

A aliança Chain Reaction Research
consiste de: Aidenvironment
Climate Advisers
Profundo

1320 19th Street NW, Suite 400
Washington, DC
20036, Estados Unidos
www.chainreactionresearch.com
info@chainreactionresearch.com

Autores:
Tim Steinweg, Aidenvironment
Gerard Rijk, Profundo
Matt Piotrowski, Climate Advisers

Com contribuições de:
Hilde van Dijkhorst, Aidenvironment
Sarah Drost, Aidenvironment
Bart Slob, Ethics at Work

SLC Agrícola: O Desmatamento planejado pode contradizer as políticas ESG dos compradores

29 de outubro de 2018

Este relatório, que se baseia no [perfil da empresa na SLC Agrícola](#), publicado pela Chain Reaction Research em setembro de 2017, analisa os riscos de sustentabilidade e de negócios da empresa no último ano. O relatório inicial mostrou que entre 2011 e 2017, a SLC Agrícola limpou 39.887 ha de terras de sua vegetação original, dos quais 30.000 ha foram classificados como floresta de Cerrado. A SLC Agrícola enfrentou riscos potenciais de perder clientes com compromissos de desmatamento zero, bem como uma sobrevalorização de sua carteira de terras. A presente atualização discute os desenvolvimentos relevantes que ocorreram desde então.

