

**Relatório
de Gestão**

JGP Crédito

**Fiagro
Imobiliário**



Sumário

Pág.

3 Informações Gerais

4 Destaques e Desempenho no Mês

5 Demonstrativo de Resultados

6 Atribuição de Performance e Rendimentos

8 Mercado

10 **Comentário do Gestor**

17 Carteira JGPX11



Informações Gerais

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

JGP Fiagro Imobiliário (JGPX11)

Nome	Fundo de Investimento das Cadeias Produtivas do Agronegócio JGP Crédito Fiagro Imobiliário
Código de negociação	JGPX11
Objetivo	Obtenção de renda e ganho de capital, a serem auferidos mediante à aquisição de ativos financeiros de origem agroindustrial
Negociação	Fundo fechado com Cotas na B3
Prazo de duração	Indeterminado
Patrimônio Líquido	R\$ 204.523.113,52
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

93%

da carteira investida

0%

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

6.123
cotistas

-1,8% mês/mês

1,5 ano

duration da carteira de crédito

CDI
+3,19%_{a.a.}

spread da carteira
-5 bps mês/mês

100%
do CDI/mês

em rendimento equivalente tributável

Desempenho

98% CDI_{aa.}

de Dividend Yield no ano (anualizado)

R\$0,55
/cota

de distribuição mensal

0,87%
yield

mensal equivalente



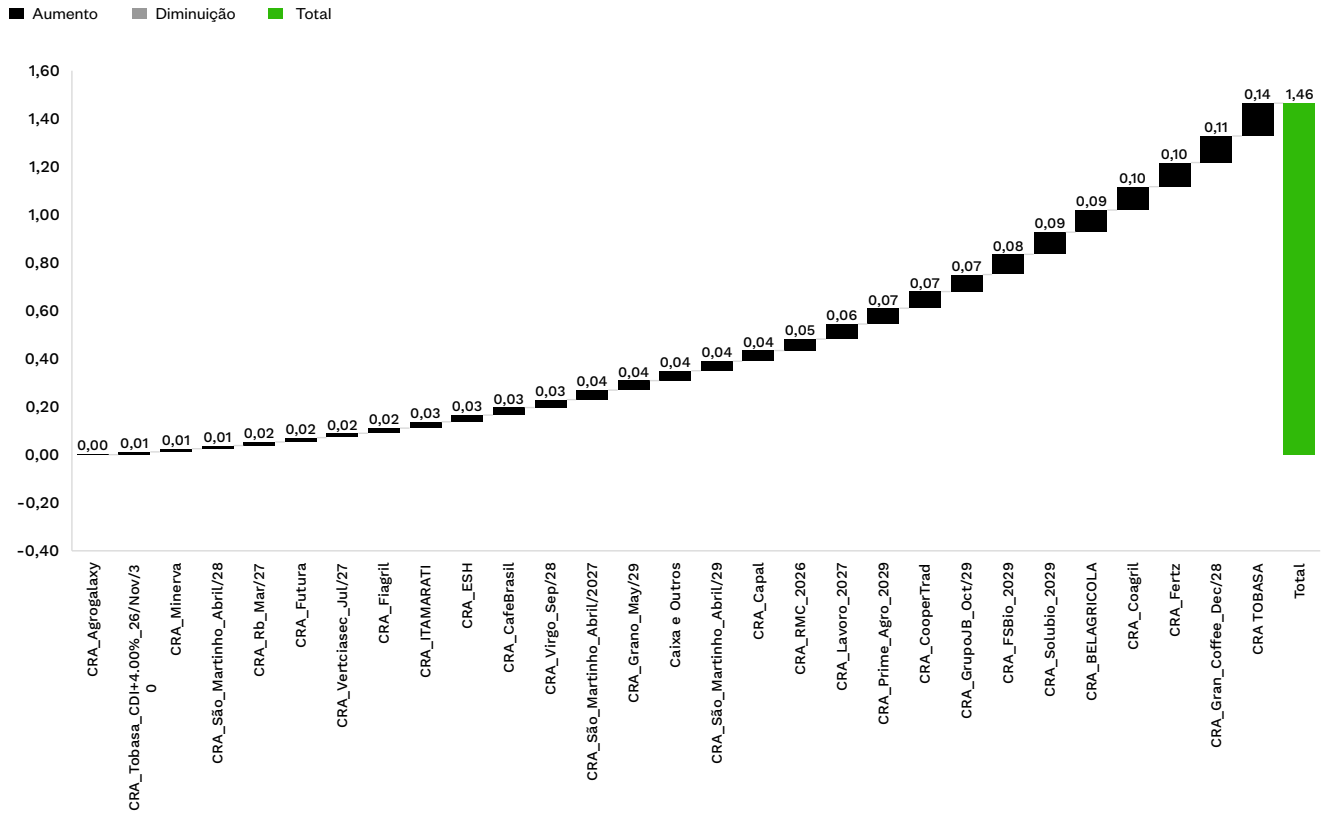
Demonstrativo de Resultados

	Mar/25	Abr/25	Mai/25	Últimos 12 meses	Desde o início*
A. Receita de Alocação em CRA					
A.1. Receita de juros	2.322.075	2.509.037	2.616.649	28.655.298	71.768.065
A.2. Receita de Marcação a Mercado	165.335	913.830	438.578.77	(6.066.493)	(3.963.349)
A.2.1 Movimento de curva de juros	-53.084	-156.550	453.683	563.429	4.461.018
A.2.2 Movimento de spread de crédito	218.419	1.070.379	-15.104	(6.640.910)	(8.424.367)
B. Receita de Aplicações Financeiras					
B.1. Caixa e outros	29.849	(274.008)	87.484	(340.069)	1.835.941
C. Despesa Operacional					
C.1. Taxas e outros custos	(234.438)	(183.479)	(204.350)	(2.751.962)	(10.445.049)
D. Resultado					
D.1. Total do período	2.282.821	2.965.380	2.938.361	19.485.785	59.195.609
D.2. Distribuição	1.177.686	1.177.686	1.177.686	18.778.745	60.507.372
D.3. Distribuição/cota	0,55	0,55	0,55	11,0	43,4
D.4. Resultado no período/cota	1,07	1,38	1,37	9,1	38,3
D.5. Resultado acumulado (YTD)/cota	3,2	4,5	5,9	67,1	82,0
E. Resultados Distribuídos					
JGPX11 - R\$/cota	0,55	0,55	0,55	8,8	43,56
Dias úteis no período	19	20	21	251	884
<i>Dividend yield (anualizado)</i>	100%CDI	100%CDI	100%CDI	CDI + 1,69%	CDI + 2,43%
<i>Dividend yield gross-up (anualizado)</i>	101%CDI	100%CDI	100%CDI	CDI + 4,01%	CDI + 4,59%



Atribuição de Performance

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



Fonte: Daycoval e JGP

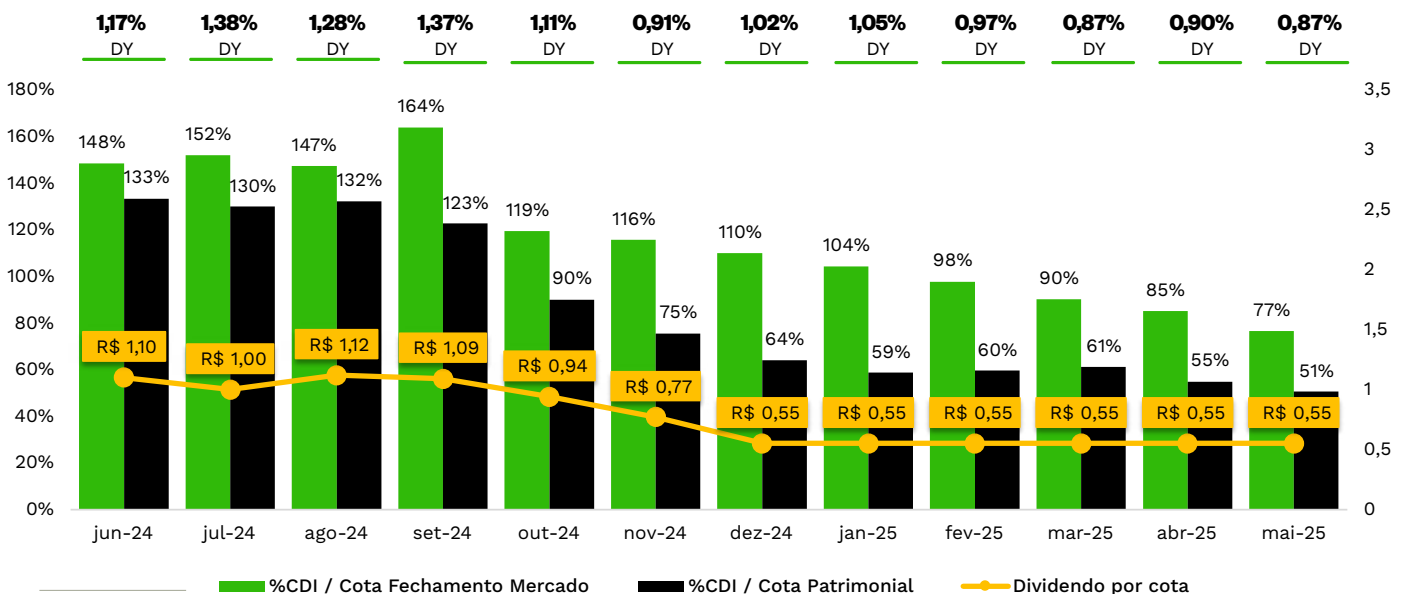


Últimos Rendimentos

Mês	Cotação	Rendimento	DY	DY Gross-Up*
30-Mai-25	63,03	0,55	0,87%	1,03%
30-Abr-25	61,00	0,55	0,90%	1,06%
31-Mar-25	63,55	0,55	0,87%	1,02%
28-Fev-25	56,9	0,55	0,97%	1,14%
31-Jan-25	52,24	0,55	1,05%	1,24%
30-Dez-24	53,80	0,55	1,02%	1,20%
29-Nov-24	60,26	0,55	0,91%	1,07%
31-Out-24	69,44	0,77	1,11%	1,30%
30-Set-24	68,77	0,94	1,37%	1,61%
31-Ago-24	85,35	1,09	1,28%	1,50%
31-Jul-24	81,36	1,12	1,38%	1,62%
28-Jun-24	85,48	1,00	1,17%	1,38%

