

Relatório de Gestão

JGP Crédito Fiagro Imobiliário



Sumário

Pág.

3 Informações Gerais

4 Destaques e Desempenho no Mês

6 Demonstrativo de Resultados

8 Atribuição de Performance
e Rendimentos

10 Mercado

12 Comentário do Gestor

19 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\$ 196.721.344,82
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

98,6%

da carteira investida

0%

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

7.439
cotistas

1,36% mês/mês

1,8 ano

duration da carteira
de crédito

**CDI
+3,88%_{aa.}**

spread da carteira
-55 bps mês/mês

193%
do CDI/mês

em rendimento
equivalente tributável

Desempenho

CDI⁺ 5,77%_{aa.}

de Dividend Yield no ano
(anualizado)

R\$0,94
/cota

de distribuição mensal

1,37%
yield

mensal equivalente



Demonstrativo de Resultados Gerencial

	Jul/24	Ago/24	Set/24	Últimos 12 meses	Desde o início*
A. Receita de Alocação em CRA					
A.1. Receita de Juros	2.657.057,25	2.541.100,44	2.202.135,64	29.544.250,86	49.610.965,76
A.2. Receita De Correção Monetária	0,00	0,00	0,00	158.298,32	1.023.642,26
A.3. Receita de Giro no Secundário	0,00	0,00	2.593,98	575.451,30	1.038.756,30
B. Receita de Aplicações Financeiras					
B.1. Caixa e outros	18.828,08	17.904,83	25.899,59	622.966,21	2.280.918,17
C. Despesa Operacional					
C.1. Taxas	(225.212,81)	(211.086,29)	(203.311,25)	(3.459.029,28)	(6.404.357,46)
D . Resultado					
D.1. Total do período	2.450.672,52	2.347.918,98	2.027.317,96	27.449.835,81	50.668.975,09
D.2. Distribuído	2.398.197,76	2.333.960,32	2.012.773,12	27.365.149,44	50.585.887,76
D.3. Retido**	54.583,83	68.542,49	83.087,33	1.130.360,71	
E. Resultados Distribuídos					
JGPX11 - R\$/cota	1,12	1,09	0,94	12,8	38,94
Dias úteis no período	23	22	21	251	719
Dividend Yield (anualizado)	CDI + 5,22%	CDI + 4,75%	CDI + 6,51%	CDI + 4,08%	CDI + 3,04%
Dividend Yield Gross-Up (anualizado)	CDI + 8,01%	CDI + 7,45%	CDI + 9,60%	CDI + 6,81%	CDI + 5,68%

Fonte: Daycoval e JGP

* Desde novembro/21
** Reapresentado



Demonstrativo de Resultados

	Jul/24	Ago/24	Set/24	Últimos 12 meses	Desde o início*
A. Receita de Alocação em CRA					
A.1. Receita de Juros	2.515.817,71	2.420.381,20	2.316.003,13	28.834.551,53	52.664.777,41
A.2. Receita De Correção Monetária	96.668,30	40.793,49	(7169.423,66)	(5.967.789,94)	(4.901.961,01)
B. Receita de Aplicações Financeiras					
B.1. Caixa e outros	18.828,08	44.712,36	25.899,59	731.644,05	2.315.712,78
C. Despesa Operacional					
C.1. Taxas e outros custos	(225.184,00)	(211.086,00)	(171.705,53)	(5.268.931,35)	(8.621.567,91)
C.2. Custos de emissão	0,00	0,00	0,00	0,00	(3.832.532,00)
D . Resultado					
D.1. Total do período	2.406.130,09	2.294.801,04	-4.999.226,47	18.329.474,29	37.624.429,26
D.2. Distribuição	2.398.197,76	2.333.960,32	2.012.773,12	27.429.386,87	50.614.805,99
D.3. Distribuição/cota	1,12	1,09	0,94	12,81	38,74
D.4. Resultado no período/cota	1,12	1,07	(2,33)	8,56	29,95
D.5. Resultado acumulado (YTD)/cota	7,21	8,28	5,95	42,37	42,37
E. Resultados Distribuídos					
JGPX11 - R\$/cota	1,12	1,09	0,94	12,8	38,94
Dias úteis no período	23	22	21	251	719
Dividend yield (anualizado)	CDI + 5,22%	CDI + 4,75%	CDI + 6,51%	CDI + 4,08%	CDI + 3,04%
Dividend yield gross-up (anualizado)	CDI + 8,01%	CDI + 7,45%	CDI + 9,60%	CDI + 6,81%	CDI + 5,68%

Fonte: Daycoval e JGP



Apresentamos aqui duas formas de reconhecer os resultados do JGPX11: a primeira, comum em nossos relatórios mensais, representa uma visão gerencial normalizada, em que consideramos os fluxos futuros, que serão recebidos pelos ativos investidos, trazidos a valor presente, e que nos permite planejar a distribuição dos dividendos, já que os valores recebidos por cada título, de cupons, amortizações, e receitas extraordinárias (*waiver fees*, prêmios de recompra, alfa gerado pelo giro de carteira, etc), em sua maioria, não coincidem com as datas de pagamentos dos proventos a nossos cotistas. Dessa forma, conseguimos normalizar os dividendos distribuídos, evitando a volatilidade entre eles.

A segunda versão representa uma visão de regime por competência (contábil), que considera os resultados da marcação a mercado dos títulos investidos no resultado fundo.

Até ago-24, devido à ausência de alterações significativas no preço dos ativos da carteira do JGPX11, os dois métodos de reconhecimento convergiam. No entanto, com a recente remarcação de Agrogalaxy para 50% do valor de face foi necessário reconhecer no patrimônio líquido do Fundo o impacto negativo do ativo, o que gerou uma queda no valor patrimonial da cota de 96,07 para 92,39, e que reduziu o resultado acumulado pelo Fundo. Como os retornos auferidos pelo regime contábil e pelo regime competência divergiram em set-24, o impacto é ilustrado de forma mais clara no segundo modelo.

Acreditamos que o segundo formato permite que nossos cotistas acompanhem de forma fidedigna a avaliação dos ativos e, como sempre prezamos pela transparência, nesse mês, adicionamos a visão do regime de competência à Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).

