

**Relatório  
de Gestão**

**JGP Crédito**

**FI Agro  
Imobiliário**

# Sumário

---

<a href="#">Informações Gerais</a>	<b>3</b>
<a href="#">Destaques do fechamento</a>	<b>4</b>
<a href="#">Desempenho</a>	<b>5</b>
<a href="#">Comentário do Gestor</a>	<b>8</b>

# Informações Gerais

O FI Agro Imobiliário (JGPX11) é um fundo destinado 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 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.

## JGP FI Agro Imobiliário (JGPX11)

<b>Nome</b>	Fundo de Investimento das Cadeias Produtivas do Agronegócio JGP Crédito Fiagro Imobiliário
<b>Código de negociação</b>	JGPX11
<b>Objetivo</b>	Obtenção de renda e ganho de capital a serem auferidos mediante a aquisição de ativos financeiros de origem agroindustrial
<b>Negociação</b>	Fundo fechado com cotas negociadas na B3
<b>Prazo de duração</b>	Indeterminado
<b>Gestor</b>	JGP Gestão de Crédito LTDA
<b>Administrador</b>	Banco Daycoval
<b>CNPJ</b>	42.888.292/0001-90
<b>Taxa de administração</b>	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.
<b>Taxa de gestão</b>	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.
<b>Taxa de performance</b>	20% sobre o que exceder CDI + 2,00% ao ano, High Water Mark



## Destaques do fechamento de mês

**96,5%**

do fundo investido em títulos de crédito do agronegócio

**100%**

das emissões corporativas investidas com balanço auditado

**0%**

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

**99%**

da carteira de FIDC alocada em cotas sêniores

**70%**

da carteira alocada com *rating* superior a A (escala nacional)\*

**2.673**  
cotistas

**2,9 anos**  
*duration*

da carteira de crédito

**DI+ 3,6%**  
*spread*

da carteira investida

**172%**

do CDI em rendimento equivalente tributável

\*e o remanescente com garantias que incluem: aval dos acionistas e/ou controladores, cessão fiduciária dos contratos e/ou recebíveis, alienação fiduciária de terras e hipotecas.

# Desempenho

**R\$1,07**  
cota de distribuição

**1,10%**  
de *yield* equivalente

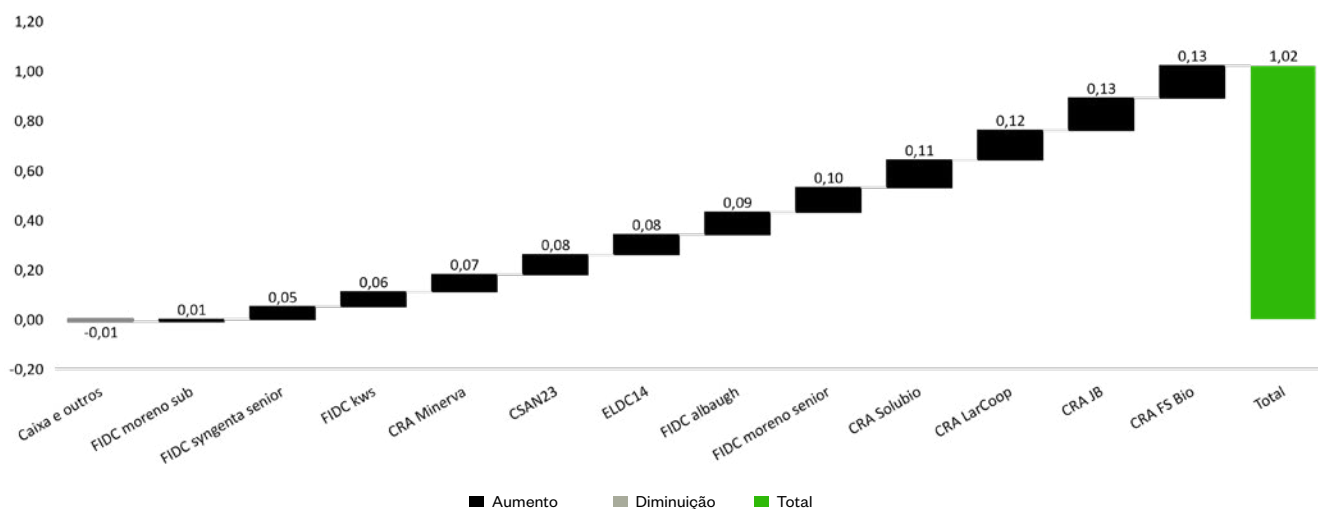
## Demonstrativo de resultados

	Dez/21	Jan/22	Fev/22
<b>A. Receita de alocação em CRA</b>			
A.1. Receita de juros	206.835,80	261.600,47	298.398,31
A.2. Receita de correção monetária	192.009,44	151.630,90	163.199,04
<b>B. Receita de alocação em FIDC</b>			
B.1. Receita de juros	175.391,95	296.233,77	266.002,91
<b>C. Receita de alocação em DEB</b>			
C.1. Receita de juros	40.959,96	102.292,91	134.822,36
<b>D. Receita de aplicações financeiras</b>			
D.1. Receita de fundos + tit. Públicos + futuros	271.469,44	91.093,05	33.783,99
<b>E. Despesa Operacional</b>			
E.1. Taxa de administração	-13.789,57	-33.755,59	-29.009,95
<b>F. Resultado</b>			
F.1. Total do período	872.877,02	855.659,14	867.196,66
F.2. Distribuído	882.020,88	890.501,85	910.535,06
F.3. Retido*	78.181,10	43.338,39	3.071,27
<b>G. Resultados distribuídos</b>			
JGPX11 - R\$/cota	1,04	1,05	1,07

