do petróleo. Nesse cenário, a SLC deve também ter impacto da menor produtividade para a cultura, embora em menor grau, dado sua flexibilidade em distribuir sua produção no mercado internacional e ainda contar com o benefício da valorização do dólar, que compensa parcialmente a redução nos preços.

A **soja**, por outro lado, deve seguir tendência positiva observada até o momento, devido à demanda internacional consistente, principalmente da China, que tem sustentado preços em patamares mais altos safra/safra. Assim, esperamos maiores investimentos em tecnologia aumentando a produtividade da cadeia no Brasil. Como resultado, dado seu diferencial em produtividade, esperamos que a SLC capture mais rapidamente esse incremento em rentabilidade desta cultura na próxima safra. Adicionalmente, a perspectiva de maior rentabilidade para soja pode ainda aumentar a demanda por terra para aumento de área de plantio, o que pode valorizar as terras e beneficiar a SLC em sua estratégia de venda das mesmas para o próximo ano. O **milho**, por sua vez, deve avançar em produtividade, embora em um ritmo mais moderado comparado à soja. Para a cultura, o consumo interno puxado pela indústria de proteína animal, somado ao dólar mais forte, que impulsiona as exportações, devem continuar sustentando preços em patamares mais altos.

## Riscos

Destacamos os pontos que podem afetar a performance da companhia e nos levar a visitar nossas estimativas: (i) perdas por condições climáticas adversas; (ii) progressos nos acordos entre EUA e China, impactando negativamente a demanda por grãos brasileiros; (iii) menor demanda por algodão em virtude do preço do petróleo, beneficiando a fibra sintética, e a demora em sua retomada; e (iv) mudança na taxa de câmbio, o que pode impactar a competitividade da companhia. No aspecto micro, destacamos o (i) atraso no desenvolvimento de novas culturas; e (ii) possível falha na estratégia de comercialização de propriedades.

### Destques Financeiros

R\$ milhões	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e
Receita Líquida	2.823	3.041	3.141	3.271	3.463
EBIT	658	559	612	687	780
EBITDA	670	796	777	859	921
Dívida Bruta	1.589	1.605	1.860	2.122	1.724
Dívida Líquida	962	975	979	848	778
Margem Bruta (%)	30,0%	25,8%	26,1%	27,5%	29,2%
Margem EBITDA (%)	23,7%	26,2%	24,7%	26,3%	26,6%
Margem Líquida (%)	14,4%	10,4%	11,9%	13,4%	14,2%
ROE (%)	14,5%	10,6%	11,7%	12,9%	13,4%

### Indicadores de Endividamento

	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e
D / D+E (%)	36,5%	38,4%	40,0%	33,6%	30,7%
Dívida Bruta / EBITDA	2,4	2,3	2,7	2,0	1,8
Dívida Líquida / EBITDA	1,4	1,2	1,3	1,0	0,8

### DRE

R\$ milhões	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e
<b>Receita líquida</b>	<b>2.823</b>	<b>3.041</b>	<b>3.141</b>	<b>3.271</b>	<b>3.463</b>
(-) CPV	-1.978	-2.257	-2.320	-2.371	-2.452
<b>(=) Lucro Bruto</b>	<b>846</b>	<b>783</b>	<b>821</b>	<b>900</b>	<b>1.012</b>
(-) DG&A	-188	-224	-209	-213	-232
<b>(=) EBIT</b>	<b>658</b>	<b>559</b>	<b>612</b>	<b>687</b>	<b>780</b>
(+/-) Resultado Financeiro	-73	-144	-121	-109	-132
<b>(=) EBT</b>	<b>585</b>	<b>415</b>	<b>491</b>	<b>578</b>	<b>648</b>
(-) Impostos	-179	-100	-118	-139	-156
<b>Lucro Líquido</b>	<b>407</b>	<b>315</b>	<b>373</b>	<b>439</b>	<b>492</b>

### Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e
<b>EBIT</b>	<b>658</b>	<b>559</b>	<b>612</b>	<b>687</b>	<b>780</b>
(-) Taxas	-224	-190	-208	-234	-265
<b>Lucro operacional líquido</b>	<b>434</b>	<b>369</b>	<b>404</b>	<b>454</b>	<b>515</b>
(+) D&A	111	106	111	118	128
(-) Capex	-256	-277	-263	-264	-370
(-) Necessidade de Capital de Giro	82	6	-59	27	32
<b>(=) FCLE</b>	<b>371</b>	<b>204</b>	<b>193</b>	<b>335</b>	<b>306</b>

