

Cosan S.A. (CSAN3 – Compra)

A partir das informações reportadas no “Cosan Day 2019” vemos oportunidade de posicionamento na ação. Após um ano de 2018 desafiador, com aumento de custos, volatilidade e incertezas, que no conjunto pressionaram as margens, esperamos para 2019 melhora no resultado operacional e na lucratividade, norteadas pelo *guidance* apresentado.

A Cosan realizou ontem (19/março) em São Paulo o seu “Cosan Day 2019” com destaque para os seus principais investimentos. Como pano de fundo em 2018, as incertezas pré-eleição; o risco inflacionário e volatilidade cambial; as oscilações nos preços internacionais de petróleo e commodities agrícolas; e a greve dos caminhoneiros em maio, aspectos que no conjunto, afetaram a demanda por combustíveis, lubrificantes e gás natural. Some-se a isso a forte quebra na safra de cana-de-açúcar com mudança relevante do *mix* de produtos, com queda na produção de açúcar sem contrapartida nos preços internacionais. Mesmo assim o desempenho da Cosan tem sido consistente, com crescimento de EBITDA e alavancagem adequada, terminando o ano de 2018 em 2,1x o EBITDA.

Em termos de retorno sobre o capital investido, o ROIC da Raízen Combustíveis reduziu-se de 22% em 2017 para 20% em 2018, mas ainda num patamar importante e com perspectiva de melhora para 2019. Na Raízen Energia, o ROIC caiu de 11% para 7%, na mesma base de comparação, por maior volatilidade no preço do açúcar. Na Comgas, elevou-se de 13% para 15%, mantendo-se em 9% no Moove. Na Rumo o retorno mostrou elevação de 6% em 2017 para 8% em 2018. Olhando as companhias Holdings, na Cosan S.A. o ROIC manteve-se estável em 12% com elevação na Cosan Limited (CZZ) de 9% para 10%.

Tomando por base o *guidance* para 2019, na Cosan S.A. Consolidado Proforma, o EBITDA esperado situa-se entre R\$ 5,6 bilhões e R\$ 6,0 bilhões, e se compara ao EBITDA de R\$ 5,0 bilhões em 2018, equivalente a um crescimento de 16% quando comparado ao ponto médio do intervalo estimado.

Destaques das companhias investidas

Comgás. É a maior distribuidora de gás natural do país numa área que concentra 30% do PIB nacional. Nos últimos cinco anos a rede da companhia cresceu 8,9% em média por ano, através de uma adição média de 115 mil clientes/ano (CAGR de 7,4%). Mesmo assim, tanto o Capex quanto o Opex caíram, resultado de um crescimento com aumento de eficiência.

O EBITDA Normalizado cresceu 7,7% por ano em média, terminando 2018 em R\$ 1,94 bilhão, sendo esperado um EBITDA normalizado entre R\$ 1,95 bilhão a R\$ 2,1 bilhões para 2019, com investimentos entre R\$ 400 milhões e R\$ 900 milhões. Ao final de 2018 a alavancagem normalizada da companhia era

Victor Luiz de F Martins, CNPI

vmartins@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2565

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

Código	CSAN3	
Recomendação	COMPRA	
Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	45,79
Preço justo *	R\$ /ação	52,00
Potencial	%	13,6
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	31,52 - 46,44
(*) média Bloomberg.		

Dados da Ação			
Total de ações	milhões	392,5	
Ações Ordinárias	%	100,0	
Free Float	%	38,2	
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	64,1	
Valor de Mercado	R\$ milhões	17.973	

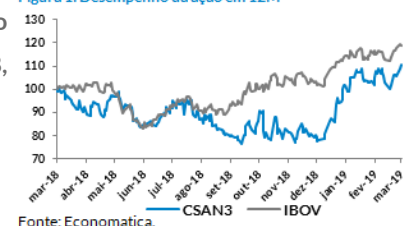
Desempenho da Ação	Dia	Ano	52 Sem.
CSAN3	1,8%	36,8%	10,6%
Ibovespa	-0,4%	13,3%	18,7%

Cotação de 19/3/2019

Principais Múltiplos	2018	2019E	2020E
P/L (x)	11,6	11,6	10,1
VE/EBITDA (x)	5,4	5,4	4,9
ROE (%)	13,0	12,2	13,0
Div. Liq./EBITDA aj. (12m) (x)	2,4	2,1	1,9
Receita Líquida (R\$ mm)	59.683	63.125	67.945
Lucro Líq. recorr. (R\$ mm)	1.291	1.550	1.785
Margem Bruta (%)	9,0	12,2	12,5
Margem EBITDA aj. (%)	8,4	8,8	9,0
Margem Líquida (%)	2,2	2,5	2,6
Payout (%)	26,8	35,0	35,0
Retorno Dividendo (%)	2,6	3,0	3,5
Cotação/VPA (x)	1,5	1,4	1,3

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

de 0,5x o EBITDA (ante 1,0x em dez/17), reflexo da estabilidade da dívida líquida e da maior geração de caixa ao longo do ano.

Processo de revisão tarifária deve estar concluído até maio de 2019. As perspectivas de crescimento estão presentes nos três principais segmentos da companhia: Industrial com foco na expansão do uso; comercial com crescimento via saturação; e no residencial através de crescimento de participação de mercado. Some-se o aumento de presença em clientes com maior valor unitário. Tendências apontam para um novo patamar de oferta e demanda no futuro, e a Comgas está bem posicionada para capturar esse crescimento.

