

**Relatório
de Gestão**

JGP Crédito

**Fiagro
Imobiliário**



Sumário

Pág.

3 Informações Gerais

4 Destaques e Desempenho no Mês

5 Demonstrativo de Resultados

6 Atribuição de Performance
e Rendimentos

8 Mercado

10 Comentário do Gestor

17 Carteira JGPX11

Informações Gerais

O Fiagro Imobiliário (JGPX11) é um fundo dedicado a investir em títulos de crédito emitidos por empresas com atividades na cadeia do agronegócio brasileiro. Sua gestão é realizada pela equipe de investimentos da JGP, combinando uma rigorosa análise de crédito dos emissores, avaliação dos ciclos de preços das principais *commodities* agrícolas e estudos de impactos externos no setor, como a trajetória de política monetária no país e aspectos ESG (*Environmental, Social and Governance*) relevantes para as empresas investidas e seus segmentos. O fundo conta com política de distribuição mensal de rendimentos, que são isentos para investidores pessoa física, conforme definido pela Lei 14.130/2021.

JGP Fiagro Imobiliário (JGPX11)

Nome	Fundo de Investimento das Cadeias Produtivas do Agronegócio JGP Crédito Fiagro Imobiliário
Código de negociação	JGPX11
Objetivo	Obtenção de renda e ganho de capital, a serem auferidos mediante à aquisição de ativos financeiros de origem agroindustrial
Negociação	Fundo fechado com Cotas na B3
Prazo de duração	Indeterminado
Patrimônio Líquido	R\$ 198.888.553,85
Gestor	JGP Gestão de Crédito LTDA
Administrador	Banco Daycoval
CNPJ	42.888.292/0001-90
Taxa de administração	0,18% a.a. (dezoito centésimos por cento ao ano), calculada sobre o patrimônio líquido do Fundo e paga até o 5º (quinto) Dia Útil do mês subsequente aos serviços prestados, a partir do início das atividades do Fundo, considerada a primeira integralização de cotas do Fundo.
Taxa de gestão	1% a.a. (um por cento ao ano), calculada sobre o patrimônio líquido do Fundo e paga até o 5º (quinto) Dia Útil do mês subsequente aos serviços prestados.
Taxa de performance	20% sobre o que exceder CDI + 2,00% ao ano, <i>High Water Mark</i>



Destaques

JGPX11

Fechamento do mês

99%

da carteira investida

0%

de exposição direta em ativos
de risco corporativo emitidos
por produtores pessoa física

6.708
cotistas

-6,86% mês/mês

1,7 ano

duration da carteira
de crédito

CDI
+3,60% a.a.

spread da carteira
-12 bps mês/mês

123%
do CDI/mês

em rendimento
equivalente tributável

Desempenho

CDI⁺ 0,49% a.a.

de Dividend Yield no ano
(anualizado)

R\$0,55
/cota

de distribuição mensal

1,05%
yield

mensal equivalente



Demonstrativo de Resultados

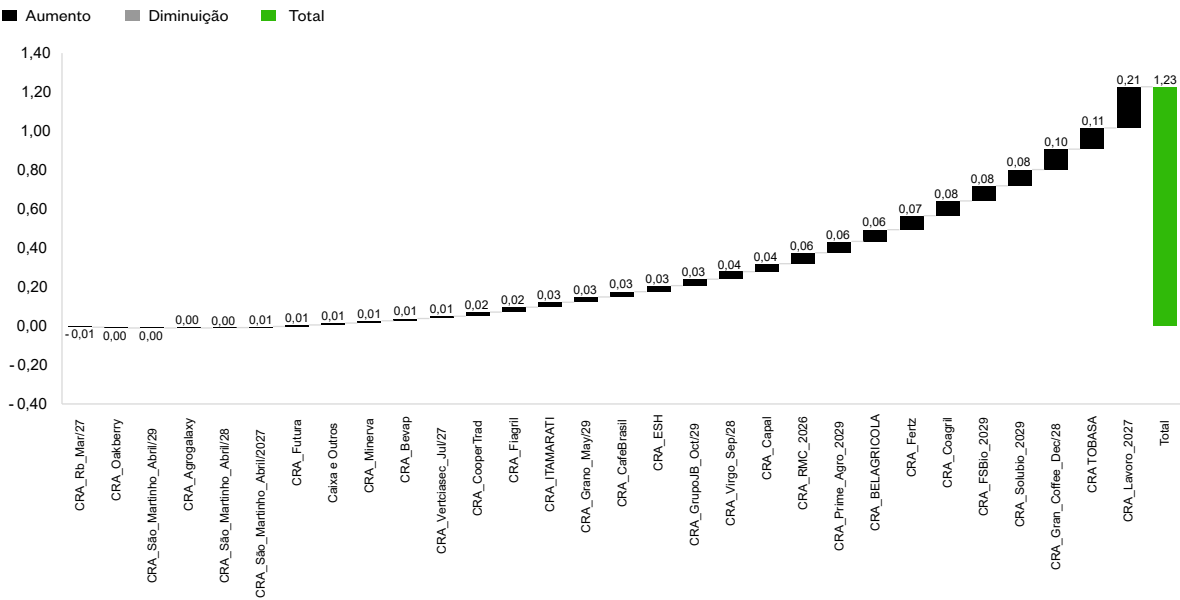
	Nov/24	Dez/24	Jan/25	Últimos 12 meses	Desde o início*
A. Receita de Alocação em CRA					
A.1. Receita de juros	2.027.971	2.362.477	2.443.071	28.526.355	61.906.333
A.2. Receita de Marcação a Mercado	(206.992)	(387.643)	162.278	(7.255.692)	(5.565.548)
A.2.1 Movimento de curva de juros	3.116	3.939	(77.670)	2.671.777	3.814.951
A.2.2 Movimento de spread de crédito	(210.108)	(391.582)	239.948	(9.904.860)	(9.380.499)
B. Receita de Aplicações Financeiras					
B.1. Caixa e outros	19.305	(419.634)	22.660	(73.994)	1.980.830
C. Despesa Operacional					
C.1. Taxas e outros custos	(192.844)	(200.386)	(274.707)	(3.374.696)	(9.621.396)
D . Resultado					
D.1. Total do período	1.647.440	1.354.813	2.353.302	17.821.973	48.871.536
D.2. Distribuição	1.177.686	1.177.686	1.177.686	23.832.090	55.796.626
D.3. Distribuição/cota	0,55	0,55	0,55	12,4	41,2
D.4. Resultado no período/cota	0,77	0,63	1,10	8,3	33,3
D.5. Resultado acumulado (YTD)/cota	7,6	8,2	1,1	65,1	66,1
E. Resultados Distribuídos					
JGPX11 - R\$/cota	0,55	0,55	0,55	11,1	41,36
Dias úteis no período	19	21	22	253	804
Dividend yield (anualizado)	CDI + 1,63%	CDI + 1,10%	CDI + 0,49%	CDI + 3,89%	CDI + 2,85%
Dividend yield gross-up (anualizado)	CDI + 3,80%	CDI + 3,29%	CDI + 2,62%	CDI + 6,49%	CDI + 5,03%

Fonte: Daycoval e JGP



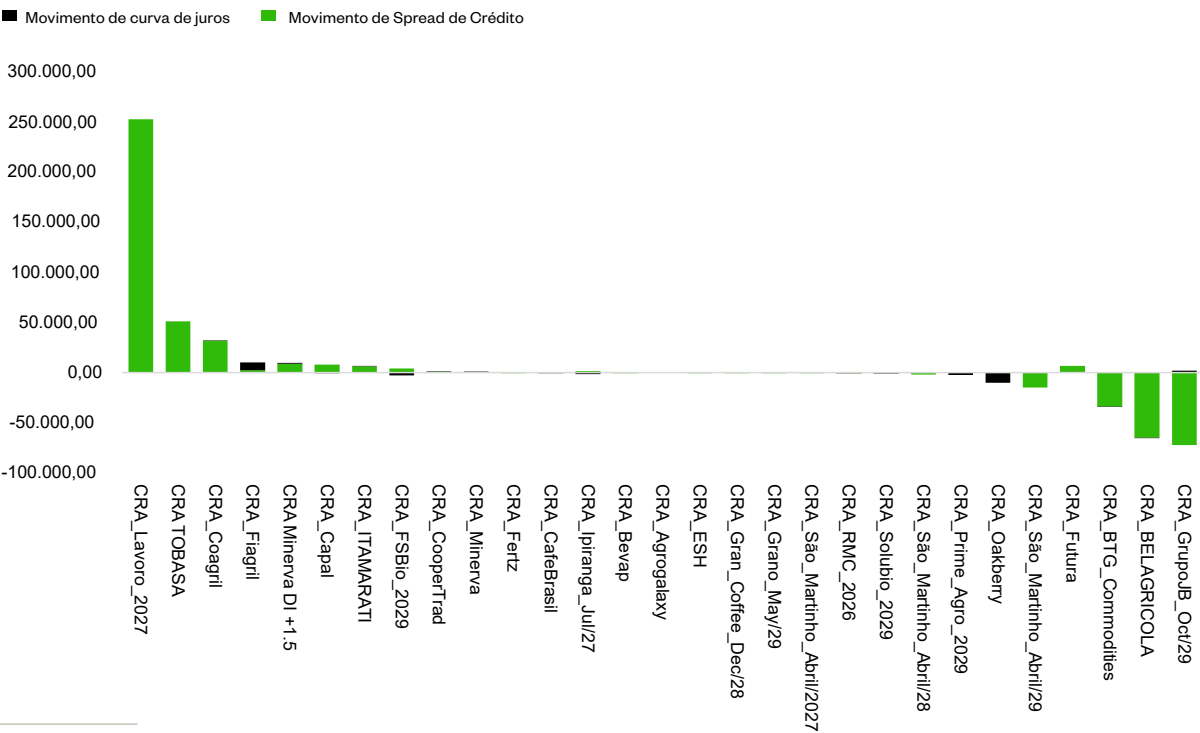
Atribuição de Performance

Atribuição de performance do Resultado Distribuível (em R\$)



Fonte: Daycoval e JGP

Atribuição de performance de marcação a mercado (em R\$)



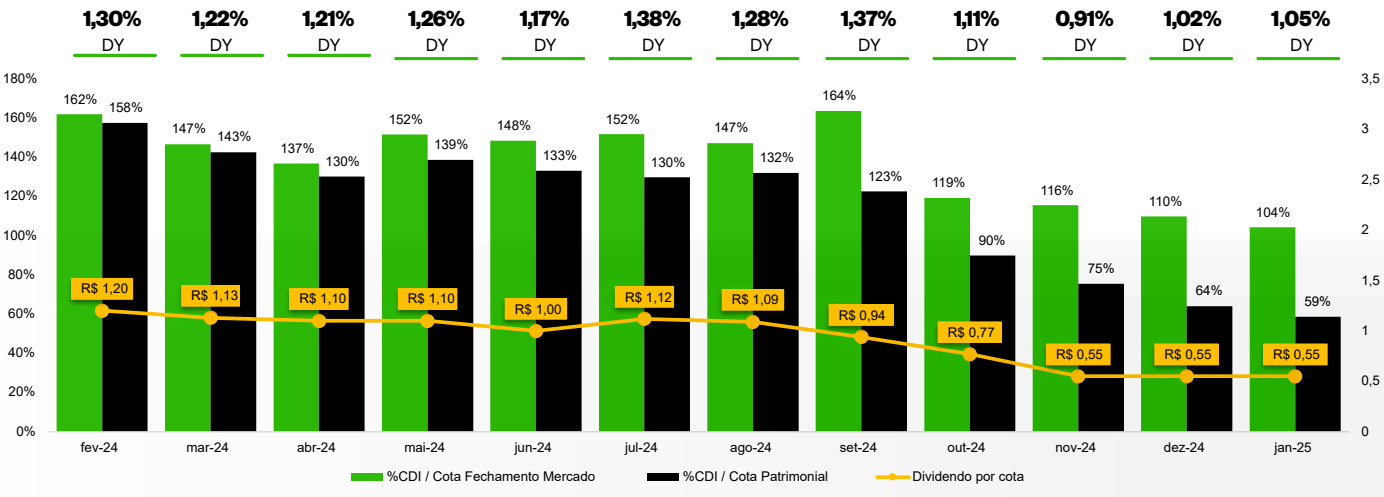
Fonte: Daycoval e JGP

Últimos Rendimentos

Mês	Cotação	Rendimento	DY	DY Gross-Up*
31-Jan-25	52,24	0,55	1,05%	1,24%
30-Dec-24	53,80	0,55	1,02%	1,20%
29-Nov-24	60,26	0,55	0,91%	1,07%
31-Oct-24	69,44	0,77	1,11%	1,30%
30-Sep-24	68,77	0,94	1,37%	1,61%
31-Aug-24	85,35	1,09	1,28%	1,50%
31-Jul-24	81,36	1,12	1,38%	1,62%
28-Jun-24	85,48	1,00	1,17%	1,38%
31-May-24	87,02	1,10	1,26%	1,49%
30-Apr-24	90,95	1,10	1,21%	1,42%
28-Mar-24	92,64	1,13	1,22%	1,44%
29-Feb-24	92,65	1,20	1,30%	1,52%
31-Jan-24	93,50	1,25	1,34%	1,57%

