

# ATUALIZAÇÃO - DEEP DIVE

2023

3tentos 



Maio 2023

EQUITAS

# Índice

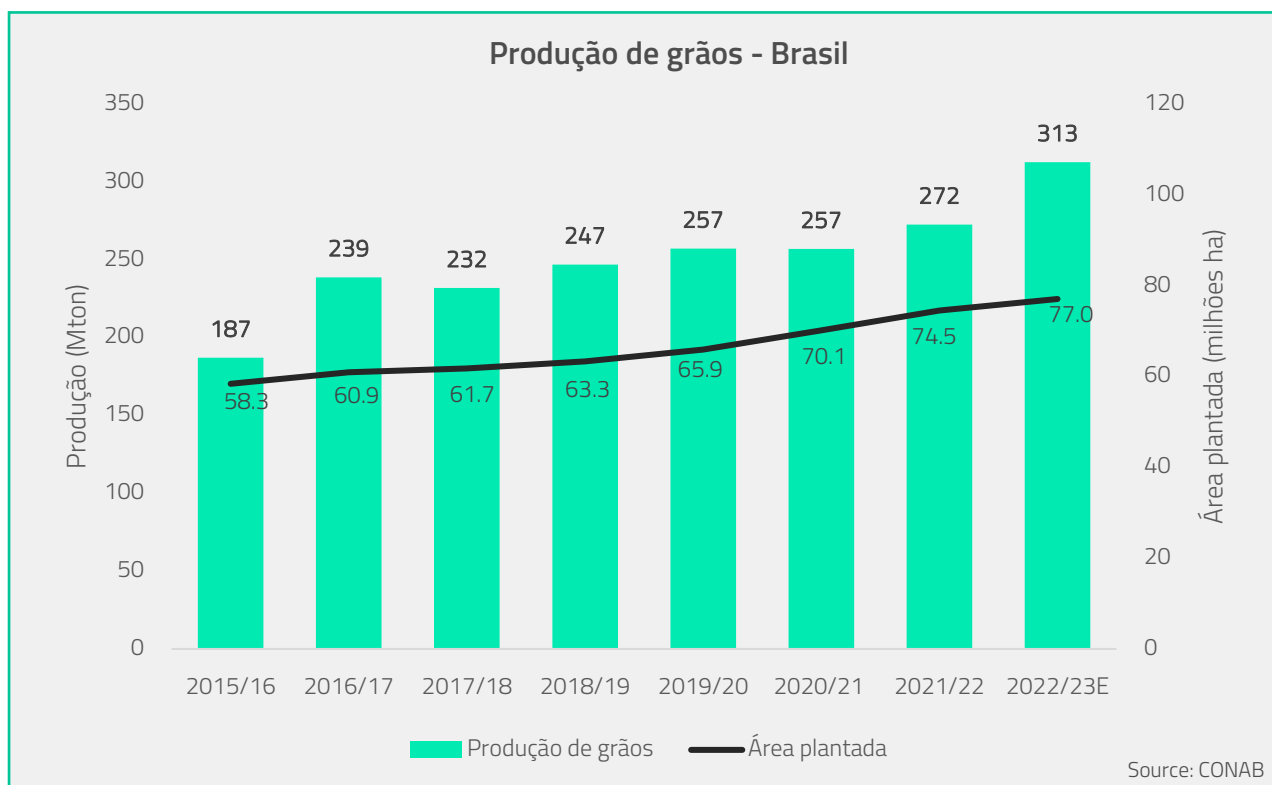
|   | Page |
|---|------|
| 1. Panorama geral do setor.....         | 01   |
| 2. Estiagem no Rio Grande do Sul.....   | 03   |
| 3. Guerra Rússia – Ucrânia.....         | 05   |
| 4. Redução da mistura do biodiesel..... | 07   |
| 5. Consolidação.....                    | 08   |
| 6. Atualização 3tentos.....             | 09   |

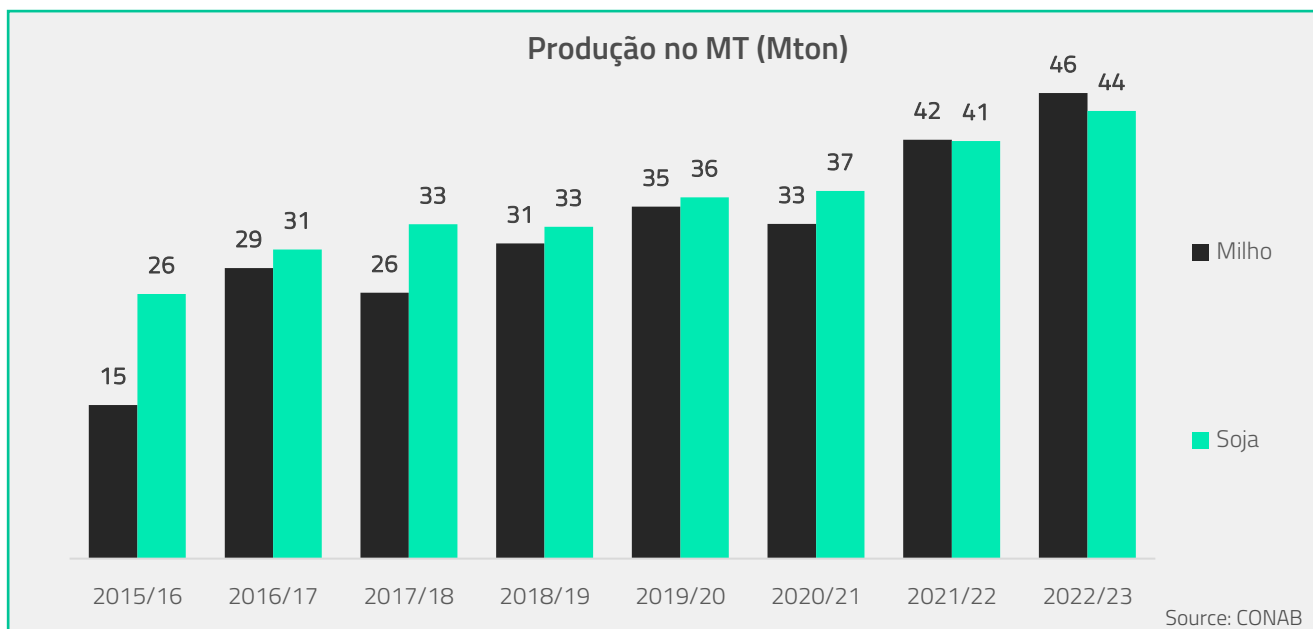
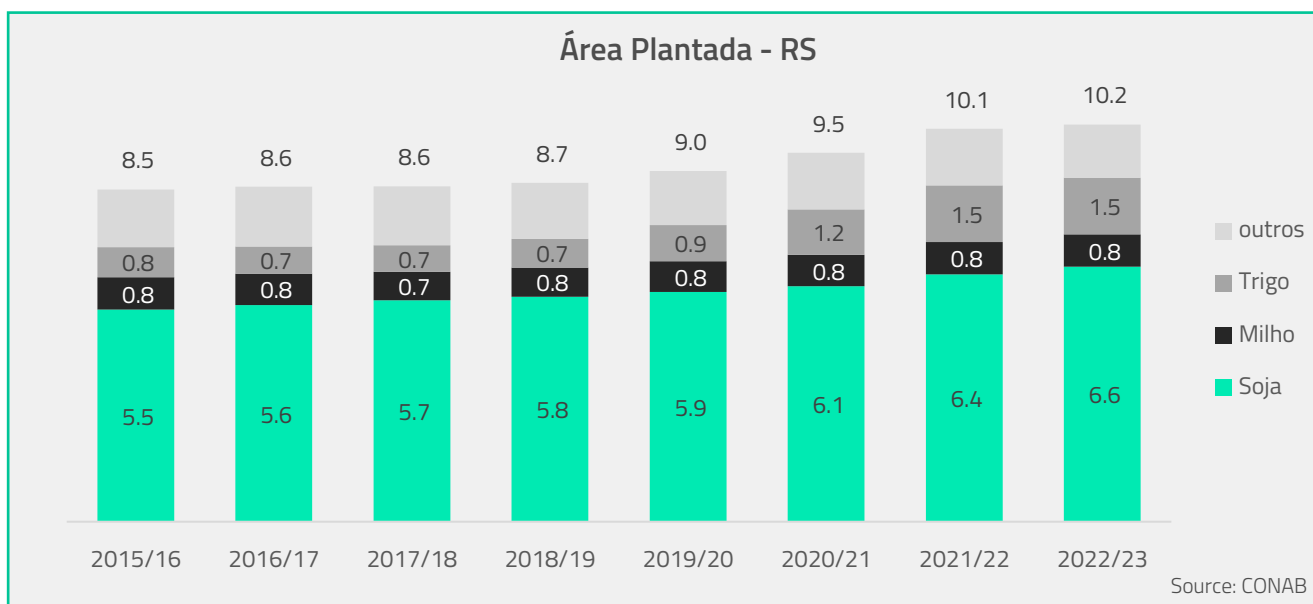
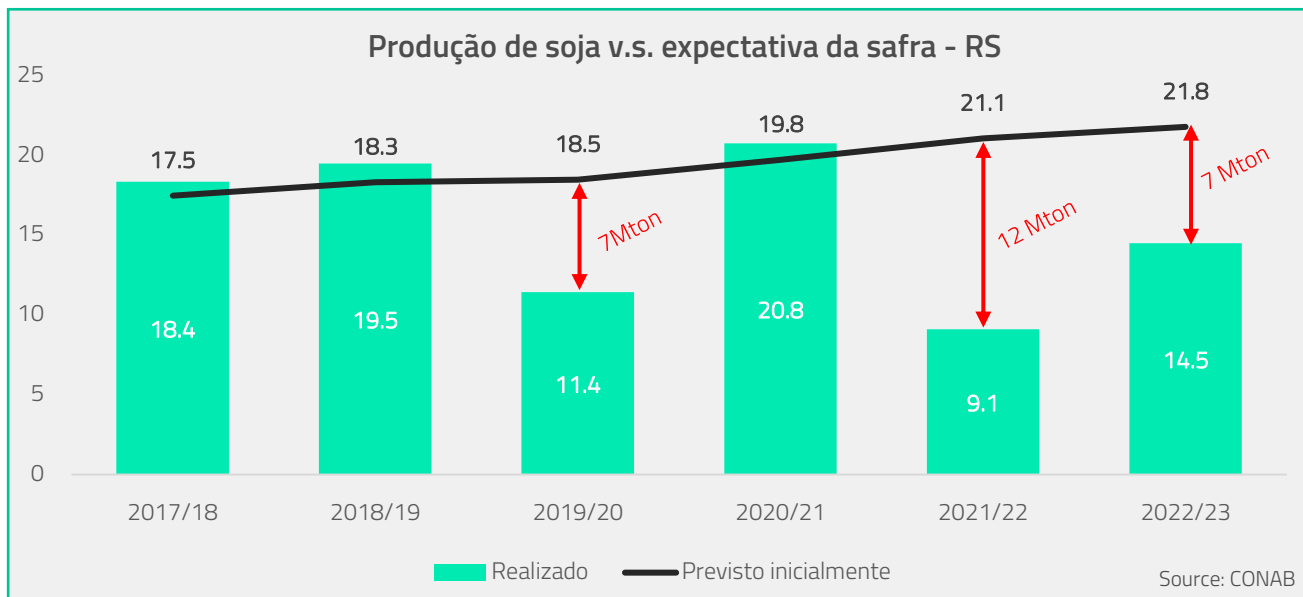
# 1. Panorama Geral do Setor