\*- Resultado Retido reapresentado, devido ao recálculo de resultado dos ativos

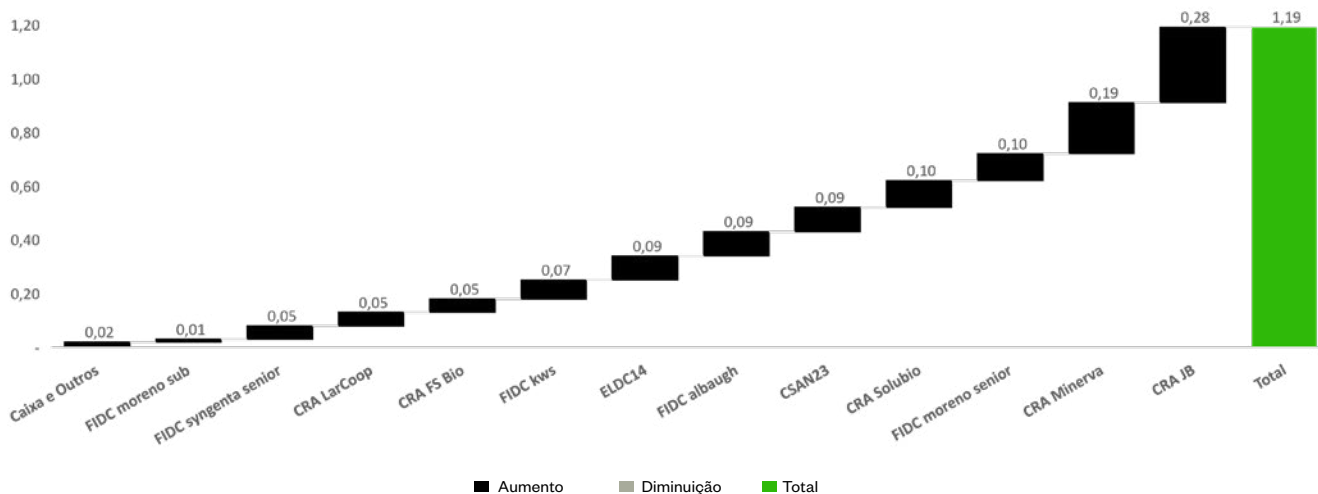
Este(s) Fundo(s) tem menos de 12 (doze) Meses, para avaliação da Performance de Fundo(s) de Investimento(s), é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) Meses.

## Atribuição de Performance do Resultado Distribuível (em R\$)



Fonte: Daycoval e JGP

## Atribuição de Performance do Resultado Contábil (em R\$)



Fonte: Daycoval e JGP

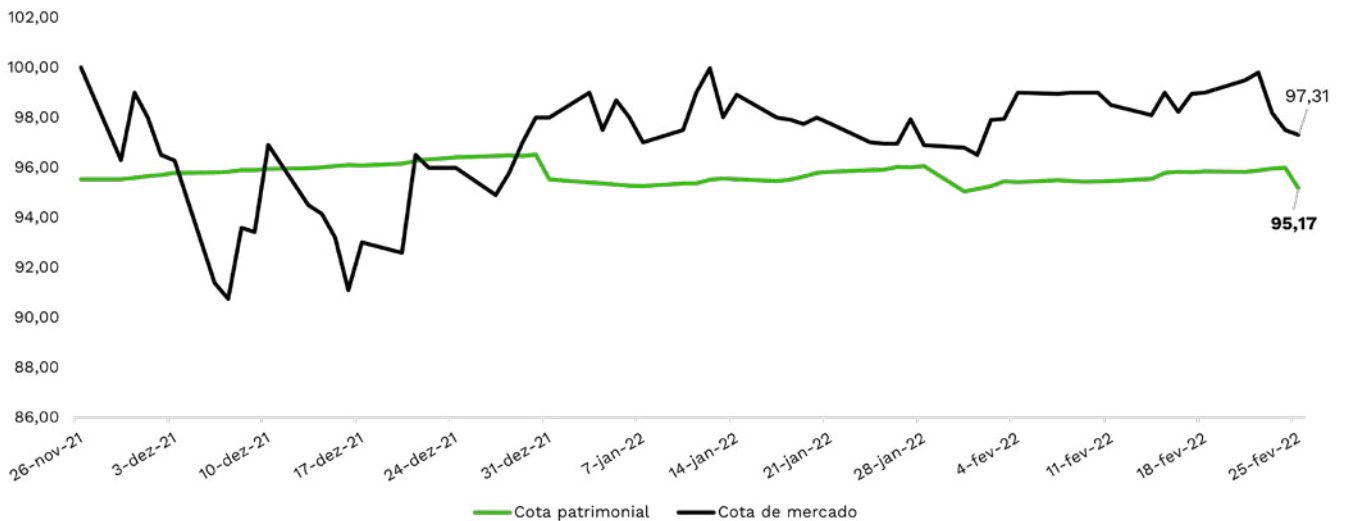
## Últimos Rendimentos

Mês	Cotação	Rendimento	DY	DY Gross-Up*
30/Dez/21	98,0	1,04	1,06%	1,25%
31/Jan/22	96,8	1,05	1,08%	1,28%
25/Fev/22	97,6	1,07	1,10%	1,29%