*Considerando uma alíquota de 15%

Histórico de Rendimentos

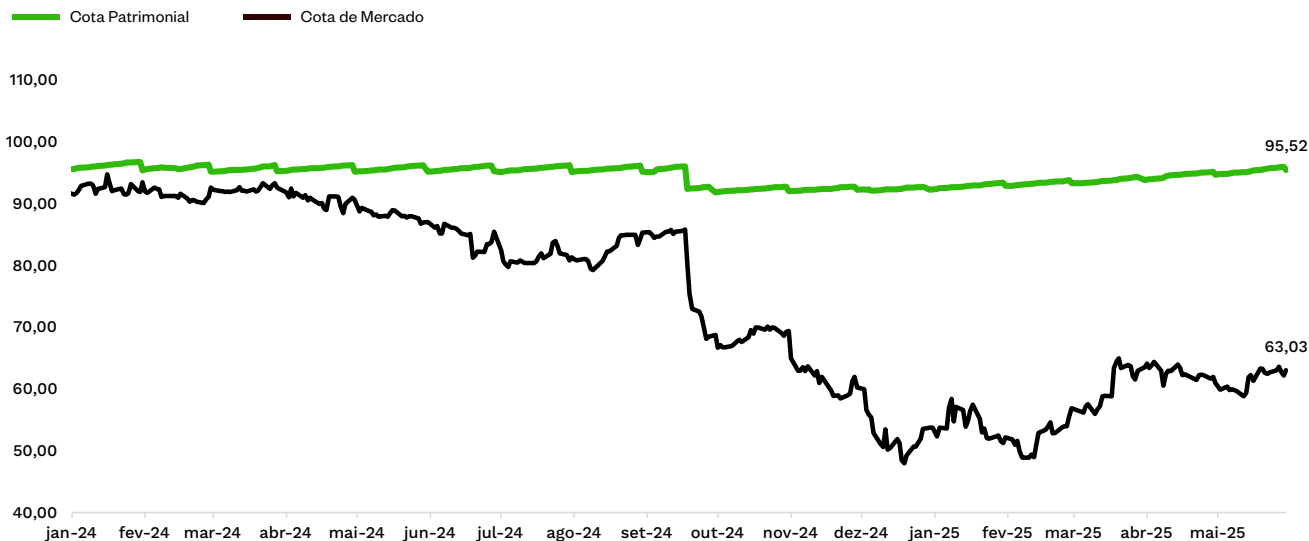


Fonte: Daycoval e JGP



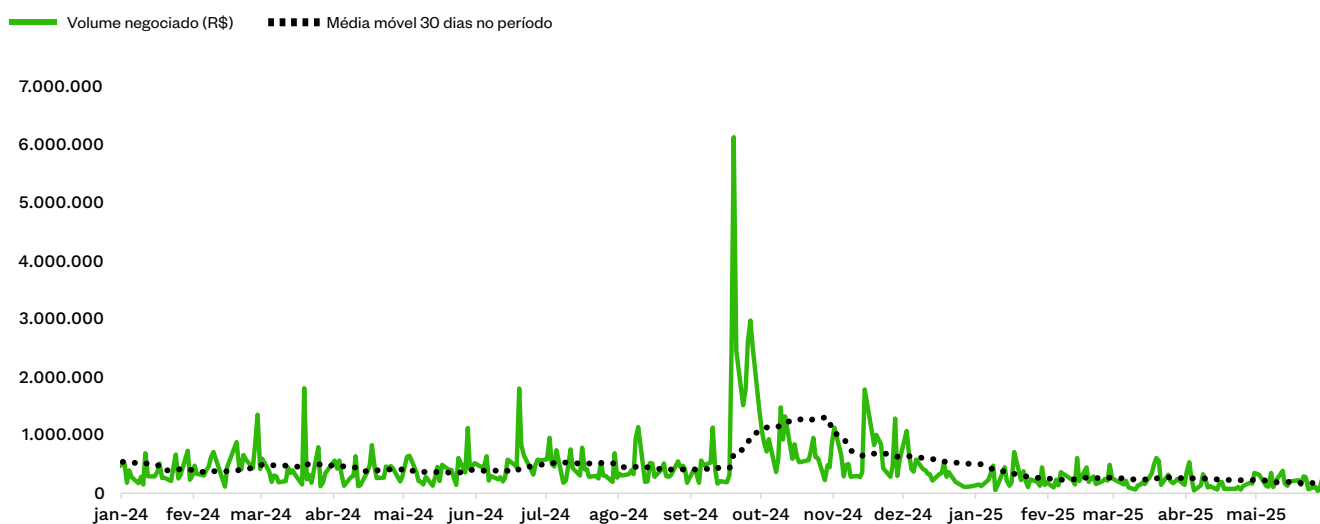
Mercado

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/mai/2025 de R\$ 95,52). 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 investimento é realizado em uma cota de R\$ 65,00, o retorno líquido para o cotista é equivalente a CDI + 21,98%, considerando o prazo médio de 1,5 ano.

Preço por Cota	% da Cota Patrimonial	Spread Equivalente em CDI+ *
50	52,3%	31,79%
55	57,6%	28,52%
60	62,8%	25,25%
65	68,1%	21,98%
70	73,3%	18,70%
75	78,5%	15,43%
80	83,8%	12,16%
85	89,0%	8,89%
90	94,2%	5,62%
95	99,5%	2,35%

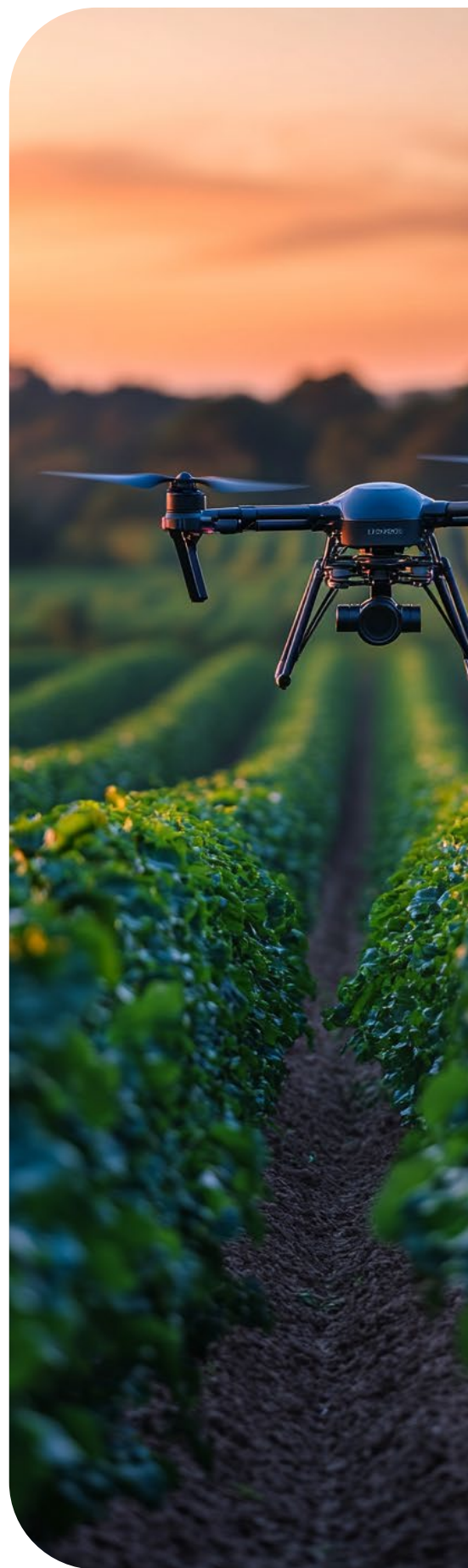


Comentário do Gestor

Rendimentos

O JGPX11 distribuiu em maio R\$ 0,55/cota, o que representa um *dividend yield* mensal de 0,87% em relação ao valor de mercado das cotas. Conforme explicado na seção de “Perguntas Frequentes” de [relatórios anteriores](#), a gestão permanece focada na recomposição do patrimônio líquido do Fundo. Graças a essa estratégia, aliada à disciplina na gestão e na distribuição dos últimos meses, o patrimônio líquido do Fundo já superou a meta estabelecida para o fechamento do exercício fiscal, atingindo R\$ 95,52/cota no encerramento de maio, acima do objetivo de R\$ 95,29/cota.

Por prudência, optamos por manter a distribuição de rendimentos em níveis similares aos praticados recentemente, uma vez que o ano fiscal se encerra em junho. Adicionalmente, a partir de agora, pretendemos constituir uma reserva com parte do resultado, com o objetivo de proteger o Fundo contra eventuais oscilações de mercado, especialmente marcações negativas de ativos, conferindo maior estabilidade e previsibilidade aos rendimentos dos nossos cotistas.





Atualizações

Resultados das companhias

Em maio de 2025, recebemos os resultados consolidados do exercício de 2024 das empresas Belagrícola, Café Brasil, Fertz, Futura Agro e Rede Monte Carlo. No detalhamento de cada companhia, comentamos os resultados e as perspectivas para este e os próximos anos.

Agrogalaxy – Acompanhamento da Recuperação Judicial

O plano de recuperação judicial da companhia foi aprovado em abril e homologado no final de maio, conferindo segurança jurídica às tratativas em curso relacionadas à recuperabilidade dos CRAs. Avaliamos que houve avanços relevantes nos últimos meses, ainda que reconhecemos a existência de etapas críticas a serem superadas para viabilizar a efetiva recuperação de valor para o Fundo. Assim que possível, compartilharemos uma atualização detalhada, respeitando o andamento das negociações e os limites estratégicos do processo.

Bevap – Resgate Antecipado

A Bevap realizou o resgate antecipado do CRA que compunha nossa carteira. A operação foi liquidada no início de abril de 2025 e, desde então, o papel não faz mais parte do portfólio do JGPX11.

Coopertradição – Resgate Antecipado

Em fevereiro de 2025, foi realizada uma assembleia geral dos titulares do CRA para deliberar sobre a concessão de anuência prévia, solicitada pela companhia, em função do eventual descumprimento dos índices financeiros (Dívida Líquida/EBITDA) dos exercícios encerrados em dezembro de 2024 e dezembro de 2025. Ou seja, além da quebra do covenant referente a 2024, a companhia já havia antecipado que também não conseguiria atender o limite do índice em 2025.

O posicionamento dos credores ficou dividido. A JGP se posicionou contra a concessão do *waiver* para 2025 e a favor do *waiver* de 2024, mediante contrapartidas. Como o quórum necessário para aprovação simples do *waiver* não foi atingido, a companhia optou por realizar a amortização antecipada do CRA. Dessa forma, em 23 de maio de 2025, a companhia efetuou o resgate antecipado facultativo total do ativo. O impacto do prêmio no rendimento do JGPX11 por esse evento foi de R\$ 0,02/cota.



Futura Agro – Regime de Cash Sweep

Destacamos que o vencimento da operação está próximo, previsto para junho de 2025 e que permanecemos confortáveis com o risco, dado o robusto pacote de garantias reais, que inclui um regime de cash sweep sobre recebíveis cedidos pela companhia. Nesse regime, os recursos provenientes dos recebíveis são direcionados prioritariamente para o pagamento do CRA, antes de qualquer distribuição à empresa, funcionando como um mecanismo automático de amortização e mitigação de risco de crédito.

Prime Agro – Amortização Extraordinária Parcial

Com base em números prévios disponibilizados pela companhia, o resultado de 2024 da Prime Agro foi pressionado por maior consumo de capital de giro e impacto das taxas de juros, o que levou à quebra do covenant de Dívida Líquida/EBITDA de 3x. Após negociação com os credores, foi exigida uma amortização extraordinária de 5% do ativo, que seria realizada em 01 de maio de 2025. No entanto, por motivos operacionais, a companhia não conseguiu efetuar a amortização extraordinária na data acordada, o que resultou na caracterização de inadimplência pontual após o vencimento do prazo de cura. Contudo, a companhia já regularizou o pagamento e uma nova assembleia foi realizada no dia 27 de maio de 2025, deliberando pela sustação dos efeitos do vencimento antecipado. O impacto da multa pelo atraso da Prime Agro foi de R\$ 0,01/cota no rendimento do JGPX11.

Ressaltamos que, durante todo esse processo, mantivemos um contato próximo entre credores, companhia e securitizadora, buscando conduzir a situação da melhor forma possível. No site da securitizadora, inclusive, já estão disponibilizados os comunicados relacionados com essa situação, assim como o parecer da confirmação da amortização extraordinária exigida.

Tobasa – Nova Emissão

Com origem própria da JGP, estruturamos um novo CRA para a Tobasa, ao mesmo tempo em que liquidamos a operação anterior e reduzimos a alocação na carteira do JGPX11 de 7,7% para 1,7%, como parte da estratégia de diversificação e menor concentração por emissor. A nova emissão totaliza R\$ 36 milhões, com remuneração de CDI + 4,0% a.a., e foi realizada para viabilizar a liquidação antecipada do CRA emitido em 2022. O impacto do prêmio do resgate antecipado no rendimento do JGPX11 foi de R\$ 0,08/cota. A operação reflete a melhora dos fundamentos da companhia e sua atual situação econômica. Mantivemos os principais covenants financeiros da emissão anterior, bem como as mesmas garantias. Além disso, o CRA conta com indicadores de performance socioambientais (KPIs), cuja não conformidade implica em aumento da taxa de remuneração.



Evento Subsequente

Lavoro – Reestruturação com Fornecedores e Impacto no Fundo

No dia 18 de junho de 2025, a Lavoro anunciou um processo de recuperação extrajudicial, restrito à renegociação de dívidas comerciais com fornecedores. Esse movimento representa um passo determinante para o reforço da estrutura de capital da companhia, dado que o saldo com fornecedores era, historicamente, o principal passivo no balanço. Importante destacar que a reestruturação não abrange as dívidas financeiras, incluindo os CRAs presentes no portfólio do JGPX11, que seguem sendo honrados regularmente. Na nossa avaliação, o impacto final para os credores financeiros, como é o caso do Fundo, é positivo, uma vez que o equacionamento desse passivo comercial fortalece a estrutura de capital da Lavoro, melhora seu perfil de crédito no médio prazo e reduz riscos operacionais e de liquidez. Fornecemos mais detalhes abaixo:

Histórico, Detalhamento do Processo e Avaliação da Gestão

Desde o pedido de recuperação judicial da Agrogalaxy, a Lavoro – listada na Nasdaq e controlada pelo Pátria, gestora de investimentos alternativos com foco em *private equity*, – vem se antecipando a possíveis pressões de liquidez. Como parte desse movimento, a Lavoro anunciou o fechamento de 70 lojas, saindo de 200 para 130 unidades, comunicou a seus investidores que buscaria reduzir despesas fixas e otimizar o capital de giro empregado em suas operações, além da aprovação de uma linha de USD 35 milhões de empréstimos com o Pátria. Buscando endereçar o cerne do seu desequilíbrio financeiro, contratou os assessores Alvarez & Marsale e o escritório de advocacia Pinheiro Neto para estruturar uma renegociação com sua base de fornecedores, com foco no alongamento de prazos e reorganização de passivos operacionais. Para uma revendedora de insumos, o prazo de pagamento dos fornecedores é crucial, já que existe a necessidade do alinhamento com o fluxo de recebimento dos recursos pelos clientes. No Brasil, o produtor rural costuma quitar suas contas (com as vendas, inclusive) após colheitas, demandando aproximadamente 180 dias. Dessa forma, o cenário ideal é que as vendas consigam repassar esse prazo safra dos clientes para o pagamento de seus fornecedores.

