



ÁGORA
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

Análise de Empresas

3tentos



18/11/2024

Acelerando o passo – Aumentando estimativas e preço-alvo

No último dia 14/11, a 3tentos sediou seu Dia do Investidor de 2024, que marcou 3 anos desde o IPO da empresa. Este período não foi fácil, e ficou marcado por praticamente todos os riscos que os investidores haviam levantado se materializando, incluindo: (i) volatilidade dos preços das commodities e insumos agrícolas (favoravelmente ou desfavoravelmente), (ii) uma redução nos mandatos de mistura de biodiesel, (iii) déficits severos de safra, (iv) risco de crédito e (v) uma reforma tributária. Embora os ganhos tenham frustrado as expectativas, acreditamos que navegar por todos esses testes de estresse serviu para provar a resiliência do modelo de negócios da 3tentos e a capacidade de execução de sua equipe de gestão. Agora, com quase tudo isso no espelho retrovisor e os investimentos no estado Mato Gross (MT) amadurecendo, nossa sensação é que a empresa está entrando em um novo estágio no qual o crescimento dos resultados se correlacionará mais de perto com as melhorias contínuas nos fundamentos de seus negócios. O evento teve uma mensagem positiva não apenas sobre o estado atual das coisas, mas especialmente sobre o que ainda está por vir.

O varejo de insumos agrícolas será cada vez mais sobre B2B do que B2C, e o modelo de negócios da 3tentos é construído para isso. O setor agrícola provou ser um dos mais vibrantes do Brasil, ostentando décadas de ganhos contínuos de produtividade e crescimento. Em um mercado cada vez mais competitivo, a complexidade do negócio aumentou, levando os agricultores a profissionalizar cada vez mais suas operações. Os agricultores estão agindo mais como empresas, buscando um portfólio completo e integrado de soluções (insumos agrícolas, crédito, hedge, negociação de grãos, novas tecnologias e assim por diante), em vez de serem apenas compradores de insumos e vendedores de grãos. Nesse sentido, os varejistas de insumos agrícolas tiveram que adaptar seus modelos de negócios para lidar com outros negócios especializados (B2B), em vez de puramente clientes (B2C). Esse é o cenário que está impulsionando a consolidação no setor de insumos agrícolas e que deve continuar a fazê-lo nos próximos anos. Durante o evento, a gerência reforçou sua confiança no modelo de negócios integrado varejo-comércio-indústria da 3tentos como o mais apto a fornecer esse portfólio completo que os agricultores estão cada vez mais buscando. Tem sido e deve continuar sendo tudo sobre a sinergia entre suas unidades de negócios. Por exemplo, a operação comercial no estado de MT tem sido muito importante para trazer clientes para o braço de varejo, e não o contrário (como costumava ser). A expansão para outras regiões pode ser parte da meta de 2030 da 3tentos de atingir 100 lojas de varejo (de 70 em 2024), mas o modelo de negócios integrado deve ser preservado em qualquer nova região para a qual a empresa se expanda.

Era um plano de expansão para 2030 ou 2027? A expansão de 60% na moagem de soja está chegando. A 3tentos deve expandir suas plantas de moagem de soja ao longo de 2025 para atingir uma capacidade de 10,4 mil toneladas/dia até o final do ano (vs. 6,6 mil toneladas/dia no início de 2024). Em seu plano original, isso foi apontado como uma meta para 2030. Embora nossa percepção seja de que a meta original pode ter sido sempre conservadora, a empresa acelerou seus planos, pois: (i) busca capitalizar o ambiente atualmente favorável para margens de esmagamento, especialmente sustentado por crescentes mandatos de mistura de biodiesel, e (ii) ganhou confiança em sua própria capacidade de execução no estado de MT, que incluiu a obtenção de soluções logísticas para seus volumes crescentes. Além disso, a capacidade de produção de biodiesel também deve atingir 3 mil m³/dia (20% acima do plano original) até o final de 2025 (vs. 2030), enquanto a planta de etanol de milho deve iniciar as operações em 2026 e ter capacidade de produção de etanol 31% acima do plano original. Em geral, até 2027, a 3tentos terá concluído tudo (e ainda mais) do que havia se proposto a fazer no negócio da indústria até 2030.

Henrique Brustolin 

J. Ricardo Rosalen 

A ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas.

Abordando algumas das principais resistências ao etanol de milho. A gerência forneceu mais detalhes sobre os principais elementos por trás do negócio incipiente de etanol de milho. Nota: (i) A originação de biomassa deve vir de terceiros para os primeiros 6 anos da planta aproximadamente, enquanto a 3tentos está agora desenvolvendo sua própria produção de biomassa para os anos seguintes. Em boa parte, isso envolve a empresa arrendando a terra e encontrando parceiros que gerenciarão as operações do dia a dia. Espera-se que os preços da matéria-prima estejam pelo menos em linha com outras regiões do estado de MT; (ii) O suprimento de milho na região do Vale do Araguaia é amplo (a 3tentos já está originando milho suficiente para operar a planta), mas também há muito espaço para que as áreas de pastagem continuem sendo convertidas em grãos (o negócio de varejo naturalmente se beneficia disso); (iii) As vendas de DDGS (farelo de milho) devem ocorrer no mercado interno, com uma presença crescente de confinamentos, mas também exportações, onde a 3tentos espera que os preços estejam pelo menos em paridade com as exportações de DDGS dos EUA; e (iv) As vendas de etanol devem ganhar presença nos estados do Norte, embora o projeto tenha sido orçado com base em suposições de preços mais conservadoras. Nossa percepção é que os preços do etanol no estado de MT, que atualmente está com excesso de oferta e tem a menor paridade de preço de bomba para gasolina no país, podem servir como um piso para os preços realizados pela empresa quando a planta estiver em funcionamento.