Desde a publicação do nosso Deep Dive em abril de 2022, diversos fatores afetaram o setor agrícola com impacto direto nas empresas do segmento. Entre eles destacamos:

- Forte estiagem na região Sul do Brasil, que culminou com a quebra da safra de verão no RS/PR, bem como na Argentina.
- Efeitos colaterais da guerra entre Rússia e Ucrânia que levaram à escassez de insumos base da indústria de fertilizantes e defensivos químicos resultando em uma alta exacerbada dos preços no mercado internacional.
- Recuo na agenda de progressão da mistura do biodiesel no diesel na bomba, do B13 para o B10.
- Continuação na tendência de consolidação no segmento de varejo agrícola com intensificação dos M&As e abertura de lojas novas.

Em 2022 o Brasil produziu **272,4 milhões de toneladas de grãos** sendo **125,6 milhões de soja**, 113,1 milhões de milho e 10,5 milhões de trigo, produção recorde pro histórico. A estiagem no Sul retirou **20 milhões de toneladas do mercado** e afetou as atividades da 3tentos no RS. Mesmo assim, a tendência de crescimento de área plantada continuou atuando com crescimento no estado de 3.1% em área de soja para a safra 2022/2023. O total de insumos agrícolas consumidos no Brasil também surpreendeu positivamente, atingindo **USD 38.3 bilhões em 2022**. A safra de verão de 2023, sendo colhida no momento, parece melhor do que a do ano passado, porém ainda impactada pela presença do La Niña, que deve resultar em uma quebra na safra do RS novamente, apesar de com menor magnitude. As expectativas para a próxima safra (2023/2024) são bastante positivas com todos os modelos indicando a presença de El Niño já a partir de maio 2023. No MT os volumes foram fortes em todas as janelas e esperamos continuidade da forte tendência de produção para a próxima safra, beneficiando a 3tentos, que tem acelerado seu plano de crescimento no estado.





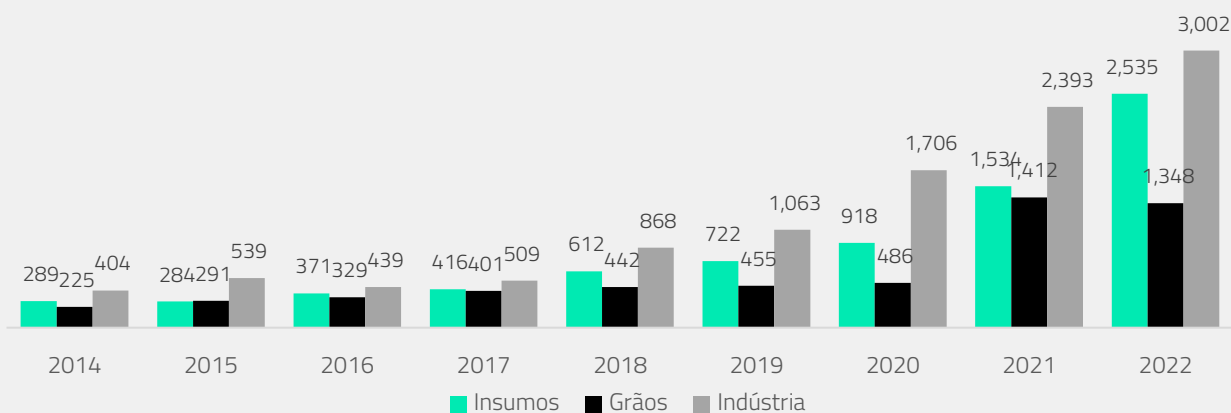
## 2. Estiagem no Rio Grande do Sul

Como comentado no nosso Deep Dive, a concentração das operações da 3tentos no RS e o histórico de recorrentes quebras na safra no estado sempre foram fatores de risco para a tese de investimento da companhia. Não obstante, como também mostrávamos no documento à época, a empresa sempre conseguiu navegar muito bem por esses períodos, se amparando na sua proposta de valor única aos produtores e no ecossistema integrado que permite minimizar o impacto dessas oscilações. Na nossa visão, 2022 foi a prova de resiliência e sustentabilidade do modelo de negócio da 3tentos.

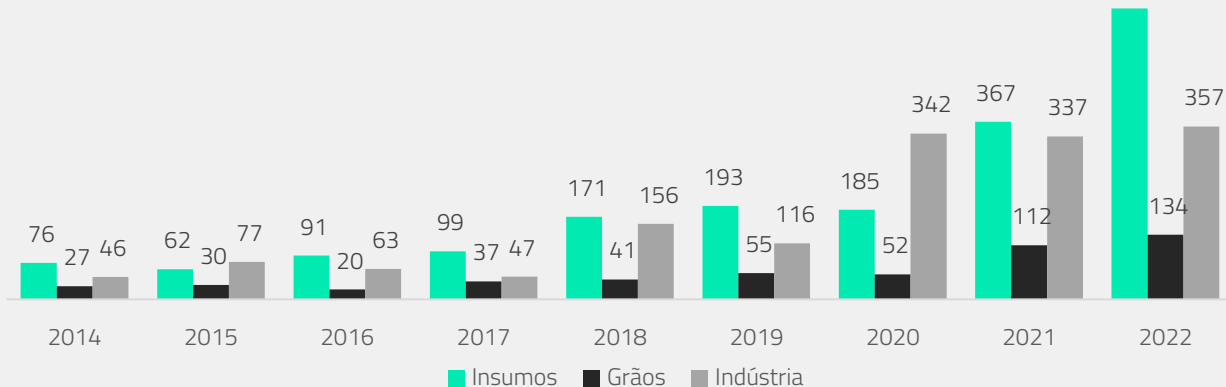
A quebra da safra de soja 2021/2022 no RS, foi de **11.9 Mton**, aproximadamente de 55% da expectativa quando plantada (a maior da história do RS) e mesmo assim, a 3tentos originou **1.1 milhão de toneladas de soja, cresceu seu faturamento e lucro bruto em quase todos seus segmentos de negócio e superou as expectativas de lucro formadas à época do seu IPO**. A companhia representou **15% da soja esmagada no RS e 12% da originação do estado**, mostrando que mesmo em cenários de escassez consegue manter suas operações de originação saudáveis, aumentando sua participação no recebimento e tratamento de grão frente outros players regionais. Esperamos que, com a normalização da safra nos próximos anos, o share da companhia na soja originada volte para o patamar de 7/8% ao mesmo tempo que amplia sua presença no MT com o início da planta de crushing em Vera-MT a partir de Junho/2023.

