

Setor sucroalcooleiro: revisão de preços

23 de novembro de 2023

Por **Daniel Cobucci, CNPI**





Jalles & São Martinho

Setor sucroalcooleiro: revisão de preços após resultados do 2S24*

O açúcar vem sendo negociado com os mais altos preços desde 2011, dada a menor oferta global, já que o clima excepcionalmente seco, uma das consequências do fenômeno EL Niño, prejudicou as colheitas na Índia e na Tailândia, o segundo e o terceiro maiores exportadores do mundo, logo atrás do Brasil. Agrava a situação para o déficit global de açúcar os estoques, que se encontram nos níveis mais baixos dos últimos 13 anos, e o fato de o principal aumento de produção vir do Brasil, que passa por um gargalo logístico em portos, o que tem reduzido as entregas e contribuído para sustentar as elevações nos preços, com embarques levando até 40 dias. O atraso logístico ainda deve se complicar com o término das colheitas de safras recordes de milho e soja, dada a necessidade de uso da infraestrutura para também exportar tais grãos.

De modo geral, as **companhias sucroenergéticas brasileiras têm aproveitado essas boas condições de preços no mercado global para aumentar suas posições fixadas em açúcar (hedge), ao mesmo tempo em que têm seus resultados contrabalanceados por dados menos favoráveis no segmento de etanol**, já que, apesar da flexibilidade, boa parte do setor não tem estrutura para aumentar seu mix de açúcar.

Neste relatório, **revisamos as estimativas da São Martinho e da Jalles, introduzindo o novo preço-alvo 2024E de R\$ 42,00 para SMT03, mantendo a recomendação neutra, e o novo preço-alvo 2024E para JALL3 de R\$ 12,50, mantendo a recomendação compra**. Seguimos otimistas com as companhias do setor, com destaque para a Jalles, que entendemos estar mais descontada em relação à São Martinho (EV/EBITDA de 3,3x da Jalles, ante 4,8x da SMT03).

O setor conta com diversos elementos positivos para sua tese, com destaque para: (i) ganhos de produtividade na atual safra, com a melhora climática observada ao longo do ano; (ii) dinâmica de preços de açúcar excepcionalmente alta, dada a previsão de déficit global; (iii) modesta retomada nos volumes de etanol no mercado doméstico, ainda que com preços reduzidos; e (iv) menores custos de fertilizantes e insumos, apesar do custo com mão de obra provavelmente seguir como detrator das margens.

**Refere-se ao primeiro semestre do ano-safra de 2023/24, que se iniciou em abril/2023 e terminará em março/2024.*



Jalles & São Martinho

Ticker	JALL3	Recomendação	Compra
Variação 30 dias		Preço em 22-nov-2023	
Variação em 2023		Preço-alvo 31-dez-2024	
Variação 12 meses		Potencial de Valorização	
Mínimo 12 meses		Valor de mercado (R\$ bilhões)	
Máximo 12 meses			

Ticker	SMT03	Recomendação	Neutra
Variação 30 dias		Preço em 22-nov-2023	
Variação em 2023		Preço-alvo 31-dez-2024	
Variação 12 meses		Potencial de Valorização	
Mínimo 12 meses		Valor de mercado (R\$ bilhões)	
Máximo 12 meses			

Fonte: Bloomberg e BB Investimentos



Jalles

Jalles: Valuation e preço-alvo 2024e

Nossas estimativas para a Jalles resultam em um **preço-alvo para 2024e de R\$ 12,50 para JALL3**. Nossa avaliação deriva de um método de fluxo de caixa descontado (DCF) de dez anos, assumindo um WACC em 11,2% e um crescimento na perpetuidade (g) de 3,5%.

A companhia divulgou ontem (22) os dados da conclusão da moagem da safra 2023/24, com robusto crescimento na produção (fruto da aquisição da Usina Santa Vitória [USV], que adicionou 2.031,4 milhões de toneladas de cana) e aumento de 8,3% na produtividade (TCH), justamente com a maior elevação vindo da USV pelas mudanças no manejo do solo e ajuste nas variedades plantadas. Em nossa visão, o início das obras para implementação de usina de cana de açúcar e a fixação de preços para essa produção foi um acerto por parte da companhia, que comprou a usina por um excelente preço e deve poder capturar boa parte dos ganhos atuais com o adoçante, dado que a USV atualmente só produz etanol.