\*Considerando uma alíquota de 15%

# Mercado

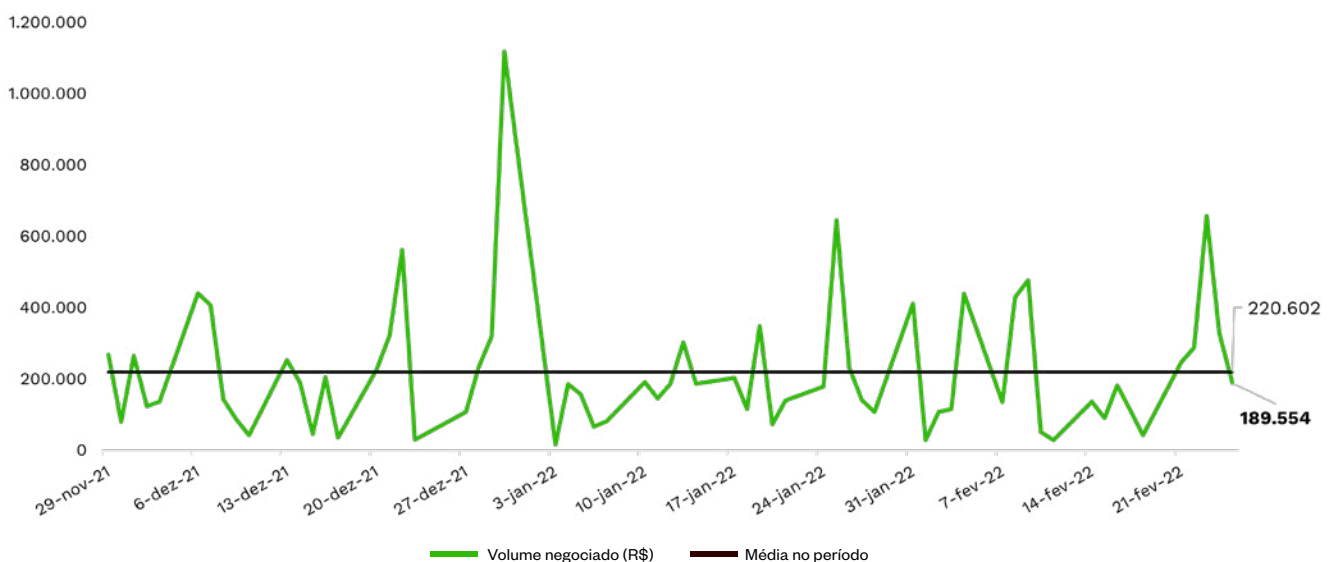
## Cota patrimonial vs. cota de mercado



**R\$ 95,17** Cota patrimonial

Fonte: Daycoval e B3

## Volume de cotas negociadas na B3



**R\$ 189 mil** Valor médio de negociação diária

Fonte: B3

Este(s) Fundo(s) tem menos de 12 (doze) Meses, para avaliação da Performance de Fundo(s) de Investimento(s), é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) Meses.

# Comentário do Gestor

## Carteira de crédito

Ativos investidos	Tipo	Indexador	Spread da Emissão	Vencimento	Duration	% NAV	Posição	Rating Externo Escala Nacional	Tipo de Risco
FS Bio	CRA	IPCA	8,3%	2026	4,52	10%	Estratégica	AA-	Corporativo
Grupo JB	CRA	IPCA	8,8%	2026	2,37	10%	Estratégica	N/A	Corporativo
Albaugh	FIDC	CDI	3,0%	2024	2,34	10%	Estratégica	A+	Pulverizado
Usina Moreno	FIDC	CDI	7,5%	2027	2,00	8%	Estratégica	N/A	Corporativo
Solubio	CRA	CDI	5,4%	2025	1,85	9%	Estratégica	N/A	Corporativo
Cosan	Debênture	CDI	2,0%	2031	5,32	9%	Giro	AAA/AAA	Corporativo
Eldorado	Debênture	CDI	3,0%	2024	2,14	9%	Giro	A+	Corporativo
Lar Cooperativa	CRA	IPCA	8,0%	2028	4,59	9%	Giro	A	Corporativo
KWS Sementes	FIDC	CDI	4,5%	2023	1,29	7%	Estratégica	AAA	Pulverizado
Syngenta	FIDC	CDI	2,1%	2026	1,74	6%	Giro	AAA	Pulverizado
Minerva	CRA	CDI	5,4%	2026	3,10	7%	Estratégica	AA/AAA	Corporativo

Fonte: JGP

## Evento Subsequente

Durante o mês de fevereiro, não houve nenhuma modificação na carteira. Porém, vale mencionar que concluímos no dia 03 de março o desinvestimento do CRA da FS Bio, com um ganho de aproximadamente 3,16%, gerando resultado positivo equivalente a R\$ 0,29/cota e que serão refletidos no resultado de março. Essa venda reforça nossa estratégia de giro de carteira por meio do mercado secundário e contribui para o aumento da exposição em títulos indexados ao CDI.