*Considerando uma alíquota de 15%

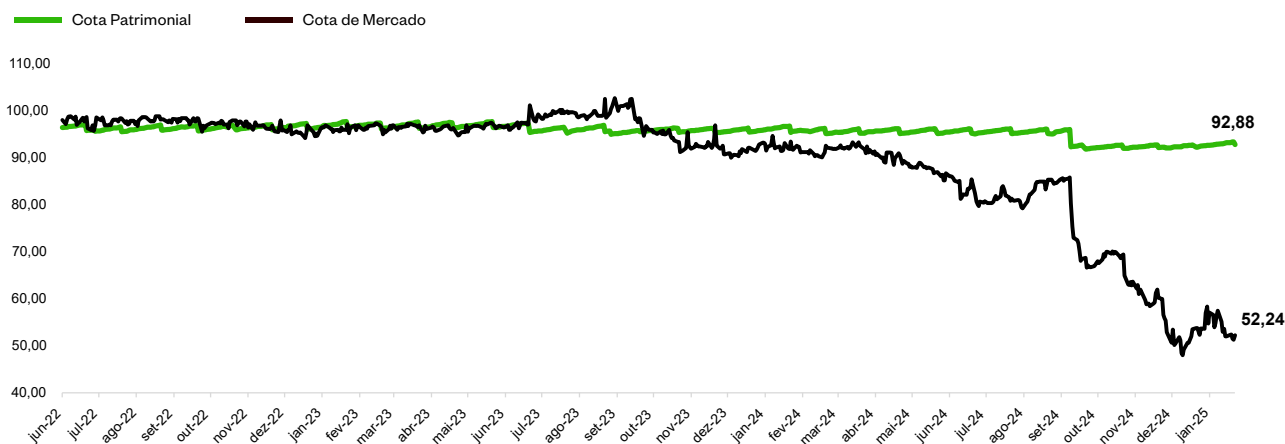
Histórico de Rendimentos





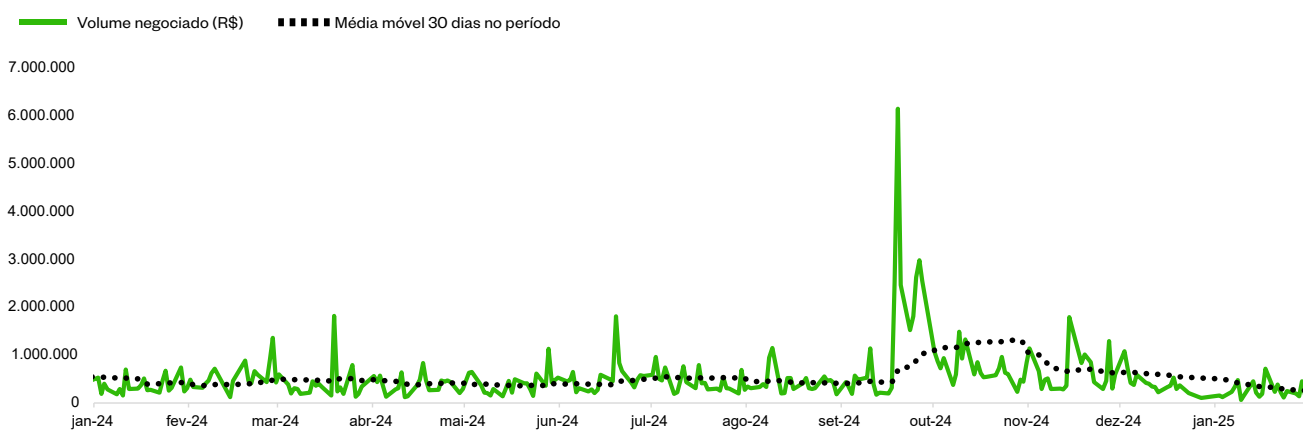
Mercado

Cota Patrimonial vs. Cota de Mercado



Fonte: Daycoval e B3

Volume de Cotas Negociadas na B3



Fonte: B3



Tabela de Sensibilidade

Abaixo, apresentamos uma tabela de sensibilidade para a rentabilidade esperada a partir de diferentes relações entre a cota de mercado e a cota patrimonial (considerando o valor da cota patrimonial em 31/jan/2025 de R\$ 92,88). A tabela ilustra o resultado potencial para o investidor, considerando a convergência do preço pago na cota de mercado para a cota patrimonial ao longo do período de duração do fundo, utilizando como parâmetro a *duration* do JGPX11.

Dessa forma, quando o investimento é realizado em uma cota de R\$ 55,00, o retorno líquido para o cotista é equivalente a CDI + 25,01%, considerando o prazo médio de 1,8 ano.

Preço por Cota	% da Cota Patrimonial	Spread Equivalente em CDI+ *
48	51,7%	30,85%
53	57,1%	27,68%
58	62,4%	24,51%
63	67,8%	21,35%
68	73,2%	18,18%
73	78,6%	15,01%
78	84,0%	11,85%
83	89,4%	8,68%
88	94,7%	5,51%
93	100,1%	2,35%



Comentário do Gestor

Com o objetivo de responder os principais questionamentos de nossos investidores de forma equitativa, reforçamos a seção abaixo do relatório de novembro.

Perguntas Frequentes

1. Por que os rendimentos foram reduzidos? Qual a estimativa para normalização?

A redução dos rendimentos no JGPX11 foi, em grande parte, resultado da necessidade de provisão para perdas, especialmente em razão da remarcação do CRA de Agrogalaxy, que impactou negativamente o lucro contábil do fundo no ano fiscal vigente. O valor do patrimônio líquido do fundo caiu de R\$ 205.712.690,13 (equivalente a R\$ 96,07/cota) para R\$ 197.838.069,83 (equivalente a R\$ 92,39/cota), após a provisão de crédito de Agrogalaxy.

A redução do lucro contábil esperado para o ano fiscal vigente não impede o uso do regime do fluxo de caixa para o pagamento de rendimentos dentro de um período fiscal, desde que, em junho de 2025, o valor distribuído não seja superior ao lucro apurado pelo regime de competência. De forma a evitar esta situação, revisamos a política de distribuição de rendimentos do Fundo.

Na nova política de distribuição de rendimentos, projetamos que, até o final do ano fiscal, em junho de 2025, o patrimônio líquido retorne aos níveis registrados no início do ano fiscal, ou seja, R\$ 204.042.472,93 (equivalente a R\$ 95,29/cota), registrado em 28 de junho de 2024. Caso o patrimônio líquido não se recupere até essa data, o fundo enfrentaria riscos regulatórios (em conformidade com a CVM) e fiscais (relacionados aos rendimentos distribuídos serem considerados como amortização). Para evitar esse cenário, as distribuições de rendimentos foram reduzidas a um nível que permita (i) ter segurança em relação a não tributação de nossos cotistas sobre os valores distribuídos, (ii) a recuperação do valor patrimonial do fundo até junho de 2025 e (iii) a regularização da distribuição de rendimentos a partir de junho de 2025 sem a incidência de efeitos negativos relacionados a marcação a mercado dos CRAs da Agrogalaxy.

2. Os rendimentos podem sofrer novos impactos?

Sim, o lucro contábil do Fundo, assim como os seus rendimentos, pode ser impactado, tanto de forma positiva, quanto negativa, por diversas variáveis. Fatores como a marcação a mercado dos ativos, nível de Selic, evolução de eventos relacionados aos emissores investidos pelo Fundo (como o caso da Agrogalaxy) e potenciais riscos de crédito podem afetar a distribuição.



Vale ressaltar que a marcação a mercado pode ser favorável para o Fundo, caso os ativos se valorizem, assim como o aumento da taxa SELIC, e, principalmente, se conseguirmos implementar uma boa estratégia de recuperabilidade dos CRAs Agrogalaxy, beneficiando a distribuição de rendimentos. Esta recuperabilidade segue como ação prioritária do time de gestão no curto prazo, apoiado pelas demais áreas da JGP, em especial os times jurídicos e de reestruturação financeira. Obtivemos avanços satisfatórios durante os meses de novembro e dezembro na direção desse objetivo, com a ressalva de que etapas importantes ainda precisam ser superadas para efetiva obtenção de resultados no Fundo.

Rendimentos

O JGPX11 distribuiu em janeiro R\$ 0,55/cota, o que representa um *dividend yield* mensal de 1,05% em relação ao valor de mercado das cotas, equivalente a CDI + 0,49% se anualizado. Conforme explicado na seção de “Perguntas Frequentes”, o foco da gestão é a recuperação do valor patrimonial do Fundo.



Movimentações na carteira no mês de janeiro

1. CRA Oakberry: Amortização antecipada

Em janeiro de 2025, recebemos a amortização antecipada de 100% do CRA Oakberry, com vencimento original em 2027 e pré-pago a uma taxa de CDI + 2,38% a.a. – considerando o *spread* do ativo na curva e o *fee* de resgate antecipado. A decisão da companhia de proceder com o pré-pagamento foi motivada pela melhoria nos seus resultados, o que possibilitou a obtenção de uma taxa mais vantajosa em uma nova operação. Essa parcela foi alocada em ativos de alta qualidade (*high grade*), conforme descrito a seguir.

2. CRA BTG: Compra

Adquirimos um CRA emitido pela Engelhart CTP (Brasil) S.A., conhecida como BTG Commodities, uma trading internacional de commodities fundada em 2013 pelo Grupo BTG Pactual. Esta aquisição reflete a estratégia do grupo em estruturar instrumentos financeiros para captar recursos destinados ao financiamento de suas atividades no agronegócio, especialmente por meio da Engelhart CTP. O CRA, com risco associado ao BTG, foi emitido em 2023 com remuneração de 102% do CDI, apresenta vencimento em 2027 e foi adquirido para o fundo a 95,90% do CDI.

3. CRA Ipiranga: Compra

Adquirimos a segunda série do CRA da Ipiranga Produtos de Petróleo S.A., emitido em julho de 2023, a uma taxa de CDI + 0,44% a.a. O título, originalmente emitido a CDI + 0,70% a.a., tem vencimento em 2027 e *rating* AAA.br pela Moody's. A Ipiranga é uma das maiores distribuidoras de combustíveis do Brasil, com uma ampla rede de postos em todo Brasil. A companhia é subsidiária do Grupo Ultra, um conglomerado listado na B3 (UGPA3), com atuação nas verticais de mobilidade, energia e infraestrutura logística.





4. CRA São Martinho: Compra

Em janeiro, também adquirimos as três séries do último CRA emitido pela São Martinho S.A. em março de 2024, com vencimentos em 2027, 2028 e 2029, às taxas de 97,90% do CDI, 98,90% do CDI e 99,90% do CDI, respectivamente. As séries foram originalmente emitidas a 98% do CDI, 99% do CDI e 100% do CDI, e possuem *rating brAAA* pela S&P. A São Martinho S.A. é uma empresa de capital aberto, listada na B3 (SMT03), sendo uma das maiores usinas sucroalcooleiras do Brasil.

5. CRA Tobasa: Compra

Por fim, ampliamos nossa posição na Tobasa, líder brasileira na produção de carvão ativado a partir do coco de babaçu, amplamente utilizado no tratamento de água para consumo humano no país. O CRA, emitido em 2022 a CDI + 5%, foi adquirido na mesma taxa e possui vencimento em 2027. Mantemos uma posição sólida no ativo, que manteve bons resultados financeiros em meio dos anos mais desafiadores para produtores rurais e conta com um robusto conjunto de garantias reais e *covenants* bem estruturados.



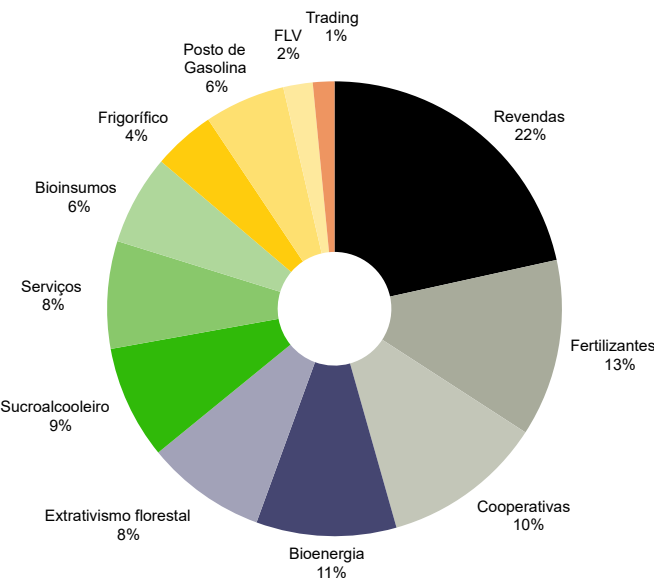
Carteira de crédito

Finalizamos janeiro com uma alocação de 99% do patrimônio líquido em 28 CRAs, de 25 devedores distintos. A concentração média por ativo totalizou 3,53%, sem nenhum ativo acima de 8% do PL. Nossa taxa média atingiu CDI + 3,60% a.a. da carteira investida (ex-caixa).