### Valuation

Valor Total para Firma (R\$ milhões)	6.510
VP do FCLE	2.739
VP do Valor Terminal	3.771
Dívida Líquida	-848
Valor para o Acionista	5.662
Ações (# milhões)	187
Preço alvo (R\$)	30

Fonte: SLC e estimativas BB Investimentos

### Balço Patrimonial

R\$ milhões	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e
<b>Ativos</b>	<b>5.756</b>	<b>6.958</b>	<b>7.374</b>	<b>7.283</b>	<b>7.544</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>2.582</b>	<b>3.091</b>	<b>3.351</b>	<b>3.108</b>	<b>3.120</b>
Caixa e Equivalente de Caixa	643	885	1.143	876	846
Contas a receber	272	298	353	359	370
Estoques	869	1.071	1.016	1.032	1.060
Outros	799	837	838	841	844
<b>Ativos não-circulantes</b>	<b>173</b>	<b>201</b>	<b>205</b>	<b>211</b>	<b>219</b>
<b>Permanente</b>	<b>3.000</b>	<b>3.666</b>	<b>3.818</b>	<b>3.964</b>	<b>4.205</b>
<b>Passivo</b>	<b>1.180</b>	<b>1.358</b>	<b>1.426</b>	<b>1.610</b>	<b>1.788</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>1.662</b>	<b>1.890</b>	<b>2.044</b>	<b>2.135</b>	<b>2.027</b>
Salários a Pagar e impostos relacionados	23	11	10	13	13
Fornecedores	424	704	922	840	874
Empréstimos e Financiamentos	861	739	700	849	690
Outros CP	354	437	412	434	450
<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>930</b>	<b>1.071</b>	<b>1.930</b>	<b>2.058</b>	<b>1.845</b>
Empréstimos e Financiamentos LP	728	866	1.160	1.273	1.035
Outros LP	201	204	770	784	810
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>2.702</b>	<b>2.795</b>	<b>2.984</b>	<b>3.180</b>	<b>3.411</b>

### Múltiplos

	2020e	2021e	2022e
EV / EBITDA	7,2x	6,5x	6,1x
LPA (R\$)	1,99	2,35	2,63
P / L	12,8x	10,8x	9,7x

Fonte: SLC e estimativas BB Investimentos

### Análise de sensibilidade

g/WACC	Preço-alvo 2021e				
	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%
2,0%	33	30	28	25	24
2,5%	35	31	29	27	24
3,0%	37	33	<b>30</b>	28	26
3,5%	39	35	32	29	27
4,0%	42	38	34	31	28

### Análise de sensibilidade

g/WACC	EV/EBITDA 21e (potencial)				
	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%
2,0%	8,1	7,5	7,0	6,5	6,1
2,5%	8,5	7,8	7,3	6,8	6,3
3,0%	9,0	8,2	<b>7,6</b>	7,0	6,5
3,5%	9,5	8,7	7,9	7,3	6,8
4,0%	10,2	9,2	8,4	7,7	7,1

Fonte: Estimativas BB Investimentos

## INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da ICVM 598, o BB-Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A ("Grupo") pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 – O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB–Banco de Investimento S.A.

### Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens			
	3	4	5	6
Luciana Carvalho	-	-	-	-
	-	-	-	-

3 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 - O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

### RATING

"RATING" é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. "O investidor não deve considerar em hipótese alguma o "RATING" como recomendação de Investimento.

**BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI**

e-mail: [pesquisa@bb.com.br](mailto:pesquisa@bb.com.br)

+55 (11) 4298 7000

Diretor	Gerente Executivo
Francisco Augusto Lassalvia	Mário Perrone

**Gerentes da Equipe de Pesquisa**

Estratégia - Wesley Bernabé, CFA	Análise de Empresas - Victor Penna
<a href="mailto:wesley.bernabe@bb.com.br">wesley.bernabe@bb.com.br</a>	<a href="mailto:victor.penna@bb.com.br">victor.penna@bb.com.br</a>

**Renda Variável**

Açúcar e Etanol	Óleo e Gás
Daniel Cobucci <a href="mailto:cobucci@bb.com.br">cobucci@bb.com.br</a>	Daniel Cobucci <a href="mailto:cobucci@bb.com.br">cobucci@bb.com.br</a>

