necton

14/09/2021

Raízen (RAIZ4)

Início de Cobertura

Thiago Duarte
Pedro Soares
Henrique Brustolin
Bruno Lima

btg pactual digital

Sumário

1 Recomendação

2 Modelo de Negócio

3 Tese de Investimento

4 Riscos

[Sem título]

Recomendação

Compra | Preço-alvo: R$ 11,00

Estamos iniciando a cobertura em Raízen com preço-alvo de

R$ 11/ação e avaliação de Compra.

Acompanhamos a Raízen desde sua criação, há dez anos, depois que a Joint Venture Cosan-Shell deu origem a uma das maiores empresas brasileiras e uma usina de energia integrada. Construída com base nos ativos de processamento de cana-de-açúcar e distribuição de combustível, a Raízen conseguiu combinar o melhor das duas empresas culturalmente muito diferentes - Cosan e Shell. Após a aquisição da Biosev, a escala da Raízen tornou-se difícil de igualar, com uma integração upstream-downstream que é exclusiva da indústria. Também esperamos que ela continue a ter um desempenho superior em seus negócios de marketing e serviços, agora posicionada para crescer também em iniciativas não relacionadas a combustíveis.

Tabela 1: Dados financeiros

Valuation	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E	12/2024E
RoIC (EBIT) %	16,6	12,2	21,7	25,7	23,2
EV/EBITDA	-	-	6,9	5,4	5,0
P/L	-	-	15,3	12,4	10,6
Dividend Yield %	-	-	3,0	1,6	4,0

Resumo Financeiro (R$ milhões)	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E	12/2024E
Receita	120.580	114.602	169.642	184.894	199.352
EBITDA	8.043	8.141	12.821	16.291	16.530
Lucro Líquido	2.396	1.547	4.394	5.409	5.349
LPA (R$)	-	-	0,35	0,52	0,51
DPA líquido (R$)	-	-	0,00	0,11	0,26
Dívida Líquida/Caixa	-16.687	-17.797	-21.725	-20.707	-14.744

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$ 6,50, em 10 de setembro de 2021.

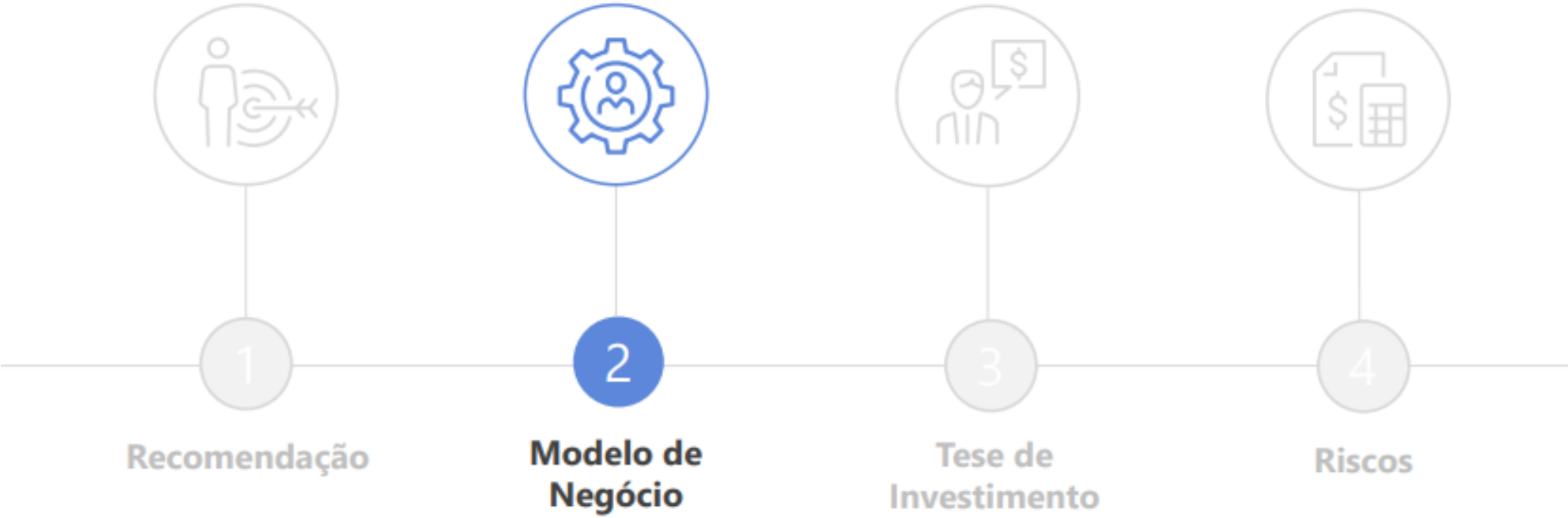
Recomendação

Destaque da tese

A combinação de ativos de duas empresas culturalmente muito diferentes deu origem a uma das joint ventures de maior sucesso da história empresarial recente do Brasil. Administrar ativos de distribuição de açúcar, etanol e combustível na última década no Brasil não foi fácil. Controles de preços de combustível, volatilidade do câmbio, rendimento baixo da cana-de-açúcar, recessão econômica acentuada, greve de caminhoneiros e a pandemia são apenas alguns dos obstáculos que o setor enfrenta ao longo dos anos. E, ainda assim, a Raízen conseguiu sair dela mais forte em todas as áreas relevantes: o EBITDA cresceu em todos os anos exceto dois, o ROIC se manteve acima da marca de 15% e os ganhos de market share foram consistentes. Após consolidar sua posição e captar R$ 6,9 bilhões em um IPO, a Raízen agora está pronta para iniciar um novo ciclo de crescimento. Isso inclui a incorporação da Biosev e uma produção integrada de lubrificantes no Brasil, bem como da B&R no Paraguai.

Junto com os planos de trazer sua tecnologia pioneira para produzir etanol celulósico, biogás e outras energias renováveis em escala, a Raízen deve investir até R$ 40 bilhões em crescimento nos próximos 10 anos, 80% dos quais em energias renováveis. Espera-se que isso, juntamente com o desenvolvimento de uma plataforma comercial completa de açúcar, energia, combustíveis e biocombustíveis, leve um crescimento de EBITDA de cerca de 3x em dez anos, com um CAGR de 14%. O potencial de valorização em relação aos níveis atuais reside quase inteiramente na capacidade da Raízen de entregar com sucesso suas energias renováveis, loja de varejo de proximidade e ganhos comerciais, algo que acreditamos que poderia pelo menos parcialmente alcançar. Vários mercados estão se tornando cada vez mais propensos a pagar preços premium em produtos que geram menores emissões de GEE com base no portfólio de energias renováveis de baixa intensidade de carbono da Raízen. O carbono será a commodity global definitiva, e o etanol e outros biocombustíveis se tornarão a ferramenta definitiva para gerar e comercializar carbono.

Sumário


1
Recomendação
2
Modelo de Negócio
3
Tese de Investimento
4
Riscos

Modelo de Negócios

Linha do tempo e destaque

A Raízen opera 4 unidades de negócios fortemente integradas para formar uma plataforma totalmente equipada de **energia renovável, açúcar, logística de combustível e varejo.**

Figura 1: A Raízen opera 4 unidades de negócios fortemente integradas para formar uma plataforma totalmente equipada

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Modelo de Negócios

Destaques financeiros

Gráfico 1: Receita por divisão, R$ milhões

Gráfico 2: EBITDA por divisão , R$ milhões

Gráfico 3: Lucro líquido da Raízen, R$ milhões

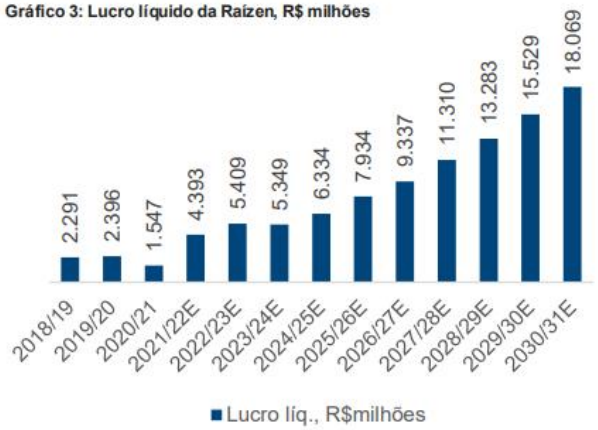


Gráfico 4: Composição do Capex da Raízen, R$ milhões

Gráfico 5: Dívida Líquida e Alavancagem da Raízen

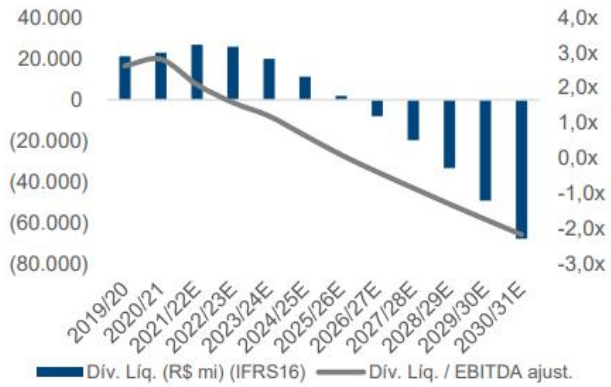
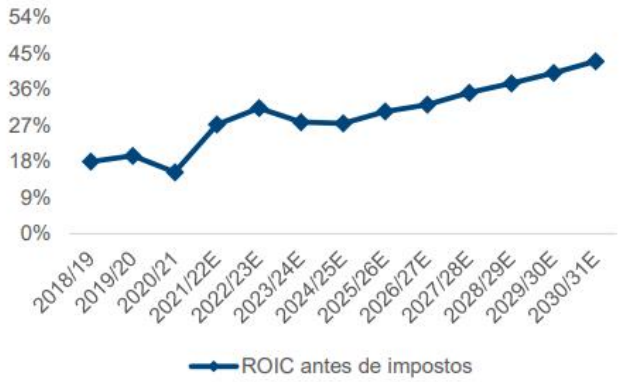