Código CETIP	Ativos investidos	Tipo	Indexador	Spread da Emissão	Vencimento	Duration	% do PL	Posição	Rating Externo Escala Nacional
CRA022009KI	Agrogalaxy	CRA	CDI	4,25%	2027	0,7	4,3%	Estratégica	N/A
CRA02200DKY	Belagricola	CRA	CDI	4,20%	2028	1,6	7,1%	Estratégica	N/A
CRA022002H0	BEVAP	CRA	CDI	5,30%	2027	0,9	0,9%	Estratégica	BB+
CRA023003UX	BTG Pactual – Engelhart	CRA	%CDI	103,00%	2027	1,8	1,5%	Estratégica	N/A
CRA022009VM	Cafe Brasil	CRA	CDI	4,50%	2027	1,8	2,1%	Estratégica	N/A
CRA02300Q8I	Capal Cooperativa	CRA	CDI	1,95%	2029	1,8	3,4%	Estratégica	N/A
CRA023006SH	Coagril	CRA	CDI	4,70%	2027	1,4	4,6%	Estratégica	N/A
CRA02200D4E	Coopertradicao	CRA	CDI	3,00%	2026	0,8	1,8%	Estratégica	N/A
CRA02200CT5	Energetica Santa Helena	CRA	CDI	4,00%	2027	1,2	2,4%	Estratégica	N/A
CRA02300Q8H	Fertz Fertilizantes	CRA	CDI	4,50%	2027	1,3	5,8%	Estratégica	N/A
CRA021005M0	Fiagril	CRA	CDI	5,00%	2026	1,0	1,6%	Estratégica	N/A
CRA023000XD	FS Bioenergia	CRA	CDI	2,30%	2029	2,0	6,4%	Estratégica	AA-
CRA022006N6	Futura Agronegocios	CRA	CDI	5,00%	2025	0,4	1,2%	Giro	N/A
CRA02300VY1	Gran Coffee	CRA	CDI	5,50%	2028	1,7	7,6%	Estratégica	N/A
CRA0240060P	Grano	CRA	CDI	4,50%	2029	1,8	2,1%	Estratégica	N/A
CRA02300O8I	Grupo JB	CRA	CDI	3,50%	2029	2,1	5,7%	Estratégica	N/A
CRA02300GCV	Ipiranga	CRA	CDI	0,70%	2027	2,1	1,8%	Estratégica	AAA
CRA02300TBM	Lavoro	CRA	PRÉ	14,20%	2027	2,0	7,2%	Estratégica	N/A
CRA020001E5	Minerva	CRA	CDI	5,40%	2026	1,2	1,0%	Giro	AAA
CRA02300MJ9	Minerva	CRA	CDI	100,00%	2028	2,8	3,4%	Estratégica	AAA
CRA024006N5	Prime Agro	CRA	CDI	3,50%	2029	2,6	4,6%	Estratégica	BBB+
CRA02300TXU	Rede Monte Carlo	CRA	CDI	6,00%	2026	0,8	3,9%	Estratégica	N/A
CRA024004H5	São Martinho	CRA	%CDI	98,00%	2027	1,9	1,0%	Giro	AAA
CRA024004H6	São Martinho	CRA	%CDI	99,00%	2028	2,6	0,4%	Estratégica	AAA
CRA024004H7	São Martinho	CRA	%CDI	100,00%	2029	3,2	1,0%	Estratégica	AAA
CRA024008C2	Solubio IV	CRA	CDI	5,25%	2029	2,9	6,3%	Estratégica	N/A
CRA022008YG	Tobasa	CRA	CDI	5,00%	2027	1,2	8,0%	Estratégica	N/A
CRA0230099D	UISA	CRA	CDI	4,50%	2028	1,7	1,8%	Estratégica	BBB+

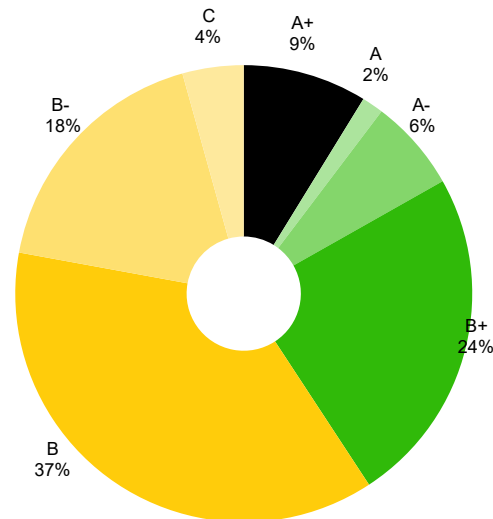


Distribuição setorial da carteira



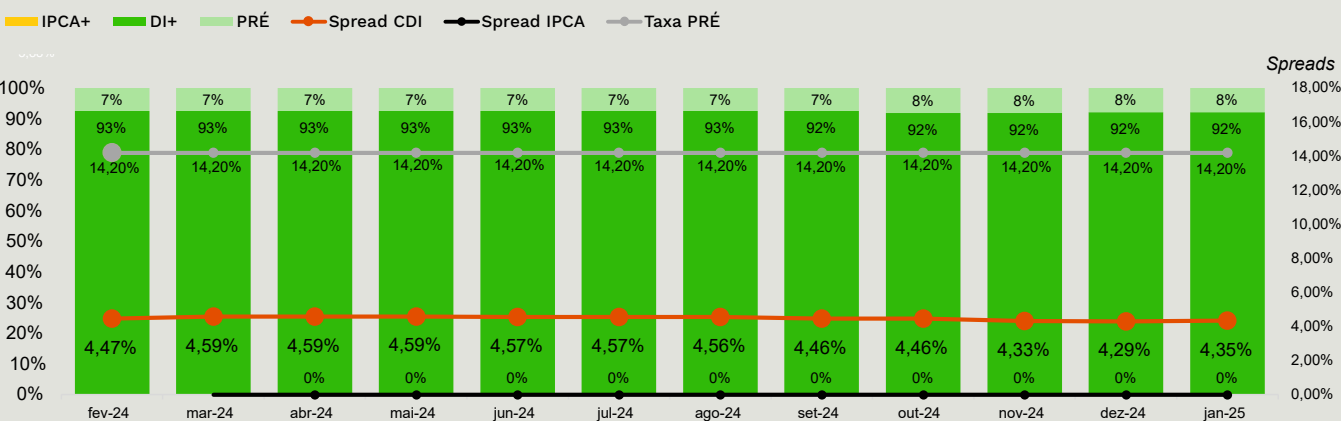
Fonte: JGP

Distribuição por *rating* interno da carteira



Fonte: JGP

Alocação x Spread Médio Ponderado (ex-caixa)



Fonte: Daycoval e JGP



Carteira JGPX11

Assim como no relatório anterior, manteremos nossos investidores atualizados sobre os detalhes dos cases presentes na carteira. A seguir, apresentaremos os ativos investidos, e comentaremos o racional por trás de cada operação, bem como seus resultados financeiros mais recentes:

AGROGALAXY	BELAGRICOLA	BEVAP
BTG PACTUAL	CAFÉ BRASIL II	CAPAL
COAGRIL	COOPERTRADIÇÃO	ENERGÉTICA ^{STA} HELENA
FERTZ	FIAGRIL	FS BIOENERGIA
FUTURA AGRO	GRAN COFFEE	GRANO
GRUPO JB	IPIRANGA	LAVORO
MINERVA	PRIME AGRO	REDE MONTE CARLO
SÃO MARTINHO	SOLUBIO IV	TOBASA
USINAS ITAMARATI	PARA UMA MELHOR EXPERIÊNCIA, NAVEGUE PELO MENU ACIMA. PARA RETORNAR, CLIQUE NO BOTÃO VOLTAR ↩	

Agrogalaxy

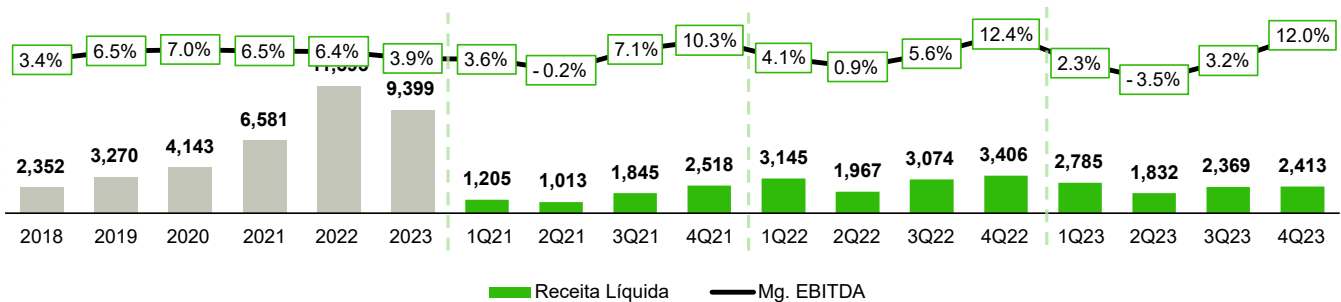
O Agrogalaxy é uma plataforma de varejo de insumos agrícolas brasileira, presente em 12 estados através de 169 lojas, 28 silos, unidades de beneficiamento de sementes e 3 plantas próprias de semente de soja. A companhia cobre mais de 1.000 municípios e se propõe a ser uma *one-stop shop* para o agricultor brasileiro, aliando tecnologia aos serviços prestados por seus 552 CTVs (Consultores Técnicos de Venda). Diante de um mercado muito fragmentado, o Agrogalaxy busca capturar as sinergias de uma atuação em escala nacional. Após uma longa jornada de M&A, na qual 8 tradicionais marcas do segmento foram por ela consolidadas, a companhia vinha adotando uma estratégia de expansão orgânica, tendo aberto 45 lojas nos últimos 3 anos.



No exercício de 2023, a companhia obteve receita líquida de R\$ 9,4 bilhões, margem EBITDA de 4% e dívida líquida / EBITDA de 3,8x. A reversão dos altos níveis de preço de insumos agrícolas observados ao longo de 2022 – como reflexo da expectativa de estresse de fornecimento devido a guerra entre Rússia e Ucrânia, região relevante da produção de fertilizantes – impactou negativamente o nível de faturamento do Agrolaxy em 2023, parcialmente compensado por aumento de volumes. Assim sendo, pela primeira vez na história, a companhia apresentou contração de faturamento anual (-19%), conforme gráfico abaixo, explicada por uma queda de preços de 33% e um crescimento de volume de 3% na venda de insumos.

Ressaltamos que a queda de rentabilidade registrada nos últimos anos trata-se de um efeito macro e não microeconômico, de modo que as dificuldades enfrentadas são comuns a todas as revendas e distribuidoras de insumos agrícolas no país e, portanto, não dizem respeito a um fator isolado do Agrolaxy.

Receita Líquida (R\$ MM) e Margem EBITDA



Em 27 de dezembro de 2023, a companhia anunciou um aumento de capital de R\$ 150 milhões liderado pelo acionista Aqua Capital, um suporte de *private equity* importante para o risco de crédito. Em março de 2024, mediante Assembleia de Credores, foi concedido o *waiver* para o potencial descumprimento do *covenant* de alavancagem líquida para os CRAs da Agrolaxy, mediante cobrança de um *flat fee* de 0,5% e a obrigatoriedade de convocação de nova assembleia para deliberar sobre a limitação do Capex da companhia a R\$ 50 milhões em 2024, além da conversão da espécie de debêntures que são lastro dos CRAs para Garantia Flutuante.

Nossa tese de investimento na Agrolaxy baseava-se, então, em quatro pilares principais: (i) vantagem competitiva de escala, que facilitava negociações com *stakeholders*; (ii) até então, apoio financeiro contínuo do acionista majoritário, com aportes de capital via *equity* e mútuos; (iii) expectativa de recuperação do ciclo agrícola em 2024, com melhora dos indicadores de crédito no médio prazo; e (iv) estabilidade na estrutura de capital, suportada por renegociações bem-sucedidas em 2023. Vale ressaltar que, nas Assembleias realizadas no início do ano, condicionamos nossa aprovação ao *waiver* do *covenant* financeiro à mudança das garantias do CRA022009KI para garantia flutuante, reforçando nossa posição em relação à dívida quirográfica da empresa.



Acompanhamento

No dia 16 de setembro de 2024, a Agrogalaxy não efetuou o pagamento da parcela de juros e amortização referente à sua 1ª emissão de debêntures. Após o período de um dia útil de cura, ocorreu o vencimento antecipado automático dessas debêntures, o que também resultou no vencimento dos CRAs vinculados, conforme comunicado pela securitizadora Vert em 18 de setembro de 2024. No mesmo dia, a empresa anunciou oficialmente seu pedido de recuperação judicial através de um Fato Relevante. Além disso, o CEO Axel Labourt renunciou ao cargo, sendo substituído pelo CFO Eron Martins. Alguns membros do Conselho de Administração também deixaram seus cargos. Como consequência da recuperação judicial, o ativo CRA022009KI foi reavaliado para 50% do PU Par, o que resultou em uma queda de 3,88% no valor patrimonial do fundo. Atualizamos nosso rating interno para C.

O plano de recuperação judicial da companhia foi anunciado no dia 2 de dezembro de 2024. Acreditamos que o plano apresentado foi protocolar e continuamos as discussões com partes envolvidas, buscando a classificação de credor apoiador. A recuperabilidade dos CRAs da Agrogalaxy segue como ação prioritária do time de gestão no curto prazo, apoiado pelas demais áreas da JGP, em especial os times jurídicos e de reestruturação financeira. Acreditamos que continuamos avançando de forma satisfatória durante o mês de novembro na direção desse objetivo, com a ressalva de que etapas importantes ainda precisam ser superadas para efetiva obtenção de resultados no fundo. Assim que possível, nos comprometemos a fornecer uma atualização completa aos cotistas.

Agrogalaxy (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2T24 UDM
Receita	3.270	4.143	6.581	11.593	9.399	7.434
a/a		27%	59%	76%	-19%	
EBITDA	213	290	430	744	365	116
Margem EBITDA	6,5%	7,0%	6,5%	6,4%	3,9%	1,6%
Dívida bruta	845	1.086	1.488	2.693	2.421	2.113
Caixa	242	395	756	1.179	1.047	472
Dívida Líquida	602	691	732	1.514	1.373	1.641
Alavancagem Líquida	2,8x	2,4x	1,7x	2,0x	3,8x	14,2x



Belagícola

A Belagícola é uma revendedora de insumos agrícolas, que também atua na originação, logística e comercialização de grãos e prestação de serviços agronômicos. A empresa conta com 50 pontos de revenda e 72 unidades de recebimento, nos estados do Paraná, São Paulo e Santa Catarina, com capacidade de armazenamento de mais de 1,1 milhão de toneladas, que a auxilia na operação de *barter*. Ainda, a companhia possui uma marca própria de sementes de soja, trigo e milho, agregando margem na venda desses produtos. A empresa tem a chinesa Pengdu como acionista controladora, que contribui estrategicamente na relação comercial com fornecedores do país asiático. Em 2023, a companhia obteve uma receita líquida de R\$ 7,5 bilhões, refletindo uma queda de 8,4%, e margem EBITDA de 3,2%.

Vale ressaltar que os direitos creditórios do agronegócio, oriundos das debêntures, que são lastro dos CRAs contam com garantia real de cessão fiduciária, fiança e fundo de reserva. De forma detalhada, a fiança é prestada pela Landco Administradora de Bens e Imóveis S.A. A cessão fiduciária corresponde aos direitos creditórios oriundos dos contratos de venda de grãos celebrados entre a Cargill Agrícola S.A. e a fiduciante, que devem corresponder a, no mínimo, 100% do valor nominal das debêntures ou do saldo devedor do valor das debêntures. Destacamos que no CRA investido por nós, todo fluxo acontece através de contratos com o *offtaker*, com trava de conta bancária.

Em janeiro de 2024, a Belagícola pediu, mediante Assembleia de Credores, um *waiver* prévio para a potencial quebra do *covenant* de EBITDA/Despesas Financeiras de 1,3x. Entretanto, em abril de 2024, após o envio das demonstrações financeiras auditadas, foi verificado que não houve quebra de *covenant*.