O pedido de recuperação extrajudicial (RE) da companhia busca conduzir esse processo de renegociação de fornecedores de forma coordenada, transparente e fora do ambiente judicial, o que tende a preservar valor para todas as partes envolvidas. Como dito acima, ressaltamos que a reestruturação é restrita aos fornecedores e não envolve a dívida financeira da empresa – incluindo os CRAs em nosso fundo. Acreditamos que esse processo é um passo importante no sentido de equalização de sua estrutura de capital de giro, fortalecendo seu perfil de crédito e capacidade de honrar com o serviço da sua dívida financeira. O processo da RE protocolado já conta com 37,34% de adesão, capitaneada por UPL, FMC, Basf, Ouro Fino, Eurochem (Fertilizantes



Tocantins) e Fertilizantes Heringer – grupo signatário. A aprovação do plano depende de 50% de adesão e, uma vez homologado, será vinculativo a todos os fornecedores elegíveis, inclusive os que não aderirem, garantindo desconto e alongamento de prazo para a companhia. São oferecidas condições mais favoráveis aos fornecedores apoiadores, como o grupo signatário, em comparação aos não apoiadores – que terão deságio de seus créditos e um prazo mais longo para recebimento dos valores devidos.

O ajuizamento do pedido de recuperação extrajudicial pela Lavoro, conforme previsto nas cláusulas contratuais dos CRAs, caracterizaria tecnicamente um evento de vencimento antecipado automático da dívida. Na prática, isso significaria que todo o saldo do CRA poderia ser exigido imediatamente pelos investidores. Para evitar esse efeito, a companhia solicitou à Justiça, em caráter de urgência, a suspensão temporária do vencimento antecipado, até que fosse possível realizar uma assembleia de investidores para deliberar formalmente sobre a manutenção ou não dos termos do título. O pedido foi analisado e deferido pelo juiz, que concedeu liminar determinando a sustação dos efeitos do vencimento antecipado até a realização da assembleia. Adicionalmente, como medida de segurança e reforço de compromisso, a Lavoro se comprometeu em antecipar e depositar o valor equivalente a quatro parcelas de juros dos CRAs em uma conta vinculada administrada pela Ecoagro, de forma a assegurar a continuidade dos pagamentos durante esse período.

Desafios Operacionais e Estratégias de Gestão

A Lavoro segue sendo a maior rede de distribuição de insumos agrícolas do Brasil, com presença em 130 pontos de venda espalhados pelas principais regiões produtoras do país, além da atuação na Colômbia e Uruguai. A companhia conta ainda com a linha própria Crop Care, que contribui com margens superiores às das revendas tradicionais. Parte relevante das vendas é feita por meio de operações de barter, com controles rígidos de garantias para mitigação de inadimplência.

No entanto, os últimos resultados divulgados – referentes ao 1T25 (encerrado em setembro de 2024) – apontam uma trajetória de recuperação mais lenta do que o inicialmente projetado. A margem EBITDA subiu para 2,8% (ante 0,6% no 1T24), mas a companhia revisou fortemente seu guidance, sinalizando um 2T25 fraco. Esse segundo trimestre, historicamente o mais relevante do ano, foi impactado por dificuldades de abastecimento e restrição de prazo com fornecedores, levando à perda da janela de vendas da safra de verão – tanto em volume quanto em margem. Na data do anúncio da Recuperação Extrajudicial, a companhia antecipou resultados preliminares do 2T25 que indicaram uma contração de 27% do faturamento e margem EBITDA (não auditada) de ~4,1% (ante 6,3% no 2T24).

A companhia também está implementando um downsizing relevante, em um movimento de racionalização de footprint, buscando eliminar sobreposições e reduzir o custo fixo. Embora necessário, esse ajuste reforça o ambiente desafiador enfrentado no curto prazo.



Estrutura de Capital e Suporte do Controlador

No final do exercício de 2024, a companhia aprovou um mútuo de até US\$ 35 milhões com o controlador, dos quais US\$ 16 milhões foram efetivamente aportados em outubro. Essa decisão demonstra o alinhamento do acionista com a continuidade operacional do negócio e sinaliza uma expectativa acerca da viabilidade da companhia fora de um cenário de insolvência. Na nossa visão, essa não seria uma decisão econômica racional diante do risco de uma Recuperação Judicial ampla, o que reforça o entendimento de que o movimento atual tem caráter preventivo e pontual.

A despeito da negociação com fornecedores, não descartamos a necessidade de medidas adicionais de reestruturação, como: (i) novos aportes de capital; (ii) otimização de capital de giro com estruturas off balance – como FIDCs, que podem ter papel relevante no momento; (iii) alongamento da dívida bancária – aparentemente já em curso com os principais bancos credores; e (iv) venda de ativos e/ou business units do grupo.

A decisão da Lavoro por uma recuperação extrajudicial restrita aos fornecedores está alinhada à composição de sua estrutura de capital. Em setembro de 2024, o balanço da companhia registrava pouco menos de R\$ 2 bilhões em dívidas financeiras, frente a um passivo com fornecedores superior a R\$ 4 bilhões. O valor protocolado no pedido, de aproximadamente R\$ 2,5 bilhões, é restrito aos fornecedores de insumos brasileiros, dado que as operações LatAm e Cropcare (exceto Perterra) não estão envolvidas na RE. Ainda, a companhia enfatizou a estratégia de aplicar a reestruturação exclusivamente aos fornecedores, não afetando credores financeiros e prestadores de serviço ou funcionários.

	jun/21	jun/22	jun/23	jun/24	set/24
R\$ mm	2021	2022	2023	2024	1Q25
Lavoro Ltd.					
Dívida Bruta	242	711	965	1.631	1.664
(-) Caixa	459	254	564	911	511
Dívida Líquida	-217	456	401	720	1.153
Patrimônio Líquido	1.468	1.670	2.110	1.359	1.088
Capital Total	1.251	2.126	2.512	2.079	2.242
Dívida Líquida / Equity	-0,15	0,27	0,19	0,53	1,06
Capital de Giro Líquido	686	1.344	1.676	773	1.266
Recebíveis - clientes	1.467	1.834	2.709	2.826	3.340
Estoques	849	1.749	1.868	1.780	2.185
Adiantamento a Fornecedores	442	383	192	247	414
Fornecedores	1.564	2.302	2.604	3.845	4.251
Adiantamento a Clientes	509	321	489	235	422
Dívida Líquida / EBITDA	-1,2	1,0	0,6	3,8	4,9



Comparativo com o Setor de Revendas de Insumos

Apesar dos ambientes macro e setorial adversos, quando comparamos com o caso da Agrogalaxy, observamos diferenças estruturais importantes: (i) o Pátria, como acionista controlador, apresenta maior bancabilidade e capacidade de aporte de capital, caso necessário – o que contrasta com a limitação do Aqua Capital no caso da Agrogalaxy; (ii) o CRA da Lavoro conta com garantias reais via cessão de recebíveis e jurisdição na comarca de São Paulo, o que confere maior segurança jurídica; (iii) a Lavoro optou por uma abordagem de negociação antecipada com os seus principais fornecedores, que foram ativos na definição de termos e condições para um alongamento saudável dos saldos a pagar, sem envolver os demais passivos da companhia; e (iv) a Lavoro possui, além da sua operação de revendas no Brasil, sua unidade de insumos biológicos, a Crop Care, e unidades em outros países da América Latina, que podem ser desinvestidos para fornecer liquidez adicional para a recuperação do core business e que não estão envolvidas no processo de RE.

No setor de revendas de insumos agrícolas, as empresas tradicionalmente operam com margens apertadas e elevada demanda por capital de giro, o que exige disciplina na gestão financeira. Um dos principais pontos de pressão está na concessão de crédito ao produtor rural, que muitas vezes acaba sendo feita diretamente pelas revendas, sobrecarregando sua estrutura de capital. No entanto, entendemos que essa função não deveria recair sobre as revendas, mas sim ser desempenhada por estruturas especializadas de crédito – como bureaus ou veículos financeiros próprios – que consigam avaliar risco e conceder prazo de forma mais eficiente e menos onerosa. Acreditamos que, à medida que o setor passa por esse processo de reorganização, especialmente com as renegociações em curso entre revendas e a indústria, esse modelo tende a ser revisto, favorecendo uma relação mais sustentável entre risco de crédito e disponibilidade de capital.

Perspectivas para 2025

Para 2025, desenha-se um cenário mais benigno tanto do lado do produtor – com a recuperação nos preços dos grãos, a expansão da área plantada no Brasil e a consequente melhora na rentabilidade – quanto para o setor como todo, que tende a se beneficiar desse movimento por meio do aumento da demanda por insumos em um ambiente de preços mais estáveis. Apesar disso, as margens tendem a seguir pressionadas em relação à média histórica, o que deve continuar impactando negativamente a alavancagem operacional. A Lavoro informou em coletiva de imprensa que, apesar de aguardar a ratificação formal do acordo por aprovação judicial da RE, os termos de fornecimento e financiamento com os fornecedores apoiadores já estão sendo aplicados na prática, garantindo à companhia a capacidade de continuar fechando pedidos com seus clientes, buscando retomar geração de caixa operacional e recuperação de margens.