Gráfico 6: ROIC antes de impostos da Raízen



Fonte: Empresa, BTG Pactual

Modelo de Negócios

Pilares de criação de valor

Nos últimos dez anos, a Raízen consolidou sua posição como líder mundial na produção de açúcar, etanol e energia à base de biomassa, ao mesmo tempo em que consolidou sua experiência em marketing, serviços e comercialização no Brasil e em outros países da América do Sul. Também alavancou o que de melhor dois mundos bem distintos poderiam trazer: a agilidade de fazer negócios da Cosan com a plataforma global, o foco na segurança e controles sólidos da Shell. Gostamos de pensar em três principais drivers de criação de valor que irão moldar os principais projetos que a Raízen irá aplicar a maior parte de suas despesas de capital no futuro: (i) alavancagem em sua incomparável capacidade de abastecimento de cana-de-açúcar para extrair mais valor dessa biomassa; (ii) consolidar sua plataforma diversificada de downstream e comercial para gerar valor por meio de trading e da aproximação com os clientes; (iii) aprimorar sua expertise focada no cliente por meio de ferramentas digitais e diferenciação de produtos.

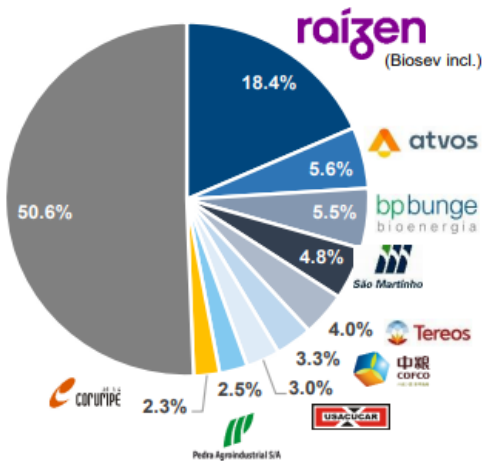
Modelo de Negócios

Pilares de criação de valor

Maximizando o valor da cana

A unidade upstream da Raízen (anteriormente Raízen Energy) é agora o segmento do qual a Raízen busca capturar a maior parte do crescimento e valor no futuro. O objetivo é alavancar os novos produtos que a tecnologia já permitiu captar de seu ativo mais intensivo em capital e importante: a cana-de-açúcar cultivada em suas fazendas.

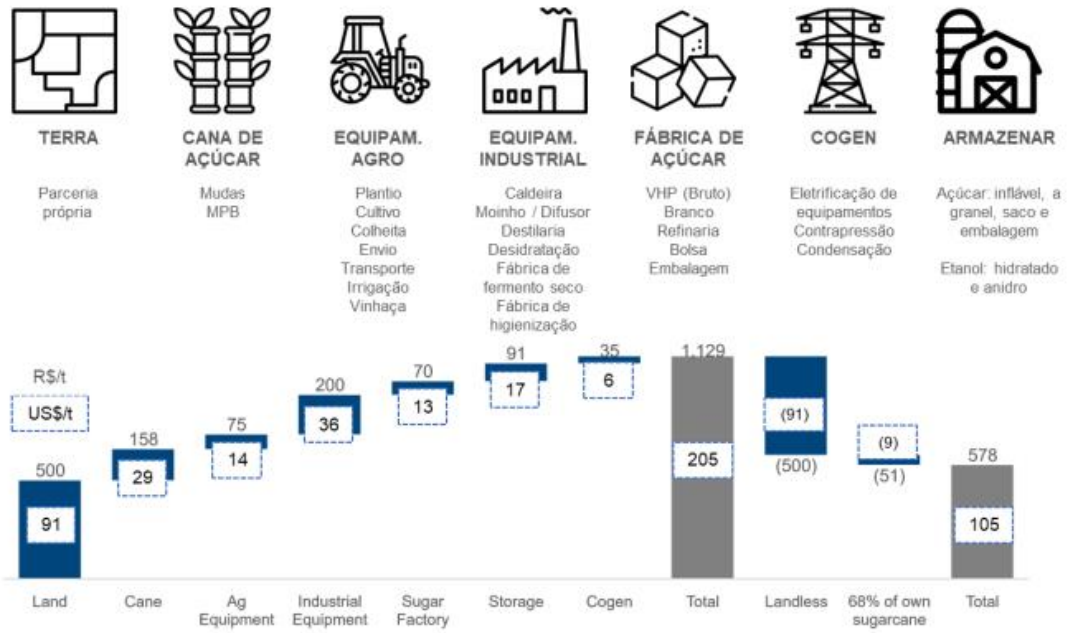
Gráfico 7: A Raízen atingiu escala incomparável no fornecimento de cana-de-açúcar no Brasil, com uma participação de mercado de 18% com base em 2019/20



Fonte: CONAB, CTC, BTG Pactual

Na verdade, a recente aquisição da Biosev não só fez sentido do ponto de vista do preço de aquisição, mas também para o que significa para a estratégia futura da Raízen envolvendo energias renováveis. Com a visão de que a Raízen agora está em posição de extrair mais valor da cana do que outros players tradicionais de A&E, a compra da segunda maior processadora de cana do mercado pode elevá-la a um patamar totalmente novo. A Raízen passará a fornecer cerca de 18% da cana-de-açúcar disponível no Brasil, enquanto trabalha para maximizar o valor gerado a partir dela.

Figura 2: Cana-de-açúcar, terras e atividades agrícolas representam mais de 60% do capital investido no negócio: maximizar o valor comercial dessa cana é fundamental para gerar maiores retornos



Modelo de Negócios

Pilares de criação de valor

Aproveitando a inteligência de mercado

Desde a sua criação em 2011, a Raízen tem feito negócios de uma forma que definiu sua abordagem de criação de valor nos negócios. Ao combinar a integração upstream e downstream de etanol e outros combustíveis, ao mesmo tempo em que se aproveita em grande escala na produção de etanol, energia, açúcar e na venda de combustíveis em uma única entidade, a capacidade da Raízen de alavancar a inteligência de mercado gerada em ambas as pontas da cadeia de valor é algo que nenhuma outra empresa, seja do setor de cana-de-açúcar, seja do setor de distribuição de combustíveis, conseguiu alcançar. Em vez de gerar alfa simplesmente comercializando produtos de terceiros, acreditamos que a Raízen alavanca em sua escala, variedade de produtos e relacionamento com fornecedores e clientes para obter melhores preços com base em toda a oferta de produtos, incluindo seus próprios e terceiros. Em nossa opinião, ao vender produtos commoditizados, como açúcar, etanol, energia e combustíveis, escala, acesso a capital e a uma base de clientes e mercados diversificados e inteligência de mercado são componentes-chave.