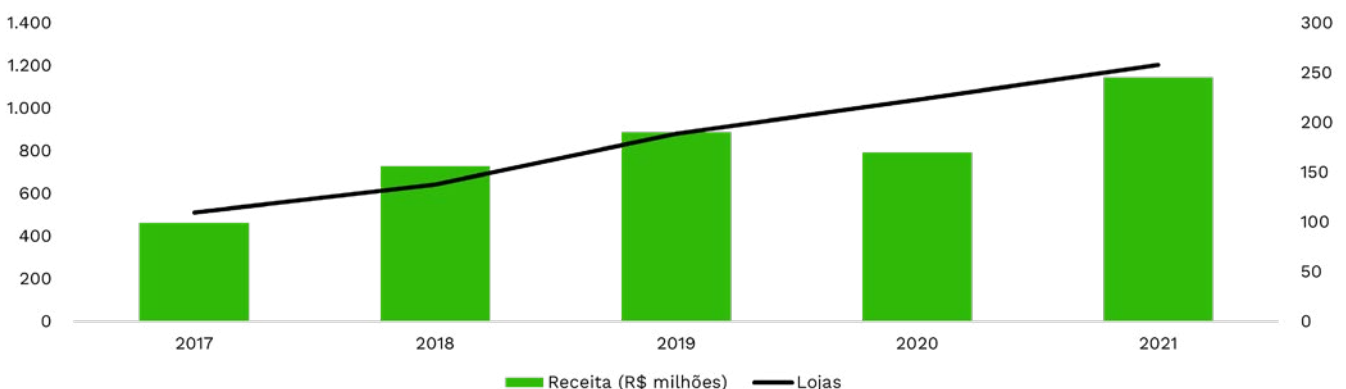
# CRA Madero — A Carne passou do ponto e o lanche saiu caro

## Visão geral da empresa

Fundada em 2005 por Luiz Durski Junior em Curitiba, o Grupo Madero é um operador de restaurantes multimarcas com 258 lojas, incluindo 20 franquias. Suas marcas têm posicionamento diferente, que incluem:

- **Madero Steakhouse** — Primeira marca a ser estabelecida, conta atualmente com 88 restaurantes com *ticket* médio de R\$ 64. Oferecem serviço e menu completo. Foi o mais afetado na pandemia por ser mais dependente do fluxo de pessoas em *shopping centers* e aeroportos e, por possuir um *ticket* mais elevado, é menos atrativo do que as demais marcas para o atendimento via *delivery*.
- **Madero Container** — Aberta em 2014, atualmente conta com 77 restaurantes com ticket médio de R\$ 49. Oferecem serviço limitado e menu com foco em hambúrguer grelhado. Posicionamento ideal para cidades médias e rodovias. São as menores lojas em termos de tamanho físico do grupo (menos da metade de um Steakhouse) e requerem menor investimento por unidade inaugurada.
- **Jeronimo** — Lançada em 2017, atualmente conta com 85 restaurantes de serviço limitado e menu com foco em hambúrguer prensado na chapa (“*smash burger*”), feito em menos de 4 minutos, ideal para *drive-through* e *delivery*. Ticket médio de R\$ 29.

## Histórico de Receita (R\$ milhões) e Número de Lojas



Fonte:

A estrutura do grupo é verticalizada com produção, distribuição, logística, marca própria e pontos de venda. 97% dos alimentos dos restaurantes são produzidos e fornecidos pela Cozinha Central, unidade produtiva e de distribuição logística própria que tem capacidade de atender 500 restaurantes. Essa operação foi inaugurada em 2015 e fica localizada em Ponta Grossa (PR).

O modelo de restaurantes com cozinha verticalizada em larga escala é uma característica distinta do Madero, em relação a outras grandes empresas do mercado, como McDonald's e Burger King, que compram seus insumos (inclusive seus famosos hambúrguers) de empresas de *food service*, que também ficam responsáveis pela logística de entregas. O Madero acredita que seu modelo verticalizado oferece vantagens como o melhor controle de qualidade. Ainda assim, nos parece justo questionar sobre o custo de manutenção dessa produção, distribuição e logística em menor escala se comparada aos grandes *food servicers*, além de riscos associados a sinistros e interrupções em sua cozinha central.

## **Estrutura de capital: o peso do elevado endividamento**

Entre 2018 e 2021, o Madero investiu mais de R\$ 300 milhões na Cozinha Central com o objetivo de expandir sua capacidade. Atualmente, a Cozinha Central pode atender 500 restaurantes, o dobro de lojas atuais. Apesar de ter reduzido sua alavancagem desde 2020, pico da pandemia, quando sua dívida líquida superou 10x o EBITDA (ou mais de 20x excluindo efeito IFRS), a empresa continua com mais de R\$ 1 bilhão de dívida bruta e uma urgente necessidade de redução de alavancagem – que encerrou 2021 em 4x (ou mais de 5,5x excluindo efeito IFRS) e precisa chegar em 2,5x excluindo efeito IFRS ano que vem para manter-se dentro dos *covenants* financeiros compactuados com os bancos. Na nossa opinião, essa redução de alavancagem é dificultada pelos planos agressivos de aberturas de novas unidades mantidos pela empresa (consideramos 40 novos restaurantes por ano em 2022 e 2023), aumento do preço de commodities agrícolas (em especial proteínas e grãos usados como ração) e limitações concorrenciais para reajuste de preços do cardápio Madero. Soma-se a esse contexto o atual ciclo de aumento de juros implementado pelo Banco Central do Brasil, que deve levar a SELIC para 12,25% de acordo com o Boletim Focus, impactando significativamente o resultado após juros do grupo.

Abaixo apresentamos algumas métricas e premissas que indicam o contraste do objetivo de expansão de lojas com a necessidade de redução de dívida e ajuste da estrutura de capital.