Contudo, vale destacar que a estiagem teve efeitos diretos sobre a margem do esmagamento na indústria, em decorrência principalmente do maior custo de originação do grão de soja. A operação também foi impactada por outros fatores pontuais como o atraso da reforma de planta de Cruz Alta-RS e a redução da mistura de biodiesel para o B10 (que comentaremos mais a frente). O segmento de trading também foi bastante afetado, com a companhia priorizando os volumes de soja originados para a indústria (de maior margem) em detrimento a trading. Por fim, o segmento de insumos apresentou resultado surpreendente, com volumes crescentes mesmo em ambiente de quebra de safra e alta de preço (como detalharemos mais a frente).

Receita Líquida por linha de negócio – 3tentos (R\$ milhões)

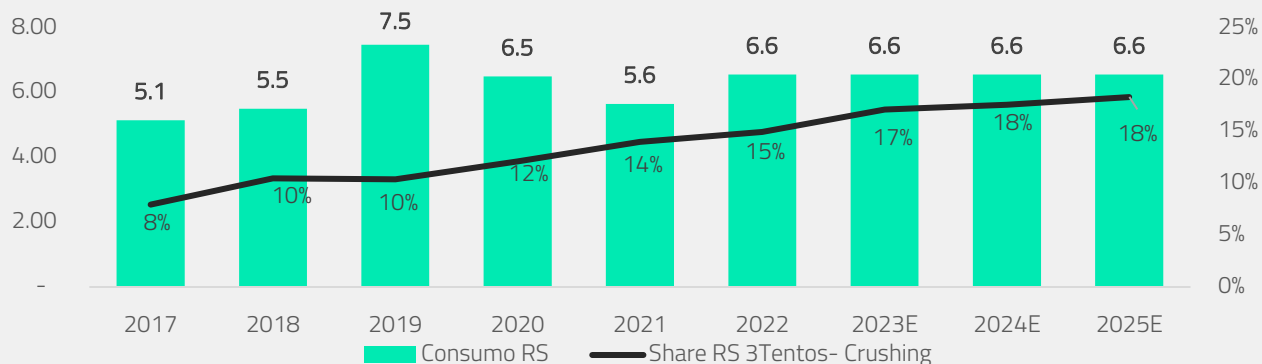


Lucro Bruto por linha de negócio – 3tentos (R\$ milhões)

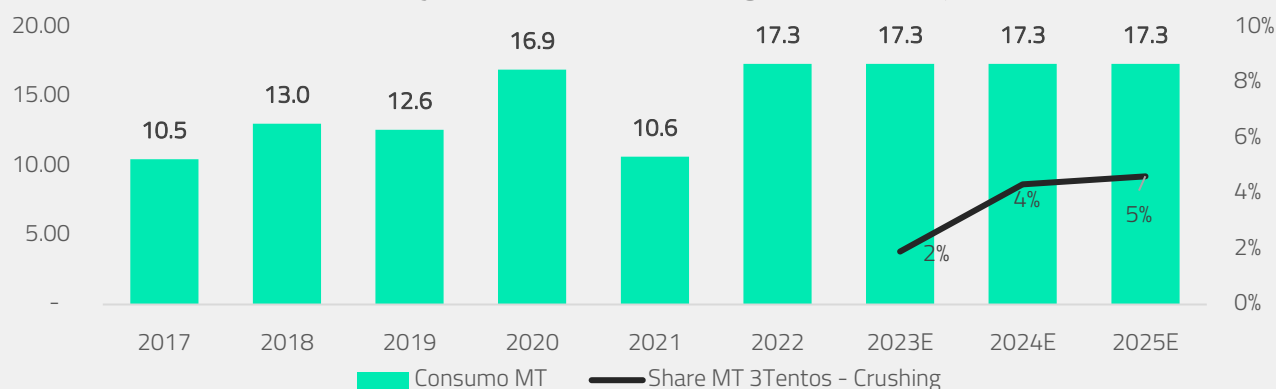


Source: 3tentos

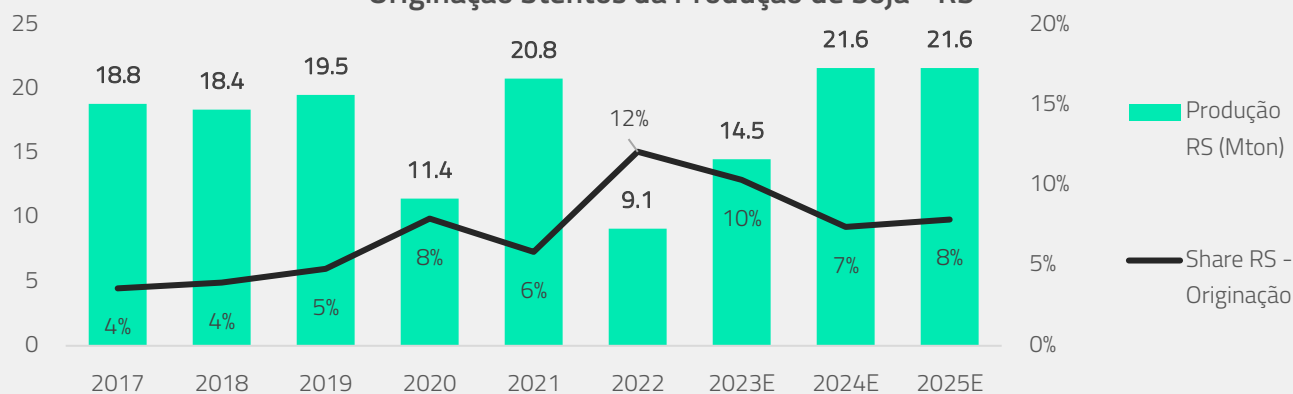
### Participação da 3tentos no Esmagamento de Soja - RS



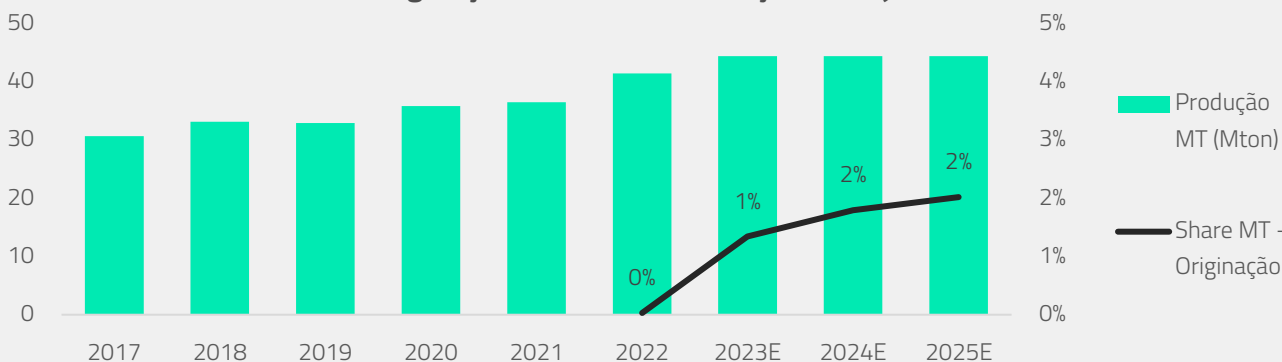
### Participação da 3tentos no Esmagamento de Soja - MT