Com relação aos dividendos, a renda distribuída mensalmente segue refletindo uma aproximação de 1/12 do resultado contábil acumulado pelo Fundo em seu ano fiscal (entre junho de 2024 e junho de 2025). A remarcação da exposição do Fundo ao CRA da Agrogalaxy, portanto, reduziu tanto o saldo acumulado quanto sua estimativa para o ano fiscal corrente, refletindo em uma redução nos proventos pagos em set-24 para R\$ 0,94/cota, frente aos (i) R\$ 1,09/cota distribuídos em ago-24, aos (ii) R\$ 1,04/cota apurados na média mensal entre set-23 e set-24 e aos (iii) R\$ 1,03/cota de resultado distribuível na visão gerencial, que considera os juros de cada operação.

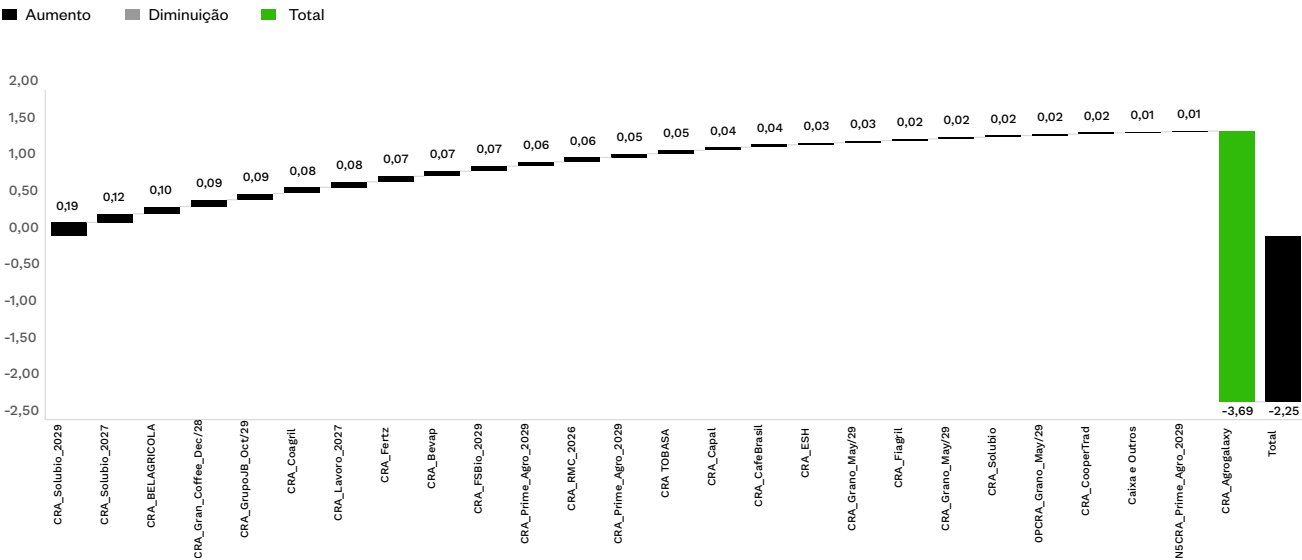
Em termos de estimativa, acreditamos que o recente início de um novo ciclo de alta da SELIC deverá contribuir favoravelmente para as métricas apresentadas, uma vez que 92% do fundo encontra-se indexado ao CDI.

Os resultados de ambas as formas de cálculo, tanto contábil quanto gerencial, podem ser observados no gráfico abaixo.



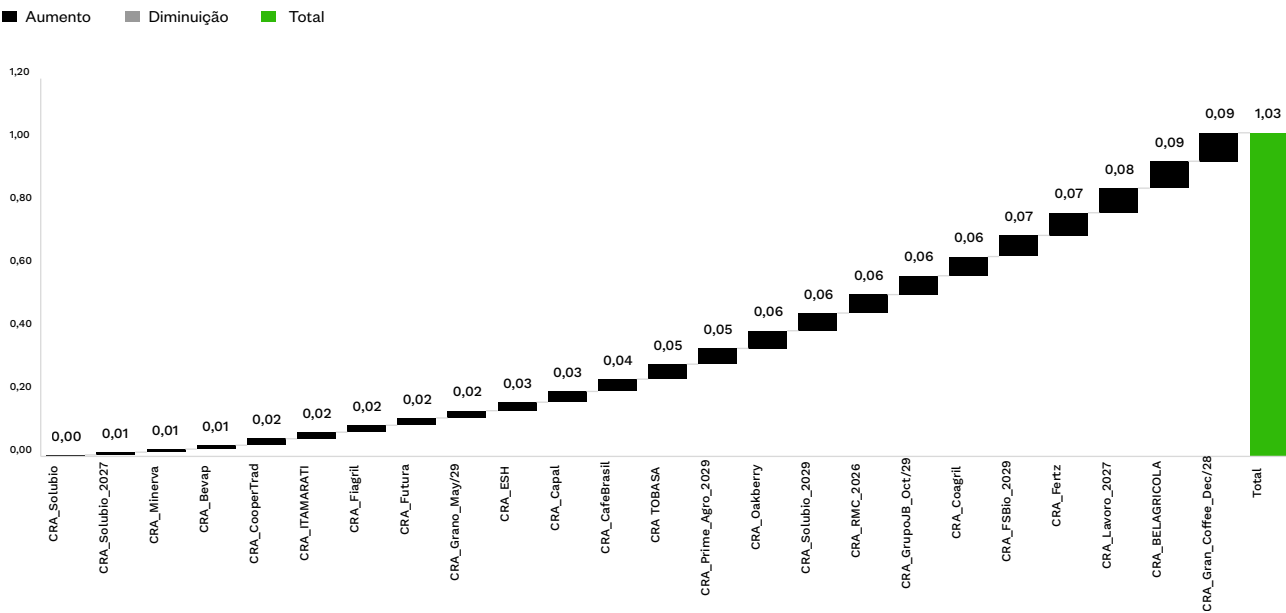
Atribuição de Performance

Resultado Distribuível (em R\$)