### **Same Store Sales**

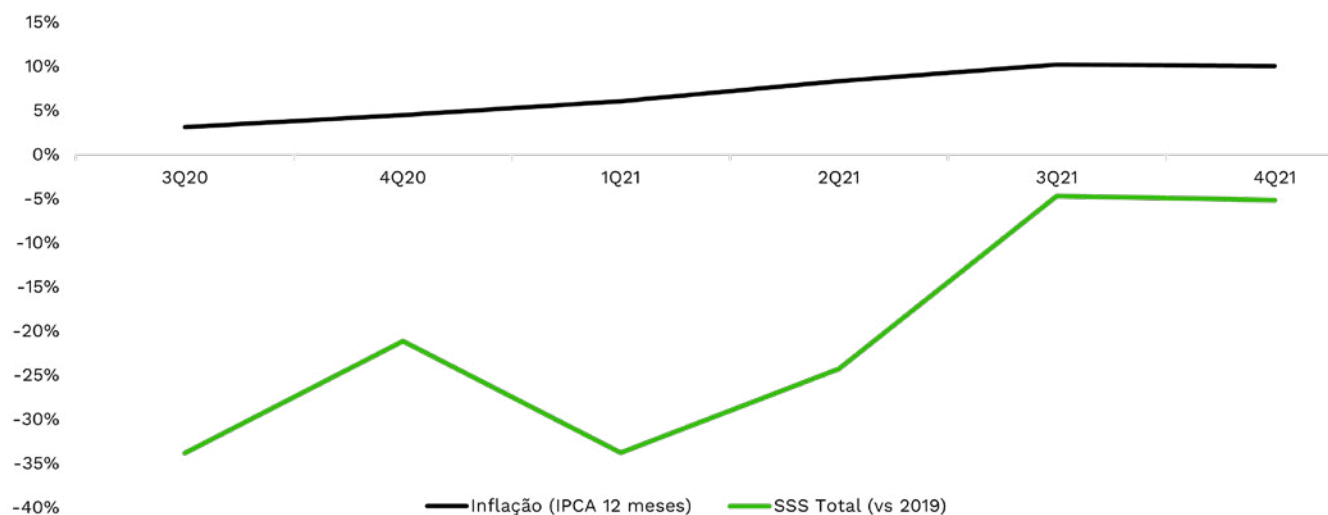
O termo “*same store sales*” (“SSS”), em tradução literal para o português, “vendas com base nas mesmas lojas” é um dos principais indicadores para análise de vendas no varejo. A partir desse indicador podemos entender de forma mais precisa as tendências de crescimento ou contração de vendas excluindo-se a expansão de novas unidades (ou o crescimento de área de vendas por elas representado).

Com a pandemia, os restaurantes do grupo Madero tiveram suas vendas muito afetadas em 2020 em comparação a 2019, principalmente a rede Madero Steakhouse. Comparando

então com 2019, as vendas em 2021 do Jeronimo e Container, no conceito “mesmas lojas”, já registram crescimento, contrabalanceadas por vendas no formato Steakhouse ainda abaixo. Como resultado, as vendas de mesmas lojas do grupo Madero de forma consolidada ainda encerraram 2021 abaixo de 2019, mesmo com significativa recuperação dos parâmetros de mobilidade da população.

Tendo em vista que em 2021 a inflação medida pelo IPCA foi acima de 10%, parte relevante da recuperação do SSS nos parece associada ao reajuste de preços / repasse do aumento de custos, sem efetivamente melhoria de ocupação e elevação do volume vendido pelas lojas. Essa avaliação torna ainda mais desafiadora a premissa de que o grupo Madero conseguirá crescer SSS acima da inflação a partir de 2022, premissa importante para projeção de rentabilidade de geração de caixa do grupo.

### SSS por trimestre vs 2019 e IPCA 12 meses

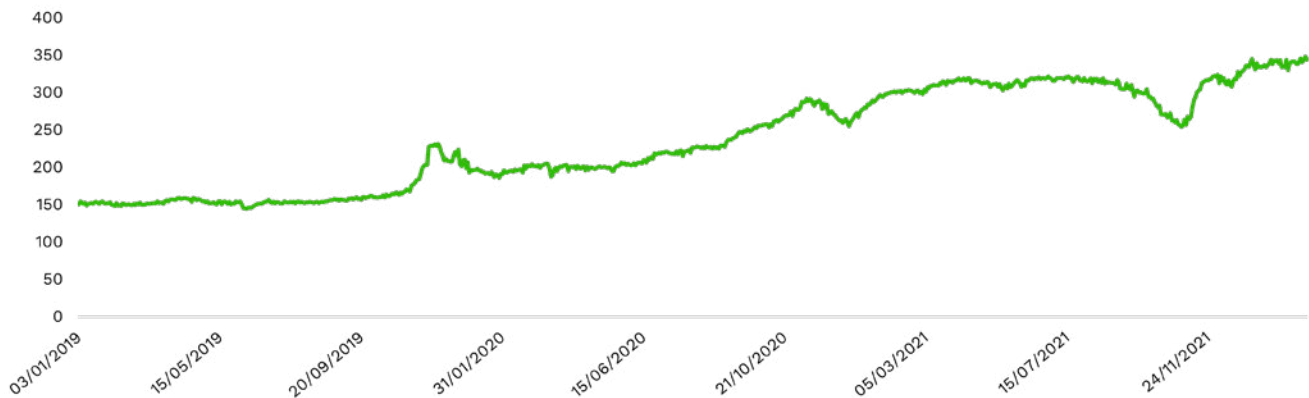


Fonte: Madero e IBGE. \*Elaboração JGP

### Margens e capacidade de repasse de custos

A carne bovina, a batata, a carne suína e os queijos são os principais insumos dos restaurantes Madero. De acordo com a companhia, o reajuste de preços ocorre anualmente, geralmente no mês de fevereiro. Em 2021, o reajuste médio foi de 11,7% para essa cesta de bens, de acordo com as demonstrações financeiras da empresa. O Madero conta com dois fornecedores para o suprimento de carne bovina, que representa quase 30% das compras de matéria-prima. Quando olhamos para o indicador do boi gordo, o preço aumentou em mais de 25% apenas no ano de 2021. Comparado ao final de 2019, está mais de 60% mais caro. Esse aumento precisa ser repassado para o consumidor, ou as margens da empresa podem ser significativamente afetadas.