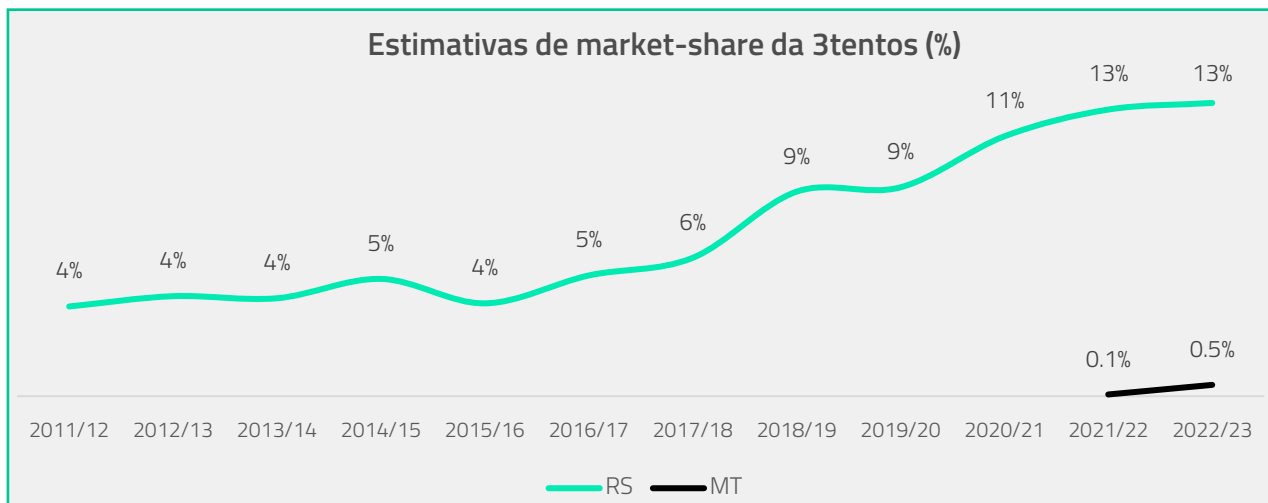
### Originação 3tentos da Produção de Soja - RS



### Originação 3tentos da Produção de Soja - MT



Source: Conab, USDA e Equitas Investimentos



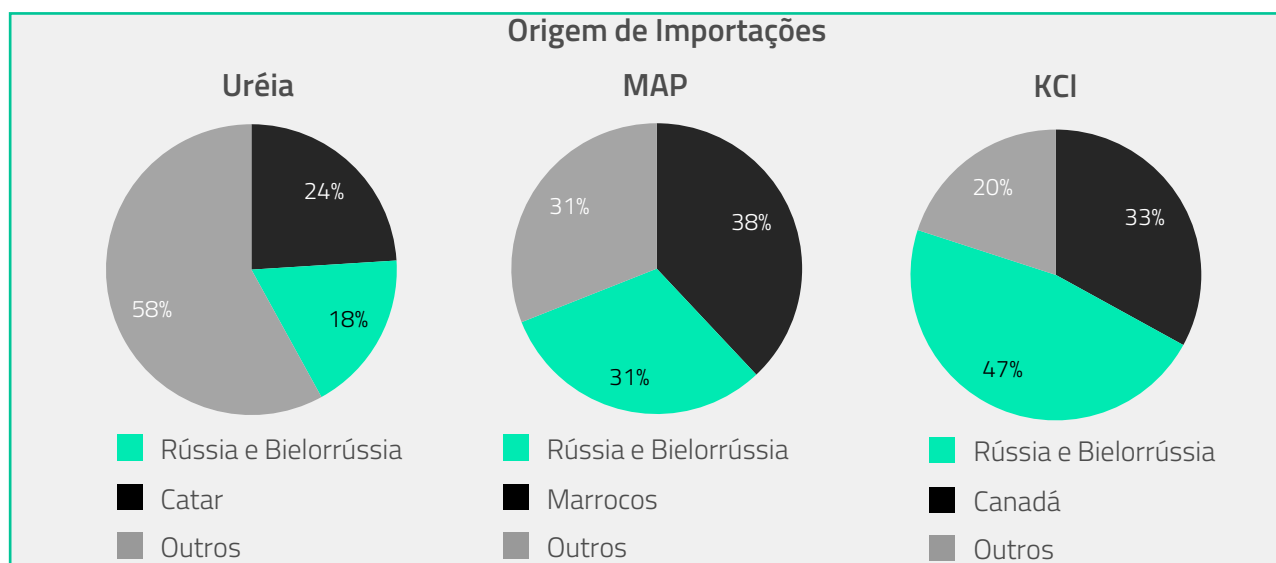
Source: 3tentos e Conab

A 3tentos parece ter conseguido manter a tendência de ganho de share e estimamos que deva ter fechado 2022 com **~13% de participação no mercado de insumos agrícolas no RS e 0.5% do MT**. Esperamos que a companhia continue consolidando o setor, principalmente pela expansão de volumes de insumos com a normalização dos preços, abertura de novas unidades e a maturação das lojas recém inauguradas.

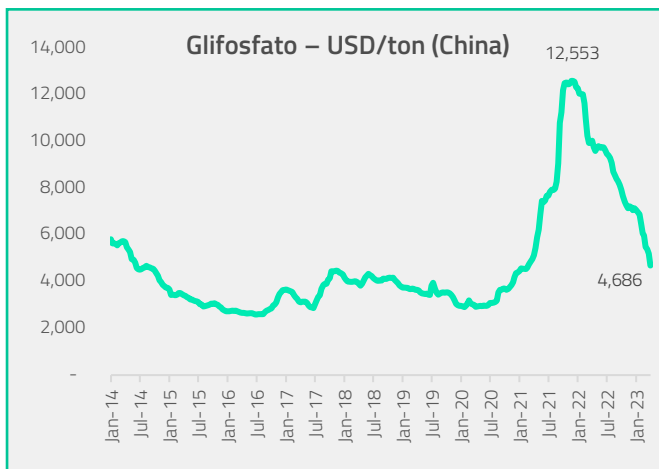
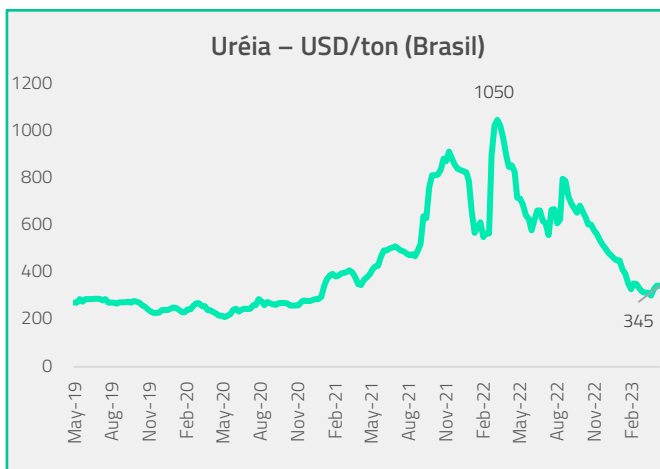
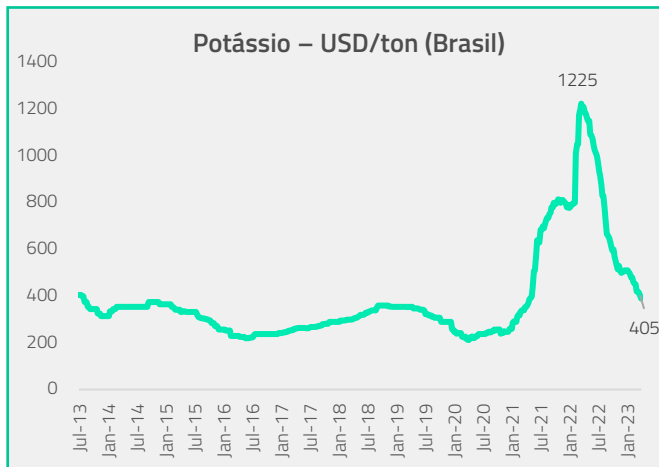
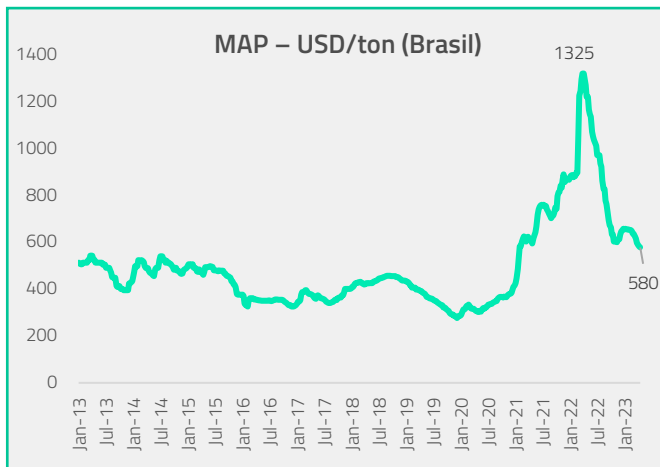
Outro impacto relevante foi sentido no consumo de capital de giro, uma vez que a companhia entrou em acordo com parte de seus produtores para alongar o prazo de recebimento dos insumos vendidos em 2021 que seriam recebidos na colheita de 2022. Esses saldos, no entanto, foram quase todos quitados sem grandes efeitos de inadimplência no resultado da companhia.