Fonte: Daycoval e JGP

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



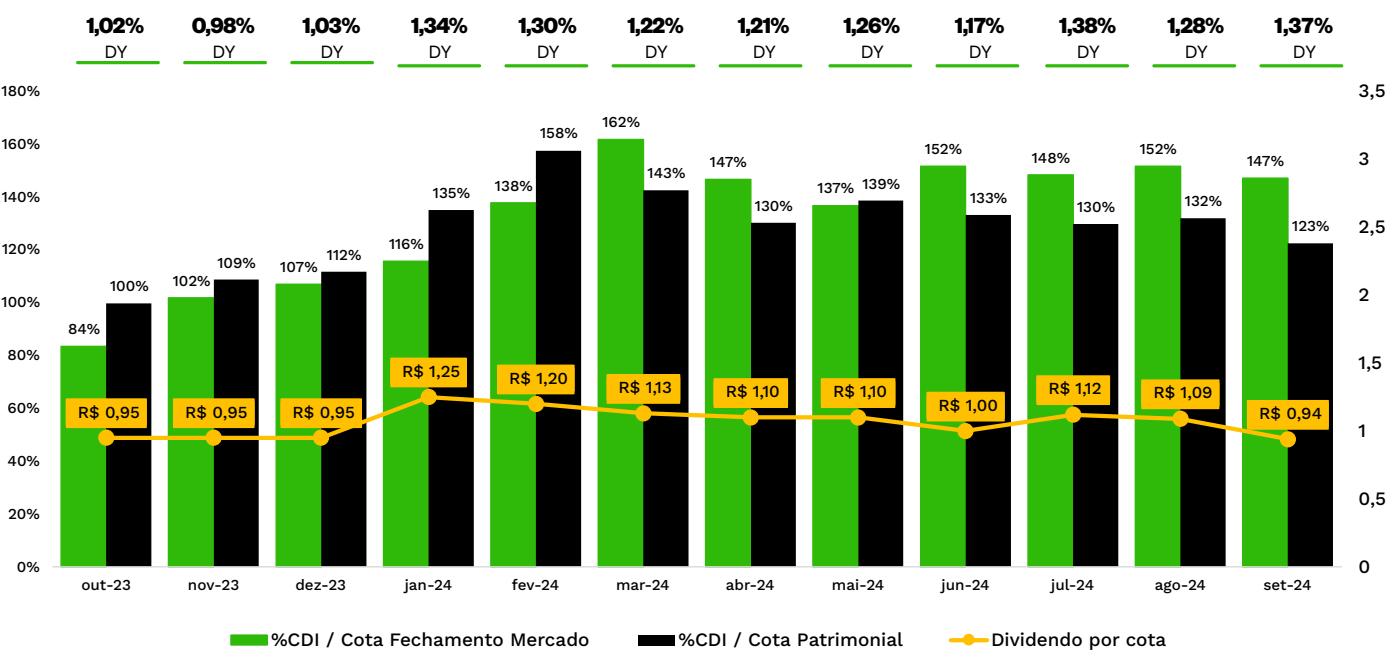
Fonte: Daycoval e JGP

Últimos Rendimentos

Mês	Cotação	Rendimento	DY	DY Gross-Up*
30-set-24	68,8	0,94	1,37%	1,61%
31-ago-24	85,4	1,09	1,28%	1,50%
31-jul-24	81,4	1,12	1,38%	1,62%
28-jun-24	85,5	1,00	1,17%	1,38%
31-mai-24	87,0	1,10	1,26%	1,49%
30-abr-24	90,95	1,10	1,21%	1,42%
28-mar-24	92,6	1,13	1,22%	1,44%
29-fev-24	92,7	1,20	1,30%	1,52%
31-jan-24	93,5	1,25	1,34%	1,57%