Figura 3: Ecossistema Raízen: do solo ao consumidor

Gráfico 8: Preço realizado do etanol está em média 16% acima dos pares listados

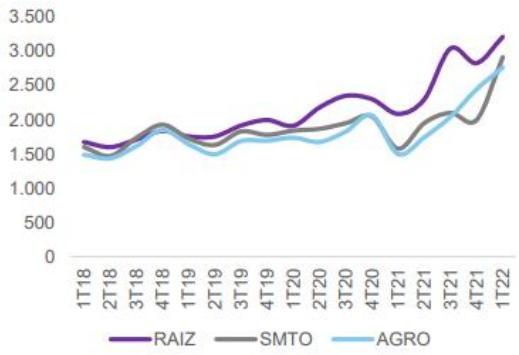
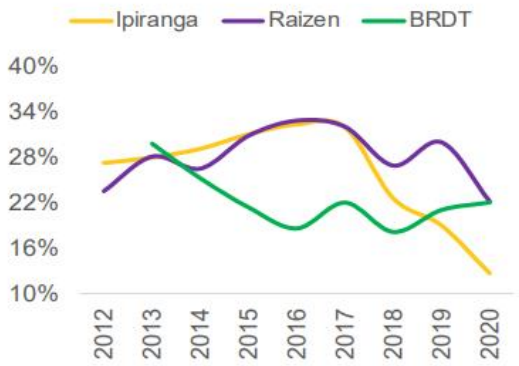


Gráfico 9: A inteligência de mercado permitiu um ROIC consistentemente mais alto no negócio de distribuição de combustível



Fonte: Empresa, BTG Pactual

Modelo de Negócios

Pilares de criação de valor

Foco no cliente

Lojas de conveniência

Desde a sua criação em 2011, a Raízen tem feito negócios de uma forma que definiu sua abordagem de criação de valor nos negócios. Ao combinar a integração upstream e downstream de etanol e outros combustíveis, ao mesmo tempo em que se aproveita em grande escala na produção de etanol, energia, açúcar e na venda de combustíveis em uma única entidade, a capacidade da Raízen de alavancar a inteligência de mercado gerada em ambas as pontas da cadeia de valor é algo que nenhuma outra empresa, seja do setor de cana-de-açúcar, seja do setor de distribuição de combustíveis, conseguiu alcançar. Em vez de gerar alfa simplesmente comercializando produtos de terceiros, acreditamos que a Raízen alavanca em sua escala, variedade de produtos e relacionamento com fornecedores e clientes para obter melhores preços com base em toda a oferta de produtos, incluindo seus próprios e terceiros. Em nossa opinião, ao vender produtos commoditizados, como açúcar, etanol, energia e combustíveis, escala, acesso a capital e a uma base de clientes e mercados diversificados e inteligência de mercado são componentes-chave.

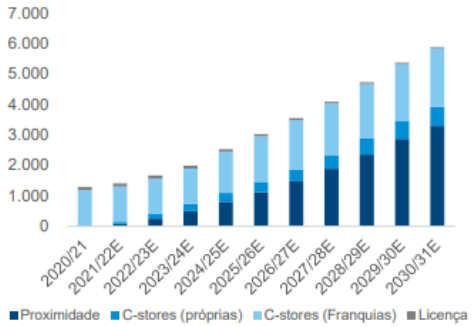


Gráfico 10: Análise da evolução projetada das lojas de proximidade

Fonte: Empresa, BTG Pactual

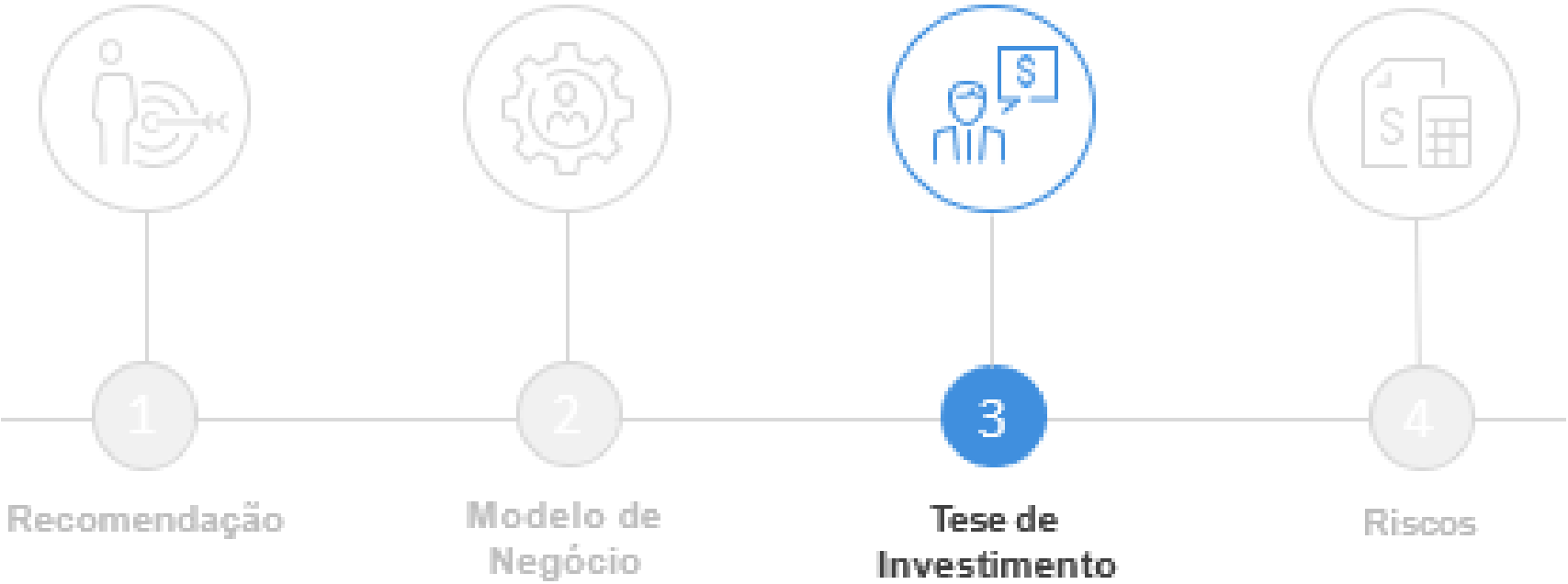
Combustíveis premium

Desde a sua criação em 2011, a Raízen tem feito negócios de uma forma que definiu sua abordagem de criação de valor nos negócios. Ao combinar a integração upstream e downstream de etanol e outros combustíveis, ao mesmo tempo em que se aproveita em grande escala na produção de etanol, energia, açúcar e na venda de combustíveis em uma única entidade, a capacidade da Raízen de alavancar a inteligência de mercado gerada em ambas as pontas da cadeia de valor é algo que nenhuma outra empresa, seja do setor de cana-de-açúcar, seja do setor de distribuição de combustíveis, conseguiu alcançar. Em vez de gerar alfa simplesmente comercializando produtos de terceiros, acreditamos que a Raízen alavanca em sua escala, variedade de produtos e relacionamento com fornecedores e clientes para obter melhores preços com base em toda a oferta de produtos, incluindo seus próprios e terceiros. Em nossa opinião, ao vender produtos commoditizados, como açúcar, etanol, energia e combustíveis, escala, acesso a capital e a uma base de clientes e mercados diversificados e inteligência de mercado são componentes-chave.

Tornando-se digital

Desde a sua criação em 2011, a Raízen tem feito negócios de uma forma que definiu sua abordagem de criação de valor nos negócios. Ao combinar a integração upstream e downstream de etanol e outros combustíveis, ao mesmo tempo em que se aproveita em grande escala na produção de etanol, energia, açúcar e na venda de combustíveis em uma única entidade, a capacidade da Raízen de alavancar a inteligência de mercado gerada em ambas as pontas da cadeia de valor é algo que nenhuma outra empresa, seja do setor de cana-de-açúcar, seja do setor de distribuição de combustíveis, conseguiu alcançar. Em vez de gerar alfa simplesmente comercializando produtos de terceiros, acreditamos que a Raízen alavanca em sua escala, variedade de produtos e relacionamento com fornecedores e clientes para obter melhores preços com base em toda a oferta de produtos, incluindo seus próprios e terceiros. Em nossa opinião, ao vender produtos commoditizados, como açúcar, etanol, energia e combustíveis, escala, acesso a capital e a uma base de clientes e mercados diversificados e inteligência de mercado são componentes-chave.

Sumário


1
Recomendação
2
Modelo de Negócio
3
Tese de Investimento
4
Riscos

Tese de Investimento

Tese de crescimento em Energias Renováveis e Açúcar

A Raízen tem muitos caminhos de crescimento para explorar. Um cenário totalmente renovado para etanol e combustíveis renováveis, o surgimento do etanol de segunda geração combinado com uma demanda cada vez mais ansiosa por combustíveis avançados, as perspectivas estimulantes do biogás e a possibilidade de obter ganhos com o mercado nascente de crédito de carbono. Nesta seção, nos aprofundamos nas perspectivas de crescimento da Raízen em diferentes produtos e mercados.

Figura 4: A Raízen está entrando em novos mercados e expandindo seu mercado endereçável

Fonte: Empresa, BTG Pactual | SAF = Combustível de aviação sustentável

Tese de Investimento

Tese de crescimento em Energias Renováveis e Açúcar

Aquisição da Biosev

Ao adquirir o segundo maior player da indústria brasileira de açúcar e etanol, a Raízen colocou mais uma vez em teste a lendária capacidade da Cosan de fechar negócios atraentes. A Raízen era o maior player, moendo ~60 milhões de toneladas de cana por ano. A Biosev era a segunda maior, moendo cerca de 28 milhões de toneladas de cana por ano. E a grande maioria dos outros players com tamanho e talvez poder de fogo financeiro para absorver um ativo tão grande (com capacidade de moagem de cana acima de 20 milhões de toneladas por ano) também estavam à venda ou com problemas financeiros. Isso colocou a Raízen em uma posição muito vantajosa para negociar um ativo que estava à venda há muitos anos, apesar dos inúmeros esforços

para recuperá-lo antes de eventualmente vendê-lo.