Belagícola (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023
Receita	3.761	3.688	4.371	8.132	7.449
a/a		-2%	19%	86%	-8%
EBITDA	123	196	221	401	238
Margem EBITDA	3,3%	5,3%	5,0%	4,9%	3,2%
Dívida bruta	642	919	1.431	1.605	1.593
Caixa	161	232	474	1.002	541
Dívida Líquida	481	687	957	603	1.053
Alavancagem Líquida	3,9x	3,5x	4,3x	1,5x	4,4x



Bevap

A Bevap é uma produtora de açúcar, etanol e energia elétrica, localizada em Minas Gerais. Com capacidade total de moagem de 4,5 milhões de toneladas/ano, a companhia utiliza 73% de cana própria, plantada em uma área 100% irrigada e mecanizada. Diante das complicações climáticas enfrentadas historicamente pelo setor sucroalcooleiro, a irrigação total de sua plantação se mostra um diferencial competitivo. Além disso, a Bevap se distingue no setor por não ter um controle societário familiar e, conseqüentemente, conta com profissionais de mercado especializados em sua gestão. Em 2023, a companhia apresentou receita líquida de R\$ 841 milhões, EBITDA de R\$ 297 milhões e alavancagem líquida de 1,6x. A Bevap obteve um fluxo de caixa livre de R\$ 7.982 por hectare – uma métrica importante para o setor, dada a relevância dos gastos com tratos culturais – indicando capacidade de converter eficiência operacional em geração de caixa.

Destaca-se que a CPR-F, lastro dos CRAs, conta com as garantias de aval e de cessão fiduciária de direitos creditórios para reforçar o cumprimento das obrigações assumidas pela devedora. Em detalhes, a avalista é a Bevap Participações S.A. e a cessão fiduciária corresponde aos créditos cedidos fiduciariamente de titularidade da Central Bioenergética Enervale S.A. (Enervale) e da Bioenergética Vale do Paracatu S.A. (Bevap) contra as devedoras dos respectivos créditos, no âmbito de contratos de safra de açúcar, de contratos de álcool e/ou de contratos de energia. O contrato de cessão fiduciária estabelece a manutenção, pelas cedentes fiduciárias, de um fluxo mensal mínimo de 110% da próxima parcela de pagamento dos CRA e de uma razão de garantia dos contratos de açúcar, com um valor de garantia maior ou igual a 130% do saldo devedor nas datas de averiguação mensal.

Bevap (em R\$ milhões)	2019	Mar/21	Mar/22	Mar/23	Mar/24
Receita	483	608	822	841	883
a/a		26%	35%	2%	5%
EBITDA	104	199	294	297	369
Margem EBITDA	21,5%	32,8%	35,8%	35,3%	41,8%
Dívida bruta	545	751	705	730	789
Caixa	13	23	70	242	276
Dívida Líquida	532	728	635	488	513
Alavancagem Líquida	5,1x	3,6x	2,2x	1,6x	1,4x



BTG Pactual

O CRA investido tem como devedora a Engelhart CTP (Brasil) S.A., também conhecida como Engelhart Commodities Trading Partners (ECTP) ou BTG Commodities. Fundada em 2013 pelo BTG Pactual, a empresa surgiu como uma trading internacional de commodities físicas e financeiras. Em 2016, a ECTP foi desmembrada do BTG e passou a operar de forma independente, preservando, no entanto, o modelo de sociedade partnership, no qual executivos do banco também são sócios da empresa. Desde sua criação, a Engelhart refletia o interesse do BTG em ingressar no mercado das grandes tradings agrícolas, como ADM e Bunge. Em 2022, o BTG decidiu incorporar a trading de commodities físicas ao seu balanço, enquanto a ECTP passou a concentrar suas atividades em trading financeiro, pesquisa e análise de mercado. No ano seguinte, em 2023, a ECTP originou 4,4 milhões de toneladas de grãos, conquistando um market share de 3,6% na exportação brasileira de soja e milho.

O CRA investido, estruturado pelo BTG Pactual, teve como finalidade captar recursos para a Engelhart, destinando-os ao reembolso de despesas relacionadas à compra de insumos e produtos agrícolas, como soja e milho, adquiridos de produtores rurais. Embora tenha garantia clean, o CRA é considerado um ativo de alta qualidade de crédito, pois representa o risco BTG.

Café Brasil II

A Café Brasil produz fertilizantes de alta performance, sendo seus principais produtos o Ciclus, de liberação controlada de nitrogênio sólido, e o *PROphós*, que promove maior ativação das propriedades do fósforo do que uma aplicação tradicional. Fundada em 1996, a companhia sempre atuou fortemente no sudeste de Minas Gerais, atendendo principalmente às necessidades da cultura cafeeira, que induziu ao nome da companhia. Desde então, houve uma diversificação do portfólio de soluções agrícolas, demandando investimentos em capacidade de produção. Em 2022, a companhia alcançou um faturamento de R\$ 295 milhões e manutenção de um bom nível de margem EBITDA, em 22%. Dando continuidade à expansão de capacidade e início das operações com biológicos, a companhia tinha uma alavancagem líquida de 2,4x. Em 2023, a companhia sofreu, assim como as demais revendas agrícolas, com a abrupta reversão de preços de insumos agrícolas. Ainda, esse impacto foi exacerbado pelo fato de a empresa não ter um *track record* vasto no atendimento a produtores de grãos, sendo mais focada historicamente em produtores de café. Com isso, a variação de receita foi negativa em 36,4%, voltando aos patamares de faturamento históricos, tais como eram antes da companhia expandir para grãos e antes do boom de commodities de 2021 e 2022. Ainda, a margem EBITDA da companhia se aproximou de 0% em 2023. Por outro lado, a queda de faturamento se refletiu em liberação de capital de giro, de modo que a companhia conseguiu desacelerar a queima de caixa operacional em 2023, encerrando o ano com uma dívida bruta mais baixa do que havia encerrado em 2022.



O CRA investido apresenta um robusto pacote de garantias, incluindo aval dos acionistas, alienação fiduciária de imóveis e cessão fiduciária de recebíveis que, somadas, precisam representar entre 70% e 120% do saldo devedor durante a operação. Além disso, conta com um *covenant* de alavancagem líquida de 3,0x e de liquidez corrente de 1,0x, dando segurança adicional aos investidores.

Em março de 2024, a companhia solicitou *waiver* para descumprimento da obrigação de recomposição de garantia de recebíveis e para o potencial descumprimento do *covenant* de alavancagem líquida, para os CRAs da Café Brasil, que foi concedido mediante algumas condições, sendo as principais: (i) pagamento de um *fee* de 0,75% do saldo devedor; (ii) adiantamento das parcelas de amortização e, consequentemente, do vencimento dos CRAs em um período de um ano; (iii) vedação de distribuição de rendimentos em 2024; (iv) limitação do Capex a R\$ 15 milhões em 2024. Assim como falamos acima, entendemos que a conjuntura atual do agronegócio exerce grande influência para essa situação, principalmente para rentabilidade de vendas e demais players da cadeia de insumos, mas acreditamos que a companhia tenha o aparato necessário para condução do processo de normalização dos resultados.

A redução do *duration* do CRA e a inclusão de travas financeiras a serem verificadas durante o ano de 2024 são fatores que contribuem para a melhora do risco do ativo e para garantia da cautela financeira por parte da administração da empresa, a fim de aprimorar o rebalanceamento de sua estrutura de capital ao longo do ano.

Acompanhamento

A companhia vem demonstrando uma forte recuperação em relação ao ano passado, impulsionada pela alta dos preços do café, que beneficia a Café Brasil, na medida em que incentiva o produtor a investir mais na lavoura, utilizando produtos de maior valor agregado, como os fertilizantes premium oferecidos pelo portfólio da companhia. Nesse contexto, a receita líquida da empresa nos primeiros dez meses de 2024 totalizou R\$ 170 milhões, representando um crescimento de 14% em relação ao mesmo período do ano anterior e ficando próxima ao montante registrado no total de 2023, de R\$ 188 milhões. Além disso, alcançaram uma notável reversão de suas margens, apresentando um EBITDA robusto de R\$ 36 milhões no período, comparado aos R\$ 3 milhões registrados nos 10M23, e com a margem EBITDA aumentando de 2% para 21% no mesmo intervalo.

A partir de uma gestão eficiente do capital de giro e um CAPEX controlado, a Café Brasil conseguiu gerar fluxo de caixa livre positivo no período, encerrando outubro com uma posição de R\$ 60 milhões em caixa. Esse desempenho, aliado à melhora do resultado operacional, tem contribuído para uma expressiva redução da alavancagem líquida.

Anualizando o EBITDA, estima-se uma alavancagem de 3,9x. Considerando que, diante dos efeitos sazonais, o resultado da companhia costuma ser mais forte no último trimestre do ano, é esperado que a companhia alcance um EBITDA mais elevado e, consequentemente, uma alavancagem menor.



Café Brasil (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2T24 UDM
Receita	99	133	284	295	188	197
a/a		34%	113%	4%	-36%	
EBITDA	21	16	67	65	0	3
Margem EBITDA	21,5%	12,1%	23,5%	22,1%	0,1%	1,5%
Dívida Bruta	62	70	117	243	232	224
Caixa	2	2	30	88	70	55
Dívida Líquida	60	68	87	156	162	169
Alavancagem Líquida	2,8x	4,2x	1,3x	2,4x	-	-

Capal

A Capal, uma cooperativa agropecuária atuante no nordeste do Paraná e sudoeste de São Paulo, com mais de 3,5 mil cooperados, se destaca por suas iniciativas e parcerias que agregam valor à produção agrícola. Em 2023, alcançou uma receita líquida de R\$ 3,9 bilhões, margem EBITDA de 4,3%, e apresentou uma dívida líquida de R\$ 391 milhões, resultando em uma alavancagem de 2,3x. A cooperativa possui padrões elevados de governança, com Conselho de Administração composto por cooperados, diretoria executiva estável e uma sólida política de crédito. A retenção de lucros fortaleceu seu patrimônio líquido, aumentando de R\$ 298 milhões em 2016 para R\$ 970 milhões em 2023.

A Capal acessa linhas subsidiadas de crédito rural e, em 2023, emitiu um Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) no valor de R\$ 150 milhões, com a JGP como investidor-âncora e *ESG Advisor*. O CRA conta com garantias, incluindo o aval do presidente da cooperativa e um contrato de fornecimento de soja para a Cargill. A remuneração do CRA é de CDI + 1,95%, adquirido com deságio pelos fundos da JGP, visando uma rentabilidade equivalente a CDI + 3,50% a.a. A operação conta com *covenants* que limitam a alavancagem líquida a 2,5x e exigem liquidez corrente mínima de 1,25x para controlar os riscos ao longo do prazo da operação.

Capal (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023
Receita	1.470	2.054	3.252	4.290	3.921
a/a		40%	58%	32%	-9%
EBITDA	70	100	187	287	168
Margem EBITDA	4,7%	4,9%	5,8%	6,7%	4,3%
Dívida Bruta	357	364	665	652	788
Caixa	197	237	306	460	578
Dívida Líquida	159	126	359	193	210
Alavancagem Líquida - Estrutural	2,3x	1,3x	1,9x	0,7x	1,3x



Coagril

A Coagril é uma cooperativa agropecuária com sede em Unaí (MG), que atua no estado de Minas Gerais, Goiás, Mato Grosso e Bahia. Além de fazer a comercialização de insumos para seus cooperados, a Coagril é responsável pela comercialização da produção agrícola. Além de originar soja e milho, atendendo grandes tradings como a Cargill, a cooperativa também possui uma parcela de seu faturamento proveniente do café, contando com clientes como Starbucks e Nespresso. Em 2023, a cooperativa apresentou margem EBITDA de 0,1% e receita líquida de R\$ 2,9 bilhões (R\$ 3,6 bilhões em 2022). Do ponto de vista de dívida estrutural – levando em conta as contas de capital de giro com seus cooperados –, a Coagril manteve caixa líquido nos últimos 5 anos.

O CRA investido conta com o aval do presidente do Conselho de Administração e com a cessão fiduciária de contratos *take or pay* de fornecimento de soja em grão e farelo de soja com a Cargill, em valor total equivalente a 100%, no mínimo, do montante total da oferta. Somado a esse pacote de garantias, que consideramos de alto valor, dado o *offtaker* e o LTV (*Loan To Value*) associados, a operação conta com *covenants* de liquidez corrente (deve ser menor ou igual a 1,15x) e dívida estrutural / EBITDA (deve ser menor ou igual a 1,5x, anualmente).

Em maio de 2024, a Coagril realizou uma Assembleia de Credores para solicitar anuência para o desenquadramento do *covenant* de EBITDA/Despesas Financeiras Líquidas. Os credores, representando 70,32% dos CRA em circulação, aprovaram o *waiver* mediante algumas condições a serem respeitadas pela companhia, sendo as principais: (i) pagamento de *waiver fee*, correspondente à 0,25% sobre o saldo devedor do CRA; (ii) aumento do Fluxo Mínimo de Pagamento, passando a representar 200% do saldo da CPR – ante 100% iniciais; (iii) obrigatoriedade de inclusão de novos contratos de comercialização de soja, de forma que a quantidade anual negociada do produto seja equivalente a, no mínimo, o dobro da atual quantidade de objeto dos contratos cedidos; (iv) obrigatoriedade de entrega de balancete trimestral. Ressaltamos que, junto com outro credor totalizando 29,68% dos CRA em circulação, havíamos pleiteado o incremento de garantias reais e/ou recebíveis performados, - condicionante que não foi observada pela maioria dos investidores. Sendo assim, tivemos nosso "voto vencido" e o *waiver* foi concedido de todo modo.