*Considerando uma alíquota de 15%

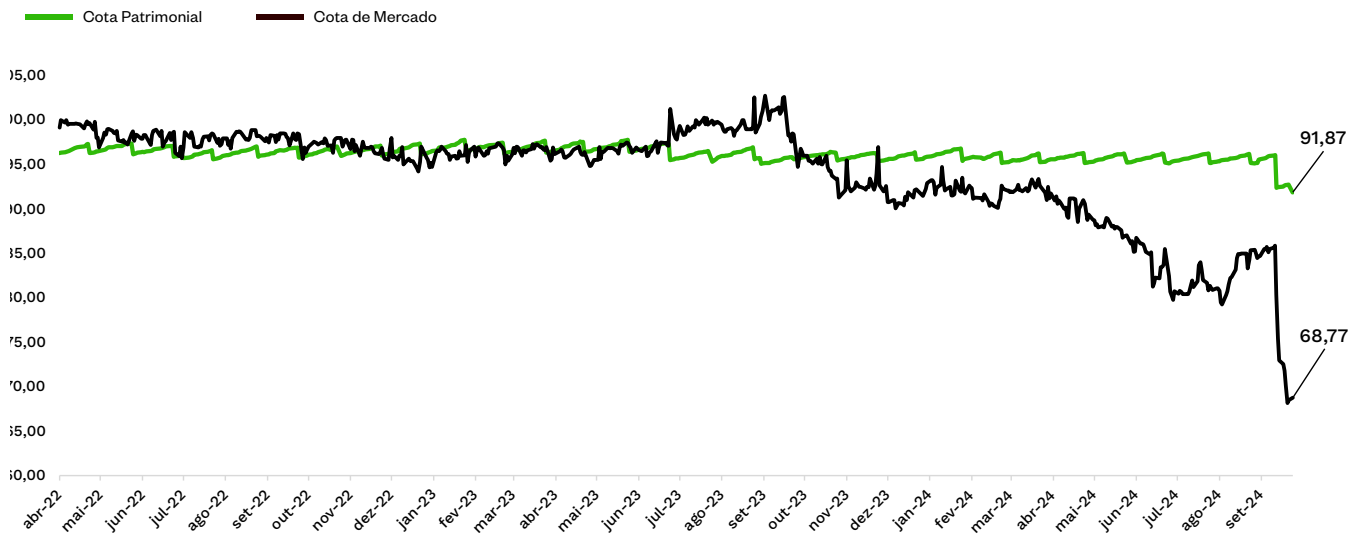
Histórico de Rendimentos





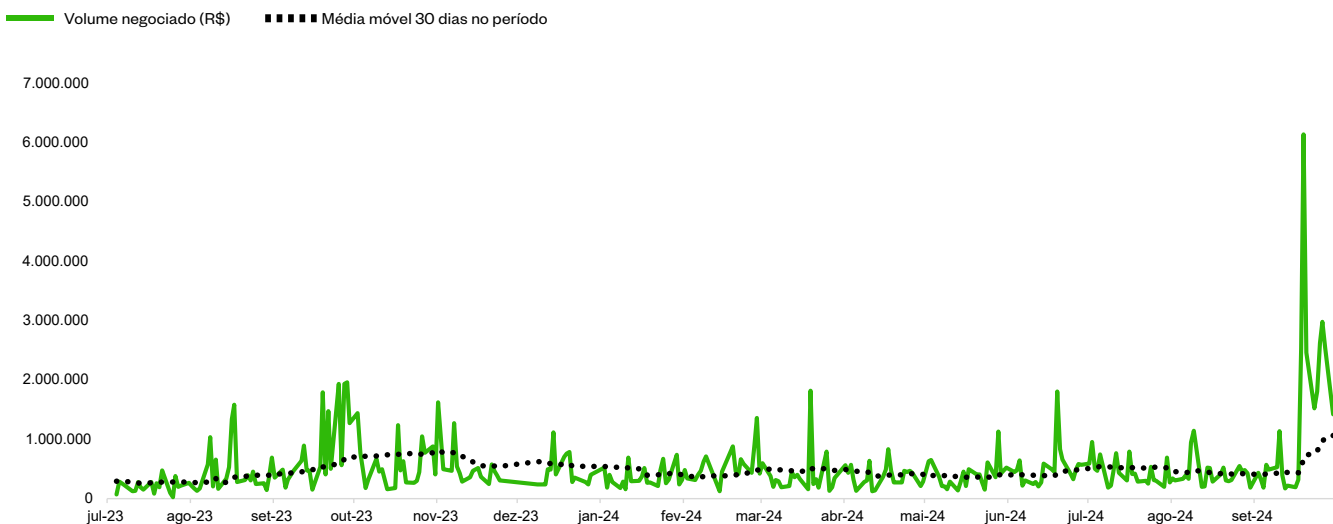
Mercado

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 30/set/2024 de R\$ 91,87). 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\$ 67,00, o retorno líquido para o cotista é equivalente a CDI + 17,74%, considerando o prazo médio de 1,8 ano.

Preço por Cota	% da Cota Patrimonial	Spread Equivalente em CDI+ *
65	70,8%	18,95%
66	71,8%	18,35%
67	72,9%	17,74%
68	74,0%	17,14%
69	75,1%	16,53%
70	76,2%	15,93%
71	77,3%	15,32%
72	78,4%	14,72%
73	79,5%	14,11%
74	80,5%	13,51%
75	81,6%	12,90%
76	82,7%	12,30%
77	83,8%	11,69%
78	84,9%	11,09%
79	86,0%	10,48%
80	87,1%	9,88%
81	88,2%	9,27%
82	89,3%	8,67%
83	90,3%	8,07%
84	91,4%	7,46%
85	92,5%	6,86%
86	93,6%	6,25%
87	94,7%	5,65%
88	95,8%	5,04%
89	96,9%	4,44%
90	98,0%	3,83%
91	99,1%	3,23%
92	100,1%	2,62%
93	101,2%	2,02%

*Pós Custos



Comentário do Gestor

Rendimentos

O JGPX11 distribuiu em setembro R\$ 0,94/cota, representando um *dividend yield* mensal de 1,37%, equivalente a CDI + 5,77% se anualizado.

Atualizações

Gostaríamos de atualizar nossos cotistas sobre os principais eventos de setembro e seus desdobramentos. Reforçamos que todas as informações sobre a evolução dos investimentos são comunicadas exclusivamente por meio de nossos canais oficiais e relatórios gerenciais.

FS Bio

Desalavancagem à vista

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. Esses fatores, aliados 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.

No 1T25, a FS Bio registrou uma receita 3% superior ao trimestre anterior e crescimento de 12% a.a., impulsionada pelo aumento no volume de etanol vendido. O EBITDA apresentou uma recuperação em relação ao fraco 4T24 e ao ano fiscal de 2024 (findo em março/2024) e um aumento de 6% em relação ao ano anterior, refletindo a queda nos custos do milho e a alta nos preços do etanol.

Apesar dos desafios, a FS já adquiriu 75% de sua oferta de milho para 2024/25 a um custo médio 20% menor do que o preço de compra do ano anterior, o que, por si só, significa uma redução brusca de alavancagem para o ano fiscal de 2025. A empresa apresenta 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.



Agrogalaxy

Inadimplência e pedido de recuperação judicial

No dia 16/09/2024, 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 em 18/09/2024. 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.

Nossa tese de investimento na Agrogalaxy baseava-se 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 do setor agrícola em 2024, com melhora dos indicadores de crédito no médio prazo; e (iv) estabilidade na estrutura de capital da Companhia, suportada por renegociações bem-sucedidas em 2023. Vale ressaltar que, nas Assembleias realizadas no início do ano, condicionamos nossa aprovação do *waiver* de *covenant* financeiro à mudança das garantias do CRA022009KI para garantia flutuante, reforçando nossa posição em relação à dívida quirografária da empresa.

Como consequência, 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 da Agrogalaxy para “C”.

Ações para recuperação

Diante dos recentes acontecimentos, nossas equipes de *capital solutions*, *special situations*, jurídico, agro e gestão estão participando do processo de reequilíbrio do passivo da Companhia, com o objetivo de aumentar nossa capacidade de recuperação do investimento. Nossa abordagem segue orientada a buscar proximidade com a gestão da Companhia e seus assessores contratados, de forma a contribuir na construção de alternativas de capital de transição (especialmente via nossos mandatos de *special situations*) para acelerar a reestruturação financeira e aumentar as possibilidades de recuperação dos nossos créditos. Acreditamos que a flexibilidade de nossos mandatos e a forte experiência de nossos times de gestão e *financial advisory*, em reestruturações operacionais e financeiras, serão determinantes nesse processo de recuperação dos CRAs da Agrogalaxy.