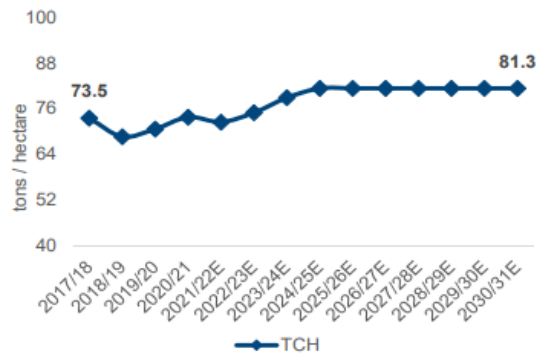
Mais do que o preço pago, o crescimento de 50% da capacidade de produção trazido por este negócio ressalta o quanto a Raízen parece estar aumentando a aposta em sua capacidade de extrair mais valor da cana-de-açúcar do que antes. Com os subprodutos da cana-de-açúcar (antigos e novos) definidos para desfrutar de um novo fluxo de oportunidades de crescimento, adicionar capacidade de abastecimento de cana para escalar os negócios para uma participação de mercado incomparável de 15% faz muito sentido.

Produtividade agrícola

Há muito que argumentamos que a produtividade agrícola é um divisor de águas na indústria da cana-de-açúcar. A cana-de-açúcar e as terras onde é plantada concentram cerca de 60% do capital empregado no negócio. Os custos de plantio, tratamento e colheita da cana são em sua maioria fixos, o que significa que a alavancagem operacional proporcionada pela produtividade agrícola é fundamental para determinar a eficiência de custos do negócio. A falta de ganhos de produtividade agrícola do setor sucroalcooleiro brasileiro é, sem dúvida, o principal culpado pela perda de competitividade do setor ao longo dos anos.

Mas acreditamos que a Raízen está preparada para abordar essa questão de uma forma diferente. Nos últimos dois anos, um capex mais alto começou a ser implantado para compensar os investimentos mais baixos nos anos anteriores.

Gráfico 11: Projeções de Rendimento Agrícola da Raízen



Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tese de Investimento

Tese de crescimento em Energias Renováveis e Açúcar

Etanol

O mercado brasileiro de etanol viveu seus altos e baixos ao longo das últimas décadas. Os últimos dez anos foram de relativamente estagnação, após uma corrida irracional por aumento de capacidade combinada com um crescimento fraco da demanda, tanto no mercado interno quanto no exterior. As metas cada vez mais ambiciosas de redução das emissões de carbono por diversos mercados (no Brasil e no exterior) tornam o etanol uma opção perfeita. Nossa visão para o etanol nos próximos 10 anos é muito mais construtiva do que nos últimos dez anos. A Raízen, como produtora global líder e comercializadora de etanol ativa, está pronta para se beneficiar disso. O etanol pode nunca se tornar verdadeiramente a commodity global que antes pensávamos que seria. Mas o bom é que agora não precisa. Nossa visão para o futuro do etanol é que ele será cada vez mais uma ferramenta para negociar carbono, e essa é a oportunidade que a Raízen parece ter entendido antes de todo mundo.

Gráfico 12: Estimamos mercado global de etanol em 120bi de litros

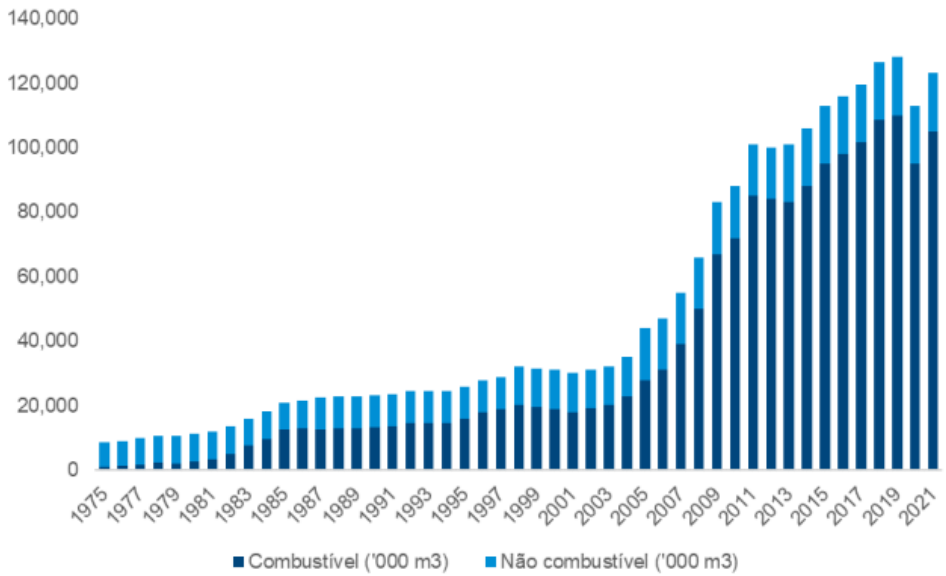
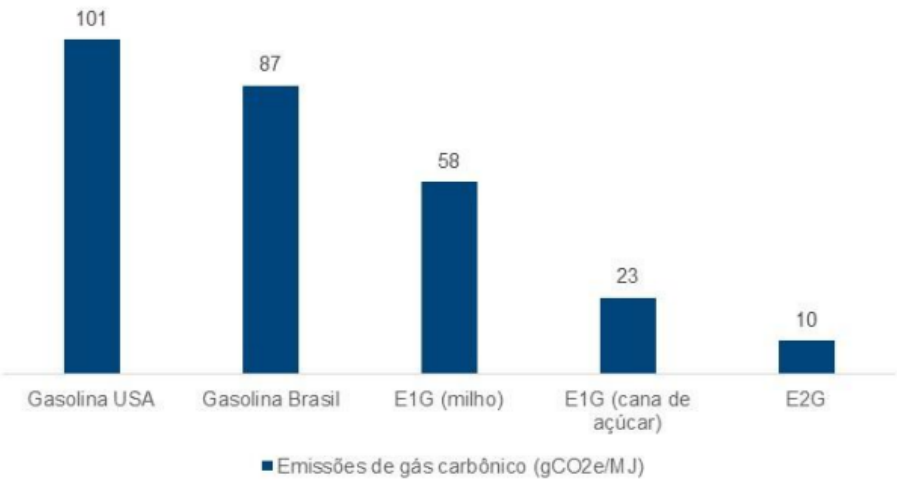


Gráfico 13: Emissões de gás carbônico



Fonte: USDA / UNICA / Empresa, BTG Pactual

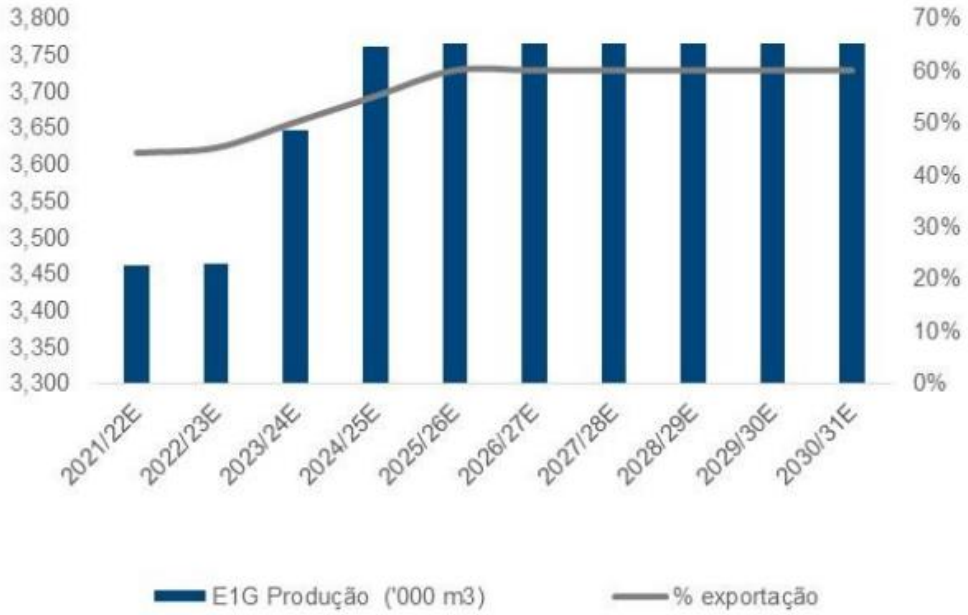
Tese de Investimento

Tese de crescimento em Energias Renováveis e Açúcar

Etanol de primeira geração (E1G)

O etanol de primeira geração (ou E1G) é utilizado globalmente para se misturar à gasolina. Cada país tem um mandato de mistura de etanol diferente. A alta concentração de oxigênio do etanol permite que um motor queime o combustível de forma mais completa, ao mesmo tempo que reduz as emissões. O etanol (C2H5OH) é um combustível vegetal que pode ser feito de açúcar ou qualquer outro componente que pode ser convertido em açúcar, como amido ou celulose. Isso torna a cana-de-açúcar e cereais como milho, trigo e cevada as matérias-primas preferidas para a produção de etanol na maioria dos países. O principal uso do etanol no Brasil é o etanol hidratado (E95), que pode ser utilizado em carros com motor flex. O etanol hidratado representa aproximadamente 67% da produção e do consumo de etanol no Brasil e, como mais de 80% dos carros no Brasil funcionam com motores flex, a demanda depende muito do preço relativo na bomba entre o etanol e a gasolina.