A Jalles é a maior exportadora de açúcar orgânico do mundo, além de produzir etanol e atuar nos mercados de cogeração de energia, produtos saneantes e levedura. Uma das vantagens é que a companhia foca em produtos de maior valor agregado, o que resulta em um terço de suas receitas estarem associadas a produtos não *commodity*, com destaque para o açúcar orgânico, o que implica em uma volatilidade nas receitas menor do que a de seus pares.

Cents/Libra	1T22/23	2T22/23	3T22/23	4T22/23	22/23	23/24e	24/25e
Açúcar	22,25	25,06	24,11	27,09	24,63	25,54	24,01

Estimativas (R\$ milhões)		Premissas	
Valor para a Firma (R\$ milhões)	4.086	Beta	0,93
Dívida Líquida	-1.111	WACC	11,2%
Valor para o acionista	2.975	Taxa livre de risco	4,9%
Número de ações (milhões)	238.802	Prêmio de risco	4,6%
Preço alvo JALL3 (dez/24)	12,5	Crescimento na perpetuidade	3,5%

Fonte: Jalles, Bloomberg e BB Investimentos.



Jalles

Destaques Financeiros

R\$ milhões	2021/2022	2022/2023	2023/2024 E	2024/2025 E	2025/2026 E
Receita Líquida	1.449.073	1.707.488	2.050.588	2.432.347	2.376.795
Açúcar	779.060	849.928	997.799	1.162.346	1.108.803
Etanol	772.162	826.991	1.190.740	1.400.853	1.385.098
Cogeração	0	0	122.732	159.282	159.282
Outros	195.284	88.320	96.241	101.329	106.787
Margem Bruta (%)	52,1%	32,0%	44,8%	36,4%	36,4%
EBIT Ajustado	735.490	968.676	752.105	696.408	672.957
EBITDA Ajustado	1.098.043	1.589.837	1.420.893	1.447.763	1.441.825
Margem EBITDA Ajustada (%)	93,1%	69,3%	59,5%	60,7%	62,1%
Dívida Líquida	148.102	1.111.459	879.706	817.434	722.191

DRE Sintético

R\$ milhões	2021/2022	2022/2023	2023/2024 E	2024/2025 E	2025/2026 E
Receita Líquida	1.449.073	1.707.488	2.050.588	2.432.347	2.376.795
CPV	-693.741	-1.160.457	-1.132.514	-1.546.523	-1.511.560
Lucro bruto	755.332	547.031	918.074	885.824	865.236
Despesas Operac.	-200.126	-240.087	-268.824	-300.761	-301.120
EBIT	555.206	306.944	649.250	585.063	564.116
(+/-) Resultado Financeiro	-298.303	-268.946	-383.393	-194.461	-231.842
EBT	453.641	707.687	368.712	501.946	441.115
Lucro Líquido	352.377	731.918	360.710	491.053	431.542

Fonte: Jalles e BB Investimentos



Jalles

Múltiplos

R\$ milhões	2021/2022	2022/2023	2023/2024 E	2024/2025 E	2025/2026 E
ROE	25,4%	37,8%	16,3%	17,4%	13,5%
EV / EBITDA	3,7	2,6	2,9	2,8	2,8
P/L	8,2	3,9	8,0	5,9	6,7
LPA (R\$)	1,5	3,1	1,5	1,9	1,6

Análise de sensibilidade

Preço-alvo 24E					
	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%
2,5%	13,2	12,4	11,7	11,1	10,5
3,0%	13,7	12,8	12,1	11,4	10,8
3,5%	14,3	13,3	12,5	11,7	11,0
4,0%	14,9	13,8	12,9	12,1	11,4
4,5%	15,6	14,4	13,4	12,5	11,7

EV/EBITDA 24E					
	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%
2,5%	3,0x	2,9x	2,8x	2,6x	2,5x
3,0%	3,1x	2,9x	2,8x	2,7x	2,6x
3,5%	3,2x	3,0x	2,9x	2,8x	2,6x
4,0%	3,3x	3,1x	2,9x	2,8x	2,7x
4,5%	3,4x	3,2x	3,0x	2,9x	2,8x

Fonte: Jalles e BB Investimentos



São Martinho

São Martinho: Valuation e preço-alvo 2024e

Nossas estimativas para a São Martinho resultam em um **preço-alvo para 2024 de R\$ 42,00 para SMTO3**. Nossa avaliação deriva de um método de fluxo de caixa descontado (DCF) de dez anos, assumindo um WACC em 11,3% e um crescimento na perpetuidade (g) de 3,5%.