Impacto na indústria

O evento envolvendo a Agrogalaxy poderá trazer impactos para o setor do agronegócio, especialmente em relação à estruturação de *funding*. A cadeia de suporte ao agronegócio – revendas, cooperativas e prestadores de serviços – também tem sido afetada pela severidade do ciclo de baixa do setor, com impactos variando em função de vantagens competitivas em cada empresa e, principalmente, pela opção de uso mais elevado de dívidas como forma de financiar as operações. Em todo ciclo de baixa, fica mais claro que o uso de alavancagem financeira no agronegócio deve ser moderado, de modo que o “Efeito Agrogalaxy” deve acelerar o processo de desalavancagem no setor. Esse processo pode acontecer de forma organizada, com o conjunto de *stakeholders* (em especial, financiadores e fornecedores) se articulando para o retorno de seu capital gradual ao longo dos próximos ciclos, ou desorganizada, com medidas mais extremas de execução de dívidas/interrupção de fornecimento sendo observadas e empurrando outras empresas para reestruturações maiores (e mais prejudiciais para todos os *stakeholders*), como no caso de Agrogalaxy. Por menos intuitivo que pareça, acreditamos que a RJ da Agrogalaxy aumentará a disposição de coordenação dos grandes *stakeholders* do setor do agronegócio, em especial grandes bancos, fornecedores e acionistas. Após a recuperação judicial da Companhia e durante o processo de desalavancagem do setor, as empresas sobreviventes contarão com maior poder de preços, resultando em maiores margens e retornos sobre o capital investido. O retorno para o “capital paciente” e a capacidade de coordenação entre *stakeholders* que cada companhia for capaz de imprimir durante a recuperação do ciclo do setor deverão ser fatores determinantes para redução de reestruturações mais agressivas na cadeia de suporte, na nossa visão.

Em termos de modelo de negócios, acreditamos que o evento possa causar uma reformulação nas operações das revendas, cooperativas e *tradings*. Em muitos casos, entendemos essas companhias como uma combinação entre assistência técnica ao produtor, banco financiador e integrador industrial. O componente de banco financiador deverá ser gradualmente transferido para fora dessas operações, para agentes dedicados a essa atividade, como os próprios bancos comerciais, fundos de crédito, FIDCs e *fintechs*, deixando o modelo das revendas mais focado na assistência técnica e na logística de entrega de insumos (modelo mais comum em mercados maduros, como o americano). Essa transformação deveria liberar um volume relevante de capital de giro na cadeia de suporte do setor, com redução do saldo de contas a receber e de amortizações de dívidas financeiras e saldos a pagar com fornecedores. A flutuação do ciclo do agronegócio tem demonstrado forte pressão sobre os balanços das empresas do setor, com alongamento dos prazos de contas a receber pesando sobre as métricas de dívida líquida e *covenants*. Agentes financeiros contam com métricas de alavancagem diferentes e vantagens de *funding* para atravessar esses momentos de baixa, devendo, dessa forma, contar com maiores vantagens competitivas para desempenhar tais funções no setor.



Impacto na indústria

Solubio – Controlador comum

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.

Em setembro, realizamos a troca dos CRAs em carteira (CRA02100411 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 antigo 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.

Lavoro – Revenda

Em conversas recentes com a companhia, a Lavoro reafirmou sua capacidade de honrar compromissos dos CRAs (inclusive a medição dos *covenants* de alavancagem Dívida Líquida / EBITDA < 2,5x em junho/24) e transmitiu tranquilidade em relação aos vencimentos de dívidas bancárias. Além disso, a Companhia não registrou deterioração significativa de inadimplência, mantendo uma postura mais seletiva na concessão de prazos a clientes.

Belagrícola – Revenda

Da mesma forma, em conversas recentes com a companhia, a Belagrícola reafirmou sua capacidade de honrar compromissos pecuniários dos CRAs, destacando que em nosso CRA, todo fluxo acontece através de contratos com o *offtaker*, com trava de conta bancária.



Movimentações na carteira no mês de setembro

Não adicionamos nenhum ativo ao portfólio no mês de setembro. Estamos priorizando o monitoramento intensificado das companhias investidas no momento.