Coagril (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023
Receita	1.307	1.733	2.898	3.638	2.932
a/a		33%	67%	26%	-19%
EBITDA	2	5	16	40	3
Margem EBITDA	0,1%	0,3%	0,6%	1,1%	0,1%
Dívida Bruta	220	259	304	473	667
Caixa	68	131	144	201	272
Dívida Líquida	152	127	160	272	395
Alavancagem Líquida - Estrutural	(79,2x)	(29,0x)	(10,0x)	(3,6x)	(11,9x)



Coopertradição

A Coopertradição é uma cooperativa agropecuária com sede em Pato Branco (PR), que atua por meio de 11 filiais no estado do Paraná e no oeste de Santa Catarina. Além de fazer a comercialização de insumos para seus cooperados, a Coopertradição tem capacidade para transformar os grãos originados, através de um moinho de trigo e uma indústria de moagem de soja. A cooperativa ainda conta com uma Unidade de Beneficiamento de Sementes (UBS), para receber as sementes cultivadas pelos produtores, e com uma plataforma de venda online (e-commerce) de insumos para atender aos seus cooperados. Em torno de 60% do faturamento é composto pela venda de produtos de valor agregado, farelo e óleo de soja, farinha de trigo e sementes beneficiadas, o que garante à Coopertradição margens operacionais saudáveis. Em 2023, a cooperativa apresentou margem de 6% (7,6% em 2022) e receita líquida de R\$ 2,3 bilhões (R\$ 2,4 bilhões em 2022). De 2019 a 2023, foi traçada uma trajetória de crescimento de margens líquidas, saindo de 2,7% para 4,6%, e desalavancagem, saindo de 6,9x para 2,5x.

O CRA investido conta com o aval do presidente do Conselho de Administração e com a cessão fiduciária de contratos take or pay de fornecimento de soja em grão e farelo de soja com a Cargill, em valor total equivalente a 100%, no mínimo, do montante total da oferta. Somado a esse pacote de garantias que consideramos de alto valor, dado o *offtaker* e o LTV (*Loan To Value*) associados, a operação conta com *covenants* de liquidez corrente (deve ser menor ou igual a 1,1x), cobertura de serviço da dívida (deve ser maior ou igual a 1,7x) e dívida líquida / EBITDA (deve ser menor ou igual a 3,5x em 2023, 3,25x em 2024 e 3x em 2025).

Coopertradição (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023
Receita	864	1.274	1.959	2.430	2.306
a/a		47%	54%	24%	-5%
EBITDA	39	75	120	185	139
Margem EBITDA	4,6%	5,9%	6,1%	7,6%	6,0%
Dívida Bruta	305	323	469	495	465
Caixa	34	69	168	181	122
Dívida Líquida	271	253	302	314	343
Alavancagem Líquida - Estrutural	1,1x	0,1x	(0,2x)	(0,9x)	(0,9x)



Energética Santa Helena

A Energética Santa Helena (“ESH”) é uma empresa familiar tradicional no setor sucroalcooleiro, com capacidade de moagem anual de 2 milhões de toneladas de cana-de-açúcar, 95% provenientes de áreas de cultivo próprio e presente há mais de 30 anos no Mato Grosso do Sul. A empresa destina sua moagem para produção de etanol hidratado e anidro, possui cerca de 40.000 hectares de área de cultivo de cana-de-açúcar e uma eficiente estrutura agrícola e de transporte, com colheita 100% mecanizada. Os três principais clientes da empresa representam 2/3 de sua receita, sendo eles os maiores do setor. A empresa passou por um processo de Recuperação Judicial (RJ) em 2015, saindo da mesma em 2021, quando reestruturou sua dívida, pagando 100% dos valores devidos. Em 2023, a empresa apresentou R\$ 503 milhões em receita, um crescimento anual com margem EBITDA de 35%, em linha com a média dos últimos 4 anos.

Com a dívida reestruturada, a ESH emitiu seu primeiro CRA, distribuído em R\$ 65 milhões via CRA sênior a CDI + 4,0% a.a. e R\$ 100 milhões em cotas subordinadas, integralizadas pelos acionistas. O robusto pacote de garantias inclui cessão fiduciária dos recebíveis de um contrato com cláusula de take or pay com a Raízen de 5x o valor do CRA com trava de domicílio bancário, sendo a venda anual de, no mínimo, 1x, fluxo mínimo mensal, retenção de PMT, além de fundo reserva. Para maior conforto na operação, os *covenants* são analisados trimestralmente, oferecendo um monitoramento *high-frequency*, que consideramos necessário no setor.

ESH (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2T24 UDM
Receita	315	297	561	410	503	521
a/a		-6%	89%	-27%	23%	
EBITDA	109	76	283	143	175	149
Margem EBITDA	34,6%	25,6%	50,5%	34,9%	34,9%	28,5%
Dívida Bruta	35	28	9	171	171	172
Caixa	71	70	202	230	235	140
Dívida Líquida	(36)	(42)	(193)	(59)	(64)	33
Alavancagem Líquida	(0,3x)	(0,6x)	(0,7x)	(0,4x)	(0,4x)	0,2x



Fertz

A Fertz é uma misturadora de fertilizantes, comercializando produtos compostos pelas moléculas NPK (nitrogênio, fosfato e potássio). Fundada em 2021, a companhia trouxe executivos com forte histórico no mercado de insumos para atender a região norte do país, se posicionando estrategicamente em Barcarena (PA), a 2 km do porto da cidade. Em 2022, seu primeiro ano de resultado operacional, a companhia alcançou um faturamento expressivo de R\$ 411 milhões e um nível de margem EBITDA de 16,2%, acima da média do setor de misturadoras, refletindo a estratégia de exploração de um mercado ainda mal atendido em insumos agrícolas no Brasil. A companhia encerrou o ano com uma alavancagem líquida para EBITDA de 1,3x e de 1,4x para equity. Já em 2023, a companhia apresentou um crescimento de 22% de seu faturamento, fechando o ano com uma receita líquida de R\$ 503 milhões e margem EBITDA ainda forte em 12%, apesar das condições mais difíceis do mercado de insumos agrícolas de maneira geral, reforçando o aspecto estratégico da localização da empresa.

O CRA investido apresenta como garantia a cessão fiduciária de recebíveis num montante de 200% do seu saldo devedor, além do aval dos acionistas capitalizados e demais empresas do grupo econômico da Fertz. Além disso, conta com um *covenant* de alavancagem líquida de 3,0x e de liquidez corrente de 1,1x, dando segurança adicional aos investidores.

Acompanhamento

O momento mais crítico de baixa nos preços dos fertilizantes já passou, e agora o cenário é de estabilização. Até o terceiro trimestre de 2024, a companhia registrou um crescimento de 20% na receita acumulada do ano em comparação a 2023, alcançando um total de R\$ 425 milhões. Além disso, a empresa apresentou uma posição de caixa adequada para cumprir suas obrigações de curto prazo, como evidenciou o índice de liquidez corrente reportado, de 1,8x, em setembro.

É importante destacar que a inadimplência na carteira de clientes da Fertz é praticamente nula, refletindo o conservadorismo da companhia em sua política de vendas. A empresa adota uma estratégia restritiva, concedendo vendas a prazo apenas para clientes de grande porte. Essa abordagem contribui para que a Fertz mantenha uma posição operacional confortável em relação a outros players do setor, mitigando o risco de crédito, um desafio comum nesse mercado.

Com a melhora das perspectivas do setor e da própria companhia, o CRA em carteira foi reprecificado, refletindo a redução de risco e melhora na qualidade de crédito da emissora. Essa reprecificação, resultou em um ganho positivo de marcação a mercado do título, impactando positivamente a cota e a rentabilidade do fundo no mês.

Com uma maior área plantada e a expectativa de uma nova grande safra de grãos em 2025, conforme projeções da Conab, sustentando a demanda por insumos agrícolas no país, espera-se que a companhia mantenha o crescimento do faturamento e a geração de caixa, fortalecendo seu perfil de crédito e contribuindo para o desempenho positivo do fundo.



Fertz (em R\$ milhões)	2021	2022	2023
Receita	5	411	503
a/a	N/A	7790%	22%
EBITDA	(1)	67	60
Margem EBITDA	N/A	16,2%	11,9%
Dívida Bruta	67	85	162
Caixa	4	2	114
Dívida Líquida	64	83	48
Alavancagem Líquida	N/A	1,3x	0,8x

Fiagril

A Fiagril é uma revendedora de insumos agrícolas que conta com 21 filiais nos estados do Mato Grosso, Tocantins, Amapá, Roraima e Pará, com capacidade de armazenamento de mais de 615 mil toneladas, que a auxilia na operação de *barter*. Além da distribuição de insumos e a consequente originação de grãos, a companhia possui uma fábrica de biodiesel com capacidade de produção de 202 mil m³/ano, a partir de óleos vegetais. Uma característica positiva da empresa é o fato dela ter dois acionistas estrangeiros com participação ativa em seu Conselho de Administração, sobretudo em um momento árduo como o atual, enfrentado pelo setor. Em 2023, a companhia obteve uma receita líquida de R\$ 4,8 bilhões, refletindo uma queda de 14%, e margem EBITDA reportada de 3,7%.

O CRA investido possui, como garantia, cessão de CPRs (Cédula de Produtor Rural) totalizando 110% do saldo devedor, cessão fiduciária de contratos totalizando 110% do próximo pagamento, aval da holding da Fiagril e alienação fiduciária de imóveis.

Em janeiro de 2024, a Fiagril solicitou *waiver* prévio para o descumprimento do *covenant* de dívida líquida/EBITDA de 4,5x no exercício de 2023, além de um pedido de substituição de uma garantia real de imóveis por uma garantia de dinheiro em caixa no valor equivalente, decorrente da venda realizada pela companhia deste imóvel. Com um quórum de 74,74%, o *waiver* para este descumprimento e para a substituição de garantia foi concedido à companhia, com a condição de que o índice de alavancagem líquida fosse de até 5,5x e de que fosse pago uma taxa de 0,25% sobre o saldo devedor. Enxergamos como positiva a substituição da garantia, que teve como condicionante a estruturação de um Certificado de Depósito Bancário no valor de R\$ 20 milhões com um banco de primeira linha ou equivalente.



Atualização

Assim como para as demais revendas, 2024 foi um ano desafiador para a Fiagril. Diante da queda de preços de insumos e do menor nível de rentabilidade do produtor rural, a empresa lidou com margens em patamares baixos e uma inadimplência acima da média. Por outro lado, a Fiagril buscou continuar sua tarefa de desalavancagem, mesmo diante de um resultado operacional mais tímido, o que se deu por meio da venda de ativos non-core. Destacamos a venda da unidade de biodiesel, por quantia acima de R\$ 200 milhões. De todo modo, essa reciclagem de capital não foi suficiente para que a companhia encerrasse o ano abaixo dos níveis de alavancagem previstos no *covenant* financeiro do CRA, no qual temos exposição. Assim sendo, em janeiro de 2025, foi aprovado mediante assembleia o *waiver* para o descumprimento, que foi condicionado ao pagamento de um *fee* de 0,25%. Vale reforçar que a posição atual de cash collateral do CRA é de R\$ 20 milhões, enquanto o saldo devedor do CRA está em apenas R\$ 27 milhões e a *duration* já está bastante curta, em 1 ano. Dado essa razão alta de garantia em caixa, por ora não temos preocupação com o CRA em questão.

Fiagril (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023
Receita	2.170	2.708	4.022	5.616	4.845
a/a		25%	48%	40%	-14%
EBITDA	56	202	255	371	180
Margem EBITDA	2,6%	7,5%	6,3%	6,6%	3,7%
Dívida Bruta	533	961	1.217	1.638	1.447
Caixa	88	350	127	328	507
Dívida Líquida	445	611	1.090	1.310	940
Alavancagem Líquida	7,9x	3,0x	4,3x	3,5x	5,2x

FS Bioenergia

Fundada em 2016 no estado de Mato Grosso, a FS Bioenergia é uma produtora de etanol feito de milho, grão seco por destilação (um tipo de farinha proteica que é misturada junto com ração bovina) e bioenergia de biomassa renovável. De uma receita de R\$ 286 milhões em 2017/2018 para R\$ 8 bilhões na safra de 2023/2024, a companhia se consolidou como uma das pioneiras e maiores usinas de etanol do Brasil.

O ingresso no mercado de capitais ocorreu no mercado internacional em 2020, mas a empresa apresentou boa receptividade também no mercado local, o que foi possível observar a partir de diversas emissões ao longo de 2022, que totalizaram cerca de R\$ 2 bilhões no mercado de capitais. Em 2023, a empresa emitiu mais R\$ 100 milhões em CRAs através da FS Florestal, empresa do Grupo



responsável pelos ativos de eucalipto e bambu, que serão cruciais para produção de biomassa da FS Bioenergia (emissão investida pelo JGPX11), dois CRAs quirografários (R\$ 750 milhões e R\$ 400 milhões), e ainda concluíram uma oferta pública de recompra dos *green bonds* (título de dívida no mercado *offshore*).

A CPR-F, lastro dos CRAs investidos, conta com um pacote de garantias robusto constituído por aval e cessão fiduciária. As avalistas da operação são a FS Indústria e a FS Ltda e a cessão fiduciária corresponde a determinados direitos e créditos de titularidade das SPEs, oriundos de contratos de fornecimento de eucalipto e/ou bambu, celebrado entre cada SPE e a FS Ltda.

Acompanhamento

A FS Bio teve um ano fiscal desafiador em 2024, devido aos altos custos do milho e aos baixos preços do etanol. No entanto, espera-se uma melhora no ano fiscal de 2025, com queda nos custos do milho e recuperação marginal nos preços do etanol. Isso, aliado ao aumento da capacidade de produção com a nova planta da FS, deverá contribuir para uma redução da alavancagem líquida da empresa, que atingiu seu pico no 1T25, refletindo os últimos trimestres pressionados.

A FS apresentou resultados financeiros saudáveis para o segundo trimestre de seu ano fiscal de 2025 (que termina em março de 2025), alinhados com nossas expectativas, e se destacando especialmente pela desalavancagem. O índice de alavancagem líquida reportado pela companhia caiu de 7,4x para 4,9x, superando a nossa projeção de 5,8x, refletindo uma melhora significativa no EBITDA. A empresa também fez alguns exercícios de gestão de passivo ao recomprar R\$ 152 milhões em CRAs com um desconto médio de 5,3% no mercado secundário, além de anunciar a recompra de US\$ 100 milhões de *bonds* (dívida emitida no mercado *offshore*) a ser realizada em dezembro. Esse movimento, junto com a redução de custos com milho comprado, reforça a trajetória de desalavancagem e de fortalecimento financeiro.