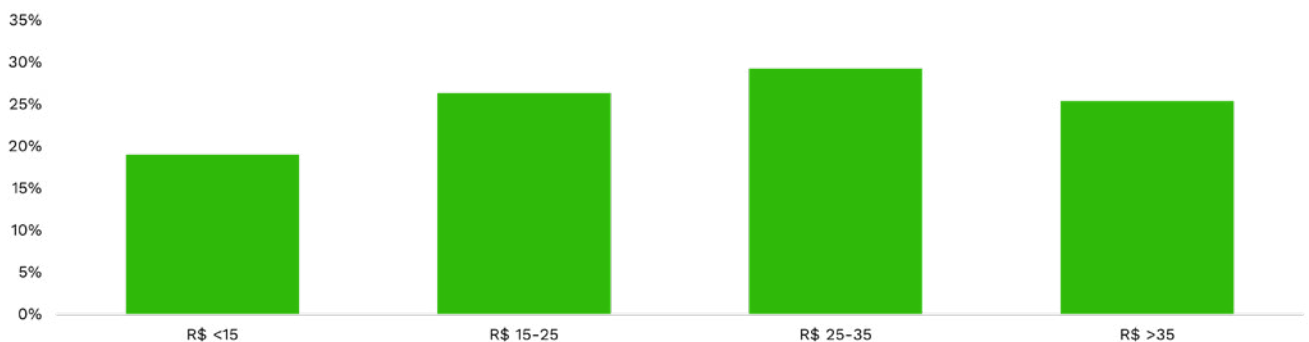
## Indicador do Boi Gordo CEPEA/B3 (R\$/Arroba)



Fonte: CEPEA

Para entender se há espaço para aumento de ticket médio dos restaurantes, comparamos os preços dos hambúrgueres do Madero com outros no mercado. Analisamos uma amostra com 867 restaurantes do Ifood entre RJ e SP, totalizando 5.247 ofertas de hambúrgueres de mais de 26 bairros. Os hambúrgueres do Madero custam entre R\$ 35 e R\$ 60 (em linha com ticket médio dos estabelecimentos) e estão entre os mais caros do estudo. Essa avaliação indica que há pouco espaço para repasse do aumento dos custos para o consumidor, visto que os sanduíches enfrentam significativa concorrência e que a inflação no Brasil segue como uma relevante restrição para a expansão do consumo.

## Distribuição dos preços dos hambúrgueres no ifood



Fonte: iFood

## Cenário base para geração de caixa e covenants

Como o grupo tem 3 diferentes marcas com posicionamento distintos, não encontramos um modelo de negócios completamente igual, porém, quando comparamos as redes de lanchonetes localizadas nos Estados Unidos como Chipotle (rede de comida mexicana) e Shake Shack (rede de hambúrgueres), observamos que margens EBITDA ficam em torno de 12-15%. Considerado

o consenso de mercado resumido pela Bloomberg, observamos que analistas preveem um aumento de margens para 18% na rede Chipotle, mas uma redução para 9% para o Shake Shack, uma rede que depende muito mais dos preços de carne bovina.

	2018	2019	2020	2021
<b>Chipotle</b>				
ROIC	12%	11%	7%	12%
Margem EBITDA	9%	17%	14%	14%
<b>Shake Shack</b>				
ROIC	10%	5%	-6%	-1%
Margem EBITDA	13%	18%	10%	13%
<b>Madero</b>				
ROIC	8%	2%	-6%	2%
Margem EBITDA	12%	15%	7%	17%

Fonte: Madero e Bloomberg. \*Elaboração JGP

Em um cenário otimista, consideramos uma margem EBITDA que chega em 20% em 2024, o que pode parecer desafiador, dadas as estimativas para os pares internacionais. Esse cenário resulta ainda em um retorno sobre capital investido (“ROIC” em inglês, *Return On Invested Capital*) de 8-9% ao longo dos próximos anos para o Madero, não tão distante dos pares internacionais que, entretanto, acessam capital ao custo muito mais baixo do que observado em um Brasil com Selic de dois dígitos.

Assumimos ainda como premissa, a abertura de 40 novas lojas por ano para chegar a 500 em 2027 e entre R\$ 4 e 5 milhões de investimento por restaurante. Com isso, o fluxo de caixa esperado continua negativo em nosso modelo, demandando a captação de novos empréstimos no mercado e mantendo a alavancagem líquida do grupo entre 2,7x e 3,3x, acima do *covenant* de 3,0x em 2022 e 2,5x a partir de 2023. Acreditamos que o rompimento potencial de *covenants* financeiros é um risco adicional para a continuidade dos negócios do Madero, caso um alinhamento de condições contratuais não seja alcançado com a base de credores, agora mais diversificada com a emissão dos CRAs para o público de varejo.