Gráfico 14:Estimativa de produção e exportação de E1G da Raízen



Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tese de Investimento

Tese de crescimento em Energias Renováveis e Açúcar

Etanol de segunda geração (E2G)

O etanol celulósico - ou etanol 2G (E2G) - é um produto de alto potencial. A capacidade de produzir etanol a partir de materiais celulósicos presentes em uma ampla variedade de plantas e vegetais tem sido por muito tempo um foco de investimento da indústria e espera aumentar drasticamente o potencial de produção de etanol em diferentes regiões do globo. O principal culpado sempre foi a capacidade de dominar a tecnologia e atingir rendimentos e custos industriais que a tornassem economicamente viável. O E2G tem as mesmas propriedades químicas do E1G (C2H5OH), mas por ser produzido a partir de materiais celulósicos - ou resíduos de culturas - é considerado uma fonte mais limpa de etanol, pois fornece a capacidade de aumentar a produção de etanol sem plantar um maior área de uma determinada cultura. Mercados certificados como Califórnia e UE já pagam um prêmio por E2G e

outros biocombustíveis avançados que implicam em maior tecnologia (Califórnia) ou que são baseados em resíduos (UE).

Não temos conhecimento de nenhuma empresa que tenha conseguido produzir etanol celulósico em escala comercial até o momento. A Raízen foi pioneira em uma tecnologia que recebeu da Shell na época em que a JV com a Cosan foi criada. Ela aplicou essa tecnologia para construir a primeira planta de E2G do Brasil em 2014, com capacidade de produzir até 35 milhões de litros por ano, após o que vem trabalhando para dominar e aperfeiçoara tecnologia até atingir a maturidade industrial.

O fato da Raízen ter conseguido posicionar o E2G em um nível totalmente novo em termos de práticas de preços e comercialização é um bastante positivo. A Raízen aproveitou sua plataforma de negociação para garantir contratos de demanda de longo prazo com clientes específicos que já garantiram uma demanda de mais de 1 bilhão de litros pelos próximos 10 anos, com mais contratos em negociação. Além disso, mercados certificados como a Califórnia e a UE já pagam um prêmio por biocombustíveis avançados baseados em resíduos, o que permitiu à Raízen fechar esses contratos a um preço de mais de EUR750 / m3, o que equivale a um prêmio de mais de 22% para etanol 1G regular hoje.

Isso implica não apenas que a Raízen deve descomoditizar uma boa parte de seu fluxo de receita futura (contratos E2G de longo prazo com base em preços fixos e volumes mínimos), como também ressalta um elemento muito atraente dos mercados de biocombustíveis avançados: há muita demanda por biocombustíveis avançados que os clientes estão dispostos a fechar contratos de fornecimento de longo prazo com prêmios de preços relevantes. Com os mercados de etanol chegando a 120 bilhões de litros por ano em todo o mundo, isso nos deixa mais confiantes de que a Raízen poderá entregar o crescimento da produção de longo prazo a preços atraentes.

Tese de Investimento

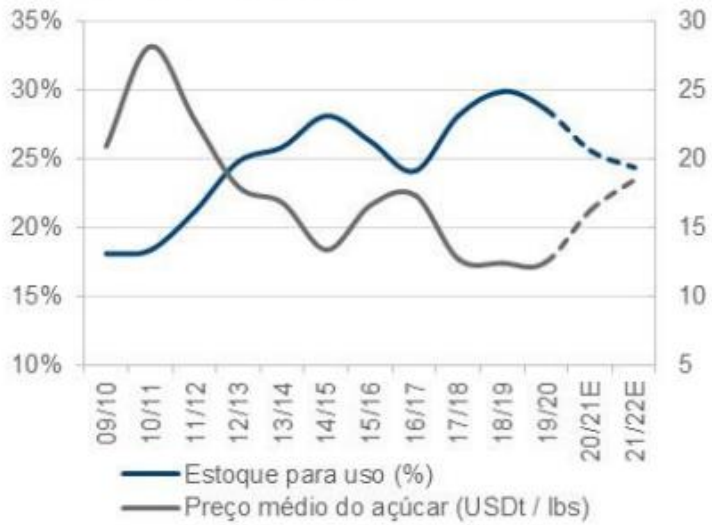
Tese de crescimento em Energias Renováveis e Açúcar

Açúcar

Nos tornamos mais otimistas com as perspectivas de preço de longo prazo do açúcar nos últimos meses. Embora as perspectivas de curto prazo também tenham melhorado devido à redução na oferta brasileira como resultado de vários culpados do clima (seca, geada e incêndios florestais) que devem reduzir a disponibilidade de cana-de-açúcar em mais de 10% a/a, também vemos razões para acreditar que os preços futuros do açúcar podem ter uma trajetória mais otimista. A curva dos contratos futuros de açúcar está em retrocesso (backwardation – preços de curto prazo maiores que longo prazo) desde que o comércio global de curto prazo se mostrou mais apertado do que o antecipado. À medida que o Brasil continua a maximizar o mix de produção de açúcar, qualquer esperança de normalização da produção no exterior deve levar o mercado de açúcar de volta a um superávit, o que, embora pequeno, ainda justificaria menores preços futuros de açúcar. No entanto, à medida que a Índia se prepara para aumentar a produção de etanol, potencialmente removendo mais de 6 milhões de toneladas de açúcar/ano, os preços podem ter que se acomodar em níveis mais altos antes de incentivar uma maior produção de outros produtores marginais. Nosso preço de açúcar de longo prazo de 17,5c/lb é o mais alto de todos os tempos, mas ainda pode ser excessivamente conservador, oferecendo riscos de alta para nossas estimativas, já que a maioria (senão todos) os outros fornecedores de açúcar possíveis têm custos de produção acima deste nível.

Gráfico 15: Custo de Produção de açúcar

Gráfico 16:Preço de Açúcar



Fonte: USDA / UNICA / ISMA / Bloomberg e estimativas do BTG Pactual

Tese de Investimento

Tese de crescimento em Energias Renováveis e Açúcar

Biogás, biometano e Energia

O biogás é produzido a partir da biodigestão da vinhaça e da torta de filtro, que são resíduos industriais da produção de etanol e açúcar. Assim, quanto maior a quantidade de etanol e açúcar produzidos nas usinas, maior o potencial de produção de biogás e biometano, alavancado na concentração rica em biomassa nesses produtos. Um dos principais benefícios é que esses novos produtos possibilitam uma produção e distribuição descentralizada de gás, com potencial de drop-in em gasodutos em locais que muitas vezes não são centros de abastecimento de gás natural comum, ou a energia de cogeração e venda no mercado livre de energia. No caso do biometano, tem potencial para substituir o diesel normal em algumas utilizações estimadas em cerca de 10% da demanda atual de diesel.

A Raízen já possui uma usina de biogás em operação que abastece uma usina de geração de distribuição (GD) com capacidade de gerar 125k MWh por ano. Estimamos que a Raízen acelerará o crescimento adicionando 39 usinas até 2030. Estimamos que isso tenha o potencial de se traduzir em capacidade adicional de DG de 889 MWh por ano e substituir até 350 milhões de litros por ano de diesel (aproximadamente o equivalente às necessidades de diesel da Raízen hoje). A Raízen vê isso como potencialmente gerando até R$ 1,5 bilhão em EBITDA por ano no longo prazo, supondo que todas essas plantas sejam construídas.

Etanol, biogás e biometano são os pioneiros da Era do Hidrogênio

Acreditamos que os biocombustíveis são percebidos como um grande auxiliar na neutralização das emissões de GEE na Aviação. A fim de reduzir seu impacto ambiental, o setor de aviação está trabalhando para aumentar a eficiência e desenvolver iniciativas para alcançar um crescimento neutro em carbono. No entanto, tornar-se verde depende do desenvolvimento de novas tecnologias. Além de avançar na comercialização de combustível de aviação sustentável (SAF), a indústria também está investindo em novos produtos, como aeronaves elétricas e movidas a hidrogênio. Nesse sentido, acreditamos que estamos caminhando para a Era do Hidrogênio.