## 3. Guerra Rússia-Ucrânia

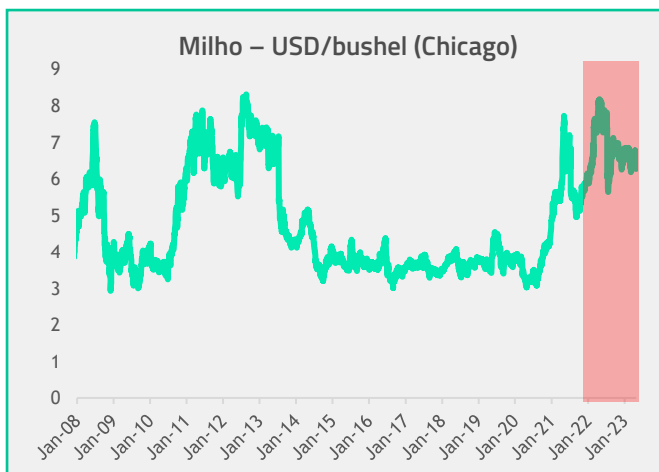
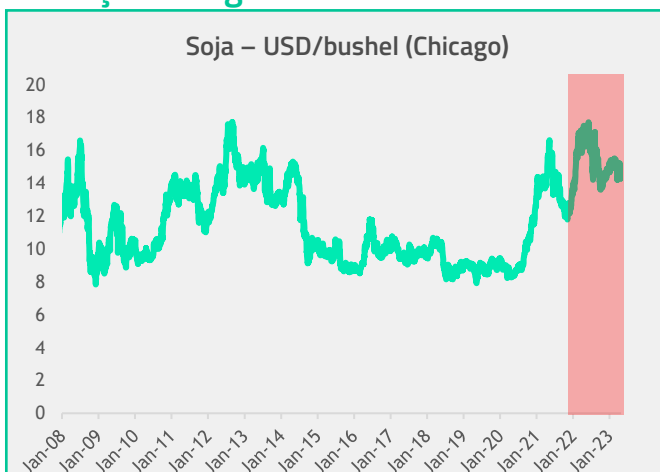
A partir do dia 24/02/2022, com a invasão da Ucrânia por parte da Rússia, os mercados agrícolas sofreram com grande volatilidade e incerteza. Isso porque o conjunto de Rússia, Bielorrússia e Ucrânia são players bastante relevantes na oferta global tanto de grãos quanto de insumos agrícolas, em especial nitrogenados, potássicos e fosfatados. Vale lembrar que o Brasil importa ~85% de sua necessidade de fertilizantes, levando a uma expectativa de falta desses produtos para a safra seguinte durante o ano de 2022. Esse medo de escassez não se concretizou e as cadeias logísticas e produtores conseguiram se adaptar a situação no decorrer de 2022, porém os reflexos em preços foram relevantes e impactaram fortemente o resultado das varejistas (principalmente no 2T e 3T, período em que são fechados a maior parte dos pedidos para a safra de verão). Além disso, esse aumento no custo de insumos foi compensado por preços de grãos elevados, o que manteve a relação de troca em patamares bastante saudáveis, viabilizando uma rentabilidade alta para o produtor impulsionando a demanda para a safra seguinte.



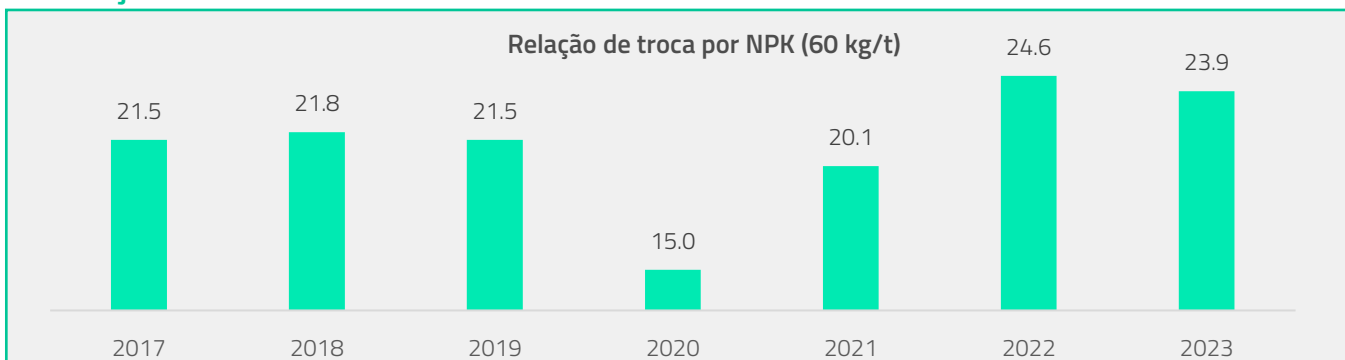
## Preços de Fertilizantes



## Preços dos grãos



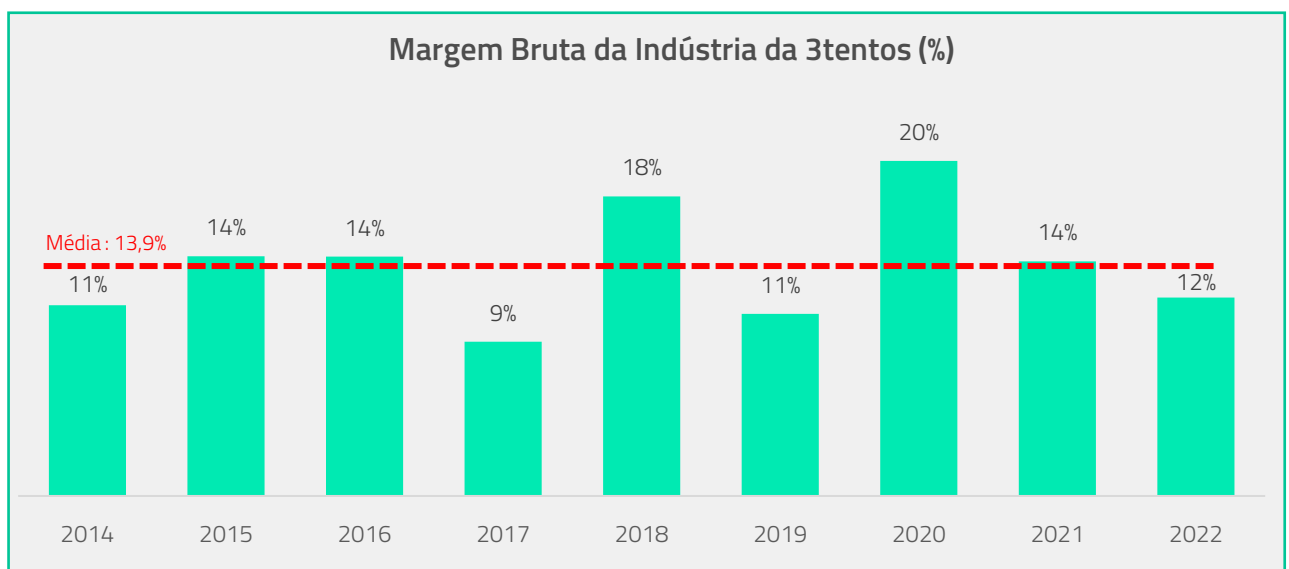
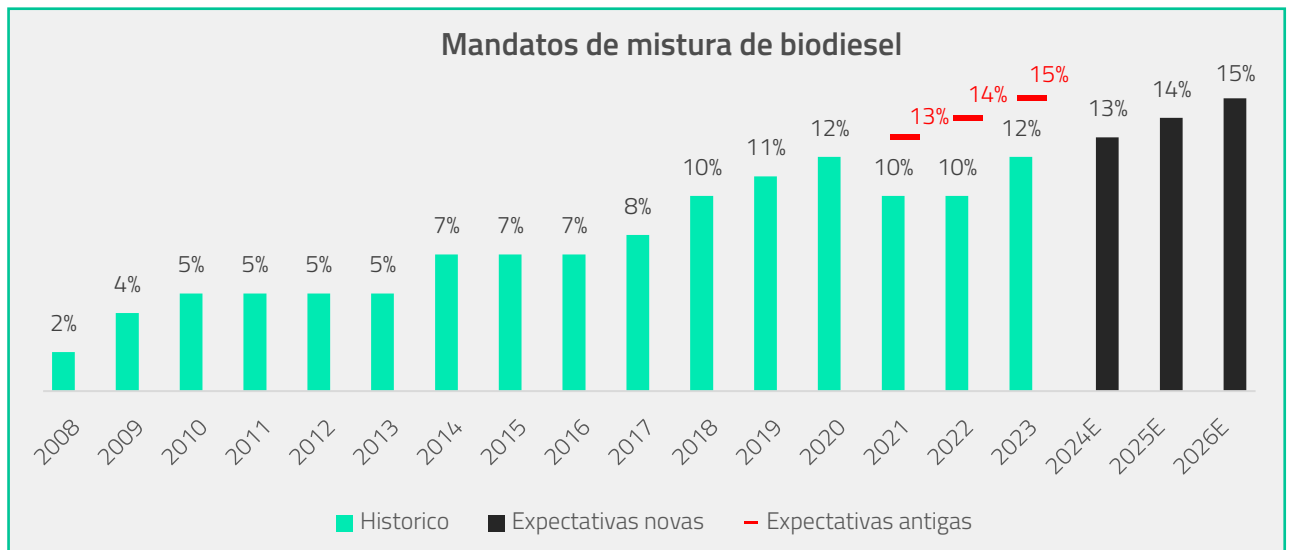
## Relação de Troca





