

SLC Agrícola (SLCE3 – Compra)

Revisão de Preço Justo – Aumento de produtividade e de eficiência

A companhia possui um modelo de negócio competitivo e rentável. Nesse contexto vem buscando um equilíbrio entre crescimento, melhoria de produtividade agrícola, incremento de geração de caixa, maior eficiência operacional e escala de produção. Como perspectiva para os próximos cinco anos destaque para o aumento de produtividade; a redução de custos; o aumento de área plantada arrendada e da cultura do Algodão – com maior valor agregado; e a monetização do portfólio de terras.

Revisitamos o nosso modelo de precificação e realizamos alguns ajustes utilizando premissas que julgamos sustentáveis para os próximos exercícios. Reduzimos a taxa de desconto (WACC) de 9,0% para 8,5% refletindo a queda dos juros e menor custo de capital, a redução do prêmio de risco e da alavancagem financeira da companhia. Seguimos com recomendação de COMPRA para SLCE3 e elevamos o Preço Justo de R\$ 23,00/ação para R\$ 27,00/ação.

Aspectos que nortearam nossa revisão de Preço Justo

A companhia vem realizando ajustes no seu portfólio de terras nos últimos anos e que passa pelo arrendamento para terceiros de áreas “não escaláveis”; por aumento do arrendamento em áreas com alta produtividade; e a integração “Lavoura-Pecuária” nas fazendas: Planorte, Paiaguás, Perdizes e Pioneira. Nesse contexto a SLC vem aumentando a exposição em áreas maduras do Centro-Oeste, região que oferece uma estabilidade na produção de grãos, e que na Safra 2019/20 já representa 53% de toda área plantada. A companhia também está plantando no intervalo ideal, considerando o tempo médio de plantio atual, de 27 dias para a Soja e 20 dias para a cultura de Algodão. Da mesma maneira, a colheita tem sido realizada de forma mais rápida para evitar perdas, sendo de 58 dias na Soja e 46 dias no Algodão. Ressalte-se ainda que, atualmente, 99% das terras da companhia são consideradas maduras (com mais de 3 anos de cultivo).

Migração para um Modelo de Negócio “Asset Light”. Desde 2008 a companhia vem realizando desinvestimentos de parte das terras próprias, hoje uma meta de gestão. Nas duas vendas mais recentes, destaque para (i) Parte das Fazendas Paiaguás e Parceiro no Mato Grosso e Piauí, realizada em 2017, equivalente a 11,6 mil hectares e que trouxe uma Receita de R\$ 177 milhões; e em 2019, (ii) a venda de Parte da Fazenda Parnaíba no Maranhão, sendo 5,2 mil hectares e Receita de R\$ 83 milhões. Essas vendas confirmam a correta precificação do portfólio de terras da SLC Agrícola.

Destaque também para o crescimento de área plantada notadamente em áreas arrendadas e Joint Ventures (JV), que na safra atual representam 52% e que trazem maior retorno. Outro ponto importante é a colheita terceirizada de Soja (atualmente de 31% vis a vis 69% de colheita própria) com redução importante de Capex. Em adição, o crescimento em culturas de maior valor agregado (leia-se Algodão) com aumento potencial de EBITDA.

Consolidação das certificações e rastreabilidade da produção. A companhia tem apresentado uma constante evolução das certificações, tanto nas culturas como nas fazendas. A produção certificada e rastreável é uma importante tendência de mercado e proporciona aumento de preços dos seus produtos. Já a certificação das fazendas, embora não sendo comum no setor agrícola, para a SLC dá suporte à alta produtividade da companhia e um eficiente controle de custos.

Programa Agro Exponencial, de conexão entre a companhia e Startups, com o objetivo de resolver “desafios internos” de forma eficiente e inovadora. Dentre os objetivos, dar maior agilidade e foco no processo de inovação; implementar soluções que tragam segurança, redução de custos e aumento de produtividade, em alinhamento com as mudanças digitais do setor.