Mas isso não significa hidrogênio armazenado em tanques de titânio caros e arriscados, mas sim o hidrogênio armazenado com segurança por biocombustíveis avançados de alta densidade e baixo carbono produzidos de forma sustentável, como etanol, biogás e biometano. Os biocombustíveis são replicáveis, escaláveis, acessíveis, implementados usando a infraestrutura existente em tecnologias que já são compreendidas e aceitas pelos consumidores. Não estamos enquadrando nenhuma dessas vantagens em nossas estimativas ou como avenidas adicionais de crescimento para a Raízen. Mas apreciamos a abordagem da Raízen de aproveitar sua biomassa massivamente eficiente (cana-de-açúcar) como uma ferramenta para se tornar um fornecedor relevante de energia renovável e produtos alimentícios.

Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tese de Investimento

Tese de crescimento em Marketing e Serviços

O negócio de downstream da Raízen é formado por uma complexa operação líder de mercado no Brasil e na Argentina. Recentemente, a Raízen também anunciou a aquisição da Barcos y Rodados, a maior distribuidora de combustível do Paraguai que se soma ao armazenamento de combustível cone sul, logística e rede de distribuição de 350 postos de gasolina da Raízen.

Acreditamos que a abordagem da Raízen para o negócio de distribuição de combustível (agora rotulado como marketing e serviços) é única e voltada para o futuro. Há alguns anos, ouvimos do CEO da Raízen que a diferença de sua estratégia em marketing e serviços para seus pares é que a Raízen estava focada em produtos, e a concorrência estava focada em serviços. Acreditamos que esta abordagem explica muito do sucesso da Raízen nos negócios de distribuição de combustível do Brasil e da Argentina, especialmente em um momento em que a vida dos operadores se tornou particularmente difícil em relação aos players menores, considerando as mudanças implementadas na comercialização de combustível da Petrobras e na política de preços de combustível. Obviamente, este é um negócio mais maduro para a Raízen, mas acreditamos que essa execução estável e consistente com foco na originação e diferenciação de produtos deve continuar a render um forte crescimento à frente.

Gráfico 17: Receita de Distribuição de Combustíveis Raízen (R$ mi)

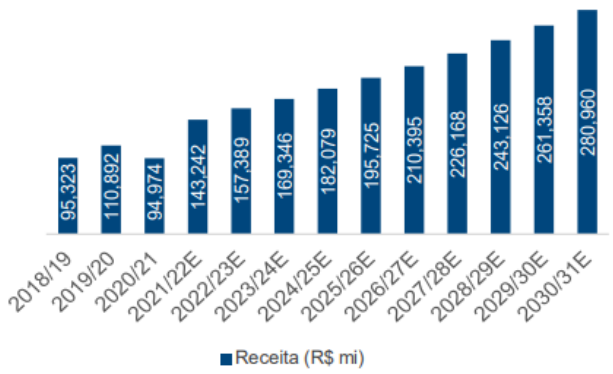


Gráfico 18: EBITDA ajustado da distribuição de combustível da Raízen e estimativas de volume

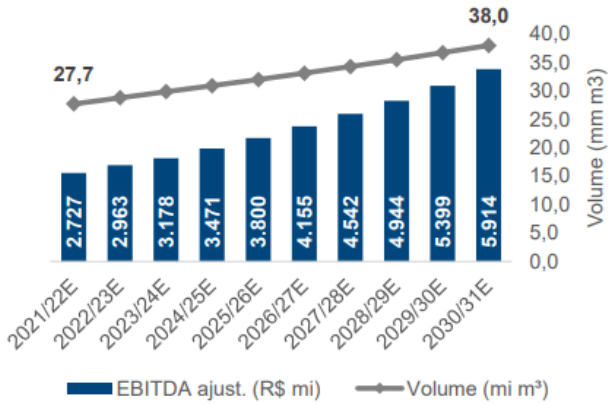
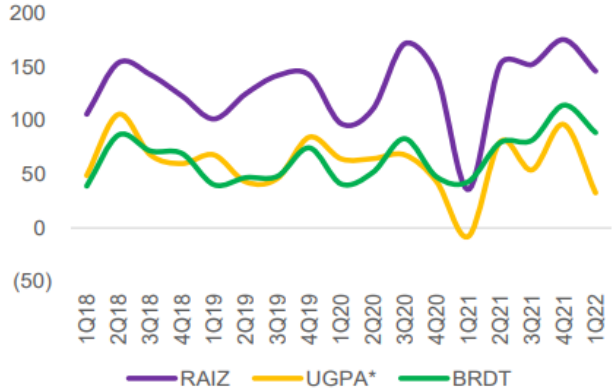


Gráfico 19: Margem EBITDA - Capex + Rebate (R$/m³)



Fonte: Empresa, BTG Pactual | * = não inclui rebate

Tese de Investimento

Tese de crescimento em Marketing e Serviços

Análise Dupont

Como analistas, estamos constantemente avaliando a capacidade das empresas de criar valor. No geral, acreditamos que a distribuição de combustível continua a ser um grande negócio e que todos os três participantes continuarão a se beneficiar de, pelo menos, retornos decentes por um período prolongado. Em última análise, acreditamos que a indústria desfruta de retornos não lineares em relação ao crescimento, o que significa que, à medida que os volumes crescerem novamente nos próximos anos, o delta ROIC pode parecer ainda melhor com grandes empresas como a Raízen reforçando sua vantagem econômica investindo em branding / serviços / mix ao mesmo tempo em que acelera os benefícios das economias de escala.

No passado, a estratégia era diferente entre os principais participantes: (i) a Ipiranga focava em absorver grande parte das economias de escala e maior poder de

precificação oferecido pelos investimentos em sua marca e serviços; (ii) A Raízen optou por focar em maior giro de ativos via alocação disciplinada de capital em sourcing e infra e permitindo que a expansão da margem viesse exclusivamente da diluição do custo fixo; e (iii) o BRDT está alcançando seus pares em termos de eficiência enquanto estabiliza a participação de mercado. No final, vemos o crescimento do volume nas mesmas lojas (ou giro de ativos), e não as margens unitárias, como o principal impulsionador dos retornos positivos no futuro.

E é aí que a Raízen tem se destacado historicamente. Seu foco na originação de produtos como uma ferramenta para garantir preço de venda competitivo, uma infraestrutura sólida e produtos premium no nível de bomba são o que vemos como as principais vantagens competitivas que não só permitiram manter a expansão da participação de mercado em meio a fortes pressões competitivas como também manter um ROIC superior na indústria, mais por meio da preservação do giro de ativos (participação de mercado), ao mesmo tempo em que mantém uma margem razoável por meio de eficiências de despesas gerais/adm/vendas que mais do que compensam uma margem bruta menor

Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tese de Investimento

Tese de crescimento em Marketing e Serviços

Análise dupont

Gráfico 20: Margem bruta

Gráfico 21: Desp. Gerais/Adm/Vendas - % receita

Gráfico 22: Margem EBITDA

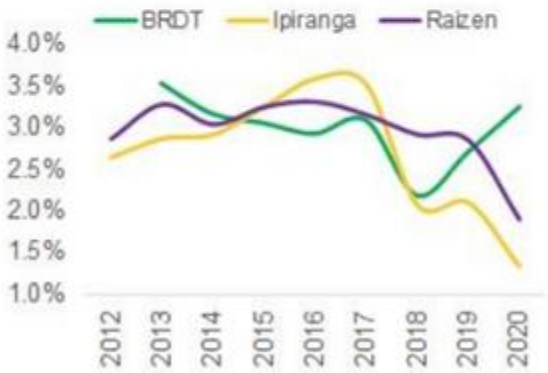


Gráfico 23:Giro de ativos

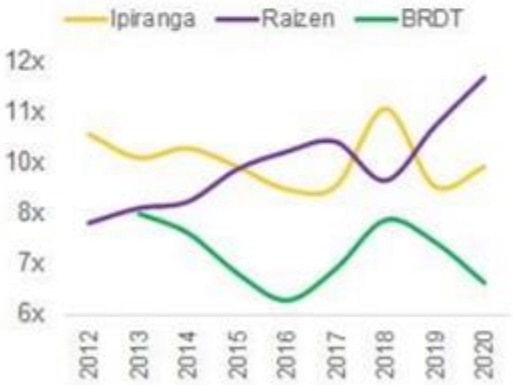
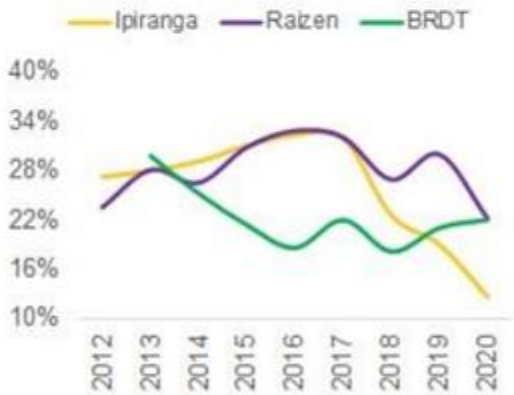


Gráfico 24: RoiC (retorno sobre capital investido) pré imposto



Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tese de Investimento

Tese de crescimento em Marketing e Serviços

Refinarias

Desde que a Petrobras iniciou o processo de venda de aproximadamente metade de sua capacidade de refino no Brasil, argumentamos que as empresas de distribuição poderiam ser forçadas a olhar para esses ativos como uma forma de se proteger de outros distribuidores através de um maior controle da originação de combustível em certas regiões. Isso é particularmente importante em um país como o Brasil, que se tornou dependente da importação de combustíveis para garantir o abastecimento e onde a capacidade de refino está concentrada nas mãos de apenas algumas refinarias.