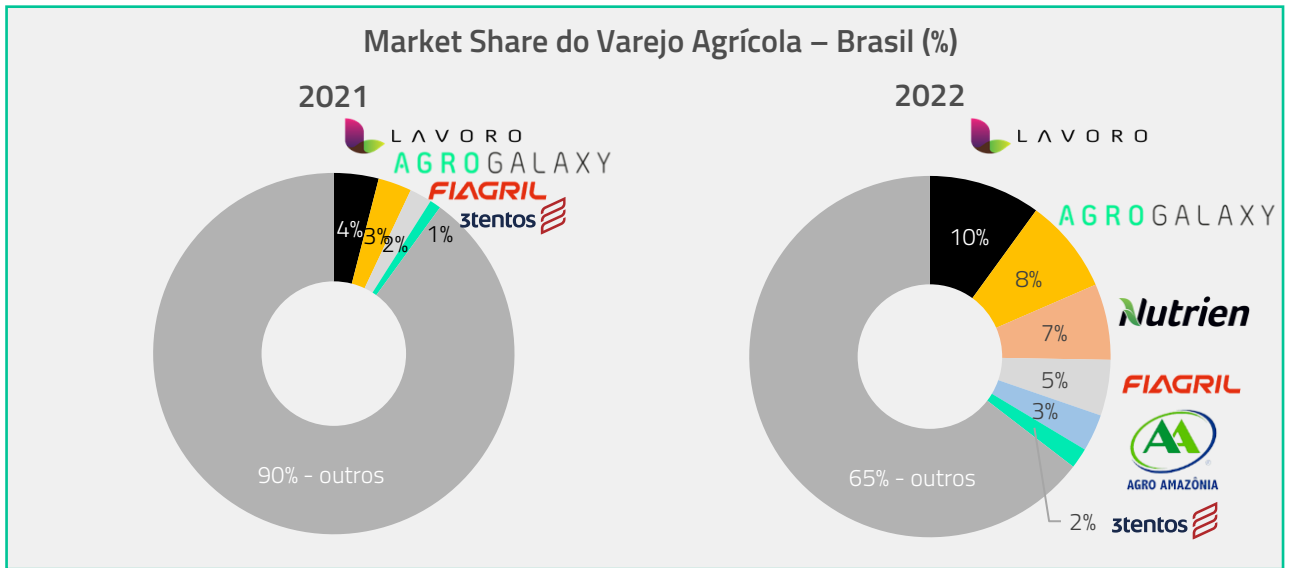
# 4. Redução da mistura do biodiesel

À época da circulação do nosso Deep Dive, a expectativa de escalonamento da mistura do biodiesel no diesel final consumido na bomba era de subir de um patamar de **B13 em 2021 para B15 em 2023**. No entanto, essa trajetória foi interrompida com a alteração da mistura **para o B10 a partir de abr/2021 até março desse ano**. No intuito de reduzir o preço do diesel na ponta, em um ambiente de alta nas commodities, o governo federal optou por reduzir o percentual de biodiesel na mistura, o que levou a um aumento relevante na ociosidade da indústria e impactou as margens da companhia. Vale destacar que **50% do óleo de soja produzido no Brasil é transformado em biodiesel** e que na média essa transformação acrescenta em torno de **10% na margem bruta de esmagamento**. Essa decisão trouxe a taxa de utilização da indústria no sul do Brasil de **80% em abr/2021 para 46%** em no 1T23. Em fevereiro de 2023 o ministério de minas e energia anunciou a retomada da progressão da mistura que deve caminhar para B12 a partir de abril de 2023, B13 a partir de abril de 2024 e atingir B14 em 2025. Acreditamos que as margens da indústria da 3tentos, que em 2022 ficaram abaixo da média histórica, devam voltar a subir com essa retomada. A verticalização total na indústria no RS com a expansão da planta de esmagamento de Cruz Alta (de 1000 ton/dia para 2000 ton/dia) também devem aumentar a produção de farelo e óleo próprio melhorando a rentabilidade para frente.

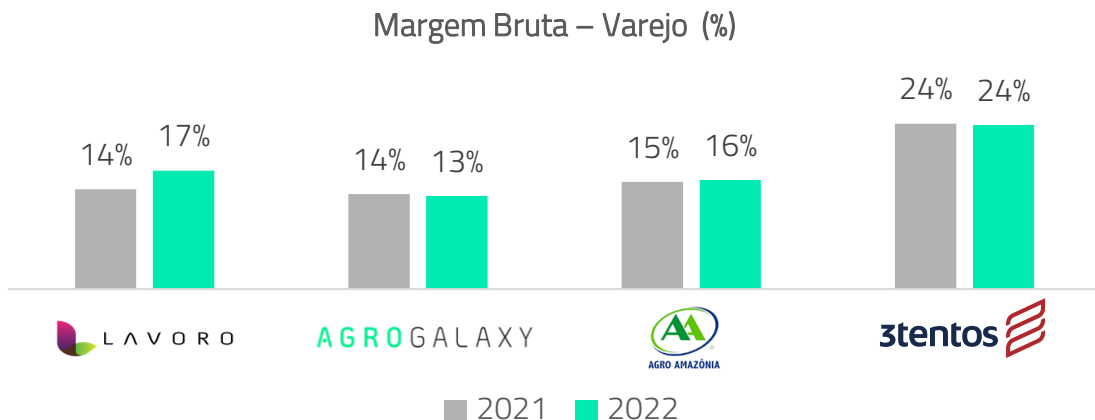


# 5. Consolidação

O processo de consolidação do setor continua acelerado e se intensificou consideravelmente em 2022. Alguns movimentos são bastante notórios como a aquisição de 80% da AgroCat pela Agrogalaxy (11 lojas e R\$ 180 milhões de valor pago), compra da Casa do Adubo pela Nutrien (39 lojas e 10 centros de distribuição, R\$ 1.5 bilhão pago) e a entrada da Lavoro no Sul com a aquisição de 85% da CATR e Casa Trevo. Outros players também aumentaram sua relevância nesse período como é o caso da AgroAmazonia (investida da Sumitomo), da Atua Agro (linha de varejo da Syngenta) e do grupo chinês DKBA com as bandeiras da Fiagrill e BelaAgrícola.