A São Martinho apresentou bons números no 2S24, com elevação de 19% na produtividade (TCH), e elevação de 9,1% a/a no ATR total produzido, com avanço de 4,6% na cana processada, dada a melhora climática e avanços na produtividade. No último trimestre, a companhia deu início à comercialização de etanol de milho na unidade Boa Vista, com processamento de 213 mil toneladas de milho no 1S24, o que entendemos como positivo, na medida em que diversifica riscos e custo de insumos, além de abrir novos caminhos para aumento na produção.

Neste ano, com a combinação de maior disponibilidade de matéria-prima e menor quantidade de dias úteis de colheita (consequência do EL Niño), espera-se que a companhia cumpra o *guidance* e deixe um contingente de cana bisada para a safra 2024/25. Nossa projeção de volume de moagem para 23/24 é de um aumento de 7,4% a/a, para 21.500 milhões de toneladas, com um ATR projetado na ordem de R\$ 143 (+2% a/a). Consideramos um *mix* de 47% de açúcar e 53% de etanol, em linha com o *guidance* da companhia. **A manutenção da recomendação neutra se deve ao *upside* limitado e também pela análise relativa de múltiplos, sob a qual a companhia nos parece mais cara do que pares** como a Jalles (EV/EBITDA de 3,3x da Jalles, ante 4,8x da SMTO3). Ainda assim, é importante notar que a São Martinho é uma companhia maior (tem um *market cap* quase 5x superior ao da Jalles) e com *track record* mais longo de entrega de bons resultados. Deste modo, cabe notar que dada a taxa de desconto (wacc) similar para ambas companhias, investidores podem preferir utilizar uma taxa maior para a Jalles (devido à menor liquidez e tamanho). Se for o caso, podem ser utilizados os dados da simulação de wacc para refletir tais percepções, vide página 6 deste relatório.

Estimativas (R\$ milhões)		Premissas	
Valor para a Firma (R\$ milhões)	17.978	Beta	1,02
Dívida Líquida	-3.269	WACC	11,3%
Valor para o acionista	14.709	Taxa livre de risco	4,9%
Número de ações (milhões)	350.803	Prêmio de risco	4,6%
Preço alvo SMTO3 (dez/24)	42,0	Crescimento na perpetuidade	3,5%

Fonte: São Martinho, Bloomberg e BB Investimentos.



São Martinho

Destaques Financeiros

R\$ milhões	2021/2022	2022/2023	2023/2024 E	2024/2025 E	2025/2026 E
Receita Líquida	5.760	6.646	7.463	7.780	7.364
Açúcar	2.347	2.613	3.590	3.749	3.518
Etanol	2.991	3.474	3.272	3.400	3.192
Cogeração	230	196	223	244	259
Outros	193	362	377	388	395
Margem Bruta (%)	42,3%	30,7%	37,7%	41,6%	39,3%
EBIT Ajustado	2.413	2.077	2.698	3.063	2.410
EBITDA Ajustado	3.554	3.356	3.582	4.125	3.869
Margem EBITDA Ajustada (%)	54,9%	50,6%	48,0%	53,0%	52,5%
Dívida Líquida	2.916	3.546	3.269	2.691	2.231

DRE Sintético

R\$ milhões	2021/2022	2022/2023	2023/2024 E	2024/2025 E	2025/2026 E
Receita Líquida	5.720	6.628	7.463	7.780	7.364
CPV	-3.300	-4.590	-4.652	-4.543	-4.472
Lucro bruto	2.420	2.038	2.811	3.237	2.892
Despesas Operac.	-423	-437	-512	-474	-483
EBIT	1.997	1.601	2.299	2.763	2.409
(+/-) Resultado Financeiro	-473	-883	-469	-583	-373
EBT	1.524	718	1.830	2.180	2.036
Lucro Líquido	1.066	540	1.400	1.702	1.643

Fonte: São Martinho e BB Investimentos



São Martinho

Múltiplos

R\$ milhões	2021/2022	2022/2023	2023/2024 E	2024/2025 E	2025/2026 E
ROE (ajust.)	20,0%	9,1%	20,1%	20,6%	17,3%
EV / EBITDA	5,1	5,4	5,0	4,4	4,6
P/L	13,8	27,2	10,5	8,6	8,9
LPA (R\$)	3,0	1,5	4,0	4,9	4,7

Análise de sensibilidade

Preço-alvo 24E					
	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
2,5%	45,0	41,0	38,0	36,0	34,0
3,0%	47,0	43,0	40,0	37,0	35,0
3,5%	50,0	45,0	42,0	39,0	36,0
4,0%	53,0	48,0	44,0	41,0	38,0
4,5%	56,0	51,0	46,0	42,2	38,9

