

Cosan (CSAN3)

Compra

sexta-feira, 26 de novembro de 2021

Última cotação	R\$ 21,30
Preço-Alvo	R\$ 28,90
Potencial de Valorização	35,7%

INDICAÇÃO

Atualizamos nossas premissas para Cosan após os resultados do 3T21 e continuamos recomendando a companhia, acreditando que CSAN3 é um bom player para surfar o processo de transição energética do país tanto através da Raizen como de Compass. Mesmo reduzindo nosso preço-alvo após assumirmos novas premissas macro, enxergamos a companhia sendo transacionada atualmente a 7,0x EV/Ebitda, um desconto implícito de dois dígitos percentuais frente a sua média nos últimos dois anos. Classificamos os últimos movimentos, como a realização de parcerias para entrada no setor de mineração e de assinatura de veículos, como opcionalidades que ainda não se encontram valoradas em nossas projeções.

RESUMO

A Cosan é uma holding que abrange as operações de Compass, Moove, Rumo e Raizen, em uma JV com a Shell. A Compass atua em toda a cadeia de gás, ao passo que a Moove atua no setor de lubrificantes. Já a Raizen é a segunda maior distribuidora de combustíveis do Brasil, a maior fabricante de etanol de cana de açúcar do país e a maior exportadora individual de cana do globo. A Rumo é a maior operadora ferroviária independente do país.

TESE DE INVESTIMENTOS

Ritmo Intenso: Na Raizen, companhia emprega estratégias distintas em Energia (Açúcar & Renováveis) e em Combustíveis & Proximidades. Nesta, empresa se beneficia de cenário de recuperação da atividade econômica do Brasil. A operação na Argentina também vem apresentando evolução. Monitoramos ainda a parceria com a Oxxo e a nova atuação da companhia no segmento Proximidades.

Descarbonização: Na Raizen Energia, estratégia é aliar ganhos de produtividade com sustentabilidade. Preços atrativos em açúcar e melhora do preço internacional do petróleo, favorecendo a penetração de etanol, podem ajudá-la a monetizar sua operação. Estratégia envolve ainda investimentos em canavial, na terceirização da produção de cana, bem como em oportunidades de trading de energia e investimento em renováveis. A aquisição da Biosev pode lhe proporcionar maior escala e facilitar o aumento de suas margens. Ademais, acreditamos que através das novas soluções providas pelas usinas de Raizen, Cosan pode se tornar um player global atrelado ao processo de descarbonização, atraindo investidores dispostos a investir na agenda verde.

Abertura do setor de gás: Na Compass, player completo do setor de gás, a definição de novo escopo nacional pode revelar grandes oportunidades. Esperamos o entendimento do Cade sobre a aquisição da Gaspetro e com a melhora de cenário, a subsidiária poderia observar seu IPO ser cogitado novamente.

Acelerando com a Moove: Na Moove, a melhora na assertividade do posicionamento em produção, vendas e distribuição na cadeia de valor de lubrificantes é o principal trunfo para majoração de receitas. Cosan também flerta com uma futura oferta de ações envolvendo a empresa.

Rumo: Na Rumo, a quebra da safra de milho resultou em queda nos volumes transportados neste 3T21. Ainda assim, a operação segue tendo potencial. O objetivo de Cosan é obter CAGR por volta de 10% a.a. até 2023 e expandir tanto a operação de transporte ferroviário, como terminais e contêineres.

RISCOS

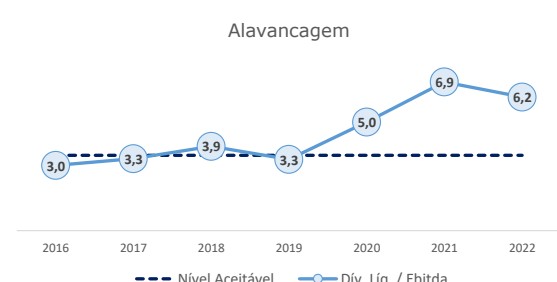
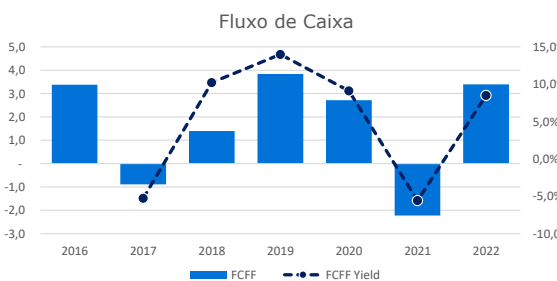
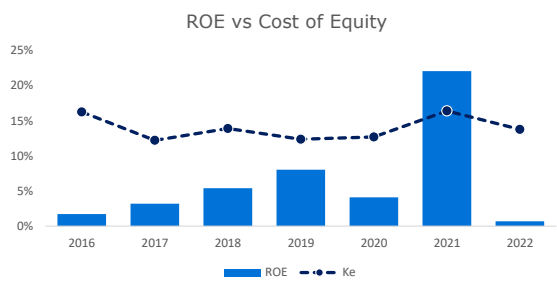
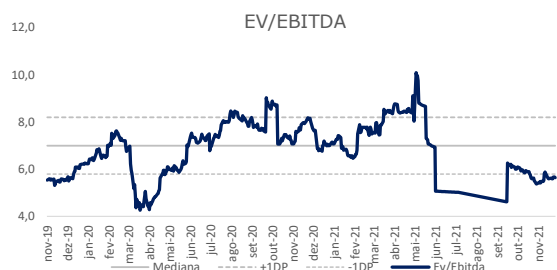
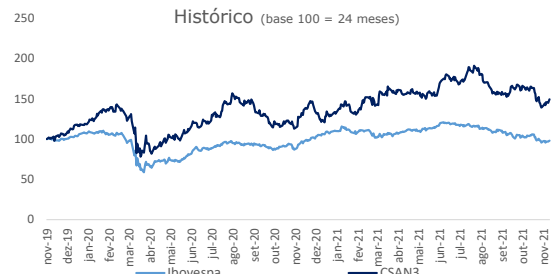
Ciclicidade: A ciclicidade da operação de distribuição de combustíveis é um dos principais fatores de risco para a empresa. No caso de Cosan, a maior exposição cambial por conta da operação Argentina é mais um fator a ser considerado.