Para a Raízen, cuja mentalidade de comercialização e originação de combustível tem se mostrado uma de suas principais fortalezas, ser dona de uma refinaria, ou pelo menos ter acesso privilegiado a um dos fluxos de abastecimento das refinarias, pode ser claramente uma vantagem competitiva que a leva para a próxima nível de em termos de melhor compreensão de preços e da dinâmica de oferta e demanda do mercado.

Como rastreamos a capacidade de produção das refinarias para venda com as respectivas participações de mercado dos distribuidores de combustível, não estamos

totalmente surpresos que a Raízen tenha optado por uma oferta pela aquisição da REPAR no início deste ano.

A REPAR está localizada perto dos principais centros de demanda de combustível do Brasil e oferece vários ativos de logística e armazenamento de combustível em uma região que é bastante representativa para a rede de distribuição de combustível da Raízen.

Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tese de Investimento

Tese de crescimento em Marketing e Serviços

Argentina e Paraguai

A Raízen estreou na Argentina há alguns anos após adquirir da Shell, um de seus acionistas controladores, por US$ 1 bilhão, o negócio downstream local compreendendo uma refinaria e os negócios de distribuição, marketing e serviços de combustível no país e que hoje atendem a cerca de 800 postos de gasolina. A nosso ver, foi mais um passo para integrar a comercialização de combustíveis da Raízen, os negócios de originação na região e uma forma de aprimorar sua plataforma de inteligência de mercado. A Argentina tem um longo histórico de controle dos preços dos combustíveis ao consumidor, e o ambiente macroeconômico hiperinflacionário torna particularmente difícil operar no país. Não é surpresa, então, que as margens e os volumes, ainda mais durante a pandemia global Covid19, tenham sido bastante voláteis.

Em agosto passado, a Raízen anunciou mais uma expansão para a construção de uma comercialização e distribuição de combustível full-fletched na região, adquirindo por USD130mn 50% da participação econômica da Barcos y Rodados S.A. (B&R), empresa líder na distribuição de combustíveis no Paraguai. Nenhum detalhe econômico foi fornecido, exceto que a B&R opera uma rede de 350 postos de gasolina.

Gráfico 25: Receita da Raízen Argentina

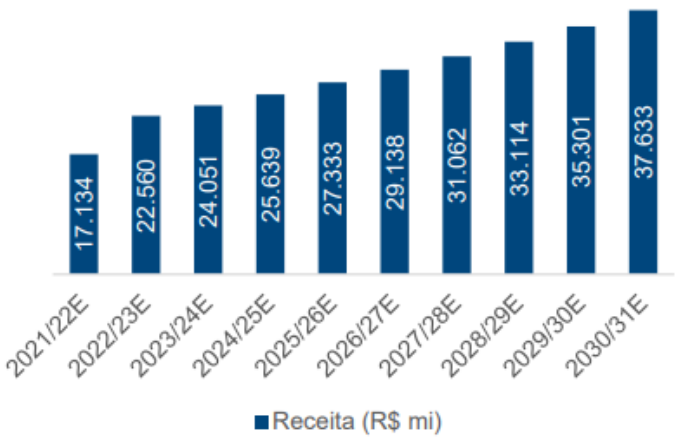
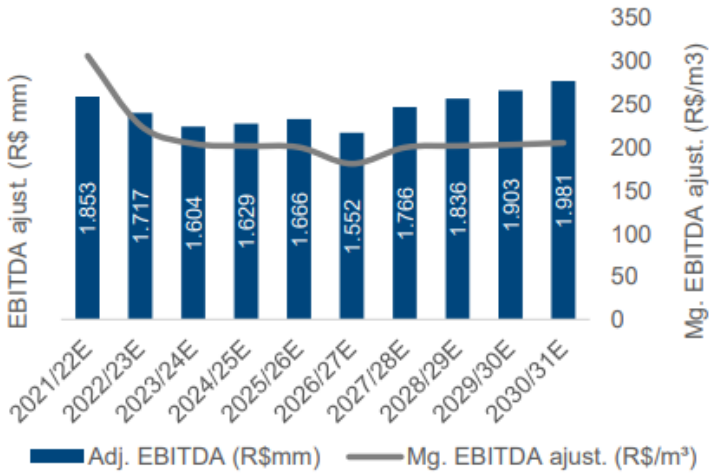


Gráfico 26: EBITDA e margem ajustados da Raízen Argentina (R$/m³)



Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tese de Investimento

Valuation da Raízen: enre o passado e o futurp

Vemos a ação negociando a 15x P/L para o ano-safra atual do ano fiscal de 2022 e 12x para o ano fiscal de 2023, que consideramos pouco exigente. O potencial de valorização reside quase inteiramente na capacidade da Raízen de entregar com sucesso suas energias renováveis, loja de varejo de proximidade e ganhos comerciais, algo que acreditamos que poderia alcançar pelo menos parcialmente. Vários mercados estão se tornando cada vez mais propensos a pagar preços premium em produtos que geram menores emissões de GEE com base no portfólio de energias renováveis de baixa intensidade de carbono da Raízen.

Avaliamos a Raízen com base no DCF para cada divisão operacional e consideramos os múltiplos como uma verificação dos números. Utilizamos diferentes taxas de desconto e de crescimento na perpetuidade para cada segmento, dadas as diferentes intensidades de capital e natureza de crescimento de cada negócio, bem como a exposição geográfica, com um WACC nominal em dólares e g em média 7,9% e 3,7%, respectivamente.

Figura X: Nós avaliamos a Raízen com base em um valuation combinado de Soma das Partes e DCF

Raízen - Soma das Partes	Unidade	Enterprise value	Implícito	FY2022E	FY2023E	FY2024E
(+) Renováveis	R$mm	42.824	EV/EBIT	16,1	16,4	19,0
(+) Açúcar	R$mm	57.188	EV/EBIT	38,1	15,8	15,1
(=) Energia	**R$mm**	**100.012**	**EV/EBIT**	**24,0**	**16,1**	**16,5**
(+) Combustível Brasil	R$mm	33.401	EV/EBITDA	12,2	11,3	10,5
(+) Combustível Argentina	R$mm	5.438	EV/EBITDA	2,9	3,2	3,4
(+) Grupo Nós	R$mm	2.861	EV/Vendas	23,1	9,8	4,8
(=) Marketing & Serviços	**R$mm**	**41.701**	**EV/EBITDA**	**9,1**	**8,9**	**8,7**
(-) Dívida Líquida (Caixa) ano fiscal 2023	R$mm	25.782				
(=) Equity Value justo	**R$mm**	**115.931**	**EV/EBITDA**	**11,1**	**8,7**	**8,6**
(=) Preço-alvo	**R$/ação**	**11,0**	**P/L**	**26,4**	**21,4**	**21,7**

Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tese de Investimento

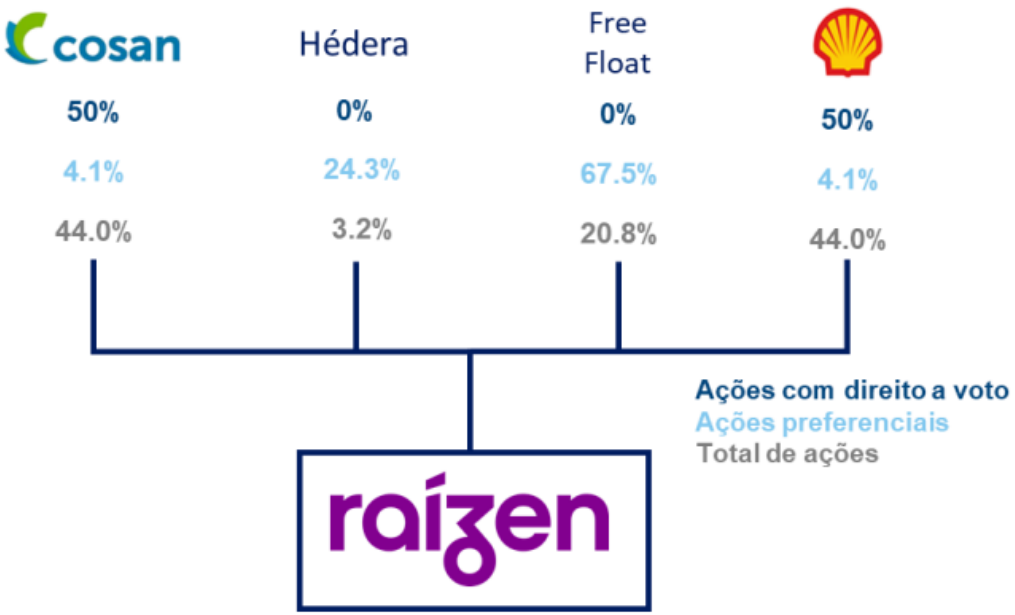
EESG

Construída a partir de ativos de processamento de cana-de-açúcar e distribuição de combustível fornecidos pela Cosan e Shell, a Raízen conseguiu combinar o melhor de ambas empresas culturalmente muito diferentes. Admiramos particularmente o estilo e a cultura de gestão da Raízen forjados ao longo dos anos, capaz de revelar lideranças fortes em uma base contínua.