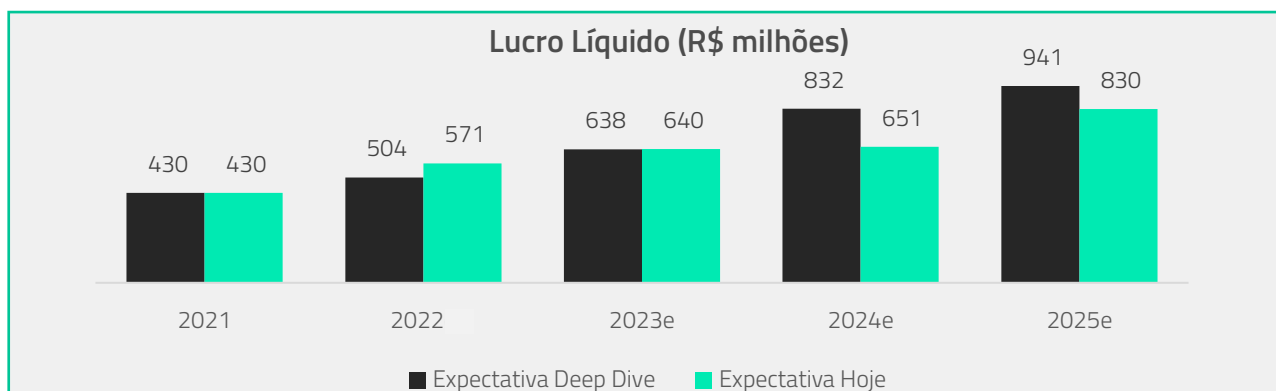
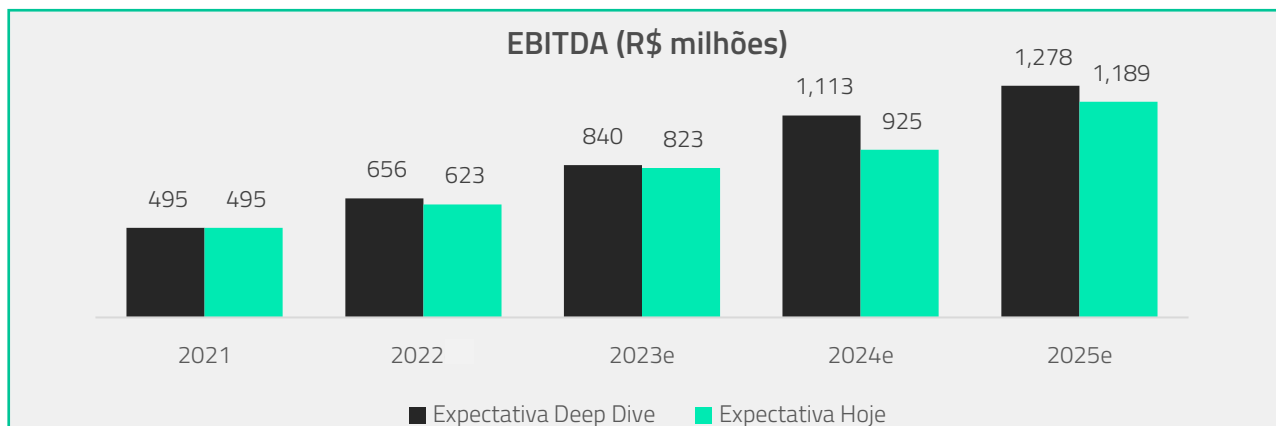
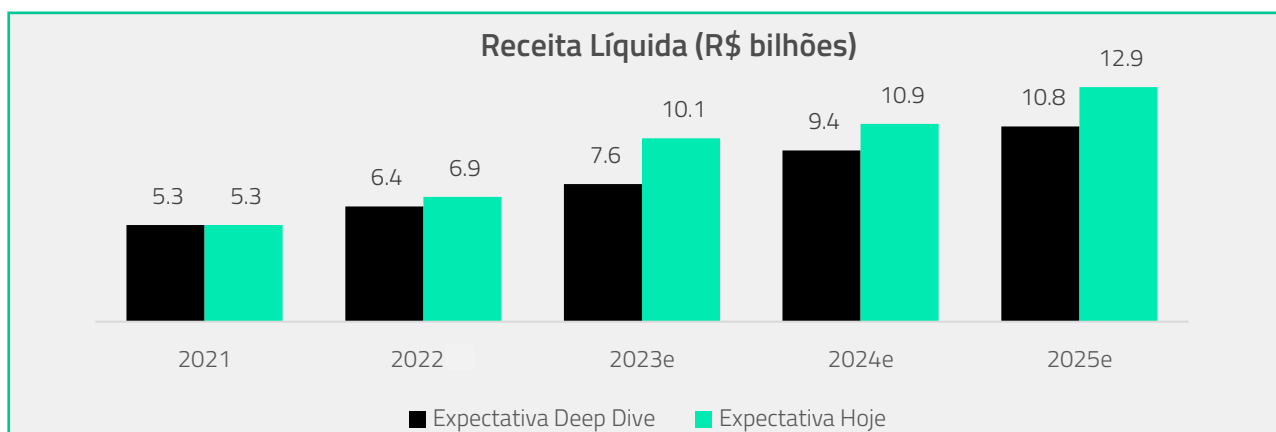


A tendência de consolidação do segmento de varejo agrícola tem se dado por diversas empresas e com movimentos orgânicos e inorgânicos no Brasil todo, ampliando a presença de vários grupos. Acreditamos que a estratégia de aquisições em sequência de forma acelerada, como apresentado pela maior parte dos concorrentes da 3tentos é menos vantajosa quando comparada com o crescimento orgânico e sustentado. São comuns relatos pelas próprias empresas de perda relevante de pessoal e dificuldade de integração das adquiridas. Recentemente, no dia 13 de abril de 2023 uma notícia vinculada ao Jornal Valor Econômico divulgou como a suposta razão para a saída do então presidente da Nutrien America Latina, a dificuldade de integração com a adquirida Casa do Adubo. Parte desse desafio de integração pode ser observada pela relevante diferença de margem bruta entre os operadores com players como Lavoro, Agrogalaxy e Agro Amazônia tendo menos eficiência operacional. Acreditamos no modelo de negócio da 3tentos, ancorado no crescimento orgânico, com rentabilidade e sinergia com suas outras linhas de negócio, amparado por um time que opera junto a décadas e com cultura centrada no cliente.

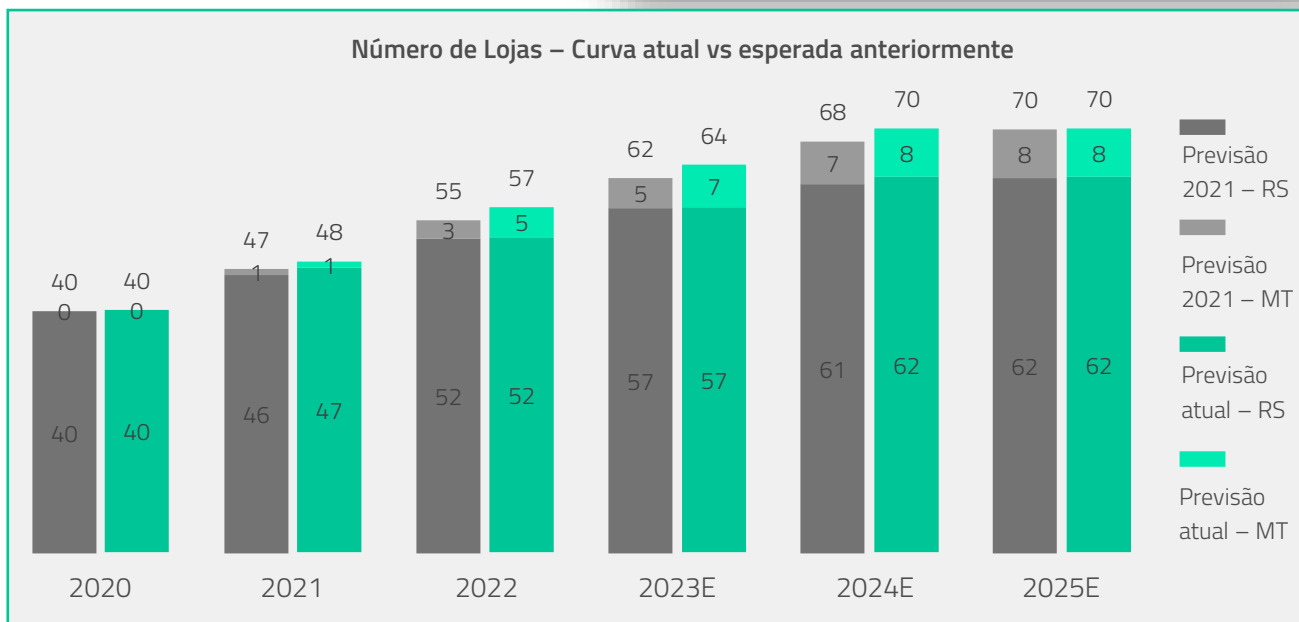
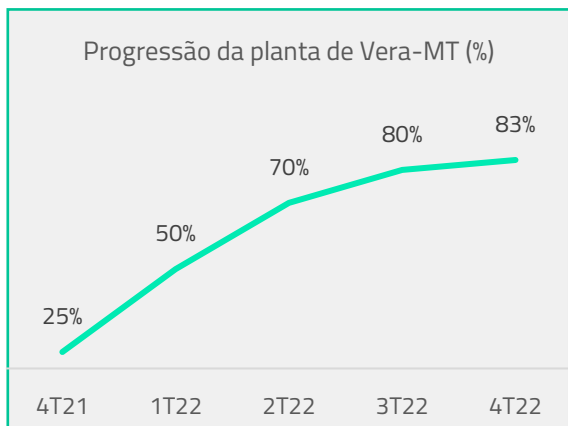


# 6. Atualização 3tentos

O ano de 2022 ficou marcado pela comprovação da força e versatilidade do ecossistema 3tentos. Mesmo em meio a um ambiente super adverso (quebra de safra, B10, guerra na Ucrânia e atraso na expansão de Cruz Alta) a companhia conseguiu superar as expectativas de resultados para o ano e caminha para entregar um 2023 ainda mais forte. Vale destacar no entanto, que desde o Deep Dive algumas informações novas foram incorporadas no nosso modelo, mudando as nossas projeções frente ao que era esperado anteriormente. Os principais fatores foram (i) o aumento da expectativa de **alíquota efetiva média de imposto de 5% para 15%** a partir de 2024, (ii) o aumento em despesas com frete e pessoal, o que aumentou nossas projeções de SG&A para os próximos anos, (iii) a redução na expectativa da margem da indústria **de 14% para 13%** para os próximos anos devido o atraso no escalonamento da mistura de biodiesel, (iv) o aumento das despesas financeiras dado a elevação da curva de juros **(de 9% para 13%)**, v) a normalização de preços de insumos e grãos durante 2023 e 2024 de volta a média histórica, vi) a antecipação do crescimento dada a exaustão do plano de 2025 já em 2023 e vi) as maiores margens da operação de varejo no MT.