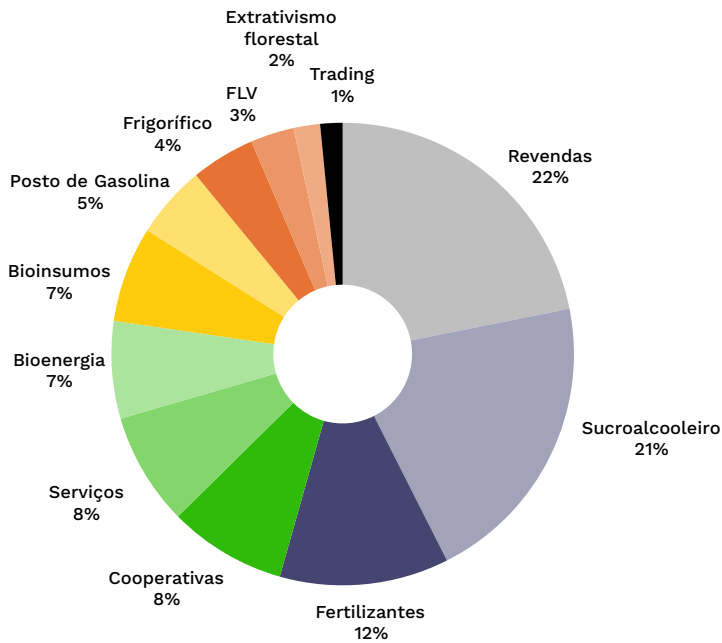
Carteira de crédito

Finalizamos maio com uma alocação de 93% do patrimônio líquido em 26 CRAs, de 23 devedores distintos. A concentração média por ativo totalizou 3,59%, sem nenhum ativo acima de 8% do PL. Nossa taxa média atingiu CDI + 3,19% 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
CRA02300VY1	Gran Coffee	CRA	CDI	5,50%	2028	1,48	7,35%	Estratégica	N/A
CRA02300TBM	Lavoro	CRA	PRÉ	14,20%	2027	1,78	7,17%	Estratégica	N/A
CRA023000XD	FS Bioenergia	CRA	CDI	2,30%	2029	1,81	6,34%	Estratégica	AA-
CRA024008C2	Solubio	CRA	CDI	5,25%	2029	1,92	6,24%	Estratégica	N/A
CRA02200DKY	Belagricola	CRA	CDI	4,20%	2028	1,58	6,02%	Estratégica	N/A
CRA0230008I	Grupo JB	CRA	CDI	3,50%	2029	1,91	5,53%	Estratégica	N/A
CRA024004H5	São Martinho	CRA	%CDI	98,00%	2027	1,67	4,74%	Giro	AAA
CRA02300Q8H	Fertz Fertilizantes	CRA	CDI	4,50%	2027	1,23	4,64%	Estratégica	N/A
CRA023006SH	Coagril	CRA	CDI	4,70%	2027	1,13	4,50%	Estratégica	N/A
CRA022009KI	Agrogalaxy	CRA	CDI	4,25%	2027	0,90	4,44%	Estratégica	N/A
CRA024006N5	Prime Agro	CRA	CDI	3,50%	2029	2,38	4,28%	Estratégica	BBB+
CRA024004H7	São Martinho	CRA	%CDI	100,00%	2029	3,07	3,94%	Estratégica	AAA
CRA02300MJ9	Minerva	CRA	CDI	100,00%	2028	2,64	3,23%	Estratégica	AAA
CRA02300Q8I	Capal Cooperativa	CRA	CDI	1,95%	2029	1,99	3,17%	Estratégica	N/A
CRA02300TXU	Rede Monte Carlo	CRA	CDI	6,00%	2026	0,70	2,96%	Estratégica	N/A
CRA0240060P	Grano	CRA	CDI	4,50%	2029	1,62	2,84%	Estratégica	N/A
CRA022009VM	Cafe Brasil	CRA	CDI	4,50%	2027	1,52	2,12%	Estratégica	N/A
CRA02200CT5	Energetica Santa Helena	CRA	CDI	4,00%	2027	1,12	2,07%	Estratégica	N/A
CRA02300GKY	Ipiranga	CRA	CDI	0,70%	2027	1,88	1,78%	Estratégica	AAA
CRA0230099D	UISA	CRA	CDI	4,50%	2028	1,50	1,78%	Estratégica	BBB+
CRA02500335	Tobasa	CRA	CDI	4,00%	2030	2,42	1,72%	Estratégica	N/A
CRA021005M0	Fiagril	CRA	CDI	5,00%	2026	0,73	1,54%	Estratégica	N/A
CRA023003UX	BTG Pactual - Engelhart	CRA	%CDI	103,00%	2027	1,59	1,46%	Estratégica	N/A
CRA024004H6	São Martinho	CRA	%CDI	99,00%	2028	2,43	1,24%	Estratégica	AAA
CRA022006N6	Futura Agronegócios	CRA	CDI	5,00%	2025	0,04	1,21%	Giro	N/A
CRA020001E5	Minerva	CRA	CDI	5,40%	2026	0,91	0,94%	Giro	AAA

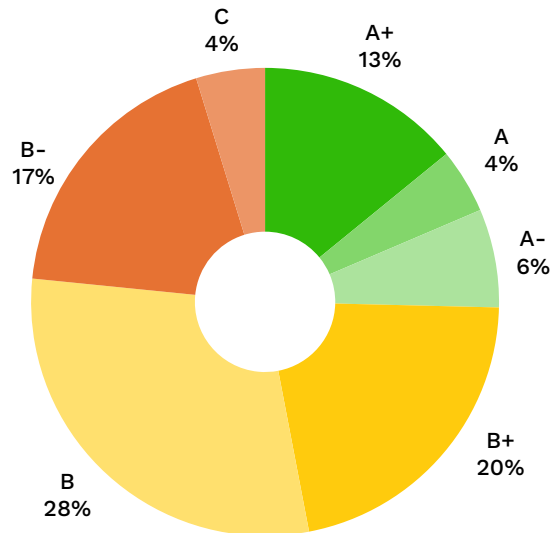


Distribuição setorial da carteira



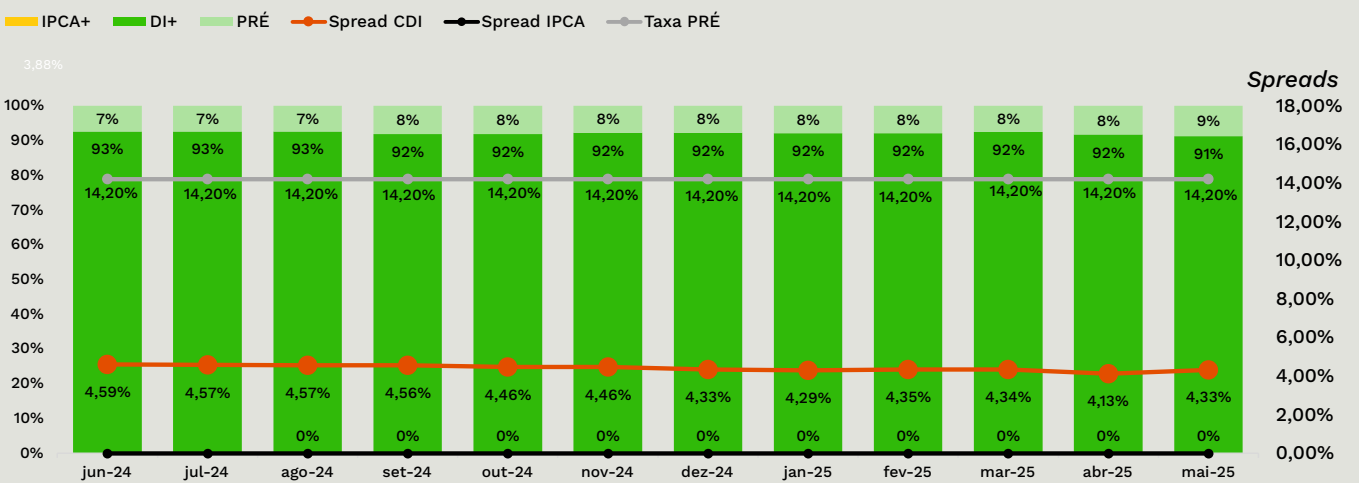
Fonte: JGP

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	BELAGRÍCOLA	BTG PACTUAL
CAFÉ BRASIL II	CAPAL	COAGRIL
ENERGÉTICA S ^{TA} HELENA	FERTZ	FIAGRIL
FS BIOENERGIA	FUTURA AGRO	GRAN COFFEE
GRANO	GRUPO JB	IPIRANGA
LAVORO	MINERVA	PRIME AGRO
REDE MONTE CARLO	SÃO MARTINHO	SOLUBIO IV
TOBASA	USINAS ITAMARATI	

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

Agrogalaxy

O Agrogalaxy é uma plataforma de varejo de insumos agrícolas brasileira, atualmente presente em 9 estados por meio de 65 lojas, 14 silos e uma unidade de sementes. Após um ciclo de crescimento via aquisições e abertura de lojas, a companhia enfrentou um choque negativo no mercado de insumos, com forte queda de preços a partir de 2023, em um cenário de excesso de estoques e retração na demanda. A deterioração da rentabilidade, combinada à alavancagem elevada e à necessidade de capital de giro para a safra 2024/25, pressionou a da companhia, resultando na inadimplência dos CRAs em setembro de 2024 e, na sequência, no pedido de recuperação judicial.



Nossa tese de investimento no Agrogalaxy baseava-se, então, em quatro pilares principais: (i) vantagem competitiva de escala, que facilitava negociações com stakeholders; (ii) até então, apoio financeiro contínuo do acionista majoritário, com aportes de capital via equity e mútuos; (iii) expectativa de recuperação do ciclo agrícola em 2024, com melhora dos indicadores de crédito no médio prazo; e (iv) estabilidade na estrutura de capital, suportada por renegociações bem-sucedidas em 2023. Vale ressaltar que, nas Assembleias realizadas no início de 2024, 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 da recuperação judicial, o ativo CRA022009KI foi reavaliado para 50% do PU Par, o que resultou em uma queda de 3,88% no valor patrimonial do Fundo. Atualizamos nosso rating interno para C.

Acompanhamento

O plano de recuperação judicial da companhia foi aprovado por 82,4% dos credores em abril de 2025 e homologado pela 19ª Vara Cível de Goiânia no final de maio, conferindo segurança jurídica às tratativas em curso relacionadas à recuperabilidade dos CRAs. A situação do crédito segue como prioridade da equipe de gestão no curto prazo, com o suporte dedicado das áreas jurídica e de reestruturação financeira da JGP. Avaliamos que houve avanços relevantes nos últimos meses, ainda que reconheçamos a existência de etapas críticas a serem superadas para viabilizar a efetiva recuperação de valor para o Fundo. Reiteramos nosso compromisso de manter os cotistas informados e compartilharemos uma atualização detalhada assim que possível, respeitando o andamento das negociações e os limites estratégicos do processo.

Agrogalaxy (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	3.270	4.143	6.581	11.593	9.399	4.612
a/a		27%	59%	76%	-19%	-51%
EBITDA	213	290	430	744	365	(689)
Margem EBITDA	6,5%	7,0%	6,5%	6,4%	3,9%	-14,9%
Dívida bruta	845	1.086	1.488	2.693	2.421	2.060
Caixa	242	395	756	1.179	1.047	476
Dívida Líquida	602	691	732	1.514	1.373	1.585
Alavancagem Líquida	2,8x	2,4x	1,7x	2,0x	3,8x	N/A



Belagrícola

A Belagrícola é uma revendedora de insumos agrícolas que também atua na originação, logística e comercialização de grãos e prestação de serviços agronômicos. A empresa conta com 50 pontos de revenda e 72 unidades de recebimento nos estados do Paraná, São Paulo e Santa Catarina, com capacidade de armazenamento de mais de 1,1 milhão de toneladas, o 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, a qual 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%.

O Ativo Investido:

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

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

Acompanhamento

Em 2024, a Belagrícola registrou receita líquida de R\$ 4,6 bilhões, uma queda de 37% em relação ao ano anterior. O EBITDA foi negativo em R\$ 17 milhões, com margem de -0,4%, frente aos 3,2% de 2023. Dado o resultado operacional negativo, não faz sentido analisar a alavancagem neste momento. O desempenho mais fraco refletiu o estágio do ciclo do setor, marcado pela queda dos preços de commodities e insumos, que compõem a base da cadeia do agronegócio. Além disso, a alta dos juros e o aumento da inadimplência no setor pressionaram ainda mais a rentabilidade.

Apesar do cenário desafiador, a companhia gerou caixa operacional e encerrou o ano com posição de caixa de R\$ 430 milhões. A empresa também deu continuidade à reorganização de sua estrutura de capital, com renegociação e quitação de dívidas ao longo do ano, melhorando a relação entre dívida de curto prazo e dívida total.



Para 2025, a expectativa é de recuperação do nível de receita observado em anos anteriores, acompanhada de melhora nas margens e cenário mais favorável para o setor de insumos. Um ponto que reforça nossa confiança no ativo é a governança da companhia, controlada pelo grupo chinês Pengdhu e apoiada por uma gestão executiva experiente.

Destacamos que, diante do cenário adverso, a companhia quebrou os covenants financeiros referentes a 2024. Em dezembro, participamos da assembleia convocada para deliberar sobre o descumprimento. A JGP votou a favor da anuência prévia, condicionada a reforço de garantias; no entanto, outros credores aprovaram a anuência sem contrapartidas, o que prevaleceu na decisão final da assembleia, dado o nosso peso minoritário na estrutura de credores.

Belagrícola (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	3.761	3.688	4.371	8.132	7.449	4.663
a/a		-2%	19%	86%	-8%	-37%
EBITDA	123	196	221	401	238	(17)
Margem EBITDA	3,3%	5,3%	5,0%	4,9%	3,2%	-0,4%
Dívida bruta	642	919	1.431	1.605	1.593	1.584
Caixa	161	232	474	1.002	541	430
Dívida Líquida	481	687	957	603	1.053	1.154
Alavancagem Líquida	3,9x	3,5x	4,3x	1,5x	4,4x	NA

BTG Pactual

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



O Ativo Investido

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

Café Brasil II

A Café Brasil produz fertilizantes de alta performance, sendo seus principais produtos o Ciclus, de liberação controlada de nitrogênio sólido, e o PROphós, que promove maior ativação das propriedades do fósforo do que uma aplicação tradicional. Fundada em 1996, a companhia sempre atuou fortemente no sudeste de Minas Gerais, atendendo principalmente às necessidades da cultura cafeeira, que induziu ao nome da companhia. Desde então, houve uma diversificação do portfólio de soluções agrícolas, demandando investimentos em capacidade de produção. Em 2022, a companhia alcançou um faturamento de R\$ 295 milhões e manutenção de um bom nível de margem EBITDA, em 22%. Dando continuidade à expansão de capacidade e início das operações com biológicos, a companhia tinha uma alavancagem líquida de 2,4x.