## Custos da oferta

O CRA Madero foi emitido em duas séries, de 6 e 5 anos, com rendimento máximo de 3,50% ao ano, acima da NTN-B e do CDI, respectivamente. Porém, a comissão total cobrada pelos bancos que coordenam a operação é de 12,78% na primeira série e de 10,47%, na segunda, taxas que consideramos desproporcionais para esse tipo de operação. Na prática, a empresa está disposta a captar recursos com um *spread* efetivo de crédito (incluindo comissões) muito superior aos 350bps de prêmio líquido para o investidor. Para os investidores interessados

em correr o risco de crédito Madero, seria mais interessante aguardar uma emissão futura na qual o *spread* do título capturasse uma proporção maior da taxa efetivamente paga pela empresa, a partir de comissões mais normalizadas. Nossa projeção de fluxo de caixa indica que o Madero continuará demandando mais financiamentos do mercado para suportar o plano de crescimento de seus restaurantes a partir de 2022.

<b>Madero (R\$ mi)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022 E</b>	<b>2023 E</b>	<b>2024 E</b>
Receita	730	889	796	1.146	1.655	1.922	2.064
<b>EBITDA</b>	<b>88</b>	<b>131</b>	<b>54</b>	<b>190</b>	<b>291</b>	<b>365</b>	<b>424</b>
% Margem EBITDA	12,1%	14,7%	6,8%	16,6%	17,6%	19,0%	20,5%
<b>Fluxo de caixa livre</b>	<b>(158)</b>	<b>(517)</b>	<b>(406)</b>	<b>(389)</b>	<b>(154)</b>	<b>(98)</b>	<b>(50)</b>
Necessidade de captação	475	328	604	408	750	400	300
Amortizações	(272)	(460)	(242)	(113)	(737)	(197)	(245)
<b>Dívida líquida/ EBITDA</b>	<b>5,4x</b>	<b>1,9x</b>	<b>12,1x</b>	<b>4,0x</b>	<b>3,2x</b>	<b>2,8x</b>	<b>2,6x</b>
ROIC	8,5%	2,0%	-6,0%	2,1%	5,9%	8,0%	9,2%

Fonte: Madero números reportados ate 2021. \*Elaboração e projeção futura JGP

Observando uma amostra de CRAs ICVM 400 recentemente emitidos, calculamos que a o custo ao ano médio fica em torno de 1% (excluindo Madero). O CRA da Madero custará cerca de **4% ao ano**, considerando sua *duration*.

<b>CRA</b>	<b>Custo total (A)</b>	<b>Duration (B)</b>	<b>Custo ao ano (A)/(B)</b>
<b>Madero</b>	10,47%	2,6	4,03%
<b>Madero</b>	12,78%	3,2	3,99%
<b>Zilor</b>	8,14%	4,3	1,91%
<b>Tereos</b>	6,08%	3,6	1,71%
<b>Caramuru</b>	4,94%	3,6	1,37%
<b>Grupo Cereal</b>	3,77%	3,5	1,08%
<b>Braskem</b>	3,53%	6,0	0,59%
<b>Marfrig</b>	3,94%	7,0	0,56%
<b>Braskem</b>	3,53%	7,0	0,50%
<b>Marfrig</b>	3,94%	10,0	0,39%

Fonte: CVM

## Controvérsias ESG

Apesar de ser uma emissão desprovida de qualquer rotulagem verde ou social, não deixamos de considerar as características de impacto ambiental da emissora, em especial considerando seu elevado consumo de proteína, uma *commodity* que pode estar associada ao risco de desmatamento. Essa quantidade pode ser estimada a partir de sua capacidade de produção de hambúrgueres em sua cozinha central. Com capacidade para 18,5 milhões de hambúrgueres por mês, podemos estimar de forma conservadora o consumo geral do Grupo Madero, ao atribuir como único produto o hambúrguer de 70g distribuído – o menor dos hambúrgueres quando comparado com os discos de 180g disponíveis na Madero Burger – e ignorando as demais carnes servidas nos demais restaurantes. Esse cálculo resulta em um total de 15.540 toneladas de carne bovina por ano. Considerando o aproveitamento de hambúrguer por carcaça bovina abatida, podemos estimar em um cenário conservador um total de 277.500 animais abatidos por ano.

Distante de incitarmos críticas ao consumo de carne, nosso objetivo é deixar claro que essa *commodity* possui destacada importância no cálculo de impacto ambiental da rede Madero, causando um efeito direto em uso de solo acima de 211.832 hectares a partir da estimativa de abates. A diligência necessária para manutenção de uma cadeia sustentável de fornecedores da carne para seus produtos, portanto, deveria ser de elevada importância para empresa. No entanto, o Madero não produziu nenhum tipo de política ou regulamento de seleção de fornecedores que apontassem preocupações com desmatamento legal ou ilegal, identificação de origem do animal, bem-estar do animal abatido ou outras práticas que vemos comumente sendo adotadas por redes de *food service* no Brasil e no mundo. A empresa, ao ser indagada, afirmou que o cumprimento das políticas ambientais é responsabilidade de seus fornecedores, elevando a incerteza relacionada a riscos de desmatamento oriundos da cadeia pecuária, conforme indicadores das plataformas *TRASE*<sup>1</sup> e *FAIRR*<sup>2</sup>. A identificação de suporte indireto do Madero a fornecedores que promovam desmatamento, potencialmente oriunda de políticas falhas de verificação, pode expor a empresa a eventos negativos, como o cancelamento de linhas de crédito, boicote de clientes e restrições para atração de capital humano.