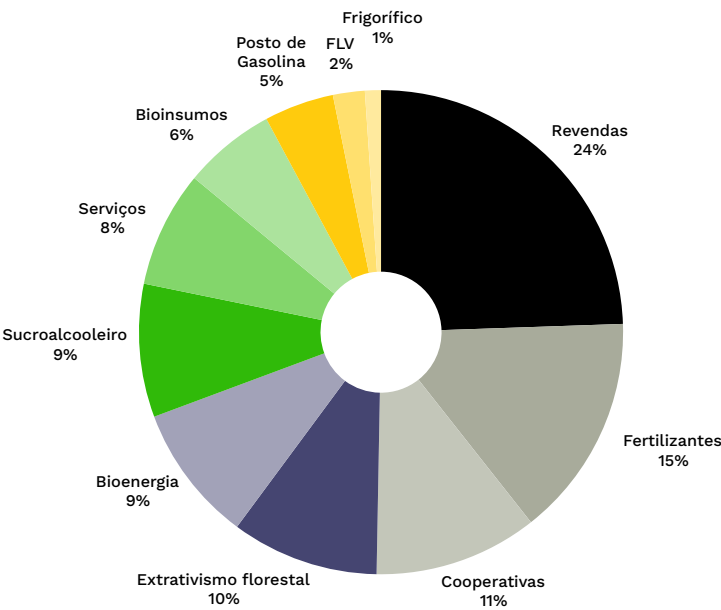
Carteira de crédito

Finalizamos agosto com uma alocação de 100% do patrimônio líquido em 24 CRAs, de 23 devedores distintos. A concentração média por ativo permanece em 4,16%, sem nenhum ativo acima de 8% do PL. Nossa taxa média reduziu 1 bp, atingindo CDI+4,43% 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
CRA02200DKY	Belagricola	CRA	CDI	4,20%	2028	1,7	8,0%	Estratégica	N/A
CRA02300TBM	Lavoro	CRA	Pré	14,20%	2027	2,3	7,6%	Estratégica	N/A
CRA02300VY1	Gran Coffee	CRA	CDI	5,50%	2028	2,0	7,6%	Estratégica	N/A
CRA02300Q8H	Fertz	CRA	CDI	4,50%	2027	1,3	6,7%	Estratégica	N/A
CRA023000XD	FS Bioenergia	CRA	CDI	2,30%	2029	2,3	6,5%	Estratégica	AA-/AA-
CRA024008C2	Solubio IV	CRA	CDI	5,25%	2029	3,3	6,1%	Estratégica	N/A
CRA0230008I	Grupo JB	CRA	CDI	3,50%	2026	2,4	5,9%	Estratégica	N/A
CRA022009VN	Oakberry	CRA	CDI	2,30%	2027	1,5	5,6%	Estratégica	N/A
CRA023006SH	Coagril	CRA	CDI	4,70%	2027	1,5	5,5%	Estratégica	N/A
CRA024006N5	Prime Agro	CRA	CDI	3,50%	2029	2,9	4,7%	Estratégica	BBB-
CRA02300TXU	Rede Monte Carlo	CRA	CDI	6,00%	2026	1,0	4,6%	Estratégica	N/A
CRA022009KI	Agrogalaxy	CRA	CDI	4,25%	2027	1,1	4,3%	Estratégica	N/A
CRA022008YG	Tobasa	CRA	CDI	5,00%	2027	1,5	4,0%	Estratégica	N/A
CRA02300Q8I	Capal	CRA	CDI	1,95%	2029	2,1	3,4%	Estratégica	N/A
CRA022009VM	Café Brasil II	CRA	CDI	4,50%	2027	1,9	3,3%	Giro	N/A
CRA02200CT5	ESH	CRA	CDI	4,00%	2027	1,4	2,6%	Estratégica	N/A
CRA0240060P	Grano	CRA	CDI	4,50%	2029	2,1	2,1%	Estratégica	N/A
CRA022006N6	Futura Agro	CRA	CDI	5,00%	2025	0,7	2,0%	Giro	N/A
CRA021005M0	Fiagril	CRA	CDI	5,00%	2026	1,1	1,9%	Estratégica	N/A
CRA02200D4E	CooperTradição	CRA	CDI	3,00%	2026	1,1	1,8%	Estratégica	N/A
CRA0230099D	UISA	CRA	CDI	4,50%	2028	2,0	1,8%	Estratégica	BBB+
CRA022002H0	Bevap	CRA	CDI	5,30%	2027	1,1	1,0%	Estratégica	BB+
CRA020001E5	Minerva	CRA	CDI	5,40%	2026	1,4	1,0%	Giro	AAA
CRA020001E5	Minerva	CRA	CDI	5,40%	2026	1,5	1,0%	Giro	AAA

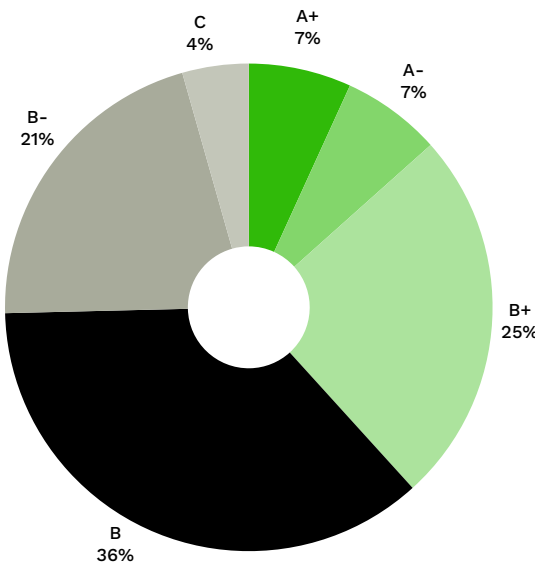


Distribuição setorial da carteira



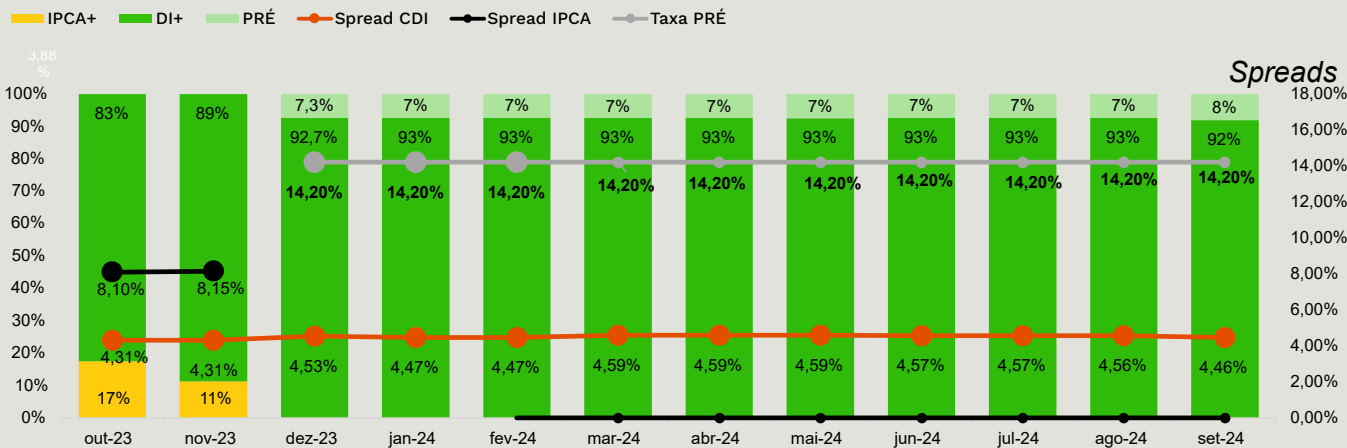
Fonte: JGP

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
CAFÉ BRASIL II	CAPAL	COAGRIL
COOPERTRADIÇÃO	ENERGÉTICA S ^{TA} HELENA	FERTZ
FIAGRIL	FS BIOENERGIA	FUTURA AGRO
GRAN COFFEE	GRANO	GRUPO JB
LAVORO	MINERVA	OAKBERRY
PRIME AGRO	REDE MONTE CARLO	SOLUBIO I E II
TOBASA	USINAS ITAMARATI	