Em 2023, a companhia sofreu, assim como as demais revendas agrícolas, com a abrupta reversão de preços de insumos agrícolas. Ainda, esse impacto foi exacerbado pelo fato de a empresa não ter um track record vasto no atendimento a produtores de grãos, sendo mais focada historicamente em produtores de café. Com isso, a variação de receita foi negativa em 36,4%, voltando aos patamares de faturamento históricos, tais como eram antes de a 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 Ativo Investido

O CRA investido apresenta um robusto pacote de garantias, incluindo aval dos acionistas, alienação fiduciária de imóveis e cessão fiduciária de recebíveis que, somadas, precisam



representar entre 70% e 120% do saldo devedor durante a operação. Além disso, conta com um covenant de alavancagem líquida de 3,0x e de liquidez corrente de 1,0x, dando segurança adicional aos investidores.

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

Acompanhamento

A companhia iniciou 2024 com expectativas elevadas, projetando forte crescimento de vendas, impulsionado pela tendência de alta nos preços do café. No entanto, entre julho e agosto, houve episódios de frio e geada em algumas regiões, enquanto outras enfrentaram calor excessivo e falta de chuvas — um cenário que perdurou até meados de novembro, quando as precipitações voltaram ao normal.

Esses eventos climáticos adversos provocaram perdas nas lavouras de café, afetando tanto a safra atual quanto a próxima (25/26). Além disso, atrasaram o calendário de vendas e impediram parte da aplicação de fertilizantes. Muitos produtores postergaram as compras, aguardando a recuperação das lavouras ou a chegada das chuvas, já que, sem água, não é possível aplicar os insumos. Quando as chuvas se normalizaram em novembro, parte da janela de aplicação já havia passado e as vendas estavam comprometidas. Por outro lado, um destaque positivo foi o crescimento nas vendas de defensivos biológicos. Em setembro, a companhia contratou profissionais especializados na área comercial de fertilizantes líquidos e defensivos biológicos, o que contribuiu diretamente para esse aumento.

Apesar do cenário desafiador, a companhia apresentou bons resultados ao fim do ano, com receita líquida de R\$ 226 milhões, crescimento de 20% em relação ao ano anterior. O EBITDA totalizou R\$ 41 milhões, com margem de 18%, frente a apenas 0,1% no ano anterior, refletindo forte recuperação operacional. Em nossa perspectiva, a alavancagem ainda permanece em patamar elevado, mas já mostra melhora significativa em relação a 2023. Para 2025, ainda não há certeza de novas geadas, mas o ano deverá ser apertado para a companhia pelos impactos do ano passado, e os resultados tendem a permanecer em linha com os níveis atuais.



Café Brasil (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	99	133	284	295	188	226
a/a		34%	113%	4%	-36%	20%
EBITDA	21	16	67	65	0	41
Margem EBITDA	21,5%	12,1%	23,5%	22,1%	0,1%	18,0%
Dívida Bruta	62	70	117	243	232	202
Caixa	2	2	30	88	70	45
Dívida Líquida	60	68	87	156	162	157
Alavancagem Líquida	2,8x	4,2x	1,3x	2,4x	-	3,8x

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.

O Ativo Investido

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.



Acompanhamento

Em 2024, a Capal alcançou uma receita líquida de R\$ 4,4 bilhões, representando um crescimento de 12% em relação ao ano anterior. O EBITDA totalizou R\$ 234 milhões, com alta de 39% ano contra ano, resultando em uma margem de 5,3%, em linha com a média dos últimos cinco anos. O resultado contábil da companhia foi positivo de forma geral. Embora os investimentos no segmento de café tenham gerado pressão sobre o capital de giro e levado a um aumento da alavancagem, que encerrou o ano em 2,2x (dívida líquida/EBITDA), esse nível permaneceu com folga abaixo do limite de covenant estabelecido, de 2,5x.

Apesar de um cenário desafiador para o agronegócio brasileiro em 2024, o desempenho da Capal se mostrou resiliente. A expectativa para 2025 é que a companhia continue operando em linha com suas margens históricas, crescendo a receita em patamar de um dígito alto a dois dígitos baixos, e mantendo sua alavancagem abaixo do limite de covenant, preservando uma estrutura de capital saudável.

Capal (em R\$ milhões)	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	2.054	3.252	4.290	3.921	4.409
a/a	40%	58%	32%	-9%	12%
EBITDA	100	187	287	168	234
Margem EBITDA	4,9%	5,8%	6,7%	4,3%	5,3%
Dívida Bruta	364	665	652	788	1.158
Caixa	237	306	460	578	638
Dívida Líquida	126	359	193	210	520
Alavancagem Líquida - Estrutural	1,3x	1,9x	0,7x	1,3x	2,2x

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 2024, a cooperativa apresentou margem EBITDA de 0,6% e receita líquida de R\$ 3,2 bilhões (R\$ 2,9 bilhões em 2023). 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 cinco anos anteriores.



O Ativo Investido

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, no mínimo, 100% do montante total da oferta. Somado a esse pacote de garantias, que consideramos de alto valor, dado o *offtaker* e o LTV (*Loan to Value*) associados, a operação conta com covenants de liquidez corrente (deve ser menor ou igual a 1,15x) e dívida estrutural/EBITDA (deve ser menor ou igual a 1,5x, anualmente).

Em maio de 2024, a Coagril realizou uma Assembleia de Credores para solicitar anuência para o desenquadramento do covenant de EBITDA/despesas financeiras líquidas. Os credores, representando 70,32% dos CRA em circulação, aprovaram o *waiver* mediante algumas condições a serem respeitadas pela companhia, sendo as principais: (i) pagamento de *waiver fee*, correspondente a 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 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.

Acompanhamento

Em 2024, a Coagril alcançou uma receita líquida de R\$ 3,2 bilhões, crescimento de 11,3% em relação a 2023, impulsionada por maior volume de originação de grãos, especialmente soja, milho e trigo. O EBITDA foi de R\$ 21 milhões, com margem de 0,6%, frente a, respectivamente, R\$ 3 milhões e 0,1% no ano anterior. Com maior liberação de capital de giro e menor capex, a companhia encerrou o ano com posição de caixa de R\$ 215 milhões e com alavancagem de 0,6x dívida líquida/EBITDA (excluindo capital de giro, conforme métrica do covenant de 1,5x).

Apesar disso, a cooperativa apresentou o índice EBITDA/despesas financeiras líquidas anual de 0,81x, abaixo do mínimo de 1,0x requerido na operação. Assim, como evento subsequente, foi realizada uma Assembleia, em maio de 2025, na qual os credores aprovaram a não decretação do vencimento antecipado não automático e, conseqüentemente, a não realização do resgate antecipado dos CRA, mediante o pagamento de um *waiver fee* de 0,50% sobre o saldo devedor atualizado da operação, que foi realizado pela companhia no mês referido. Apesar do cenário desafiador para 2025, a gestão de capital segue eficiente e contribui para a resiliência da companhia no atual ciclo de baixa das commodities.



Coagril (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	1.307	1.733	2.898	3.638	2.932	3.263
a/a		33%	67%	26%	-19%	11%
EBITDA	2	5	16	40	3	21
Margem EBITDA	0,1%	0,3%	0,6%	1,1%	0,1%	0,6%
Dívida Bruta	220	259	304	473	667	567
Caixa	68	131	144	201	272	215
Dívida Líquida	152	127	160	272	395	352
Alavancagem Líquida - Estrutural	(79,2x)	(29,0x)	(10,0x)	(3,6x)	(11,9x)	(0,6x)

Energética Santa Helena

A Energética Santa Helena (“ESH”) é uma empresa familiar tradicional no setor sucroalcooleiro, com mais de 30 anos de atuação no Mato Grosso do Sul. Possui capacidade de moagem anual de 2,3 milhões de toneladas de cana-de-açúcar, sendo 95% provenientes de áreas próprias. Conta com uma área cultivada de aproximadamente 40.000 hectares e uma estrutura agrícola e logística altamente eficiente, com colheita 100% mecanizada. A produção da companhia era destinada exclusivamente à fabricação de etanol hidratado e anidro; porém, a partir de 2025, passou a incluir também a produção de açúcar.

Em 2015, a ESH entrou em processo de Recuperação Judicial (RJ), do qual saiu em 2021, após reestruturar sua dívida e quitar integralmente os valores devidos. Em 2022, realizou sua primeira emissão de CRA a mercado, com duas séries: uma sênior de R\$ 65 milhões e R\$ 100 milhões em cotas subordinadas, integralizadas pelos acionistas. Desde então, a companhia tem mantido alavancagem (Dívida Líquida/EBITDA) inferior a 1x, reflexo de sua sólida posição de caixa e baixo nível de endividamento.

O Ativo Investido

O CRA em nossa carteira é da série sênior, remunerada a CDI + 4,0% a.a. O pacote de garantias da operação é robusto, incluindo cessão fiduciária de recebíveis de um contrato com cláusula take or pay com a Raízen, equivalente a 5x o valor do CRA, além de trava de domicílio bancário. A estrutura prevê ainda uma venda anual mínima de 1x, fluxo mínimo mensal, retenção de PMT e fundo de reserva. Os covenants são monitorados trimestralmente, oferecendo um acompanhamento de alta frequência, o que consideramos essencial para o setor.



Acompanhamento

Em 2024, a ESH registrou R\$ 488 milhões em receita líquida e R\$ 126 milhões de EBITDA — abaixo da média de R\$ 200 milhões observada nos últimos três anos —, resultado impactado pelas condições climáticas adversas da safra 2023/24, com temperaturas elevadas e déficit de chuvas. Ainda assim, a recuperação dos preços do etanol ao longo do ano contribuiu para um desempenho positivo.

O ano de 2024 também marcou uma transformação importante na estrutura operacional da empresa, com o início da construção de sua fábrica de açúcar. Até então, a ESH atuava exclusivamente na produção de etanol. A partir de 2025, passará a produzir também açúcar, o que consideramos uma evolução estratégica positiva. A diversificação entre etanol e açúcar trará maior flexibilidade comercial e reduzirá a exposição à volatilidade dos preços. Além disso, o açúcar tem apresentado remuneração superior ao etanol nos últimos dois anos, o que pode resultar em margens mais atrativas para a companhia.

Para viabilizar o investimento na nova planta, a ESH contratou um novo empréstimo, elevando seu nível de endividamento. No entanto, a alavancagem segue controlada, em torno de 1x, e a empresa não prevê novas expansões nos próximos anos. Por isso, mantemos uma visão confortável em relação à nossa exposição ao nome.

ESH (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	315	297	561	410	503	488
a/a		-6%	89%	-27%	23%	-3%
EBITDA	109	76	283	143	175	126
Margem EBITDA	34,6%	25,6%	50,5%	34,9%	34,9%	25,9%
Dívida Bruta	35	28	9	171	171	336
Caixa	71	70	202	230	235	179
Dívida Líquida	(36)	(42)	(193)	(59)	(64)	158
Alavancagem Líquida	(0,3x)	(0,6x)	(0,7x)	(0,4x)	(0,4x)	1,2x



Fertz

A Fertz é uma misturadora de fertilizantes, que comercializa 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 à 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 Ativo Investido

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 das demais empresas do grupo econômico da Fertz. Além disso, conta com um *covenant* de alavancagem líquida de 3,0x e de liquidez corrente de 1,1x, dando segurança adicional aos investidores.

Acompanhamento

Finalizou-se o terceiro ano de operação da Fertz. Com capacidade de produção anual de 400 mil toneladas de fertilizantes, a companhia entregou 246 mil toneladas aos clientes, um aumento de 30% em relação ao ano anterior. Esse ganho de volume impulsionou o crescimento de 30% na receita líquida, que totalizou R\$ 654 milhões, com preços em linha com 2023.

O EBITDA totalizou R\$ 72 milhões, com margem de 11%, levemente abaixo dos 11,9% do ano anterior. A alavancagem aumentou de 0,8x para 1,5x, reflexo de um ano de expansão, maior pressão de capital de giro (aumento do prazo do contas a receber e dos estoques) e o início da distribuição de dividendos. Ainda assim, a companhia manteve indicadores de alavancagem e cobertura de juros controlados, demonstrando resiliência em um cenário setorial desafiador.



Um diferencial importante da Fertz é sua estratégia conservadora de crédito: as vendas a prazo são restritas a clientes de grande porte, o que resulta em inadimplência praticamente nula. Essa postura contribui para uma posição operacional mais confortável frente a outros players do setor.