Commodities: Companhia é amplamente dependente de preços de commodities negociados em mercados futuros. Alterações nos preços de açúcar, etanol e petróleo podem prejudicar a sua operação.

Fósséis: A representação do segmento de combustíveis nas receitas vem caindo, passando de 77,8% da receita líquida em 2017, 73,9% em 2018 e 70,3% em 2019, mas ainda se encontra em patamar amplamente superior aos demais segmentos. Intenção da companhia é acentuar percentual proveniente de renováveis. Migração deve incentivar necessidade de disponibilização de maiores montantes de capex e requerer assertividade na seleção de projetos por parte da companhia.

Governança: Embora a reestruturação da companhia tenha sido positiva, a estrutura societária de Cosan continua evidenciando um extenso laço entre a família fundadora e a companhia, o que pode criar desconfiança em função de sua governança. Ademais, a companhia transaciona com um desconto de holding, sendo negociado com um deságio superior à 10% frente o valor da soma de suas partes englobando Raizen, Moove, Compass, Rumo e seu segmento Corporativo.

Mercado de distribuição de combustíveis no Brasil: Uma possível mudança regulatória no downstream brasileiro que afetasse diretamente o preço de derivados poderia reduzir as margens da companhia e sensibilizar as oportunidades de crescimento neste segmento.



Ebitda = Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização.

P/E ratio = relação entre preço da ação sobre lucro por ação

ROE = retorno sobre o capital próprio

Ke = custo do capital próprio

FCF = Fluxo de Caixa Livre

RESUMO - Balanço Patrimonial, DRE e Fluxo de Caixa

R\$ milhões

Balanço Patrimonial	3T20	4T20	1T21	2T21	3T21	2020	2021	2022
Ativo Total	110.200,2	109.223,3	103.779,5	111.068,0	135.726,8	109.223,3	148.135,9	161.548,5
Caixa & Aplicações	15.349,2	15.354,3	11.189,6	10.968,7	19.032,4	15.354,3	9.167,8	11.185,1
Estoques	5.842,3	5.094,0	3.777,5	5.215,6	8.295,1	5.094,0	7.745,7	8.406,2
Contas à Receber	3.601,3	3.924,8	4.215,7	4.541,9	5.809,3	3.924,8	5.831,4	6.312,8
Outros Ativos CP	11.289,4	11.705,6	10.828,4	14.767,2	20.343,6	11.705,6	17.392,0	18.827,8
Outros Ativos LP	51.632,8	50.001,8	49.365,1	50.667,0	55.561,8	50.001,8	74.291,8	80.425,2
Ativo Fixo	22.485,3	23.142,8	24.403,3	24.907,5	26.684,6	23.142,8	33.707,3	36.391,4
Passivo & PL	110.200,2	109.223,3	103.779,2	111.068,0	135.726,8	109.223,3	148.135,9	161.548,5
Fornecedores	7.017,5	7.285,7	7.765,6	9.184,3	10.557,5	7.285,7	11.078,1	12.022,9
Dívida (Curto Prazo)	7.749,7	8.002,8	5.798,3	9.285,1	11.522,2	8.002,8	13.244,9	14.856,8
Outros Passivos CP	5.749,8	7.086,8	5.129,9	6.658,6	10.428,5	7.086,8	10.459,9	11.409,6
Dívida (Longo Prazo)	51.795,3	48.515,6	45.535,0	44.359,9	53.935,4	48.515,6	61.999,4	69.544,7
Outros Passivos LP	17.183,2	17.328,7	17.727,1	19.332,0	21.518,1	17.328,7	26.272,1	28.503,7
Patrimônio Líquido	20.704,7	21.003,7	21.823,3	22.248,2	27.765,2	21.003,7	25.081,4	25.210,8