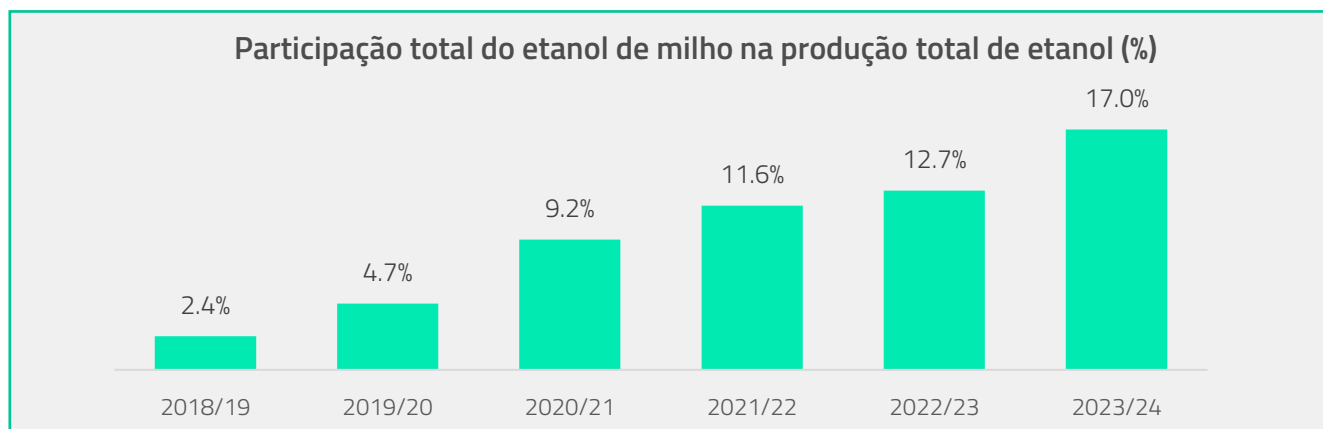
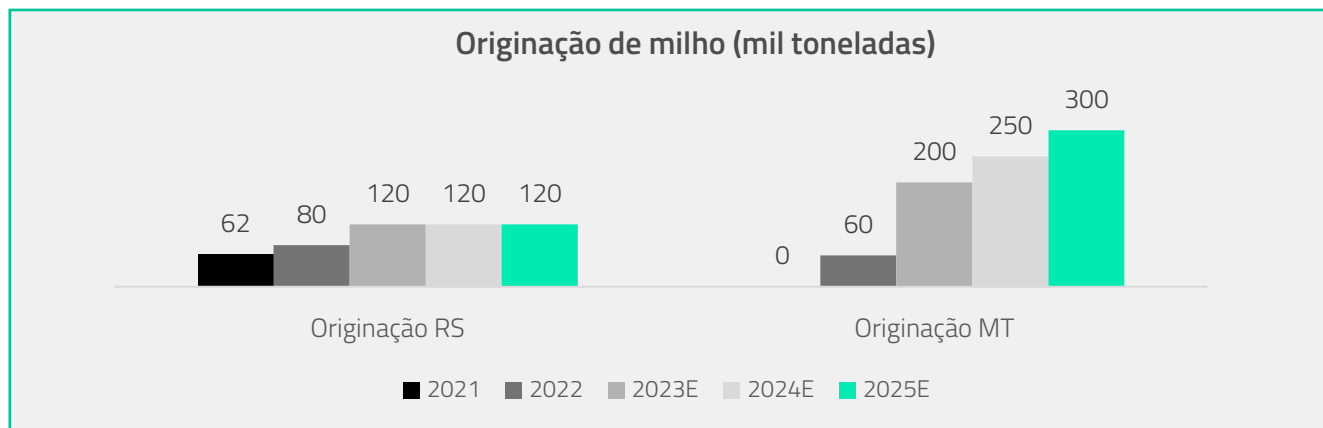


Olhando para os planos de crescimento da companhia à época, o ano passado marcou um relativo **de-risking na expansão do MT**, com a companhia atingindo **13% do faturamento total de insumos no estado**. No call de resultados do 4T22 feito em 10 de fevereiro de 2023, Luiz Dummoncel comenta sobre a surpresa positiva que tiveram com a entrada no estado, com operações apresentando margens brutas apenas 3% abaixo das do RS (nossa expectativa era diferença de 10% na largada e 5% em maturidade) com potencial de igualar durante 2023 com a entrada dos produtos da Trifétil (marca de fertilizantes misturados pela 3tentos) no MT. Além disso, ele comentou sobre a presença da companhia em Sinop-MT (uma das maiores cidades exportadoras de soja do mundo) onde a companhia já estaria entre os 5 maiores fornecedores da região. No plano de abertura de lojas, o ritmo de crescimento acelerou, com a companhia devendo alcançar as metas de 2025 já em 2024 e com a planta de crushing de Vera-MT já operacional a partir de junho.



Adicionalmente a companhia divulgou o início das suas operações de trading verticalizando ainda mais o negócio de grãos. Anunciaram também a intenção de investimento em um terminal portuário no Pará para viabilizar o escoamento de grãos pelo arco norte. Outra atualização importante no período foi a incorporação da TentosCap ao ecossistema 3tentos em 14/07/2022. A TentosCap é uma instituição financeira que visa oferecer crédito aos produtores rurais parceiros da 3tentos. Além do pacote de insumos já financiado pelo grupo, a operação passará a financiar outras despesas do produtor como folha de pagamentos, compra de combustível, crédito para compra de máquinas e afins. Em fevereiro de 2023, durante o Crop Show, a companhia anunciou o lançamento de seu pioneiro cartão de crédito com fatura em prazo safra. A ideia é possibilitar aos produtores que já armazenam grãos ou negociam com a 3tentos, a possibilidade de pagar suas contas por meio do aplicativo da 3tentos, usando até soja armazenada como moeda de troca. A TentosCap fechou 2022 com carteira de **R\$ 50 milhões** e espera atingir **R\$ 150 milhões** ao final de 2023.

Para frente a expectativa é que a companhia divulgue o novo plano de crescimento no 3tentos day em junho. Baseado em interações recentes com a empresa e com ex-funcionários, esperamos que plano para novas lojas no MT e possivelmente uma nova planta de etanol de milho seja divulgada (por enquanto estão estudando a viabilidade do projeto). Vale destacar que o volume de milho originado pela companhia com a entrada no MT deve multiplicar por 2,5x até 2025, aumentando a atratividade do projeto.



Continuamos bastante confiantes com a tese de investimento, acreditando no forte potencial de crescimento e de retorno da companhia para os próximos anos. Optamos por não considerar ainda o resultado advindo de algumas iniciativas novas como a TentosCap, o terminal portuário no Norte e a possível planta de etanol dada a baixa visibilidade e a preferência por manter uma abordagem mais conservadora, mas acreditamos que essas são alocações interessantes para compor o ecossistema 3tentos. Desse modo, enxergamos a companhia negociando a 6.6x EV/EBITDA 2023 ou 8.1x P/E 2023, com uma TIR de 4 anos de 38%.

#### Preço bushel de soja CBOT - (USDBRL 5.2)

|                                      |            | 9.0   | 11.0  | 12.0  | 13.0         | 14.0  | 15.0  |
|--------------------------------------|------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| <b>Margem Bruta da Indústria (%)</b> | <b>10%</b> | 27.7% | 29.4% | 30.1% | 30.9%        | 31.7% | 32.4% |
|                                      | <b>11%</b> | 29.6% | 31.5% | 32.5% | 33.4%        | 34.3% | 35.2% |
|                                      | <b>12%</b> | 31.5% | 33.7% | 34.7% | 35.8%        | 36.8% | 37.8% |
|                                      | <b>13%</b> | 33.2% | 35.7% | 36.9% | <b>38.1%</b> | 39.2% | 40.3% |
|                                      | <b>14%</b> | 35.0% | 37.7% | 39.0% | 40.3%        | 41.5% | 42.8% |
|                                      | <b>15%</b> | 36.6% | 39.6% | 41.0% | 42.4%        | 43.8% | 45.1% |

# EQUITAS



## **Equitas Investimentos**

Rua Funchal - n. 375 ■ Conjuntos 151 e 152  
CEP. 04551-060 - Vila Olímpia - São Paulo