A capacidade da Raízen de construir parcerias para explorar oportunidades em áreas onde ela não adquire naturalmente todas as competências necessárias e diferentes conhecimentos também é algo que elogiamos, e deve mais uma vez ser testada em uma nova JV com a Oxxo JV da Femsa no varejo. O fato de a própria Raízen ter sido criada e eventualmente ter sucesso com base em combinações de ativos que vêm de origens muito diferentes é algo que acreditamos também corrobora com isso.

A Raízen fez seu IPO em agosto por meio de uma listagem nível 2 na bolsa de valores brasileira B3 (antiga Bovespa).

Figura X: Base de acionistas pós-IPO



Fonte: Empresa, BTG Pactual

Sumário

1
Recomendação
2
Modelo de Negócio
3
Tese de Investimento
4
Riscos

Riscos

Principais riscos para o case

Os negócios da Raízen estão sujeitos a diversos riscos, como:

(i) riscos climáticos que afetam a produtividade da cana-de-açúcar;

(ii) volatilidade do preço do açúcar e do etanol;

(iii) riscos regulatórios relacionados ao seu negócio de distribuição de combustível;

(iv) aumento da penetração de veículos elétricos (VE);

(v) competição de participantes informais em seus negócios de marketing e de cana-de-açúcar;

(vi) riscos macroeconômicos no Brasil e na Argentina; e

(vii)riscos para o sucesso do aumento da penetração de combustíveis renováveis em todo o mundo

Disclaimer

Certificação

Cada analista responsável integralmente ou parcialmente pelo conteúdo desse relatório de pesquisa e certifica que: (i) todas as opiniões expressas refletem precisamente sua visão pessoal sobre os ativos ou títulos citados no relatório, sendo qualquer recomendação preparada de maneira independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas; (ii) Nenhuma parcela de sua remuneração foi, é ou será relacionada a recomendações específicas ou opiniões expressas neste relatório de análise. Analistas de valores mobiliários que contribuíram para esse relatório não estão registrados / qualificados como analistas de valores mobiliários junto a NASD e NYSE e, portanto, não estão sujeitos às restrições contidas nas regras da NASD e da NYSE relacionadas a comunicação com companhias cobertas, aparições em público e negociação de ativos mantidos em suas contas. Parte da compensação do analista advém do lucro do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou suas afiliadas, consequentemente, receitas advêm de transações realizados pelo Banco BTG Pactual e/ou suas afiliadas. O analista responsável por este relatório é certificado de acordo com a regulamentação Brasileira e aparece em posição de destaque, sendo esse o primeiro nome da lista de assinaturas encontrada na página inicial desse relatório. Analistas certificados estão identificados em negrito no mesmo local mencionado.

Disclaimer

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A ("BTG Pactual S.A.") para ser distribuído pelo próprio BTG Pactual ou suas empresas afiliadas e subsidiárias, somente no Brasil, sob circunstâncias permitidas pela regulamentação vigente. BTG Pactual S.A. é o responsável pela distribuição desse relatório no Brasil. Nada nesse relatório constitui indicação de que a estratégia de investimento ou recomendações aqui citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal. Este relatório possui caráter informativo, não constitui material promocional e não foi produzido como uma solicitação de compra ou venda de qualquer ativo ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os dados que aparecem nos gráficos referem-se ao passado, a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os preços e demais informações contidas neste relatório são críveis e dignas de confiança na data de publicação do mesmo e foram obtidas de uma ou mais das fontes que seguem: (i) fontes expressas ao lado da informação; (ii) preço de cotação no principal mercado regulado do valor mobiliário em questão; (iii) fontes públicas confiáveis; ou (iv) base de dados do BTG Pactual S.A. Nenhuma garantia ou declaração, tanto expressa quanto implícita, é provida em relação à exatidão, abrangência ou confiabilidade das informações aqui contidas, com exceção das informações referentes ao BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas. Também não tem o intuito de ser uma declaração completa ou um resumo sobre os ativos, mercados ou estratégias abordados no documento. Em todos os casos, investidores devem conduzir suas próprias investigações e análises antes de proceder ou deixar de proceder qualquer ação relacionada aos valores mobiliários analisados neste relatório. BTG Pactual S.A. não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. BTG Pactual S.A. 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. BTG Pactual S.A. não tem obrigações fiduciárias com os destinatários deste relatório e, ao divulgá-lo, não apresenta capacidade fiduciária. O presente relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício do seu próprio julgamento. Opiniões, estimativas e projeções expressas aqui constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data na qual foi preparada e por isso, está sujeito a mudanças sem aviso e pode diferir ou ser contrário a opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual, BTG Pactual S.A. e suas afiliadas ou subsidiárias como resultado do uso de diferentes hipóteses e critérios. Preços e disponibilidade de instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a mudanças sem aviso. A análise contida aqui é baseada em diversas hipóteses. Diferentes hipóteses podem ter resultados substancialmente diferentes.

A metodologia de análise realizada nesse relatório, definida pelo analista signatário do presente relatório, busca identificar os movimentos históricos nos preços dos ativos, observando oportunidades de curto prazo e seguindo conceitos de linhas de tendência, médias móveis, figuras gráficas, equilíbrio, resistência, suporte, entre outros. Não se confunde, portanto, com a Análise Fundamentalista tradicionalmente divulgada por outros analistas do Banco BTG Pactual S.A., baseada em metodologia e premissas distintas, podendo apresentar recomendações divergentes das aqui expostas para o mesmo ativo avaliado.

Cada investidor deve, portanto, analisar cada relatório de forma independente. Os analistas responsáveis pela preparação deste relatório podem interagir com a mesa de operações, mesa de vendas e outros departamentos, com o intuito de reunir, sintetizar e interpretar informações de mercado. BTG Pactual S.A. não está sob a obrigação de atualizar ou manter atualizada a informação contida neste relatório. 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 BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiadas do 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 BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte. Os ativos mencionados neste relatório podem não estar disponíveis para venda em todas as jurisdições ou para certas categorias de investidores. Opções, derivativos e futuros não são adequados a todos os investidores e a negociação desses tipos de instrumentos é considerada arriscada. Hipotecas e ativos lastreados em títulos de crédito podem envolver alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta às taxas de juros ou outras variáveis de mercado. Performance passada não é indicação de resultado futuro. Se um instrumento financeiro é cotado em uma moeda que não a do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar de forma adversa o valor, o preço ou o retorno proveniente de qualquer ativo mencionado nesse documento e o leitor deve considerar o risco relacionado ao descasamento de moedas. Este relatório não leva em consideração objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades especiais de nenhum investidor em particular. Investidores devem buscar orientação financeira baseada em suas particularidades antes de tomar qualquer decisão de investimento baseadas nas informações aqui contidas. Para recomendações de investimento, execução de ordens de negociação ou outras funções correlacionadas, os clientes devem contatar seus representantes de vendas locais. O BTG Pactual S.A., 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 presente relatório. Qualquer preço apresentado neste relatório possui caráter informativo e não representa avaliação individual do valor de mercado do ativo ou outro instrumento. Não há garantias de que qualquer transação pode ou pôde ter sido efetuada nos preços apresentados neste relatório. Os preços eventualmente apresentados não necessariamente representam os preços contábeis internos ou os preços teóricos provenientes de avaliação por modelos do BTG Pactual S.A. e podem estar baseados em premissas específicas. Premissas específicas assumidas pelo BTG Pactual S.A. ou por terceiros podem ter resultados substancialmente diferentes. Este relatório não pode ser reproduzido ou distribuído por qualquer outra pessoa, parcialmente ou em sua totalidade, sem o prévio consentimento por escrito do BTG Pactual S.A.. Informações adicionais acerca dos instrumentos financeiros mencionados nesta apresentação estão disponíveis sob consulta, as dúvidas devem ser encaminhadas para BTG Pactual CTVM S.A. (+55 11 3383-2638), Avenida Brigadeiro Faria Lima, 3477, 14º andar, São Paulo, SP, Brasil, 04538-133. 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 e dos possíveis conflitos de interesse, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse https://www.btgpactualdigital.com/analises