No que tange ao desempenho operacional, a companhia apresentou crescimento de 14% no processamento de milho, mesmo sem novos investimentos em plantas. O aumento da produção e preço de etanol, combinado melhor paridade versus a gasolina, impulsionaram a receita, que subiu 34% no comparativo anual, atingindo R\$2,7 bilhões. O custo de compra do milho registrou uma redução significativa de 27,5% no ano, melhorando significativamente a margem da empresa. A empresa permanece confiante com o desempenho do etanol, antecipando uma redução da alavancagem líquida para menos de 3x até o final do ano fiscal de 2025, factível com nosso modelo. Além disso, a empresa tem liquidez para cobrir suas obrigações de dívida pelos próximos anos, além de contar com o apoio de novas linhas de crédito, incluindo R\$ 500 milhões do Fundo Clima do BNDES.



FS Bioenergia (em R\$ milhões)	Mar/20	Mar/21	Mar/22	Mar/23	Mar/24	Jun/24 UDM
Receita	1.232	3.108	6.635	7.551	8.072	8.288
a/a		152%	114%	14%	7%	
EBITDA	474	1.145	2.587	1.718	706	718
Margem EBITDA	38,5%	36,9%	39,0%	22,8%	8,7%	8,7%
Dívida Bruta	3.097	3.946	5.322	8.513	9.991	10.277
Caixa	465	1.075	2.320	3.632	4.575	3.809
Dívida Líquida	2.631	2.871	3.002	4.881	5.416	6.468
Alavancagem Líquida	5,6x	2,5x	1,2x	2,8x	7,7x	9,0x

Futura Agro

A Futura Agronegócios é uma revendedora de insumos agrícolas que conta com 10 filiais com forte atuação no Triângulo Mineiro e em Goiás, além de operar 3 unidades de beneficiamento de sementes. A companhia atende, principalmente, a produtores de soja e hoje as vendas via *barter* possuem uma representatividade de ~20% do faturamento da companhia. No exercício de 2023, a companhia teve receita líquida de R\$ 1 bilhão – um crescimento de 9,3% em relação ao ano anterior – e 7,2% de margem EBITDA. Assim como as demais revendas agrícolas, a companhia sofreu perda de rentabilidade em 2023 por conta da reversão abrupta de preços dos insumos agrícolas, além da deterioração da dinâmica de oferta e demanda por estes produtos, o que provocou o aumento da alavancagem da companhia, que entendemos que deva convergir para níveis mais comportados, como consequência da normalização de margens do setor.

O CRA investido possui como garantia cessão fiduciária de recebíveis totalizando no mínimo 120% do saldo devedor, fundo de reservas e aval dos acionistas.

Em janeiro de 2024, a Futura solicitou a convocação de uma Assembleia de Credores, junto à Securitizadora do CRA que investimos, para solicitar anuência prévia sobre o desenquadramento do *covenant* de alavancagem líquida. Em fevereiro de 2024, os credores representando 51,08% dos CRA em circulação aprovaram o *waiver* mediante algumas condições a serem respeitadas pela companhia, sendo as principais: (i) pagamento de um *fee* de 0,25% sobre saldo devedor; (ii) incremento da garantia do CRA verificada mensalmente a partir de junho de 2024, devendo representar um mínimo de 110% do saldo devedor em cessão fiduciária de recebíveis; e (iii) amortização antecipada dos CRAs em montante equivalente a R\$ 85 milhões em junho de 2024.



Entendemos que os eventos que levaram ao descumprimento dos *covenants* dizem respeito às condições de mercado que foram detratoras de rentabilidade para as vendas e demais players da cadeia de insumos agrícolas no ano de 2023. A adição de garantias e a reformulação do cronograma de amortização foram medidas importantes para fazerem frente à atual estrutura de capital da companhia e ao risco do ativo.

Acompanhamento

Em linha com o restante do mercado de distribuição de insumos agrícolas, o ano de 2024 foi mais um ano de ajuste para a Futura Agro. Margens persistentemente abaixo da média e inadimplência acima da média impactaram negativamente o resultado operacional da empresa. Apesar disso, a Futura deve encerrar o ano com um nível de endividamento líquido nominal abaixo do exercício anterior, em busca de uma redução da sua alavancagem. A companhia conseguiu acessar novamente o mercado de capitais, através de um CRA, feito com a securitizadora Ecoagro, no qual foi possível realizar a venda de recebíveis, otimizando a conversão de caixa de capital de giro da empresa.

No final de dezembro de 2024, uma nova Assembleia de Credores foi realizada para deliberar acerca da anuência prévia para o desenquadramento do *covenant* de alavancagem. Foi concedido o waiver condicionado à realização de mais uma amortização extraordinária de R\$ 40 milhões. Ainda, ficou definido a obrigatoriedade de incremento da garantia, de forma que R\$ 110 milhões em recebíveis estão cedidos fiduciariamente até o final da operação e o papel amortizará o saldo devedor restante em regime de cash sweep, a partir de maio de 2025. Atualmente, o saldo devedor do CRA está em torno de R\$60.5 milhões e a *duration* em 0.3 anos.

Futura Agro (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2T24 UDM
Receita	212	274	509	986	1.077	1.123
a/a		29%	86%	94%	9%	
EBITDA	20	27	61	155	78	81
Margem EBITDA	9,6%	9,9%	12,0%	15,7%	7,2%	7,2%
Dívida Bruta	38	59	130	417	498	493
Caixa	4	15	16	38	31	54
Dívida Líquida	34	45	114	379	467	438
Alavancagem Líquida	1,7x	1,6x	1,9x	2,4x	6,0x	5,4x



Gran Coffee

A Gran Coffee é a maior operadora logística relacionada a café para grandes empresas no Brasil. A empresa conta com um centro de distribuição em Jundiaí (SP) e opera a comercialização de café através de filiais espalhadas pelo país, traçando rotas de técnicos e repositores de produtos, atendendo aos segmentos Corporativo, Food Service e Varejo. Com uma rede de clientes bastante pulverizada, a companhia conta com contratos de venda com contrapartes AAA como Mercado Livre, Itaú, Globo, Hospital Albert Einstein, Copenhagen, entre outros. O Pátria, companhia de *private equity*, é controlador da operação e detém 77% das ações. A família fundadora possui os 23% restantes. Durante a pandemia, a Gran Coffee enfrentou queda de faturamento e de margens operacionais diante da baixa ocupação dos escritórios e demais ambientes atendidos pelo segmento Corporativo, principalmente. Desde então, a companhia entregou uma forte retomada dos indicadores operacionais, tendo sido suportada por uma rodada de aporte de *equity* de R\$ 40 milhões feita pelos fundos do Pátria no final de 2023, que corrobora para a manutenção de uma estrutura de capital sustentável. Em 2023, a companhia obteve uma receita líquida de R\$ 324 milhões, refletindo um crescimento de 11,4% e margem EBITDA de 20,4% – retomando os níveis de rentabilidade pré-pandemia e sinalizando um ponto de inflexão dos indicadores financeiros.

O CRA investido possui, como garantia, cessão fiduciária de recebíveis que transitem anualmente em um montante mínimo de 120% a 200% do saldo devedor, alienação fiduciária de máquinas e equipamentos e fiança das demais empresas operacionais do Grupo. A operação conta ainda com *covenant* de alavancagem, limitada a 3,9x em 2024, 3,6x em 2025, 3,3x em 2026 e 3,0x em 2027. A remuneração do CRA é de CDI + 5,50% a.a., com prêmio de 1,10% pago no início da operação (já recebido).

Gran Coffee (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2T24 UDM
Receita	292	195	205	291	324	340
a/a		-33%	5%	42%	11%	
EBITDA	59	23	22	34	60	65
Margem EBITDA	20,2%	11,8%	10,8%	11,7%	18,4%	19,2%
Dívida Bruta	139	227	256	254	308	286
Caixa	26	54	60	11	85	38
Dívida Líquida	113	173	196	243	223	248
Alavancagem Líquida	1,9x	7,5x	8,9x	7,1x	3,7x	3,8x



Grano

A Grano é uma empresa líder no mercado de vegetais congelados no Brasil (excluindo batata), com foco em brócolis e couve-flor. Sua fábrica, situada em Serafina Corrêa (RS), na Serra Gaúcha, utiliza um processo inovador de produção, que não emprega conservantes ou aditivos, e congela os vegetais rapidamente através do método Individually Quick Frozen (IQF). Desde sua fundação em 2000, a Grano conquistou 41% de participação de mercado tanto no varejo, quanto no food service. Em 2023, a empresa alcançou uma receita líquida de R\$ 265 milhões, com uma margem EBITDA de 11%. Apesar das enchentes no RS em maio e junho, a planta industrial da Grano permaneceu intacta e a maioria dos produtores de matéria-prima, localizados ao norte do estado, não foi afetada. A safra dos vegetais tem um ciclo curto, de apenas 2-3 meses, proporcionando uma rápida renovação da terra. Além disso, o armazém terceirizado na região mais afetada possuía menos de 10% do estoque no momento mais crítico, minimizando o impacto.

Os CRA gozam de garantias reais de alienação fiduciária de imóvel e de cessão fiduciária no âmbito das notas comerciais em que são lastreados. O imóvel em garantia tem valor de venda forçada de R\$ 20,8 milhões. Quanto à cessão fiduciária são verificados mensalmente, nas contas vinculadas, a permanência de um montante de, no mínimo, 25% do saldo devedor das notas comerciais, o trânsito de um Fluxo Mínimo Mensal de R\$ 8,5 milhões e um volume mensal médio de, no mínimo, R\$ 3 milhões, considerando os últimos 12 meses, de recursos decorrentes de contratos celebrados pela Grano com a JBS S.A., Seara Alimentos LTDA e Swift.

Grano (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023
Receita	113	142	173	232	265
a/a		25%	22%	34%	14%
EBITDA	15	21	18	33	29
Margem EBITDA	13,6%	14,5%	10,5%	14,1%	10,9%
Dívida Bruta	28	55	78	84	107
Caixa	9	23	22	22	15
Dívida Líquida	18	31	57	62	93
Alavancagem Líquida	1,2x	1,5x	3,1x	1,9x	3,2x



Grupo JB

O Grupo JB atua nos segmentos de açúcar e álcool, CO2 e energia desde 1964, possuindo 2 usinas, no Espírito Santo e em Pernambuco, com capacidade total de moagem de 2,3 milhões de toneladas de cana. O Grupo moeu 2,06 milhões de toneladas de cana em 2022, um aumento considerável se comparado com 2021, quando moeu 1,66 milhões de toneladas. Com isso, aumentou sua receita para R\$ 605 milhões, apesar da redução de margem EBITDA para 23%, com aumento de custos. O grupo possui uma estrutura de capital confortável, com menos de 35% de dívida líquida/capitalização total, alavancagem baixa (2,1x dívida líquida/EBITDA) e baixa necessidade de realização de Capex nos próximos anos.

A estrutura da operação é robusta: O CRA é emitido por uma das 4 subsidiárias do grupo, mas possui aval de todas as outras, da holding e dos sócios na pessoa física. Possui também cessão fiduciária de contratos de venda de energia elétrica, CO2, açúcar ou etanol, equivalente a 120% do saldo devedor da operação, com bons nomes, como Camil, Norsa Refrigerantes e Indaiá Brasil.

Grupo JB (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023
Receita	377	509	585	606	643
a/a		35%	15%	3%	6%
EBITDA	117	133	167	135	104
Margem EBITDA	31,1%	26,1%	28,5%	22,2%	16,1%
Dívida Bruta	251	293	448	507	615
Caixa	27	25	134	208	146
Dívida Líquida	224	268	314	298	469
Alavancagem Líquida	1,9x	2,0x	1,9x	2,2x	4,5x

Ipiranga

A Ipiranga é uma das principais plataformas de venda de combustíveis no Brasil, consolidando sua presença no setor desde 1937. A marca é amplamente reconhecida por sua rede de postos de gasolina e pela oferta de produtos e serviços voltados à mobilidade, como a assistência 24 horas “JetOil” e as tradicionais lojas de conveniência “Ampm”. Desde 2007, a empresa é subsidiária do Grupo Ultra, uma importante holding brasileira com atuação nos setores de energia, químicos e logística. Entre suas controladas mais conhecidas estão a Ultragaz, líder na distribuição de GLP no Brasil e a Ultracargo, especializada no armazenamento e transporte de graneis. Além disso, possui relevante participação na Hidrovias do Brasil, focada em soluções logísticas por meio do transporte hidroviário. Destaca-se ainda que a Ultrapar Participações S.A., holding controladora do grupo, está listada há mais de 20 anos na Bolsa de Valores de São Paulo (B3), sob o ticker



“UGPA3”, e na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE), sob o ticker “UGP”, evidenciando seu amplo acesso ao mercado de capitais.

Em 2023, o Grupo Ultrapar faturou R\$126 bilhões e reportou um EBITDA ajustado de R\$6,3 bilhões. No terceiro trimestre de 2024, a holding já acumulava uma receita líquida de R\$98 bilhões e um EBITDA ajustado de R\$4 bilhões. A companhia encerrou o período com um endividamento líquido de R\$8 bilhões e uma alavancagem de 1,3x (Dívida Líquida / EBITDA Ajustado). Além disso, apresentou uma robusta posição de caixa de R\$7,3 bilhões, garantindo liquidez para suas obrigações financeiras de curto prazo. Especificamente sobre a Ipiranga, a empresa registrou um faturamento de R\$114 bilhões em 2023, com um EBITDA ajustado de R\$4,3 bilhões. No acumulado dos primeiros nove meses de 2024, o EBITDA ajustado da Ipiranga atingiu R\$2,6 bilhões.

O CRA recentemente investido possui rating externo AAA.br atribuído pela Moody's e conta com garantia clean. A maior parte do risco da operação é compartilhada com a holding Ultrapar Participações S.A., controladora da Ipiranga, que consolida o Grupo Ultra dado que atua como fiadora do título.