Para 2025, a companhia projeta novo crescimento de volumes, com expansão das entregas a partir da unidade de Barcarena/PA, atingindo 26% de market share na região. Também estão investindo na construção de uma nova unidade de mistura e distribuição em Porto Velho/RO, localizada estrategicamente para atender à demanda do estado de Rondônia e da região oeste do Mato Grosso — que consomem cerca de 1,8 milhão de toneladas anuais, segundo estimativas da companhia. A expectativa é capturar mais de 50% da demanda de Rondônia e ao menos 10% do oeste do Mato Grosso.

Fertz (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	N/A	N/A	5	411	503	654
a/a	N/A	N/A	N/A	7790%	22%	30%
EBITDA	N/A	N/A	(1)	67	60	72
Margem EBITDA	N/A	N/A	N/A	16,2%	11,9%	11,0%
Dívida Bruta	N/A	N/A	67	85	162	183
Caixa	N/A	N/A	4	2	114	74
Dívida Líquida	N/A	N/A	64	83	48	109
Alavancagem Líquida	N/A	N/A	N/A	1,3x	0,8x	1,5x

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 da 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 de ela ter dois acionistas estrangeiros com participação ativa em seu Conselho de Administração, sobretudo em um momento árduo como o atual, enfrentado pelo setor.

O Ativo Investido

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



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

Acompanhamento

Em 2024, a Fiagril registrou queda de 35% na receita, totalizando R\$ 3,1 bilhões, impactada pela alta concorrência no setor e, conseqüentemente, pela retração nos preços de fertilizantes e defensivos. Ainda assim, houve avanço operacional: calculamos um EBITDA de R\$ 134 milhões, com margem de 4,2%, frente a 2,6% em 2023. Com forte geração de caixa, impulsionada pela venda de ativos como a fábrica de biodiesel, a companhia encerrou o ano com R\$ 460 milhões em caixa e reduziu sua alavancagem de 7,5x para 6,1x dívida líquida/EBITDA.

Apesar do bom desempenho, a companhia ultrapassou o limite do *covenant* ajustado da operação, de 4x, o que caracterizaria evento de vencimento antecipado, mas foi tratado em assembleia com anuência dos investidores, mediante pagamento de *waiver* fee de 0,25%. A posição de cash collateral de R\$ 20 milhões cobre boa parte do saldo devedor atual, de R\$ 27 milhões, e a duration do CRA segue abaixo de 1x, o que sustenta nossa tranquilidade com o ativo.

Fiagril (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	2.170	2.708	4.022	5.616	4.845	3.159
a/a		25%	48%	40%	-14%	-35%
EBITDA	123	321	251	290	125	134
Margem EBITDA	5,7%	11,8%	6,2%	5,2%	2,6%	4,2%
Dívida Bruta	533	961	1.217	1.638	1.447	1.267
Caixa	88	350	127	328	507	456
Dívida Líquida	445	611	1.090	1.310	940	811
Alavancagem Líquida	3,6x	1,9x	4,3x	4,5x	7,5x	6,1x



FS Bioenergia

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

O ingresso no mercado de capitais ocorreu no mercado internacional em 2020, mas a empresa apresentou boa receptividade também no mercado local, o que foi possível observar a partir de diversas emissões ao longo de 2022, que totalizaram cerca de R\$ 2 bilhões no mercado de capitais. Em 2023, a empresa emitiu mais R\$ 100 milhões em CRAs através da FS Florestal, empresa do grupo responsável pelos ativos de eucalipto e bambu, que serão cruciais para a produção de biomassa da FS Bioenergia (emissão investida pelo JGPX11), CRAs quirografários e ainda concluiu uma oferta pública de recompra dos green bonds (título de dívida no mercado offshore). Desde então, tem sido sempre ativa no mercado de emissões primárias no mercado local e offshore.

O Ativo Investido

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

Acompanhamento

Considerando que o ano fiscal da FS Bioenergia se encerra em março, apresentamos os números atualizados até o 3T25 (dezembro de 2024). Nos doze meses encerrados em dezembro, a companhia registrou uma receita líquida de R\$ 9,5 bilhões, com crescimento de 19% em relação ao período anterior, e um EBITDA de R\$ 1,8 bilhão, com margem de 19,2%, refletindo a recuperação frente ao ano fiscal encerrado em março de 2024. A recuperação das margens tem sido impulsionada principalmente pela alta nos preços do etanol, pelo aumento da capacidade de produção e de volume comercializado, bem como pelos ganhos de eficiência industrial e o custo mais baixo do milho, diante da ampla oferta global da commodity. Entre junho e dezembro de 2024, a margem média alcançou 23%, frente a 11% no mesmo período do ano anterior. Esse ganho de rentabilidade permitiu a continuidade da desalavancagem da companhia, com a relação dívida líquida/EBITDA caindo de 7,7x em março para 4,4x em dezembro de 2024, quando anualizada.



As perspectivas para a safra encerrada em março de 2025 e para a safra 25/26 seguem positivas. A companhia mantém o foco em reduzir sua alavancagem, mesmo em um cenário de juros mais elevados, aproveitando o bom momento do setor. A meta é atingir 3x de alavancagem até março de 2026. Destaca-se ainda a política de compra antecipada de milho, que em 2023 gerou perdas, mas agora se mostra benéfica: em março de 2025, a empresa já havia antecipado a compra de 60% do volume necessário para a safra 25/26, em um momento de preços mais favoráveis.

FS Bioenergia (em R\$ milhões)	Mar/20	Mar/21	Mar/22	Mar/23	Mar/24	Dez/24 UDM
Receita	1.232	3.108	6.635	7.551	8.072	9.596
a/a		152%	113%	14%	7%	20%
EBITDA	474	1.145	2.587	1.718	706	1.842
Margem EBITDA	38,5%	36,9%	39,0%	22,8%	8,7%	19,2%
Dívida Bruta	3.097	3.946	5.322	8.513	9.991	10.077
Caixa	465	1.075	2.32	3.632	4.575	2.749
Dívida Líquida	2.631	2.871	3.002	4.881	5.416	7.328
Alavancagem Líquida	5,6x	2,5x	1,2x	2,8x	7,7x	4,0x

Futura Agro

A Futura Agronegócios é uma revendedora de insumos agrícolas que conta com 10 filiais, com forte atuação no Triângulo Mineiro e em Goiás, além de operar 3 unidades de beneficiamento de sementes. A companhia atende, principalmente, a produtores de soja, e 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 Ativo Investido

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

Em janeiro de 2024, a Futura solicitou a convocação de uma Assembleia de Credores, junto à Securitizadora do CRA que investimos, para solicitar anuência prévia sobre o desenquadramento



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

Entendemos que os eventos que levaram ao descumprimento dos *covenants* dizem respeito às condições de mercado, que foram detratórias 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 estrutura de capital da companhia e ao risco do ativo.

Acompanhamento

Em linha com o restante do mercado de distribuição de insumos agrícolas, 2024 foi mais um ano de ajuste para a Futura Agro. A companhia apresentou receita líquida de R\$ 1,1 bilhão, com crescimento de 9% em relação ao ano anterior, e um EBITDA de R\$ 87 milhões, com leve melhora de margem, de 7,2% para 7,5%. Foi também o primeiro ano de geração de fluxo de caixa livre, resultado de uma melhora relevante na dinâmica de capital de giro, com redução do tempo médio de conversão de caixa. A gestão de capital controlada, aliada à resiliência operacional, permitiu uma redução expressiva da alavancagem, que caiu de 6x para 3,4x.

Apesar da melhora dos resultados, no final de dezembro de 2024, uma nova assembleia de credores foi realizada para deliberar acerca da anuência prévia para o desenquadramento do *covenant* de alavancagem Dívida Líquida / EBITDA de 3x. Foi concedido o *waiver* condicionado à realização de mais uma amortização extraordinária de R\$ 40 milhões, que já ocorreu. Ainda, ficou definida a obrigatoriedade de incremento da garantia, de forma que R\$ 110 milhões em recebíveis estão cedidos fiduciariamente até o final da operação, sendo que o papel começou a amortizar o saldo devedor restante em regime de cash sweep, a partir de maio de 2025. Por fim, destacamos que a operação está próxima ao vencimento, previsto para junho de 2025.

Futura Agro (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	212	274	509	986	1.077	1.173
a/a		29%	86%	94%	9%	9%
EBITDA	20	27	61	155	78	87
Margem EBITDA	9,6%	9,9%	12,0%	15,7%	7,2%	7,5%
Dívida Bruta	38	59	130	417	498	391
Caixa	4	15	16	38	31	97
Dívida Líquida	34	45	114	379	467	294
Alavancagem Líquida	1,7x	1,6x	1,9x	2,4x	6,0x	3,4x



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, Kopenhagen, 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.

O Ativo Investido

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

Acompanhamento

Em 2024, a Gran Coffee registrou receita líquida de R\$ 366 milhões, com crescimento de 13% sobre 2023. O EBITDA foi de R\$ 70 milhões, com melhora de margem de 18,4% para 19,2%, impulsionado por ganhos operacionais e eficiência de escala. Os ganhos de escala foram fruto de novos contratos firmados com grandes empresas, como é o caso da Petrobras.

A estratégia de repasse de preços, frente à alta dos custos — especialmente do próprio café —, manteve a rentabilidade e o crescimento saudável da companhia. Apesar de uma posição de caixa menor no fim do ano (R\$ 36 milhões), o capex em mesmo nível que em 2023 e a menor captação de dívida permitiram desalavancagem fechando em 3,7x, abaixo do covenant de 3,9x.

Conforme informado no relatório de gestão de fevereiro de 2025, em conjunto com outros credores, acordamos com a Gran Coffee a contratação de um agente externo especializado para fortalecer o monitoramento e a formalização das garantias vinculadas ao CRA. Foi escolhida a ACE (Agriculture Collateral Experts), uma referência no mercado de capitais na estruturação e gestão de recebíveis, com atuação reconhecida em CRAs, CRIs e FIDCs.



A contratação da ACE tem como objetivo mitigar riscos operacionais e aumentar a segurança jurídica das garantias, promovendo maior transparência e eficiência na gestão do lastro da operação. Importante destacar que essa medida decorre muito mais de uma necessidade operacional do que de um aumento no risco de crédito da companhia, que vem ampliando sua base de clientes e expandindo suas atividades para diversas regiões do Brasil, o que exige maior robustez nos controles e na formalização contratual.

Para viabilizar financeiramente essa contratação, foi acordado com a companhia um ajuste temporário na taxa do CRA ao longo de alguns meses. Essa mudança é feita por um mecanismo de step-down, que vem sendo aprovado mensalmente em assembleias de CRAzistas desde fevereiro de 2025 e está previsto para vigorar até junho de 2025. Após esse período, a taxa retornará ao patamar originalmente contratado, conforme deliberado entre as partes.

Considerando o custo mensal da ACE de aproximadamente R\$ 6 mil, a taxa inicial do CRA de CDI + 5,50% a.a., e recalculando os fluxos financeiros com base na redução proporcional no pagamento de juros, o spread que está sendo efetivamente recebido pelos investidores no período equivale a 5,36% ao ano — ou seja, um impacto de apenas 14 bps. Isso ocorre porque a redução contratual de remuneração está sendo totalmente direcionada ao pagamento da ACE, e não representa perda de valor para a companhia nem deterioração do risco da estrutura. Assim, embora à primeira vista a mudança pareça mais onerosa, na prática ela mantém a atratividade da operação e reforça a governança do CRA.

Ressaltamos que essa medida foi construída em conjunto com os investidores e visa preservar a integridade da estrutura da operação, reforçando os controles e aumentando a previsibilidade no cumprimento das obrigações associadas ao CRA. Seguimos confortáveis com o ativo, considerando sua sólida estrutura financeira, acesso ao mercado de capitais e governança experiente.

Gran Coffee (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	292	195	205	291	324	366
a/a		-33%	5%	42%	11%	13%
EBITDA	59	23	22	34	60	70
Margem EBITDA	20,2%	11,8%	10,8%	11,7%	18,4%	19,2%
Dívida Bruta	139	227	256	254	308	294
Caixa	26	54	60	11	85	36
Dívida Líquida	113	173	196	243	223	258
Alavancagem Líquida	1,9x	7,5x	8,9x	7,1x	3,7x	3,7x



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.

O Ativo Investido

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

Acompanhamento

Em 2024, a Grano registrou crescimento de 41% na receita líquida, totalizando R\$ 373 milhões, e um EBITDA de R\$ 34 milhões, alta de 18% versus 2023. Apesar da pressão de custos, que reduziu a margem de 10,9% para 9,1%, o ano foi bastante positivo: com safra excelente, a companhia gerou fluxo de caixa livre pela primeira vez, encerrando com posição de caixa recorde de R\$ 46 milhões.