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	SLCE3	
Recomendação	COMPRA	
Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	23,80
Preço justo	R\$ /ação	27,00
Potencial	%	13,4
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	16,11 - 26,19

Dados da Ação		
Total de ações	milhões	186,3
Ações Ordinárias	%	100,0
Free Float	%	44,6
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	29,0
Valor de Mercado	R\$ milhões	4.434

Desempenho da Ação	Dia	Ano	52 Sem.
SLCE3	3,5%	-4,0%	12,1%
Ibovespa	0,3%	2,8%	23,7%

Principais Múltiplos	2018	2019E	2020E
P/L (x)	9,3	13,6	12,7
VE/EBITDA (x)	6,1	8,4	8,2
ROE (%)	13,8	11,3	11,5
Div. Liq./EBITDA aj. (12m) (x)	1,3	1,7	1,6
Receita Líquida (R\$ mm)	2.823	2.839	3.036
Lucro Liq. recorr. (R\$ mm)	402	325	350
Margem Bruta (%)	30,0	26,6	24,6
Margem EBITDA aj. (%)	27,2	23,3	22,1
Margem Líquida (%)	14,2	11,5	11,5
Payout (%)	52,8	50,0	50,0
Retorno Dividendo (%)	5,7	3,7	3,9
Cotação/VPA (x)	1,6	1,5	1,4

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

21 de janeiro de 2020

Desempenho Financeiro e operacional. Tomando por base os resultados mais recentes, a companhia registrou no 9M19 um lucro líquido de R\$ 226 milhões e queda de 39% em relação a igual período do ano anterior. O EBITDA ajustado somou R\$ 490 milhões, um novo recorde para o período.

Do ponto de vista operacional, com a colheita de todas as culturas finalizada, a produtividade final na soja, foi de 3.742 kg/ha, um novo recorde, valor 16% superior à média brasileira e 30% superior à média mundial. No algodão, após a finalização da colheita, a companhia fez um ajuste na produtividade estimada para 1.655 kg/ha de algodão em pluma (média 1ª e 2ª safra), valor 2% inferior à média nacional, porém 116% superior à média mundial.

Ao final de set/19 o valor líquido dos ativos (NAV) da companhia era de R\$ 4,5 bilhões, equivalente a R\$ 23,35/ação. Nesta base de comparação o endividamento líquido somava R\$ 1,4 bilhão, equivalente a 1,8x o EBITDA, em patamar adequado. Destaque para o perfil da dívida (100% em Reais) e 55% no Longo Prazo.

Importante destacar que a sua geração de caixa sustenta grande parte das necessidades de investimento e de capital de giro da companhia. Conforme definido pelo Conselho, a cada ano, os investimentos se limitam, no máximo, a 40% do EBITDA do ano anterior.

Precificação. A empresa vem buscando um equilíbrio entre crescimento, melhoria de produtividade agrícola, incremento de geração de caixa, maior eficiência operacional e escala de produção. Como perspectivas para os próximos cinco anos a companhia destaca: o (1) aumento de produtividade; a (2) redução de Custos; (3) aumento de área plantada arrendada e da cultura do Algodão; o (4) desenvolvimento do seu banco de terras equivalente a 27 mil hectares e (5) a monetização do portfólio de terras.

Fig.1 - Precificação e múltiplos no Preço Justo

Empresa	SLC Agrícola (SLCE3)		Indicadores	SLCE3
	Anterior	Atual		
WACC	9,0%	8,5%	P/L	14,4
Perpetuidade	3,0%	3,0%	VE/EBITDA	9,5
CAGR (5 anos + perpetuidade)			PVPA	1,9
ROL	2,7%	7,1%		
EBITDA	2,3%	4,7%		
Lucro Líquido	4,3%	3,8%		
Preço Justo (R\$/ação)	23,00	27,00		

Fonte: Planner Corretora.

Revisitamos o nosso modelo de precificação e realizamos alguns ajustes utilizando premissas que julgamos sustentáveis para os próximos exercícios. Nos últimos 6 anos – de 2013 a 2018, a taxa média de crescimento anual ponderada (CAGR) foi de 15% para a Receita Líquida; de 23% para o EBITDA em base ajustada e de 33% para o Lucro Líquido.