PARA UMA MELHOR EXPERIÊNCIA, NAVEGUE PELO **MENU** ACIMA. PARA RETORNAR, CLIQUE NO BOTÃO **VOLTAR** ↶

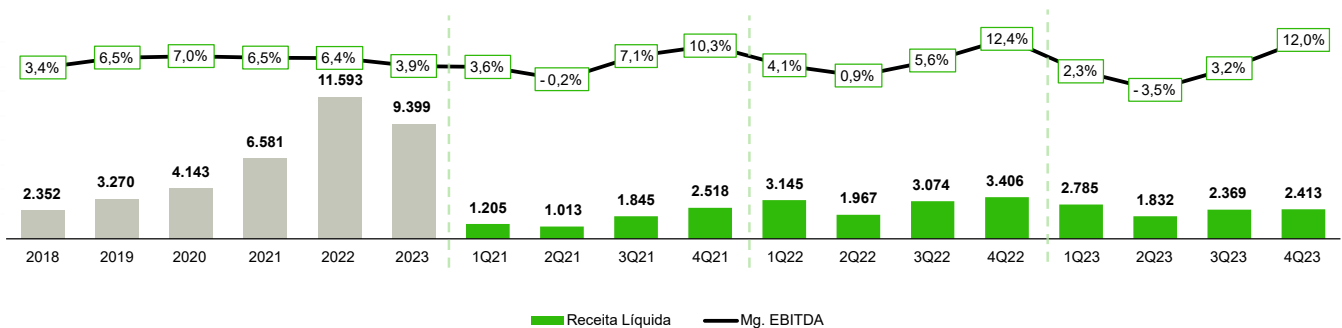
Agrogalaxy

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 vem 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. No ano passado, 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 Agrogalaxy, 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.

Receita Líquida (R\$ MM) e Margem EBITDA



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 Agrogalaxy. Em 27/12/2023, 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.

Atualização

Em março deste ano, mediante Assembleia de Credores, foi concedido o *waiver* para o potencial descumprimento do *covenant* de alavancagem líquida para os CRAs da Agrogalaxy, 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.

No dia 16/09/2024, 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 18/09/2024. 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.

Nossa tese de investimento na Agrogalaxy baseava-se 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 quirografária da empresa.

Como consequência, 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.

Ações para recuperação

Diante dos recentes acontecimentos, estamos monitorando de perto as medidas adotadas pela Agrogalaxy para reequilibrar seu passivo. Nossa equipe de *capital solutions*, *special situations*, jurídico, agro e gestão está acompanhando o caso com diligência, e tomaremos todas as medidas necessárias para proteger os interesses de nossos cotistas e aumentar nossa capacidade de recuperação do investimento.

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



Belagrícola

A Belagrícola é uma revendedora de insumos agrícolas, que também atua na originação, logística e comercialização de grãos e prestação de serviços agrônômicos. 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%.

Assim como comentamos acima, a Belagrícola também está sujeita à dificuldade conjuntural que afeta as vendas e distribuidoras de insumos agrícolas no país.

Atualização

Em janeiro, a Belagrícola pediu, mediante Assembleia de Credores, um *waiver* prévio para a potencial quebra do *covenant* de EBITDA/Despesas Financeiras de 1,3x. Com um quórum de 74,37%, o *waiver* para este potencial descumprimento foi concedido à Companhia, com a condição de que o índice não ficasse abaixo de 1,2x, o que significaria uma cobertura ainda razoável das despesas financeiras.

Em abril, após o envio das demonstrações financeiras auditadas, foi verificado que não houve quebra de *covenant*.

Em conversas recentes com a companhia, a Belagrícola reafirmou sua capacidade de honrar compromissos pecuniários dos CRAs, destacando que em nosso CRA, todo fluxo acontece através de contratos com o *offtaker*, com trava de conta bancária.

Belagrícola (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.

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

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 fechou o ano com uma alavancagem líquida de 2,4x, conforme esperado. 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.

Atualização

Em março, 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 dividendos 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 revendas 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 contribuirão 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 deste ano.

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 bilhão 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 *off taker* 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). A remuneração do CRA é de CDI + 4,7% a.a., atrelada à *duration* do papel de ~ 2,3 anos.

Atualização

Em maio, 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). A remuneração do CRA é de CDI + 3% a.a., atrelada à *duration* do papel de ~1,88 ano.

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.

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.

Atualização

Em janeiro, 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 seja de até 5,5x e de que seja pago uma taxa de 0,25% sobre o saldo devedor. Enxergamos como positiva a substituição da garantia, que tem como condicionante a estruturação de um Certificado de Depósito Bancário no valor de R\$ 20 milhões com um banco de primeira linha ou equivalente. A taxa já foi paga no mês de janeiro. Caso a companhia fique com o índice de alavancagem líquida entre 5,5x e 6,5x, será feita mais uma cobrança de taxa de 0,25% sobre o saldo devedor.