Com isso, a empresa reduziu sua alavancagem de 3,2x para 2,5x (dívida líquida/EBITDA). As perspectivas seguem positivas, sustentadas por dois fatores principais: (i) redução do risco climático no Rio Grande do Sul após os eventos das enchentes em 2024 e (ii) melhoria da estrutura de capital, com custo da dívida mais baixo e alongamento do perfil, principalmente após contratação de nova linha com o BNDES.



Grano (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	113	142	173	232	265	373
a/a		25%	22%	34%	14%	41%
EBITDA	15	21	18	33	29	34
Margem EBITDA	13,6%	14,5%	10,5%	14,1%	10,9%	9,1%
Dívida Bruta	28	55	78	84	107	131
Caixa	9	23	22	22	15	46
Dívida Líquida	18	31	57	62	93	85
Alavancagem Líquida	1,2x	1,5x	3,1x	1,9x	3,2x	2,5x

Grupo JB

O Grupo JB atua nos segmentos de açúcar e álcool, CO₂ e energia desde 1964, possuindo duas 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 controlada e baixa necessidade de realização de capex nos próximos anos.

O Ativo Investido

A estrutura da operação é robusta: o CRA é emitido por uma das quatro 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.

Acompanhamento

Em 2024 (safra 24/25), a companhia colheu os frutos de investimentos anteriores, com ganhos industriais nas produções de açúcar e etanol, aumento de volumes e redução de custos. O foco comercial segue em mix diversificado, com ênfase em produtos de maior prêmio, como o açúcar.

A receita líquida cresceu 16%, totalizando R\$ 744 milhões, e o EBITDA atingiu R\$ 188 milhões, com margem de 25% (vs. 16% em 2023). Com menor consumo de capital de giro e capex, a companhia apresentou boa geração de caixa, que, a partir da posição final de R\$ 186 milhões,



contribuiu para a redução da alavancagem dívida líquida/EBITDA de 4,5x para 2,7x. A alavancagem ajustada, para a medição do *covenant* de 2,7x, foi de 1,7x (vs. 2,3x em 2023). O cenário setorial segue favorável, com preços firmes e demanda aquecida, e a companhia ainda enxerga espaço para ganhos de eficiência e produtividade.

Seguimos confortáveis com a posição no ativo, dada a sólida geração de caixa e o compromisso com a redução da alavancagem, que já caminha para níveis abaixo de 1x nos próximos anos, conforme as expectativas da companhia.

Grupo JB (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	377	509	585	606	643	744
a/a		35%	15%	3%	6%	16%
EBITDA	117	133	167	135	104	188
Margem EBITDA	31,1%	26,1%	28,5%	22,2%	16,1%	25,3%
Dívida Bruta	251	293	448	507	615	690
Caixa	27	25	134	208	146	186
Dívida Líquida	224	268	314	298	469	504
Alavancagem Líquida	1,9x	2,0x	1,9x	2,2x	4,5x	2,7x

Ipiranga

A Ipiranga é uma das principais plataformas de venda de combustíveis no Brasil, consolidando sua presença no setor desde 1937. A marca é amplamente reconhecida por sua rede de postos de gasolina e pela oferta de produtos e serviços voltados à mobilidade, como a assistência 24 horas “JetOil” e as tradicionais lojas de conveniência “Ampm”. Desde 2007, a empresa é subsidiária do Grupo Ultra, uma importante holding brasileira com atuação nos setores de energia, químicos e logística. Entre suas controladas mais conhecidas estão a Ultragaz, líder na distribuição de GLP no Brasil, e a Ultracargo, especializada no armazenamento e transporte de graneis. Além disso, possui relevante participação na Hidrovias do Brasil, focada em soluções logísticas por meio do transporte hidroviário. Destaca-se ainda que a Ultrapar Participações S.A., holding controladora do grupo, está listada há mais de 20 anos na Bolsa de Valores de São Paulo (B3), sob o ticker “UGPA3”, e na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE), sob o ticker “UGP”, evidenciando seu amplo acesso ao mercado de capitais.



O Ativo Investido

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

Acompanhamento

Em 2024, o Grupo Ultrapar faturou R\$ 133 bilhões e reportou um EBITDA ajustado de R\$ 6,6 bilhões, um incremento de 6% e 4%, respectivamente, em relação ao ano anterior. A companhia encerrou o período com um endividamento líquido de R\$ 6 bilhões e uma alavancagem de 0,9x (Dívida Líquida / EBITDA Ajustado). Vale ressaltar a robusta posição de caixa de R\$ 8 bilhões, que evidencia a capacidade da companhia de arcar confortavelmente com suas obrigações financeiras de curto e longo prazo.

Grupo Ultra (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	89.298	81.241	118.799	146.902	126.049	133.499
a/a		-9%	46%	24%	-14%	6%
EBITDA Ajustado	2.800	3.479	3.704	5.478	6.332	6.610
Margem EBITDA Ajustada	3,1%	4,3%	3,1%	3,7%	5,0%	5,0%
Dívida Bruta	14.393	17.376	16.619	11.750	11.768	14.302
Caixa	5.712	8.672	6.690	6.585	7.171	8.032
Dívida Líquida	8.681	8.704	9.929	5.165	4.597	6.270
Alavancagem Líquida	3,1x	2,5x	2,7x	0,9x	0,7x	0,9x



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 130 pontos de revenda, com presença nos principais estados produtores do Brasil, das regiões Sul e Centro-Oeste, expandindo mais recentemente para a região Norte do país. Ainda, a companhia possui uma linha de produtos próprios, Crop Care, que garante margens bem acima do business tradicional de revenda, agregando valor para o grupo. A empresa tem como acionista controlador o Pátria, fundo de *private equity*, tendo sido listada na Nasdaq em março de 2023.

Diante do cenário desafiador de rentabilidade para os produtores nos últimos anos, com queda dos preços das principais commodities e preços de insumos pressionados, além de uma demanda menos aquecida, a rentabilidade da companhia foi pressionada. Em 2023/24 (exercício findo em junho de 2024), a companhia obteve uma receita líquida de R\$ 8 bilhões. Com um EBITDA de R\$ 184 milhões, a margem da companhia, que historicamente é de um dígito por própria característica do segmento de vendas, foi de 2,3% (vs. 6,4% em 2023). Apesar dos desafios de rentabilidade, que fazem parte da ciclicidade do agronegócio, a companhia apresentou boa geração de caixa livre, no valor de R\$ 445 milhões, o que representou um driver para a redução da alavancagem líquida para 1,1x, bem abaixo do limite de *covenant* correspondente, de 2,5x.

O Ativo Investido

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

Acompanhamento

Em junho de 2025, a companhia protocolou um processo de recuperação extrajudicial, com foco exclusivo na renegociação de passivos comerciais junto aos seus fornecedores de insumos diretos, chamados no processo de “Credores Sujeitos”. O montante total objeto da renegociação soma aproximadamente R\$ 2,55 bilhões, considerando principal, juros e penalidades.

A decisão foi motivada pelo desbalanceamento estrutural do capital de giro da companhia, típico do setor de distribuição agrícola, no qual há descasamento relevante entre os prazos de pagamento a fornecedores e os prazos de recebimento dos produtores (ciclo safra, geralmente de 180 dias).



É fundamental ressaltar que essa renegociação não afeta as dívidas financeiras da empresa, incluindo os CRAs presentes no portfólio do JGPX11, que seguem sendo pagos normalmente, dentro das condições pactuadas. A companhia reiterou sua capacidade de cumprimento dos compromissos financeiros, incluindo títulos de dívida e operações bancárias, além de enxergar o processo como uma medida preventiva e pontual para garantir o equilíbrio da operação.

A visão da gestão é que a reestruturação, embora necessária, tem caráter restrito, não impactando o endividamento financeiro do grupo. Além disso, tende a fortalecer o perfil de crédito da Lavoro no médio e longo prazo, ao realinhar sua estrutura de capital e reduzir riscos operacionais. Seguimos acompanhando o processo de perto, mantendo diálogo direto e constante com a companhia e seus assessores, atentos a qualquer desdobramento que possa impactar o Fundo.

Lavoro (em R\$ milhões)	Jun/21	Jun/22	Jun/23	Jun/24
Receita	4.199	6.344	7.829	7.937
EBITDA	N/A	51%	23%	1%
EBITDA	129	350	500	184
Margem EBITDA	3,1%	5,5%	6,4%	2,3%
Dívida Bruta	217	588	825	1.053
Caixa	376	195	208	857
Dívida Líquida	(158)	393	617	196
Alavancagem Líquida	(1,2x)	1,1x	1,2x	1,1x

Minerva

A Minerva é um dos maiores frigoríficos da América do Sul, fundada em 1992 em São Paulo e listada na B3. Atualmente, a companhia possui 46 unidades industriais localizadas em países da América do Sul, com foco no abate de bovinos e processamento de carne, além de unidades na Austrália voltadas para ovinos. A capacidade combinada de abate entre bovinos e ovinos ultrapassa 50 mil cabeças por dia. A companhia tem forte atuação no mercado externo, exportando para mais de 100 países, com destaque para a Ásia e países do NAFTA. É líder na exportação de carne bovina na América do Sul, com market share de aproximadamente 20%. Sua escala e diversificação geográfica garantem maior resiliência frente aos diferentes ciclos do setor.

O Ativo Investido

Por ser uma companhia high grade, a operação não conta com garantias — prática comum para empresas desse porte.



Acompanhamento

Em 2024, a companhia atingiu uma receita líquida de R\$ 34 bilhões, representando um crescimento de 27% em relação a 2023. Aproximadamente 58% dessa receita teve origem em exportações. A demanda global por carne bovina permaneceu aquecida ao longo do ano. Um dos fatores foi a situação nos Estados Unidos, grandes produtores, que enfrentaram um cenário de oferta restrita no mercado interno, elevando os preços da carne no país e, conseqüentemente, a demanda por carne de outros países.

Além disso, a abertura dos mercados do Canadá e do México para a carne bovina do Paraguai, somada às novas habilitações de unidades da Minerva para exportação à China e aos Estados Unidos, ampliou o acesso da empresa a novos mercados e fortaleceu outras fontes de demanda. Essa presença global permite maior flexibilidade comercial e a obtenção de prêmios mais atrativos na venda dos produtos, conforme a dinâmica de cada mercado.

Outro destaque relevante em 2024 foi a conclusão da aquisição de estabelecimentos industriais e comerciais no Brasil, na Argentina e no Chile, anteriormente pertencentes à Marfrig, outro importante frigorífico brasileiro. A Minerva expandiu seu parque industrial com a incorporação de 13 novas plantas produtivas e 1 centro de distribuição, totalizando atualmente 46 unidades.

O investimento somou R\$ 7,2 bilhões, dos quais R\$ 1,5 bilhão foram desembolsados em 2023 como pagamento antecipado, e os R\$ 5,7 bilhões restantes pagos no fim de 2024. Em razão desses investimentos, a Minerva encerrou o ano com maior alavancagem, considerando o índice dívida líquida/EBITDA. No entanto, sua posição de caixa ao final de 2024 era robusta, em R\$ 14,5 bilhões, valor suficiente para cobrir todas as dívidas com vencimento até 2028.

É importante destacar que as novas plantas adquiridas devem elevar o patamar de EBITDA da companhia, especialmente a partir de 2025, o que deve contribuir para a redução gradual da alavancagem até níveis historicamente normalizados.

O ano de 2025 deverá ser marcado pela continuidade do cenário global de restrição de oferta, o que tende a sustentar preços elevados da carne tanto no mercado externo quanto no interno. Apesar do início de um novo ciclo pecuário no Brasil, com aumento nos custos de aquisição de gado, a expectativa é que a Minerva conquiste bons prêmios de exportação e mantenha volumes sólidos, capazes de compensar eventuais pressões de custo e de margens.

Vale destacar que a companhia possui rating externo AA+ pela Fitch, na escala nacional e brAAA pela S&P.



Minerva (em R\$ milhões)	2020	2021	2022	2023	2024	2024
Receita	19.406	26.965	30.978	26.892	34.069	34.069
a/a	13%	39%	15%	-13%	27%	27%
EBITDA	2.143	2.413	2.838	2.563	3.130	3.130
Margem EBITDA	11,0%	8,9%	9,2%	9,5%	9,2%	9,2%
Dívida Bruta	11.572	13.405	13.767	21.557	30.082	30.082
Caixa	6.391	7.302	7.072	12.679	14.461	14.461
Dívida Líquida	5.181	6.103	6.695	8.878	15.621	15.621
Alavancagem Líquida	2,4x	2,5x	2,4x	3,5x	5,0x	5,0x

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%). 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.