Grupo Ultra (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	3T24 UDM
Receita	89,298	81,241	118,799	146,902	126,049	131,519
a/a	-	-9%	46%	24%	-14%	4%
EBITDA Ajustado	2,800	3,479	3,704	5,478	6,332	6,518
Margem EBITDA Ajustada	3.1%	4.3%	3.1%	3.7%	5.0%	5.0%
Dívida Bruta	14,393	17,376	16,619	11,750	11,768	13,848
Caixa	5,712	8,672	6,690	6,585	7,171	7,370
Dívida Líquida	8,681	8,704	9,929	5,165	4,597	6,478
Alavancagem Líquida	3.1x	2.5x	2.7x	0.9x	0.7x	1.0x

Lavoro

A Lavoro é a maior rede de distribuição de insumos agrícolas do Brasil, atuando também nos mercados da Colômbia e Uruguai. A empresa conta com mais de 210 pontos de revenda, com presença nos principais estados produtores do Brasil, das regiões Sul e Centro-Oeste, expandindo mais recentemente para a região Norte do país. Ainda, a companhia possui uma linha de produtos próprios, Crop Care, que garante margens bem acima do business tradicional de revenda, agregando valor para o grupo. A empresa tem como acionista controlador o Pátria, fundo de *private equity*, tendo sido listada na Nasdaq em março de 2023. Em 2022/23 (exercício findo em junho de 2023), a companhia obteve uma receita líquida de R\$ 9,4 bilhões, refletindo um crescimento de 21%, e margem EBITDA de 7,4%. Com participação relevante das vendas



sendo feitas através de *barter* e diligência na formalização e execução de garantias para mitigar a inadimplência de clientes, a Lavoro vem entregando resultados consistentes.

O CRA investido possui, como garantia, cessão fiduciária de recebíveis que transitem anualmente em um montante mínimo de 20% do valor da emissão e fiança das demais empresas operacionais do Grupo. Conta ainda com *covenant* de alavancagem, limitada a 2,5x. A remuneração do CRA é pré-fixada a 14,2% a.a., que implicava, na data da emissão, em uma taxa implícita de CDI + ~4,50% a.a., considerando o DI correspondente à *duration* do papel.

Acompanhamento

Em junho de 2024, a Lavoro encerrou seu ano fiscal com aumento de 1,4% na receita líquida, que totalizou R\$ 8 bilhões. Diante do cenário desafiador de rentabilidade para os produtores, com queda dos preços das principais commodities e preços de insumos pressionados, além de uma demanda menos aquecida, a rentabilidade da companhia foi pressionada. A margem bruta foi de 11,5%, menor em 5% quando comparada com o ano fiscal finalizado em junho de 2023. Com um EBITDA de R\$ 184 milhões, a margem da companhia, que historicamente é de um dígito por própria característica do segmento de revendas, foi de 2,3% (vs. 6,4% em 2023).

Apesar dos desafios de rentabilidade, que faz parte da ciclicidade do agronegócio, a companhia apresentou boa geração de caixa livre, no valor de R\$ 445 milhões, o que representou um driver para a redução da alavancagem líquida para 1,1x, bem abaixo do limite de *covenant* correspondente, de 2,5x.

Para 2025, espera-se uma recuperação dos preços dos grãos e aumento de área de plantio no Brasil, melhorando a rentabilidade dos produtores e, em consequência, gerando ganhos para o resto da cadeia e para o segmento de revendas, através da demanda mais aquecida por insumos e com os preços mais estabilizados, como já está sendo verificado.

Lavoro (em R\$ milhões)	Jun/21	Jun/22	Jun/23
Receita	4.199	6.344	7.829
EBITDA	N/A	51%	23%
EBITDA	129	350	500
Margem EBITDA	3,1%	5,5%	6,4%
Dívida Bruta	217	588	825
Caixa	376	195	208
Dívida Líquida	(158)	393	617
Alavancagem Líquida	(1,2x)	1,1x	1,2x



Minerva

A Minerva é um dos maiores frigoríficos da América do Sul, fundada em 1992 em São Paulo. Desde sua criação, a empresa expandiu sua capacidade de abate, que atualmente é de 25 plantas, sendo 11 localizadas no Brasil, 5 no Paraguai, 3 no Uruguai, 5 na Argentina e 1 na Colômbia. A capacidade combinada de abate é de, aproximadamente, 26,4 mil cabeças de gado por dia. A empresa apresentou receita de R\$ 26,9 bilhões em 2023, EBITDA em torno de R\$ 2,5 bilhões e alavancagem líquida de 3,5x. O foco da companhia é o mercado externo: cerca de 70% de sua receita é proveniente de exportações. São líderes na exportação de carne bovina na América do Sul, com market share de quase 20%. Sua escala e diversificação geográfica permitem uma maior resiliência nos diferentes ciclos do setor. A empresa apresenta capital aberto e um valor de mercado de R\$ 3,6 bilhões.

Por ser uma companhia *high grade*, a operação não conta com garantias – usual para empresas desse porte.

Acompanhamento

No 3T24, a companhia apresentou aumento de receita bruta de 20% ano contra ano, com faturamento de R\$ 9 bilhões, com destaque para o aumento de 33% na receita do mercado interno (40% do total da receita do trimestre) sustentado por ganhos de preços e de volumes. Apesar da queda de preço médio no mercado externo, o ganho no volume de vendas levou ao aumento de 12% na receita do segmento, refletindo o cenário muito positivo na demanda global pela carne bovina, principalmente com a oferta restrita nos Estados Unidos, que vêm ganhando participação expressiva nas receitas de exportações da companhia, atualmente em 15%.

Acompanhando esse cenário aquecido de demanda, verifica-se um crescente volume de abate de bovinos tanto nas operações do Brasil, quanto na internacional (Paraguai, Argentina, Uruguai e Colômbia). Nos 9M24, houve aumento de 18% no abate brasileiro e de 12% no abate do resto da América do Sul em comparação com mesmo período do ano anterior. Vale ressaltar que a companhia concluiu aquisição de 14 ativos importantes da Marfrig no Brasil, Argentina e Chile, com a estratégia de aumentar a capacidade de produção e o market share na América do Sul, com perspectiva de início de atividades no 4T24, o que ainda pode trazer mais um diferencial no resultado do ano.

Quanto ao EBITDA reportado pela companhia, houve ganho de 14% comparado ao 3T23, atingindo um total de R\$ 813 milhões, com queda de margem de 5 pontos-bases, puxado por um pequeno aumento das despesas operacionais como proporção da receita líquida.

A geração de caixa do trimestre foi um dos grandes destaques do resultado, com fluxo de caixa livre reportado de R\$ 667 milhões (vs. R\$ 608 milhões no 3Q23), que contribuiu para a redução da alavancagem líquida em 40 pontos-base contra o trimestre anterior encerrando o trimestre em 2,6x.



Por fim, vale ressaltar que a manutenção da demanda aquecida será determinante para outro trimestre com resultados positivos, com o efeito da sazonalidade positiva do final do ano no mercado interno e a recuperação da demanda chinesa somada à baixa oferta nos EUA no mercado externo, o que poderá gerar resultados de ganhos de volume junto com o aumento de capacidade com a entrada nas novas plantas adquiridas. Ganhos de margem podem ser reduzidos com a escalada dos preços do boi, mas espera-se que a companhia mantenha sua rentabilidade com o dólar fortalecido e sua capacidade de escala.

Minerva (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2T24 UDM
Receita	17.123	19.406	26.965	30.978	26.892	28.087
a/a		13%	39%	15%	-13%	
EBITDA	1.730	2.134	2.368	2.792	2.542	2.627
Margem EBITDA	10,1%	11,0%	8,8%	9,0%	9,5%	9,4%
Dívida Bruta	10.478	11.572	13.405	13.766	21.557	26.087
Caixa	4.470	6.391	7.302	7.071	12.679	16.513
Dívida Líquida	6.008	5.181	6.103	6.695	8.878	9.574
Alavancagem Líquida	3,5x	2,4x	2,6x	2,4x	3,5x	3,6x

Prime Agro

A Prime Agro é uma empresa que fornece suporte e soluções para produtores rurais no setor de nutrição vegetal, através da industrialização e comercialização de fertilizantes especiais (para plantas e/ou solos) e insumos biológicos (bactérias e fungos), que representaram cerca de 63% e 25% do seu faturamento em 2023, respectivamente. Além disso, atua também com nutrição animal e soluções de integração lavoura-pecuária, que representaram 9% e 4% do faturamento no mesmo período, e possui uma participação de mercado em nutrição foliar de aproximadamente 1,3%-1,5% em 2022. A sede da companhia está localizada na cidade de Toledo, no estado do Paraná, e a companhia vende para 18 estados brasileiros, tendo sido 60% das vendas concentradas no PR, GO, MT e MS de 2020 a 2023. A empresa atende principalmente as culturas de soja (55% da receita em 2023), milho (20%) e café (15%). Em janeiro de 2024 obteve o *rating* BBB pela Moody's. Apesar de 2023 ter sido um ano desafiador para o agronegócio, a Prime Agro apresentou aumento de receita de 52% em comparação ao ano anterior, atingindo R\$ 268 milhões, com margem EBITDA de 33% e alavancagem líquida de 2,3x.

As notas comerciais, que lastream os CRAs, possuem como garantia fiança e cessão fiduciária. Quanto à cessão fiduciária, é verificado mensalmente se o somatório dos direitos



das duplicatas, decorrentes de vendas realizadas pela companhia aos seus clientes, somado ao saldo dos recursos disponíveis na conta vinculada corresponde a, no mínimo, 30% do saldo do valor nominal das notas comerciais.

Atualização

Apesar dos desafios que o setor de insumos enfrentou em 2024, a companhia conseguiu manter um bom nível de rentabilidade operacional. Posicionada em produtos mais premium, a companhia conseguiu entregar crescimento de receita acima de 8% em relação a 2023 e aumento da margem EBITDA. Por outro lado, a Prime não escapou do alongamento do ciclo de conversão de capital de giro enfrentado por toda a cadeia. Essa pressão fez com que a companhia encerrasse com uma alavancagem de 3,5x, acima do *covenant* do CRA investido. Em 31/12/2024, foi deliberado o *waiver* em assembleia para esse descumprimento, condicionado a uma amortização extraordinária de R\$ 5 milhões a ser realizada em maio/2025.

Prime Agro (em R\$ milhões)	2020	2021	2022	2023
Receita	59	95	177	268
a/a	25%	61%	86%	52%
EBITDA	20	23	53	89
Margem EBITDA	33,0%	24,4%	29,8%	33,4%
Dívida Bruta	38	77	154	252
Caixa	12	13	40	47
Dívida Líquida	26	64	114	205
Alavancagem Líquida	1,3x	2,8x	2,2x	2,3x



Rede Monte Carlo (RMC)

A Rede Monte Carlo, com mais de 40 anos de trajetória, concentra suas operações em cerca de 56 postos de gasolina situados ao longo das principais rodovias de três estados brasileiros: São Paulo, Paraná e Santa Catarina. Todos os seus postos são 100% bandeirados e estrategicamente posicionados para atender as rotas de escoamento agrícola. Após uma expansão agressiva entre 2021 e 2022, quando sua rede cresceu de 31 para 50 postos, o grupo projeta atingir a marca de 63 postos até 2027. O foco para os anos de 2023 e 2024 será direcionado ao crescimento orgânico, reduzindo o ritmo de expansão e buscando ganhos de eficiência interna. No ano de 2023, a empresa registrou uma receita líquida de aproximadamente R\$ 2 bilhões, com uma alavancagem líquida para EBITDA de 2,3x.

O CRA investido apresenta garantias robustas, incluindo aval dos sócios da RMC (pessoas físicas) e das holdings patrimoniais; alienação fiduciária de imóveis no valor de R\$ 21 milhões; cessão fiduciária de aplicação financeira no valor de R\$ 2 milhões; cessão fiduciária de recebíveis de cartão de crédito em conta escrow no valor de R\$ 3 milhões mensais; e cessão fiduciária de contratos de aluguel, garantidos com domicílio fixo, no valor de R\$ 4 milhões (com um fluxo mensal de R\$ 131 mil).

RMC - Consolidado (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023
Receita	313	312	762	1.791	2.008
a/a		-1%	145%	135%	12%
EBITDA	27	3	30	127	139
Margem EBITDA	8,5%	1,1%	3,9%	7,1%	6,9%
Dívida Bruta	37	54	91	265	365
Caixa	1	4	5	10	45
Dívida Líquida	36	50	86	255	320
Alavancagem Líquida	1,3x	15,2x	2,9x	2,0x	2,3x

São Martinho

A São Martinho está entre os maiores players do setor sucroalcooleiro brasileiro, com uma capacidade de moagem de 24,5 milhões de toneladas, distribuída entre quatro usinas nos estados de São Paulo e Goiás, localizadas na região Centro-Sul, onde se concentra a maior parte da produção do setor. Na última safra, encerrada em março de 2024, a companhia moeu 23 milhões de toneladas de cana-de-açúcar, superando grandes indústrias como Tereos, que processou 21,1 milhões de toneladas. Assim como seus concorrentes, a empresa tem atuação principal na produção de açúcar e etanol para o mercado interno e exportação, além da cogeração de energia. Seu diferencial competitivo está na recente entrada no segmento de etanol de milho, cuja produção gera como coproduto o Dried Distillers Grains (DDG), um grão rico em proteínas, cada vez mais utilizado na alimentação de bovinos, suínos e aves.



A São Martinho é uma empresa de capital aberto, listada na B3 desde 2007, mantendo-se sempre próxima ao mercado de capitais. A companhia possui rating brAAA, atribuído pela S&P e reforça a estratégia do fundo de buscar mais ativos *high grade*, especialmente após os últimos anos desafiadores para o agronegócio brasileiro. Os CRAs investidos também possuem rating AAA pela S&P, além de contarem com garantia clean e um covenant de Dívida Líquida/EBITDA menor ou igual a 4x.

Na safra 23/24, a empresa produziu 1,4 milhão de toneladas de açúcar e 1,1 bilhão de litros de etanol, gerando receitas de R\$ 3,6 bilhões e R\$ 2,6 bilhões, respectivamente. Com os demais produtos do portfólio, encerrou a safra com quase R\$ 7 bilhões em Receita Líquida total e R\$ 3 bilhões de EBITDA Ajustado, alcançando uma margem de 44,4%. Como destacado anteriormente, a São Martinho mantém um sólido perfil de crédito e encerrou a safra com um endividamento líquido de R\$ 3,3 bilhões, resultando em uma alavancagem Dívida Líquida/EBITDA Ajustado de 1,08x.