Adicionalmente, a empresa não apresentou nenhuma estratégia de redução de emissões de gases de efeito estufa ou inventário, o que não permite a correta inferência sobre seu impacto climático, fator crítico para informes de instituições financeiras signatárias do TCFD ou outras diligências de investidores de elevada maturidade ESG. Esse fato se torna especialmente importante pelo papel da pecuária na promoção do desmatamento no Brasil, a sensibilidade do tema de direitos humanos correlatos a desmatamento e o recém-assinado Acordo de Metano, que visa reduzir 30% das emissões globais de metano. Sabendo que no Brasil, 70% das emissões desse gás são provenientes das emissões entéricas dos ruminantes, destacadamente bovinos, o controle da cadeia é imprescindível para aplicação

<sup>1</sup> *Trase* é uma ferramenta de rastreabilidade da cadeia de suprimentos

<sup>2</sup> *Fairr Initiative* é uma associação global de investidores que analisa políticas ESG de companhias do setor de proteínas animais

de boas práticas, tais como mudanças de manejo, correção nutricional e abate precoce do animal. Se considerarmos a contabilidade conservadora de animais abatidos por ano para atender a demanda exclusivamente dos discos de hambúrgueres de 70g, estamos tratando de um total de emissão de mais de 16,6 mil toneladas de metano por ano, ou seja, mais de 466 mil toneladas de CO2 equivalente diretamente provocada sem nenhuma estratégia de compensação ou redução de emissões (ou correspondente a emissão de quase 250 mil automóveis por ano).

Além disso, o modelo adotado pela empresa por cozinha central e fazenda centralizada para hortifrutis e temperos a serem distribuídos para os restaurantes da rede gera uma necessidade de mensuração adicional de externalidades. Considerando a distância das lojas para a cozinha central – em alguns casos acima de 3000 km de distância – e o uso de frota própria de caminhões a diesel, temos um fator de emissões logísticas que, combinado com os riscos relacionados à interrupção de atividades da cozinha central, aumentam a importância da avaliação do impacto das operações do Madero em termos de geração de CO2. Ainda que não tenhamos acesso aos dados de quilômetros totais percorridos pelos caminhões da frota própria do Madero que realiza a distribuição dos seus produtos, podemos considerar como crítica a fragilidade do modelo pela sua ineficiência em emissões de gases de efeito estufa. Ou seja, se conhecido o impacto da geração de CO2 da operação Madero (uma questão de tempo, na nossa opinião) e o resultado implicar eficiência muito inferior a de concorrentes mais sustentáveis, novas restrições de capital relativas podem passar a serem percebidas pela companhia, ampliando ainda mais o diferencial de custo de financiamento do Madero frente a concorrentes com ratings de crédito mais elevados como McDonald's (Arcos Dourados) e Burger King.

Paralelamente, a escolha por uma fazenda central para produção de hortifrutis e produtos frescos para a cadeia nacional das lojas da Madero levanta questões na nossa avaliação, dada a larga disponibilidade desses produtos em grande parte dos cinturões verdes das regiões em que se localizam parte significativa dos restaurantes da Madero. Esse modelo contraria as melhores práticas para fortalecimento de produtores locais e redução de deslocamento de produtos frescos que se encontram disponíveis em raios próximos às suas zonas de consumo. Aumenta também os riscos associados a pragas e mudanças climáticas na concentrada região de produção, por mais que parte desse risco possa ser mitigado por tecnologia de produção.

## Conclusão — Porque não investimos

Nossa decisão de não adicionar o CRA Madero ao portfólio do **JGPX11** considera aspectos ESG e de risco de crédito, entre os principais:

- Inexistência de políticas e práticas de mensuração de externalidades ambientais, particularmente sensíveis para uma empresa inserida na cadeia agropecuária;
- Modelo de negócios com verticalização de produção sem paralelos entre empresas listadas no Brasil e fora, o que dificulta a projeção de rentabilidade sustentável para o Madero;
- Incerteza em relação a recuperação das vendas no critério mesmas lojas acima da inflação (SSS) em um ambiente de contínua pressão por aumento de preços do cardápio para repasse de custos;
- Elevada competição de players menos verticalizados e sujeitos a menores custos fixos;
- Alto endividamento líquido (equivalente a 5,7x excluídos efeitos IFRS em 2020) e maiores despesas de juros a partir do ciclo de alta da Selic no Brasil;
- Risco de não cumprimento de *covenants* financeiros e necessidade de renegociação com uma base mais pulverizada de credores a partir da emissão do CRA para o varejo;
- Divergência de objetivos percebida a partir dos planos de expansão via novas unidades (maior *Capex*) e a necessidade de desalavancagem da estrutura de capital;
- Alta retenção de remuneração do credor via comissões de estruturação da oferta de CRAs e estimativa de necessidade de novas captações de recursos a partir de 2023, o que pode gerar títulos com risco de crédito Madero com spreads mais elevados para os investidores.

### 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](http://www.daycoval.com.br)

SAC: Fale conosco no endereço  
[www.daycoval.com.br/atendimento](http://www.daycoval.com.br/atendimento)  
ou no telefone 0800 775 0500  
Ouvidoria no endereço  
[www.daycoval.com.br/institucional/ouvidoria](http://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](mailto:fiagro@jgp.com.br)  
[www.jgp.com.br](http://www.jgp.com.br)

Signatory of:



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.

---

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.