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. Na safra de 2022/2023 (finalizada em março/2023), a companhia aumentou sua receita em 14% na comparação com o ano anterior, alcançando R\$ 7,5 bilhões, mesmo com uma redução no preço de etanol de R\$ 3,29/L para R\$ 2,99/L (preço médio realizado pela FS). Com uma participação de 14% de *trading* de milho na receita, que reduz a margem total, além da alta de preço do insumo impactando o custo de produção, a margem EBITDA (antes de ajustes não recorrentes) caiu para 23% e a alavancagem líquida atingiu 2,8x. Sua terceira usina em Primavera do Leste começou a operar em maio, um mês antes do planejado e com orçamento concluído abaixo do inicial o que, combinado com o arrefecimento do preço de grãos e a melhora do preço de etanol, deverá melhorar a margem e alavancagem nos próximos trimestres. Durante o trimestre finalizado em dezembro/23, a empresa atingiu um pico de alavancagem devido à redução na margem EBITDA causada pelos menores preços do etanol e do segmento de nutrição animal, bem como pelos aumentos nos custos do milho, impulsionados pelo aumento no volume de etanol produzido com o início das operações da planta em PDL. Consequentemente, o spread de moagem foi comprimido, o que é traduzido em uma margem EBITDA de 15%. Como antecipado anteriormente nas nossas cartas, o balanço referente a março/24 continuou sob pressão – detalhes do resultado abaixo, porém a empresa deverá demonstrar melhorias nos resultados com a esperada redução nos custos do milho a partir de junho, quando este for processado. Projetamos uma redução na alavancagem para cerca de 3,0x durante a próxima safra.

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).

Atualização

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.

No 1T25, a FS Bio registrou uma receita 3% superior ao trimestre anterior e crescimento de 12% a.a., impulsionada pelo aumento nos volumes de etanol vendidos. O EBITDA apresentou uma



recuperação em relação ao fraco 4T24 e ao ano fiscal de 2024 (findo em março/2024) e um aumento de 6% em relação ao ano anterior, refletindo a queda nos custos do milho e a alta nos preços do etanol.

Apesar dos desafios, a FS já adquiriu 75% de sua oferta de milho para 2024/25 a um custo médio 20% menor do que o do ano anterior, o que por si só, significa uma redução brusca de alavancagem para o ano fiscal de 2025. 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 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.



Atualização

Em janeiro, a Futura Agronegócios 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, 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 a ser 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 potencial descumprimento dos *covenants* dizem respeito às condições de mercado que foram detratoras de rentabilidade para as revendas 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.

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 4,2x em 2023, 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.

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. Além disso, a estrutura da operação é bastante 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

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, companhia 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.

Atualização

Em conversas recentes com a companhia, a Lavoro reafirmou sua capacidade de honrar compromissos dos CRAs e tranquilidade em relação aos vencimentos de dívidas bancárias. Ainda, a empresa não registrou deterioração significativa na inadimplência, mantendo uma postura mais seletiva na concessão de prazos a clientes.

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\$ 4,5 bilhões.



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

Oakberry

A Oakberry é uma marca de açaí direcionada para um público consumidor de healthy fast food. Através principalmente de franquias, o grupo opera atualmente em mais de 28 países, através de 512 lojas, das quais 138 estão fora do Brasil. A 1ª loja foi inaugurada em dezembro de 2016 e, desde então, a Oakberry realizou um forte trabalho de construção de marca, com exposição a grandes eventos de esporte, como o Super Bowl, que lhe conquistaram espaço no mercado de alimentação saudável fora do país. Com receita aumentando de R\$ 37 milhões em 2021 para R\$ 89 milhões em 2022 e R\$ 173 milhões em 2023, a empresa é um caso de crescimento. Em 2022, obteve uma margem EBITDA de 35% e realizou sua primeira captação de crédito no mercado de capitais, através do CRA de R\$ 50 milhões no qual a JGP foi investidora, fazendo a manutenção de uma estrutura de capital equilibrada. Ainda em 2022, a Companhia ampliou sua atuação, adquirindo um ativo industrial para verticalizar sua produção. Com esse novo passo, a Oakberry passará a fazer a fiscalização do extrativismo do açaí, garantindo a aplicação das melhores práticas ambientais e sociais. O CRA foi ancorado pela JGP e possui certificação sustentável, *covenants* de alavancagem líquida e alienação fiduciária da fábrica do Pará em garantia aos investidores, complementada com uma carta-fiança emitida por um banco – com *rating* AAA – no valor de R\$ 7,5 milhões, recebíveis cedidos fiduciariamente que cobrem além do serviço da dívida do CRA, um valor mínimo anual de R\$ 5 milhões.

Oakberry (em R\$ milhões)	2020	2021	2022	2023
Receita	6	37	89	173
a/a	N/A	540%	144%	94%
EBITDA	1	18	32	33
Margem EBITDA	25,4%	48,1%	35,4%	19,0%
Dívida Bruta	1	1	50	74
Caixa	5	71	51	8
Dívida Líquida	(4)	(71)	(1)	66
Alavancagem Líquida	(2,5x)	(4,0x)	(0,0x)	2,0x



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.

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

Solubio I e II

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. Apenas para compreensão do crescimento do negócio, o resultado combinado das empresas seria de R\$ 176 milhões, comparado com R\$ 76 milhões em 2021, com adição de 146 clientes e apenas 13 perdas, totalizando 265 clientes totais.

O primeiro CRA investido, emitido em dezembro de 2021, tem como garantia não somente aval solidário dos acionistas, como também cessão de recebíveis no volume de 1,5x o saldo devedor, transitando trimestralmente, no mínimo, em 60% da próxima parcela, com a média dos quatro últimos fluxos mínimos trimestrais correspondendo a, no mínimo, 120% das respectivas parcelas verificadas e, por último, fundo de reserva de valor equivalente ao da próxima parcela da operação. O segundo CRA investido, emitido em setembro de 2022, conta com um pacote similar de garantias como aval solidário dos acionistas, cessão de recebíveis no volume de 1,25x o saldo devedor, transitando semestralmente, no mínimo, em 50% da próxima parcela com a média dos dois últimos fluxos mínimos semestrais correspondendo a, no mínimo, 100% das respectivas parcelas verificadas e, por último, fundo de reserva de valor equivalente ao da próxima parcela da operação.

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. Diante desse cenário, foram realizadas assembleias e adotadas resoluções que serão discutidas a seguir.

Atualização

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 esse ano. Estas estratégias incluem 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 dividendos 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 empresa está implementando medidas de redução de custos, desinvestindo em ativos e direcionando seu foco para os clientes já existentes. O pacote de garantias do segundo CRA foi ampliado e, a partir de fevereiro, iniciamos reuniões mensais para acompanhamento junto à companhia.

Em setembro, 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.

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.

Atualização

Em julho, 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.