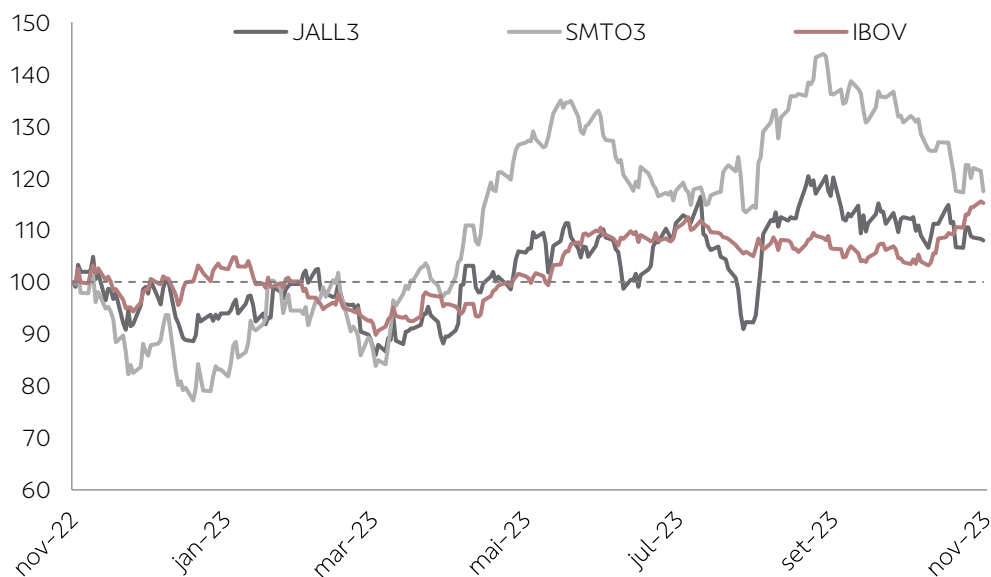
EV/EBITDA 24E					
	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
2,5%	4,9x	4,7x	4,5x	4,3x	4,1x
3,0%	5,0x	4,8x	4,6x	4,4x	4,2x
3,5%	5,2x	4,9x	4,7x	4,5x	4,3x
4,0%	5,4x	5,1x	4,8x	4,6x	4,4x
4,5%	5,6x	5,3x	5,0x	4,7x	4,5x

Fonte: São Martinho e BB Investimentos



Jalles & São Martinho


JALL3 vs SMT03 vs IBOV



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos



Siga os conteúdos do **BB Investimentos** nas redes sociais.

Clique em cada ícone para acessar. 



Playlist
BB | Economia e Mercado



Canal Podcast
BB | Empreendedorismo e Negócios



bb.com.br/analises



bb.com.br/carteirasugerida





Disclaimer

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 Resolução CVM 20/2021, 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), e 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.



Disclaimer

Informações Relevantes: **analistas de valores mobiliários.**

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					
	1	2	3	4	5	6
Daniel Cobucci	X	X	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-

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.



Disclaimer

Mercado de Capitais | Equipe Research

Diretor BB-BI

Geraldo Morete Júnior

morete@bb.com.br

Gerentes da Equipe de Pesquisa

Victor Penna

victor.penna@bb.com.br

Wesley Bernabé, CFA

wesley.bernabe@bb.com.br

Renda Variável

Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Mary Silva

mary.silva@bb.com.br

Melina Constantino

mconstantino@bb.com.br

Bancos e Serviços Financeiros

Rafael Reis

rafael.reis@bb.com.br

William Bertan

williambertan@bb.com.br

Educação e Saúde

Melina Constantino

mconstantino@bb.com.br

William Bertan

williambertan@bb.com.br

Imobiliário

André Oliveira

andre.oliveira@bb.com.br

Óleo e Gás

Daniel Cobucci

cobucci@bb.com.br

Sid. e Min, Papel e Celulose

Mary Silva

mary.silva@bb.com.br

Transporte e Logística

Luan Calimério, CFA

luan.calimerio@bb.com.br

Utilities

Rafael Dias

rafaeldias@bb.com.br

Varejo

Georgia Jorge

georgiadaj@bb.com.br

Fundos Imobiliários

Richardi Ferreira

richardi@bb.com.br

BB Securities - London

Managing Director – Tiago Alexandre Cruz

Henrique Catarino

Bruno Fantasia

Gianpaolo Rivas

Niklas Stenberg

Banco do Brasil Securities LLC - New York

Managing Director – Andre Haui

Marco Aurélio de Sá

Leonardo Jafet