Agronegócios	Papel e Celulose
Luciana Carvalho <a href="mailto:luciana_cvl@bb.com.br">luciana_cvl@bb.com.br</a>	Victor Penna <a href="mailto:victor.penna@bb.com.br">victor.penna@bb.com.br</a>

Alimentos e Bebidas	Siderurgia e Mineração
Luciana Carvalho <a href="mailto:luciana_cvl@bb.com.br">luciana_cvl@bb.com.br</a>	Victor Penna <a href="mailto:victor.penna@bb.com.br">victor.penna@bb.com.br</a>

Bancos e Serviços Financeiros	Transporte e Logística
Wesley Bernabé, CFA <a href="mailto:wesley.bernabe@bb.com.br">wesley.bernabe@bb.com.br</a>	Renato Hallgren <a href="mailto:renatoh@bb.com.br">renatoh@bb.com.br</a>

Utilities
Rafael Dias <a href="mailto:rafaeldias@bb.com.br">rafaeldias@bb.com.br</a>

Bens de Capital	Varejo
Catherine Kiselar <a href="mailto:ckiselar@bb.com.br">ckiselar@bb.com.br</a>	Georgia Jorge <a href="mailto:georgiadaj@bb.com.br">georgiadaj@bb.com.br</a>

Educação
Melina Constantino <a href="mailto:mconstantino@bb.com.br">mconstantino@bb.com.br</a>

Imobiliário
Kamila Oliveira <a href="mailto:kamila@bb.com.br">kamila@bb.com.br</a>

Macroeconomia e Estratégia de Mercado	Renda Fixa
Hamilton Moreira Alves <a href="mailto:hmoreira@bb.com.br">hmoreira@bb.com.br</a>	Renato Odo <a href="mailto:renato.odo@bb.com.br">renato.odo@bb.com.br</a>
Henrique Tomaz, CFA <a href="mailto:htomaz@bb.com.br">htomaz@bb.com.br</a>	José Roberto dos Anjos <a href="mailto:robertodosanjos@bb.com.br">robertodosanjos@bb.com.br</a>
Richardí Ferreira <a href="mailto:richardi@bb.com.br">richardi@bb.com.br</a>	

Equipe de Vendas
<b>Investidor Institucional</b> <a href="mailto:bb.distribuicao@bb.com.br">bb.distribuicao@bb.com.br</a>
<b>Varejo</b> <a href="mailto:acoes@bb.com.br">acoes@bb.com.br</a>
<b>Head - João Carlos Floriano</b>
Antonio de Lima Junior
Bruno Finotello
Cleber Yamasaki
Daniel Frazatti Gallina
Denise Rédua de Oliveira
Fabiana Regina
Fábio Caponi Bertoluci

**BB Securities - London**

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

**Managing Director**

Juliano Marcatto de Abreu +44 (20) 7367 5801

**Deputy Managing Director**

João Domingos Cicarini Junior +44 (20) 7367 5802

**Head of Sales and Trading**

Henrique Catarino +44 (20) 7367 5832

**Institutional Sales**

Annabela Garcia +44 (20) 7367 5853

Melton Plummer +44 (20) 7367 5843

Tharcia Cassiano +44 (20) 7367 5851

**Syndicate**

Daniel Bridges +44 (20) 7367 5806

**Trading**

Bruno Fantasia +44 (20) 7367 5852

Gianpaolo Rivas +44 (20) 7367 5842

**Banco do Brasil Securities LLC - New York**

535 Madison Avenue, 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

**Deputy Managing Director**

Gabriel Cambuí Mesquita Santos +1 (407) 608 1778

**ECM**

Charles Langalis +1 (646) 845 3714

Nilton Jeronimo +1 (646) 845 3880

**DCM**

João Kloster +1 (646) 845 3717

Luciana Batista +1 (646) 845 3864

**Head of Syndicate**

Shinichiro Fukui +1 (646) 845 3865

**Institutional Sales**

Michelle Malvezzi +1 (646) 845 3715

Fabio Frazão +1 (646) 845 3716

**BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore**

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

**Managing Director**

Marcelo Sobreira +65 6420 6577

**Director, Head of Sales**

José Carlos Reis, CFA +65 6420 6570

**Institutional Sales**

Zhao Hao, CFA +65 6420 6582