Fechando o plano de crescimento: logística, sementes e novas culturas. Temos a percepção de que ainda há frutos fáceis de serem abordados na plataforma logística atual da empresa no estado de MT. Em particular, seus volumes de exportação de farelo de soja são quase totalmente enviados pela região do Arco Sul hoje, enquanto a soja que origina é arbitrada entre o Norte e o Sul em algumas regiões. Nesse sentido, o desbloqueio das exportações de farelo de soja pelo corredor Norte, que deve ocorrer quando a JV com a Caramuru entrar em operação, provavelmente proporcionará oportunidades de comercialização ainda melhores. A 3tentos também está desenvolvendo um projeto piloto para já começar a enviar volumes mais consistentes de farelo de soja pelo Norte em 2025, o que pode ajudar as margens no curto prazo. Além disso, a 3tentos passará a vender suas próprias sementes no estado de MT com base em um modelo de negócios que terceiriza a produção.

Nossa visão: Os resultados do 3T24 da 3tentos já haviam trazido elementos para apoiar nossa visão otimista sobre as ações, e o Dia do Investidor elevou ainda mais as apostas. À medida que incorporamos ambos em nosso modelo, vemos a 3tentos entregando um CAGR (crescimento ponderado médio anual) de EBITDA entre o período de 2024 a 2027 de 27%, com uma rentabilidade (ROIC) em 2027 de 18,7%, mais do que justificando o múltiplo P/L esperado para 2025 de 11,9x com um prêmio para o setor. Até 2026, o P/L deve cair para 7,8x e já estar em linha com o setor, apesar dos maiores perfis de crescimento e retorno da 3tentos. Aumentamos nossas estimativas de EBITDA para 2025 e 2026 em 20% e 25%, respectivamente, enquanto o crescimento além do atual ciclo de investimento não é contabilizado em nossos números. Nosso preço-alvo para 2025 agora é de R\$ 20,00 (de R\$ 18,00), implicando um múltiplo alvo P/L para 2025 e 2026 de 16,6x e 10,9x, respectivamente. Reiteramos nossa recomendação de Compra e classificamos a 3tentos como Top Pick do Agronegócio.

Atualização das estimativas:

3tentos R\$ milhões	2024					2025				
	Novo	Anterior	Δ%	Consenso	Δ%	Novo	Anterior	Δ%	Consenso	Δ%
Receita Líquida	11.666	11.281	3%	11.066	5%	14.650	12.940	13%	13.571	8%
Ebitda	847	708	20%	768	10%	1.028	825	25%	1.014	1%
Margem Ebitda	7,3%	6,3%	1,0 p.p	6,9%	0,3 p.p	7,0%	6,4%	0,6 p.p	7,5%	-0,5 p.p
Lucro Líquido	553	503	10%	631	-12%	602	499	21%	640	-6%

Fonte: Companhia e Bradesco BBI



ÁGORA
INVESTIMENTOS



Região Metropolitana (RJ e SP)
4004 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

ECONOMIA

Dalton Gardimam

Economista – Chefe

Maria Clara W. F. Negrão

Economista, CNPI

RESEARCH ÁGORA

José Francisco Cataldo Ferreira

CNPI – Superintendente de Research

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço

CNPI - Analista de Investimentos

Renato Cesar Chanes

CNPI - Analista de Investimentos

J. Ricardo Rosalen

CNPI-P - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte

Analista Assistente de Investimentos

ANÁLISE GRÁFICA

Ernani T. Reis

CNPI-T - Analista Gráfico

Henrique Procopio Colla

CNPI-P - Analista de Investimentos

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade



Acompanhe nossas redes sociais



Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora CTVM:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A., uma empresa gerenciada pela Cosan S.A. O Banco Bradesco S.A, detentor do Bradesco BBI e da Ágora CTVM, tem participação acionária indireta em Log Commercial Properties, Vitru e Zamp S.A.

Ágora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI pode prestar serviços relacionados a assessoria financeira/M&A para a(s) companhia(s) mencionada(s) neste relatório.

Bradesco BBI está participando como coordenador na Oferta Pública de Valores Mobiliários de Cosan S.A. e Localiza S.A.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: Ânima Educação S.A., Ambipar S.A., Americanas S.A., Assaí S.A., Auren Energia S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisnet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cogna S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Engie S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Localiza S.A., Movida S.A., Multiplan S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Tupy S.A., VALE S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru S.A. e Yduqs S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora CTVM participou, como instituição intermediária, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Ânima Educação S.A., Ambipar S.A., Assaí S.A., Auren Energia S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisnet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cemig S.A., Cogna S.A., CPFL Energia S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobrás S.A., Eletromidia S.A., Eneva S.A., Engie S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Jalles Machado S.A., Localiza S.A., Movida S.A., Multiplan S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Santos Brasil S.A., Tupy S.A., VALE S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru S.A. e Yduqs S.A.

A Ágora CTVM recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A., Enjoei S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).