Apesar dos desafios da safra 24/25, impactada por queimadas na região Centro-Sul, as perspectivas para a companhia permanecem positivas. Os preços do açúcar seguem em níveis historicamente remuneradores, enquanto o etanol se recupera, impulsionado pela demanda aquecida e maior competitividade frente à gasolina. Além disso, a nova estratégia da empresa com a produção de etanol de milho está alinhada ao momento favorável do setor, com a aprovação da Lei do Combustível do Futuro e a possível elevação da mistura de etanol na gasolina de 27,5% para 30%, o que representa mais um fator positivo para a demanda.

São Martinho (em R\$ milhões)	Mar/20	Mar/21	Mar/22	Mar/23	Mar/24	3T25 UDM
Receita	3,702	4,322	5,765	6,643	6,922	7,883
a/a	-	17%	33%	15%	4%	14%
EBITDA	1,857	2,188	3,142	3,356	3,070	3,828
Margem EBITDA	50.2%	50.6%	54.5%	50.5%	44.4%	48.6%
Dívida Bruta	4,841	4,066	5,892	6,624	6,537	8,457
Caixa	1,962	1,364	2,984	3,117	3,222	3,323
Dívida Líquida	2,879	2,702	2,908	3,507	3,315	5,134
Alavancagem Líquida	1.6x	1.2x	0.9x	1.0x	1.1x	1.3x



SoluBio IV

A SoluBio é uma empresa focada na produção e comercialização de insumos biológicos e na venda de máquinas e equipamentos, com matriz e planta em Gurupi, no Tocantins. Possui filiais em Goiás, Bahia, Mato Grosso e Rio Grande do Sul. Seus produtos são uma alternativa aos fertilizantes “tradicionais”, com o uso de Manejo Biológico On Farm, com benefícios como baixo custo e menor impacto para o meio ambiente. A empresa atua com uma estrutura física na fazenda do cliente que compra os produtos da SoluFarm, também vendidos pela SoluBio, gerando recorrência e contratos de compra garantida dos insumos. Seus contratos são de take-or-pay com multa de cancelamento de até 90% do saldo a consumir, 4,4 anos de prazo médio, os mais recentes sendo de 7 anos de prazo e apresentam uma média de compra mínima de R\$ 540 mil/ano. Em 2022, o Grupo SoluBio passou por uma reorganização societária, estabelecendo subsidiárias regionais e segregação por nicho de produtos/serviços oferecidos. Com a consolidação dos componentes de transação a partir da data de aquisição de controle, as demonstrações financeiras consolidadas não são comparáveis com as do ano anterior. A receita consolidada do Grupo em 2022 foi de R\$ 148 milhões, margem EBITDA de 71%, com alavancagem líquida de 2,5x, em linha com a cláusula restritiva (*covenant*) do CRA. Em 2023, a empresa enfrentou os desafios do setor, mas ainda assim registrou um crescimento de 25% na receita anual. No entanto, o aumento significativo nos custos operacionais, especialmente nas despesas com vendas, administração e despesas gerais, resultou em uma queda drástica no EBITDA, chegando a um valor praticamente insignificante.

Durante os meses de novembro e dezembro de 2023, foram realizadas assembleias dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs) da Solubio, nas quais discutimos e deliberamos uma concessão de anuência prévia por descumprimento de uma obrigação não pecuniária. A necessidade do *waiver* surgiu devido à possibilidade de desenquadramento da alavancagem financeira no ano de 2023, o que levou a companhia a solicitá-lo em assembleia. O limite da obrigação estabelecida previamente correspondia a 2,5x (dívida líquida/EBITDA), porém, a empresa enfrentou atrasos e dificuldades no capital de giro, resultando em uma projeção de estoque superior ao inicialmente planejado para 2024. Diante desse cenário desafiador, a Solubio apresentou seus planos corretivos para o ano. Estas estratégias incluíram ajustes na área comercial, redução de custos de vendas, administrativos e outros, além de uma abordagem mais conservadora em relação a novos investimentos. Os credores aprovaram o *waiver*, embora sujeito a certas condições. A companhia concordou em efetuar o pagamento de 1% sobre o saldo devedor da operação, dividido em três parcelas nos meses de janeiro, fevereiro e março. Além disso, foram estabelecidas restrições, como limitação de investimentos (CAPEX) para o ano de 2024, limitação na distribuição de rendimentos e obrigatoriedade de aumento de capital no valor de R\$ 100 milhões.

Em janeiro de 2024, foram realizadas mais assembleias para os ativos correspondentes da Solubio, a fim de aprovar *waivers* para a troca de controle da companhia. Um dos desdobramentos da capitalização aprovada no ano anterior foi a mudança de controle, com o *private equity* Aqua



passando a deter mais de 54% do capital da empresa. Para concretizar essa transição, a Solubio buscou a aprovação dos credores, os quais concordaram desde que o fundo do Aqua também se tornasse avalista das operações – condição que foi aceita. Além disso, a partir de fevereiro, iniciamos reuniões mensais para acompanhamento junto à companhia.

Atualização

Em setembro de 2024, realizamos a troca dos CRAs em carteira (CRA021004I1 e CRA022008YH) por um novo CRA (CRA024008C2) com vencimento em 2029 e juros de CDI + 5,25%. O preço de conversão foi de 102,5%, ou seja, para cada ativo entregue, recebemos 1,025 novo ativo. As garantias incluem cessão fiduciária de recebíveis (135% do saldo devedor) e fiança dos principais acionistas. Cerca de 70% dos papéis antigos foram trocados, aliviando o perfil de amortizações da companhia.

Apesar de ter o mesmo controlador que a Agrogalaxy, o fundo de *private equity*, Aqua, no caso da Solubio, a situação é distinta. A empresa apresenta uma dinâmica diferente das revendas e confecciona produtos de alto valor agregado com muito mais margem. A empresa conta com sócios minoritários bem capitalizados que também são avalistas dos CRAs, o que confere maior solidez e possibilidades diferentes de liquidez.

Desde o Exchange dos CRAs em setembro, os acionistas aportaram R\$ 60 milhões na companhia, reforçando seu compromisso com o fortalecimento de sua estrutura financeira.

Solubio - Consolidado (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2T24 UDM
Receita	29	52	76	148	185	192
a/a		77%	46%	96%	25%	
EBITDA	17	27	24	103	3	23
Margem EBITDA	59,3%	52,7%	31,3%	69,6%	1,7%	11,9%
Dívida Bruta	2	21	195	354	299	269
Caixa	4	23	138	93	28	5
Dívida Líquida	(2)	(3)	57	260	271	265
Alavancagem Líquida	(0,1x)	(0,1x)	2,4x	2,5x	83,5x	11,5x



Tobasa

A Tobasa é uma empresa brasileira focada em processos para o extrativismo florestal e aproveitamento integral do coco de babaçu, produzindo majoritariamente carvão ativado, e derivados do coco. Os carvões ativados mais nobres, de qualidade e de maior valor econômico agregado, são utilizados no segmento de filtros e purificadores residenciais. A Tobasa é a empresa fornecedora líder absoluta deste setor de tratamento de água para consumo humano no Brasil, com a maior fábrica de carvão ativado da América Latina. A Tobasa atingiu R\$ 41 milhões de receita em 2023, com um CAGR (Compound Annual Growth Rate) de 20% nos últimos 7 anos, aumentando sua margem bruta de 40% para 44%. O custo do produto se manteve relativamente estável, sendo o coco de babaçu inteiro o principal insumo. Com reduções em despesas de vendas, gerais e administrativas, a margem EBITDA saiu de 20% em 2018 para 32% em 2023, mostrando consistência de resultados e inelasticidade da demanda.

O CRA no valor de R\$ 32 milhões foi emitido para liquidação antecipada de empréstimos antigos que, com altas despesas financeiras, não condiziam com a atual situação econômica da empresa e impossibilitavam o crescimento e desenvolvimento operacional. O CRA contém *covenants* financeiros relevantes, classificação verde com relatório SPO (*Second Party Opinion*) realizado pela NINT e garantias que incluem aval do(s) acionista(s), alienação fiduciária dos imóveis da Tobasa e cessão fiduciária de direitos creditórios. A operação conta com cláusulas restritivas (*covenants*) financeiras de índice de liquidez, dívida líquida/ EBITDA e EBITDA/ despesas financeiras, todos enquadrados no ano de 2023.

Tobasa (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2T24 UDM
Receita	21	25	34	36	41	48
a/a		19%	35%	4%	15%	
EBITDA	5	6	9	11	13	15
Margem EBITDA	23,0%	23,3%	26,8%	31,3%	32,3%	31,8%
Dívida Bruta	21	25	31	41	47	47
Caixa	0	1	0	5	2	1
Dívida Líquida	21	24	31	36	45	46
Alavancagem Líquida	4,2x	4,1x	3,4x	3,3x	3,4x	3,0x



Usinas Itamarati (UISA)

A UISA é uma produtora de açúcar, etanol, energia elétrica, biogás e levedura, localizada em Nova Olímpia (MT). Com capacidade total de moagem de 6,5 milhões de toneladas/ano e aproximadamente 60% da área de corte de cana conta com irrigação ou fertirrigação. Posicionada estrategicamente para atender os mercados da região norte do país, a UISA alcançou mais de 90% de market share em açúcar cristal em alguns estados, sendo líder em três deles (AM, AP e AC). A companhia, que passou por uma relevante reestruturação organizacional, apresenta hoje melhores práticas de governança. Podemos destacar: profissionais de mercado em seu quadro administrativo; conselho de administração composto por 50% de membros independentes – dentre os quais, nomes notáveis como José Mendonça de Barros e Marcelo Abud –; e balanços auditados trimestralmente pela KPMG. Na safra 2023/24 (finda em março de 2024), a UISA obteve receita líquida de R\$ 1,6 bilhão, EBITDA de R\$ 529 milhões e alavancagem líquida de 2,5x.

O CRA investido conta com garantia de: (i) terras em valor de venda forçada equivalente a aproximadamente 48% do valor da emissão; (ii) cessão fiduciária de recebíveis pulverizados transitando em conta vinculada em montante equivalente a no mínimo 100% do saldo devedor; e (iii) aval de todas as empresas do grupo econômico. Ainda, o ativo investido conta com *covenant* de alavancagem líquida de 3,5x.

Em novembro de 2023, a S&P atribuiu *rating* br A- à companhia, que ensejou um step down na remuneração de outros CRAs da UISA. O CRA no qual investimos não teve impacto em sua remuneração. Entretanto, em julho de 2024, a S&P rebaixou o *rating* da Usinas Itamarati S.A. de brA- para brBBB+, majoritariamente pautada no aumento da alavancagem da companhia. Entendemos que isso reflete (i) o EBITDA pouco aquém do esperado em 2023/24, resultado dos preços de etanol pouco remuneradores da safra e da compressão dos prêmios do açúcar cristal; (ii) um CAPEX não recorrente para expansão de moagem; e (iii) a penalização por parte da S&P, ao considerar no indicador de dívida bruta ajustada os montantes de arrendamentos e parcerias agrícolas, que tiveram um aumento considerável na safra, fruto de negociações de longo prazo por parte da UISA para garantir disponibilidade de terras para fazer frente à capacidade de moagem da usina.

UISA (em R\$ milhões)	Mar/20	Mar/21	Mar/22	Mar/23	Mar/24
Receita	849	908	1.464	1.495	1.577
a/a		7%	61%	2%	6%
EBITDA	333	407	758	724	529
Margem EBITDA	39,3%	44,9%	51,7%	48,4%	33,6%
Dívida Bruta	3.340	3.558	3.848	4.264	1.814
Caixa	33	61	130	165	493
Dívida Líquida	3.308	3.497	3.718	4.099	1.321
Alavancagem Líquida	9,9x	8,6x	4,9x	5,7x	2,5x



Os fundos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo.

Os métodos utilizados pelo gestor para gerenciar os riscos a que o fundo se encontra sujeito não constituem garantia contra eventuais perdas patrimoniais que possam ser incorridas pelo fundo. Os fundos multimercados multiestratégia e multimercado estratégia específica podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.

Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. Este documento não se constitui em uma oferta de venda e não constitui o prospecto previsto no código de autoregulação da Anbima para a indústria de fundos de investimento. Leia o prospecto, o formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir.

Estes fundos não contam, com a garantia do administrador, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou do fundo garantidor de crédito FGC.

Rentabilidades mensais divulgadas são líquidas de taxas de administração e performance. As rentabilidades divulgadas não são líquidas de impostos.

A lâmina de informações essenciais encontra-se disponível no site do administrador.

Administração

Banco Daycoval S.A.
CNPJ: 62.232.889/0001-90
Avenida Paulista, nº 1.793, Bela Vista
São Paulo, SP
CEP: 01311-200
Telefone (11) 3138-6856
www.daycoval.com.br

SAC: Fale conosco no endereço
www.daycoval.com.br/atendimento
ou no telefone 0800 775 0500
Ouvidoria no endereço
www.daycoval.com.br/institucional/ouvidoria
ou no telefone: 0800 777 0900

Gestão e Distribuição

JGP Gestão de Recursos Ltda.
e JGP Gestão de Crédito Ltda.
Rua Humaitá 275, 11º andar
Humaitá, Rio de Janeiro - RJ
CEP: 22261-005 - Brasil
fiagro@jgp.com.br
www.jgp.com.br



Este material é meramente informativo e não considera os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades individuais de um ou de determinado grupo de investidores. Recomendamos a consulta de profissionais especializados para decisão de investimentos. Fundos de Investimento não contam com a Garantia do Administrador, do Gestor, de qualquer mecanismo de seguro, ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto ou do regulamento do Fundo de Investimento antes de aplicar seus recursos. As rentabilidades divulgadas são líquidas de taxa de administração e performance e bruta de impostos. As informações e conclusões contidas neste material podem ser alteradas a qualquer tempo, sem que seja necessária prévia comunicação. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa concordância da JGP. Para maiores informações, consulte nossa área comercial.