Na precificação atual reduzimos a taxa de retorno (WACC) de 9,0% para 8,5% refletindo menor custo de capital, redução do prêmio de risco e da alavancagem financeira da companhia. Elevamos a expectativa de crescimento de Receita e EBITDA. A taxa de crescimento do Lucro Líquido foi marginalmente reduzida. Nossas premissas conduzem a um CAGR de 7% para Receita, de 5% para o EBITDA e de 4% para o Lucro Líquido (Fig1). Nesse contexto, elevamos o Preço Justo de R\$ 23,00/ação para R\$ 27,00/ação.

21 de janeiro de 2020

ANEXOS

Fig.2 – Precificação

R\$ milhões	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Rec. Líquida	2.823	2.839	3.036	3.465	3.976	4.124	4.273
EBITDA	769	663	671	782	926	970	1.012
margem ebitda	27,2%	23,3%	22,1%	22,6%	23,3%	23,5%	23,7%
Lucro Líquido	402	325	350	463	545	584	503
margem líquida	14,2%	11,5%	11,5%	13,3%	13,7%	14,2%	11,8%
LPA (R\$/ação)	2,16	1,75	1,88	2,48	2,93	3,14	2,70

Fluxo de Caixa	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
EBITDA	769	663	671	782	926	970	1.012
Var.NCG	122	146	113	93	47	-18	9
IR/CS	217	112	194	302	360	372	356
Investimentos (Capex)	256	264	220	240	256	259	264
Fluxo de Caixa Operacional	174	140	145	146	263	356	383

Fluxo de caixa descontado	881
Perpetuidade	5.485
Valor da empresa	6.366
(-) Dívida Líquida	1.336
Valor presente líquido	5.030
Valor presente líquido (R\$/ação)	R\$ 27,00
Cotação atual (R\$/ação)	R\$ 23,80
Potencial de valorização (%)	13,4%

Fonte: SLC Agrícola/Planner Corretora; Valores em R\$ milhões.

Fig.3 – Análise de sensibilidade para 2020e

Preço Justo	taxa de cresc. na perpetuidade				
	WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
7,0%	32,41	36,26	41,08	47,27	55,52
7,5%	28,48	31,56	35,33	40,04	46,09
8,0%	25,22	27,73	30,74	34,42	39,02
8,5%	22,47	24,55	27,00	29,94	33,54
9,0%	20,12	21,86	23,89	26,29	29,16
9,5%	18,09	19,57	21,27	23,25	25,59
10,0%	16,33	17,59	19,03	20,69	22,63

VE/EBITDA	taxa de cresc. na perpetuidade				
	WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
7,0%	11,0	12,1	13,4	15,1	17,4
7,5%	9,9	10,7	11,8	13,1	14,8
8,0%	9,0	9,7	10,5	11,5	12,8
8,5%	8,2	8,8	9,5	10,3	11,3
9,0%	7,6	8,1	8,6	9,3	10,1
9,5%	7,0	7,4	7,9	8,4	9,1
10,0%	6,5	6,9	7,3	7,7	8,3

P/L	taxa de cresc. na perpetuidade				
	WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
7,0%	17,2	19,3	21,9	25,2	29,5
7,5%	15,2	16,8	18,8	21,3	24,5
8,0%	13,4	14,8	16,4	18,3	20,8
8,5%	12,0	13,1	14,4	15,9	17,8
9,0%	10,7	11,6	12,7	14,0	15,5
9,5%	9,6	10,4	11,3	12,4	13,6
10,0%	8,7	9,4	10,1	11,0	12,0

P/VPA	taxa de cresc. na perpetuidade				
	WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
7,0%	2,24	2,51	2,84	3,27	3,84
7,5%	1,97	2,19	2,45	2,77	3,19
8,0%	1,75	1,92	2,13	2,38	2,70
8,5%	1,56	1,70	1,87	2,07	2,32
9,0%	1,39	1,51	1,65	1,82	2,02
9,5%	1,25	1,36	1,47	1,61	1,77
10,0%	1,13	1,22	1,32	1,43	1,57

Fonte: Planner Corretora.

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

Karoline Sartin Borges
kborges@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.