Foi realizada em 8 de março de 2018, o leilão da oferta pública (OPA) voluntária para aquisição de ações preferenciais classe "A" de emissão da Comgás (CGAS5), tendo sido adquiridas 19.496.165 ações preferenciais pela Cosan S.A. representativas de 14,77% do capital social da Comgás (mais de 2/3 do free float), pelo preço de R\$ 82,00/ação. Com esta aquisição a Cosan passou a deter 94,88% do capital social da Comgas, que será mantida como companhia aberta.

Moove. Permanece a meta de ser referência global em vendas e distribuição de lubrificantes, notadamente nos sintéticos, que possuem melhor desempenho, alta tecnologia e melhor margem. A companhia vem implementando uma intensa agenda de crescimento, incluindo a aliança estratégica por mais 20 anos com a Exxon Mobil que possui marca premium e clientes globais. Some-se o acordo de investimentos com a CVC Capital Partners, por meio do qual foi realizado um aumento de aproximadamente 30% do capital da Moove, sujeito a ajustes usuais de capital de giro e de dívida líquida, equivalente a um Enterprise Value de R\$ 1,98 bilhão.

A entrada de um sócio estratégico permitirá a expansão dos negócios de lubrificantes da companhia, além de otimizar sua estrutura de capital, com foco na produção e distribuição de lubrificantes, principalmente da marca Mobil, com relevante presença no Brasil (*market share* de 60%), além de operações em outros países da América do Sul e EUA (*market share* de 15%) e Europa (*market share* de 25%). Para 2019 é esperado um EBITDA entre R\$ 260 milhões e R\$ 290 milhões, após R\$ 237 milhões em 2018.

Raízen. É o principal negócio da Cosan S.A. que envolve a distribuição de combustíveis, a produção de açúcar/etanol e energia elétrica, ou seja, uma companhia integrada de energia. Ao longo dos anos os resultados destes segmentos têm sido consistentes. Para 2019 o *guidance* indica um ano de expansão do EBITDA cujos negócios devem se beneficiar da melhora da atividade econômica.

Raízen Combustíveis. A companhia vem apresentando um crescimento consistente nos últimos anos, acima do mercado, com incremento de volume e de participação de mercado, sustentado por relacionamento de longo prazo com revendedores. Para a Raízen Combustíveis Brasil o EBITDA esperado em 2019 está entre R\$ 2,9 bilhões e R\$ 3,2 bilhões (acima de R\$ 2,8 bilhões em 2018), com investimentos entre R\$ 950 milhões e R\$ 1.150 milhões (ante R\$ 900 milhões em 2018 "ex" M&A). Para a Raízen Argentina, um EBITDA esperado entre R\$ 210 milhões e R\$ 260 milhões, e investimentos

entre R\$ 100 milhões e R\$ 140 milhões. A estratégia é replicar e ampliar o modelo de negócios de sucesso da Raízen, buscando oportunidades de crescimento com captura de sinergias.

Raízen Energia. O desempenho na Safra 2018/19 foi influenciado por combinação incomum de contratemplos no clima e baixos preços de açúcar. A companhia focou na eficiência operacional e na melhoria contínua de produtividade, com resultados operacionais razoáveis, acima do mercado, porém abaixo do ano anterior.

Nesse contexto, o volume de cana moída passa de 59,7 milhões de toneladas na Safra 2018/19 (abr/18 a mar/19) para um intervalo entre 61,0 milhões e 63,0 milhões de toneladas na Safra 2019/20. O EBITDA sobe de um intervalo esperado entre R\$ 3,0 bilhões e R\$ 3,2 bilhões para um intervalo entre R\$ 3,4 bilhões a R\$ 3,8 bilhões. Os investimentos elevam-se de R\$ 2,55 bilhões a R\$ 2,7 bilhões para o intervalo entre R\$ 2,7 bilhões e R\$ 2,9 bilhões.

Rumo. Desde que o Grupo Cosan assumiu a companhia o foco tem sido no crescimento com eficiência, segurança e com volumes mais rentáveis. De 2015 para 2018 o CAGR de EBITDA foi de 19% ao ano com forte decréscimo de alavancagem de 5,1x para 2,2x. Destaque para a geração de caixa positiva em 2018 e lucro líquido de R\$ 264 milhões.

A tendência é de adicionar capacidade nos principais corredores (norte e sul), com trens de 120 vagões, resultando em ganhos operacionais e financeiros, e ampliação de participação de mercado. Como *guidance* para 2019, destaque para os volumes (TKU bi) entre 62,0 e 64,0x; EBITDA entre R\$ 3,85 bilhões e R\$ 4,15 bilhões; e capex total entre R\$ 2,0 bilhões e R\$ 2,2 bilhões.

Olhando os próximos 5 anos, período entre 2018 e 2023, o volume (TKU bi) eleva-se de 56,3 para o intervalo entre 88,0 a 94,0 (CAGR de 10%); o EBITDA sobe de R\$ 3,2 bilhões em 2018 para o intervalo entre R\$ 6,2 bilhões e R\$ 6,9 bilhões em 2023 (CAGR de 15%) e os investimentos nesse período devem situar-se entre R\$ 13,0 bilhões e R\$ 15,0 bilhões.

O foco no médio e longo prazo inclui o compromisso da companhia na melhora de sua capacidade operacional e eficiência na captura do crescimento de mercado, com investimentos que tragam retornos adequados aos acionistas.

Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

Compra: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Neutro: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Venda: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI*
mmariante@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI
lcaetano@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins, CNPI
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI
rmartins@planner.com.br

DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

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 Planner Corretora.

As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Instrução CVM 598/18:

O(s) analista(s) de investimento declara(m) que as opiniões 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 à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.