O Ativo Investido

As notas comerciais, que lastreiam os CRAs, possuem como garantia fiança e cessão fiduciária. Quanto à cessão fiduciária, é verificado mensalmente se o somatório dos direitos das duplicatas, decorrentes de vendas realizadas pela companhia aos seus clientes, somado ao saldo dos recursos disponíveis na conta vinculada, corresponde a, no mínimo, 30% do saldo do valor nominal das notas comerciais.

Em janeiro de 2024, a empresa obteve o rating BBB pela Moody's.



Acompanhamento

Assim como outras empresas do setor de fertilizantes, 2024 foi um ano difícil para a Prime Agro. A baixa rentabilidade do produtor rural afetou a demanda por insumos, com redução nas compras, atrasos nos pagamentos e aumento da inadimplência no setor.

Apesar do cenário, posicionada em produtos mais premium a companhia apresentou crescimento de 8,5% na receita, totalizando R\$ 290 milhões, e uma melhora de margem de 33% para 40%, com EBITDA de R\$ 116 milhões, com base em números prévios disponibilizados pela companhia. Ainda assim, o resultado foi pressionado pelo consumo elevado de capital de giro e pelo impacto das taxas de juros mais altas sobre as despesas financeiras com dívidas.

Por isso, a alavancagem ultrapassou o covenant de Dívida Líquida/EBITDA de 3x estabelecido na operação. Desde então, mantemos contato próximo com a companhia para acompanhar sua capacidade de cumprimento das obrigações do CRA. Destacamos também a entrada de um novo time experiente do mercado financeiro na gestão da Prime, voltado à reorganização da estrutura de capital, com foco em manter a resiliência da companhia diante do ciclo adverso.

Em linha com o ocorrido, foi realizada em 31/12/2024 uma assembleia geral de credores, em razão de um Evento de Vencimento Antecipado Não Automático relacionado ao CRA024006N5, decorrente da quebra de covenant no exercício de 2024. Como condição para a anuência prévia à referida quebra, os credores exigiram a amortização de 5% do saldo devedor do CRA, a ser realizada em 01/05/2025. No entanto, por motivos operacionais, a companhia não conseguiu efetuar a amortização extraordinária na data acordada, o que resultou na caracterização de inadimplência pontual após o vencimento do prazo de cura. Contudo, a companhia já regularizou o pagamento e uma nova assembleia foi realizada no dia 27/05/2025, e deliberou a sustação dos efeitos do vencimento antecipado.

Ressaltamos que, durante todo esse processo, mantivemos um contato próximo entre credores, companhia e securitizadora, buscando conduzir a situação da melhor forma possível. No site da securitizadora, inclusive, já estão disponibilizados os comunicados acerca da situação, com o parecer de confirmação da amortização extraordinária exigida.

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 Ativo Investido

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).

Acompanhamento

Em 2024, a Rede Monte Carlo apresentou resultados em linha com o esperado, em um ano marcado por reorganização interna com foco em eficiência de custos e redução da alavancagem. A receita líquida totalizou R\$ 2,1 bilhões, com crescimento de 9% em relação a 2023, e a margem aumentou de 6,9% para 7,1%.

A companhia encerrou o ano com alavancagem de 2,8x, ligeiramente acima do ano anterior, mas com destaque para a redução das despesas financeiras via troca de dívidas, além de avanços na redução de G&A, que contribuíram diretamente para a melhora de margens — em linha com os objetivos estratégicos estabelecidos.

A empresa segue em expansão, com aquisição de novos postos e diversificação de receitas por meio da venda de lavagens de carros e estacionamento. Para 2025, a expectativa é positiva, com EBITDA recorde, avanço de margens e melhor controle da alavancagem.



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

São Martinho

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

A São Martinho é uma empresa de capital aberto, listada na B3 desde 2007, mantendo-se sempre próxima ao mercado de capitais. A companhia possui rating brAAA, atribuído pela S&P, e reforça a estratégia do fundo de buscar mais ativos high grade, especialmente após os últimos anos desafiadores para o agronegócio brasileiro.

Os Ativos Investidos

Os CRAs investidos também possuem rating AAA pela S&P, além de contarem com garantia clean e um covenant de dívida líquida/EBITDA menor ou igual a 4x.

Acompanhamento

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



Martinho mantém um sólido perfil de crédito e encerrou a safra com um endividamento líquido de R\$ 3,3 bilhões, resultando em uma alavancagem Dívida Líquida/EBITDA Ajustado de 1,08x.

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

São Martinho (em R\$ milhões)	Mar/20	Mar/21	Mar/22	Mar/23	Mar/24	Dez/24 UDM
Receita	3.702	4.322	5.765	6.643	6.922	7.883
a/a		17%	33%	15%	4%	14%
EBITDA	1.857	2.188	3.142	3.356	3.070	3.828
Margem EBITDA	50,2%	50,6%	54,5%	50,5%	44,4%	48,6%
Dívida Bruta	4.841	4.066	5.892	6.624	6.537	8.457
Caixa	1.962	1.364	2.984	3.117	3.222	3.323
Dívida Líquida	2.879	2.702	2.908	3.507	3.315	5.134
Alavancagem Líquida	1,6x	1,2x	0,9x	1,0x	1,1x	1,3x

SoluBio IV

AA 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, mais de 4 anos de prazo médio e apresentam uma média de compra mínima de R\$ 535 mil/ano.

O Ativo Investido

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, mais de 4 anos de prazo médio e apresentam uma média de compra mínima de R\$ 535 mil/ano.

Acompanhamento

A companhia descumpru o *covenant* de alavancagem em 2024, de 2,5x (dívida líquida/EBITDA), e os credores aprovaram o *waiver* no referido ano, embora sujeito a certas condições, como *waiver fee* de 1% sobre o saldo devedor da operação, limitação de investimentos (CAPEX) para o ano de 2024, limitação na distribuição de rendimentos e obrigatoriedade de aumento de capital no valor de R\$ 100 milhões. Um dos desdobramentos da capitalização 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 em janeiro de 2024, os quais concordaram desde que o fundo do Aqua também se tornasse avalista das operações — condição que foi aceita. Além disso, a partir de fevereiro, iniciamos reuniões mensais para acompanhamento junto à companhia.

Apesar de ter o mesmo controlador que a Agrogalaxy, no caso da Solubio, a situação é distinta. A empresa apresenta uma dinâmica diferente das vendas e confecciona produtos de alto valor agregado, com muito mais margem. A empresa conta com sócios minoritários bem capitalizados, que também são avalistas dos CRAs, o que confere maior solidez e possibilidades diferentes de liquidez. Desde o exchange dos CRAs, em setembro, os acionistas aportaram R\$ 60 milhões na companhia, reforçando seu compromisso com o fortalecimento de sua estrutura financeira.

Em 2024, a Solubio encerrou o ano com receita líquida de R\$ 138 milhões, queda de 25% em relação a 2023, com uma margem bruta ainda sólida em 71%. As medidas de racionalização de custos não foram suficientes para evitar o EBITDA reduzido, impactado tanto pelo top line pressionado quanto por baixas em estoques e créditos tributários, além de provisões em perdas de créditos — que esperamos serem não recorrentes. Apesar disso, a companhia controlou seus investimentos e, com injeção de capital dos acionistas, finalizou o ano com posição de caixa de R\$ 32 milhões, superior aos R\$ 28 milhões registrados no ano anterior e cumprindo os *covenants* da operação do CRA IV — incluindo dívida líquida menor que R\$ 270 milhões. A companhia vem apresentando uma melhora significativa no 1T25, tendo apresentado seu melhor primeiro trimestre da história, com vendas não realizadas no fim do ano e com um EBITDA acumulado de R\$ 10 milhões para esse ano. Os desafios que observamos para o ano incluem a entrega da melhora comercial, redução de despesas, demonstração de resultados recorrentes, contínuo suporte de acionistas, além da resolução do cancelamento dos CRAs antigos.



Solubio - Consolidado (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	29	52	76	148	185	138
a/a		77%	46%	96%	25%	-25%
EBITDA	17	27	24	103	3	-10
Margem EBITDA	59,3%	52,7%	31,3%	69,6%	1,7%	N/A
Dívida Bruta	2	21	195	354	299	255
Caixa	4	23	138	93	28	32
Dívida Líquida	-2	-3	57	260	271	223
Alavancagem Líquida	(0,1x)	(0,1x)	2,4x	2,5x	83,5x	N/A

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\$ 51 milhões de receita em 2024, com um CAGR (*Compound Annual Growth Rate*) de 16% nos últimos 6 anos, aumentando sua margem bruta de 40% para 46%. 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 33% em 2024, mostrando consistência de resultados e inelasticidade da demanda.

O Ativo Investido

Estruturado pela JGP, o novo CRA em nossa carteira, no valor total de R\$ 36 milhões e remuneração de CDI + 4,0% a.a., foi emitido para viabilizar a liquidação antecipada do CRA feito com a companhia em 2022. A nova emissão reflete a melhoria relevante dos fundamentos da empresa e sua atual situação econômica mais sólida. A estrutura manteve os principais *covenants* financeiros da emissão anterior como índice de liquidez e relação dívida líquida/EBITDA. A operação conta com indicadores de performance socioambientais (KPIs), cuja não conformidade implica em aumento da taxa de remuneração do CRA. As garantias seguem as mesmas da operação anterior: aval do acionista, alienação fiduciária dos imóveis da Tobasa e cessão fiduciária de direitos creditórios.



Acompanhamento

Em 2024, a Tobasa apresentou o melhor desempenho dos últimos quatro anos, confirmando as expectativas que embasaram nosso investimento inicial em 2022. A receita líquida alcançou R\$ 50,8 milhões, representando um crescimento de 24,4% em relação ao ano anterior e estabelecendo um recorde histórico para a companhia. O EBITDA também foi recorde, totalizando R\$ 16,6 milhões, com margem de 32,6% (vs. 32,3% em 2023), a maior já registrada. A geração de caixa livre no ano foi de R\$ 5,2 milhões, permitindo a redução da alavancagem de 3,4x para 2,7x (dívida líquida/EBITDA), mantendo-se dentro do limite de 3x estabelecido em *covenant*.

Tobasa (em R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	21	25	34	36	41	51
a/a		19%	35%	4%	15%	24%
EBITDA	5	6	9	11	13	17
Margem EBITDA	23,0%	23,3%	26,8%	31,3%	32,3%	32,6%
Dívida Bruta	21	25	31	41	47	47
Caixa	0	1	0	5	2	2
Dívida Líquida	21	24	31	36	45	45
Alavancagem Líquida	4,2x	4,1x	3,4x	3,3x	3,4x	2,7x

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 Ativo Investido

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.

Acompanhamento

Como a UISA tem exercício fiscal encerrando em março, que coincide com o seu ano-safra, utilizamos os dados acumulados dos últimos 12 meses até dezembro de 2024 como proxy para os resultados da safra 24/25. Apesar dos desafios climáticos — em especial, a seca que afetou a produtividade no 9M25 — a companhia se beneficiou de melhores preços do etanol e maior foco na exportação de açúcar, aproveitando o cenário de preços remuneradores.

No período, a receita líquida atingiu R\$ 1,6 bilhão, com crescimento de 7% sobre o ano fiscal encerrado em março de 2024. O EBITDA ajustado foi de R\$ 698 milhões, com margem de 41,2%. Apesar do aumento nominal da dívida, a combinação de maior caixa e maior EBITDA reduziu a alavancagem para 2,3x.

Para a próxima safra, a expectativa é de melhora de produtividade com o clima mais favorável, que, junto ao aumento da capacidade instalada realizado na safra 23/24, pode trazer ganhos operacionais adicionais.

UISA (em R\$ milhões)	Mar/20	Mar/21	Mar/22	Mar/23	Mar/24	Dez/24 UDM
Receita	849	908	1.464	1.495	1.577	1.695
a/a		7%	61%	2%	6%	7%
EBITDA	333	407	758	724	529	698
Margem EBITDA	39,3%	44,9%	51,7%	48,4%	33,6%	41,2%
Dívida Bruta	3.340	3.558	3.848	4.264	1.814	1.928
Caixa	33	61	130	165	493	292
Dívida Líquida	3.308	3.497	3.718	4.099	1.321	1.635
Alavancagem Líquida	9,9x	8,6x	4,9x	5,7x	2,5x	2,3x



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

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.