R\$ milhões

DRE (R\$ mil)	3T20	4T20	1T21	2T21	3T21	2020	2021	2022
Receita Líquida	19.509,3	22.534,0	22.511,9	25.246,6	31.016,7	75.258,6	111.818,0	121.049,5
CMV	(16.595,1)	(19.879,6)	(19.802,6)	(22.274,9)	(27.792,6)	(65.697,9)	(99.895,6)	(108.414,7)
Lucro Bruto	2.914,2	2.654,4	2.709,3	2.971,7	3.224,1	9.560,7	11.922,4	12.634,8
<i>Margem Bruta</i>	14,9%	11,8%	12,0%	11,8%	10,4%	12,7%	10,7%	10,4%
Total de Despesas Op.	(1.194,3)	(1.441,7)	(1.140,1)	(910,8)	(1.454,0)	(4.560,1)	(4.894,0)	(5.955,7)
EBIT	1.719,9	1.212,6	1.569,2	2.060,8	1.770,1	5.000,6	7.028,4	6.679,0
Resultado Fin.	(956,1)	(751,5)	(433,8)	(353,5)	(1.337,8)	(2.699,6)	(1.302,2)	(6.341,6)
IR & CSLL	(236,8)	(375,0)	(75,9)	(563,5)	(59,7)	(771,2)	(2.642,9)	(92,1)
Lucro Líquido	222,9	(112,0)	827,7	942,4	3.264,7	859,5	5.528,2	172,5
<i>Margem Líquida</i>	1,1%	(0,5)%	3,7%	3,7%	10,5%	1,1%	4,9%	0,1%
EBITDA	2.518,5	2.132,3	2.828,4	3.315,2	196,3	8.153,3	9.564,1	11.796,5
<i>Margem Ebitda</i>	12,9%	9,5%	12,6%	13,1%	0,6%	10,8%	8,6%	9,7%
Crescimento Ano/Ano								
Receita Líq.	-6,5%	7,0%	14,7%	85,9%	59,0%	-5,8%	48,6%	8,3%
EBITDA	-13,9%	-15,9%	34,1%	137,9%	67,5%	-11,4%	17,3%	23,3%
Lucro Líq.	-60,2%	-131,4%	28,0%	824,8%	10,6%	-34,7%	543,2%	-96,9%

R\$ milhões

Fluxo de Caixa	3T20	4T20	1T21	2T21	3T21	2020	2021	2022
EBIT	1.719,9	1.212,6	1.569,2	2.060,8	1.770,1	5.000,6	7.028,4	6.679,0
(-) IR & CSLL	(236,8)	(375,0)	(75,9)	(563,5)	(59,7)	(771,2)	(2.642,9)	(92,1)
(+) Depreciação & Amort.	798,6	919,7	1.259,2	1.254,3	(1.573,8)	3.152,7	2.535,7	5.117,5
(-) Δ Capital de Giro	(2.522,2)	1.613,6	425,8	(2.755,7)	(4.780,1)	(1.215,0)	(3.079,1)	(683,3)
(-) CAPEX	(510,5)	(562,0)	(1.945,0)	(1.098,5)	(2.887,6)	(2.534,0)	(6.592,0)	(5.447,2)
(=) FCFP	(751,1)	2.809,0	1.233,3	(1.102,6)	(7.531,1)	3.633,1	(2.749,8)	5.573,9

DISCLAIMER

O(s) analista(as) de investimento envolvido(s) na elaboração do presente relatório declara(m) que as recomendações aqui contidas refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre as companhias e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Ativa S.A. Corretora de Títulos, Câmbio e Valores.

A remuneração variável do(s) analista(s) responsável(eis) pelo presente relatório depende parcialmente das receitas resultantes da atividade de intermediação da Ativa S.A. Corretora de Títulos, Câmbio e Valores. Todavia, dita remuneração está estruturada de forma a preservar a imparcialidade do(s) analista(s).

RESEARCH

ANÁLISE DE EMPRESAS

Ilan Arbetman, CNPI-P
research@ativainvestimentos.com.br

ATENDIMENTO

0800 285 0147

OUVIDORIA

0800 717 7720

INSTITUCIONAL

**AÇÕES | RENDA FIXA |
MERCADOS FUTUROS**

Mesa RJ: (55 21) 3515-0290
Mesa SP: (55 11) 3339-7036

SALES

Institucional: Tel.: (55 21) 3515-0202

PESSOA FÍSICA

Mesa SP (55 11) 3896-6994/6995/6996
Mesa RJ (55 21) 515-0256/3958-0256
Mesa MG (55 31) 3025-0601
Mesa PR (55 41) 3075-7400
Mesa RS (55 51) 3017-8707
Mesa GO (55 62) 3270-4100