Principais conclusões

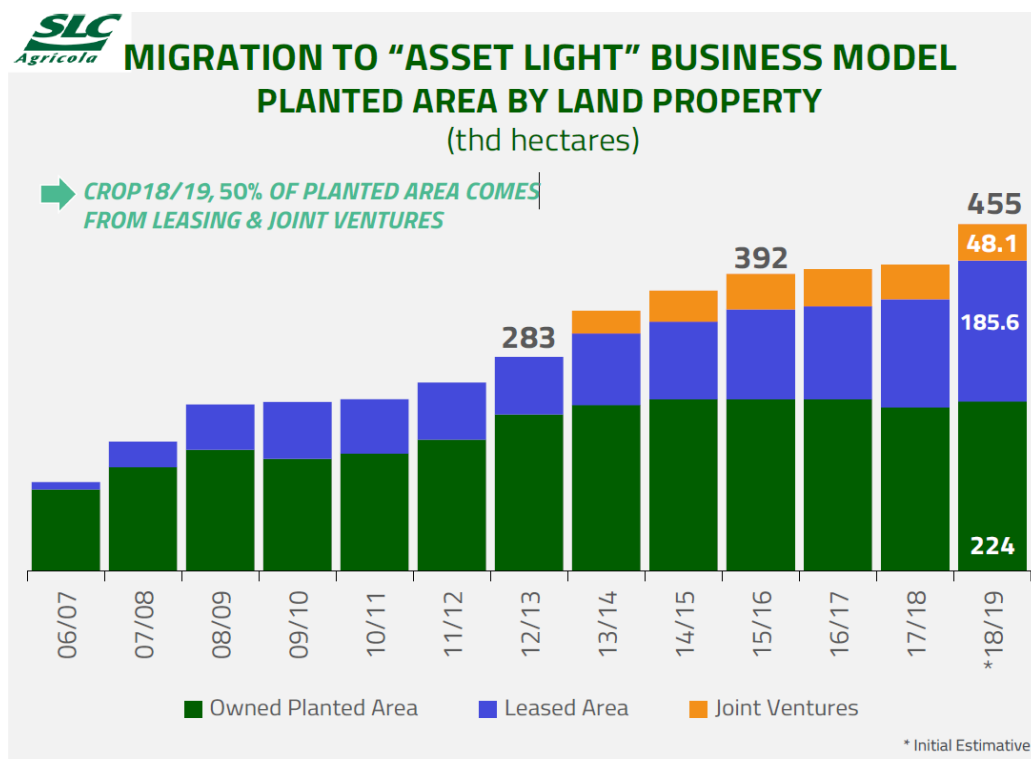
- **O modelo de negócios da SLC Agrícola está se afastando de um modelo agressivo de crescimento baseado na transformação de terras não desenvolvidas em terras agrícolas.** Em vez disso, a SLC Agrícola agora enfatiza um modelo de negócios de "ativos leves" e está reduzindo sua exposição aos estados de produção menos estáveis da Bahia e do Piauí. Embora essa mudança pareça ser motivada por preocupações de produtividade, ela poderia reduzir sua exposição a riscos de desmatamento.
- **No entanto, a SLC Agrícola solicitou licenças ambientais para o desmatamento de 16.938 ha de terra.** Isso poderia resultar em desmatamento em suas fazendas Parnaíba, Palmeira, Parceiro, Parnaguá e Palmares. A transformação planejada na Fazenda Parceiro, na fronteira da Bahia com o Piauí, pode levar à derrubada de 6.698 ha de tipos de florestas do Cerrado.
- **Na Fazenda Parnaíba, no Maranhão, o desmatamento planejado totalizaria 4.775 ha.** Esta fazenda faz parte da participação da SLC Agrícola na Iniciativa de Soja Sustentável da Lidl, destinada a fornecer soja certificada sustentável e não transgênica. Após o anúncio desta parceria, a SLC Agrícola dividiu a Fazenda Parnaíba em duas fazendas separadas. A maior parte do desmatamento planejado ocorreria na recém-formada Fazenda Palmeira, fora do escopo da parceria Lidl. Essa reestruturação pode permitir que a SLC Agrícola entre em parcerias de sustentabilidade, além de continuar desmatando a vegetação nativa do Cerrado.
- **O desmatamento planejado da SLC Agrícola e a falta de compromisso de desmatamento zero expõem a empresa a vários riscos de negócios.** Diversos varejistas e empresas de bens de consumo, incluindo o parceiro de negócios da SLC Agrícola, a Lidl, apoiam o Manifesto do Cerrado. Os traders de soja Bunge, Louis Dreyfus, Amaggi, Cargill e ADM adotaram e reforçaram os compromissos de desmatamento zero em 2017/18.
- **Seu desmatamento planejado poderia aumentar as preocupações dos investidores de capital.** No 4º trimestre de 2017, o Fundo de Pensões do Governo da Noruega alienou-se da SLC Agrícola, possivelmente sobre os riscos de desmatamento. Um grupo de investidores gerenciando ativos de US\$ 6,3 trilhões lançou um compromisso colaborativo sobre o desmatamento com empresas da cadeia de fornecimento de soja.
- **O preço de suas ações poderia enfrentar desafios como resultado dos riscos de desmatamento.** O desinvestimento de terras, colheitas mais fortes, o contrato da Lidl e a guerra comercial entre os EUA e a China contribuíram para que o preço das ações passasse de um desconto para um *premium* em relação ao Valor Patrimonial Líquido. Os riscos de negócios relacionados ao desmatamento, no entanto, podem prejudicar as receitas líquidas e o EBITDA.

A SLC Agrícola muda estratégia de negócios para modelo "ativos leves"

O modelo de negócios da SLC Agrícola está se afastando de um modelo agressivo de crescimento baseado na transformação de terras não desenvolvidas em terras agrícolas. Em vez disso, em sua recente apresentação a investidores, a SLC Agrícola agora enfatiza um modelo de negócios de "ativos leves". Em 2017, a CRR debateu sobre como o modelo de negócios diversificado da SLC Agrícola teve como objetivo produzir valor tanto da produção de commodities quanto da valorização da terra. Com o novo modelo de negócios, a empresa indica que prioriza a produção de soja em fazendas arrendadas de terceiros (50% de área plantada em terras arrendadas e de joint venture em 2018/19), a venda de fazendas e a terceirização de atividades de colheita.

Figura 1: Área plantada da SLC em fazendas próprias, arrendadas e de joint venture

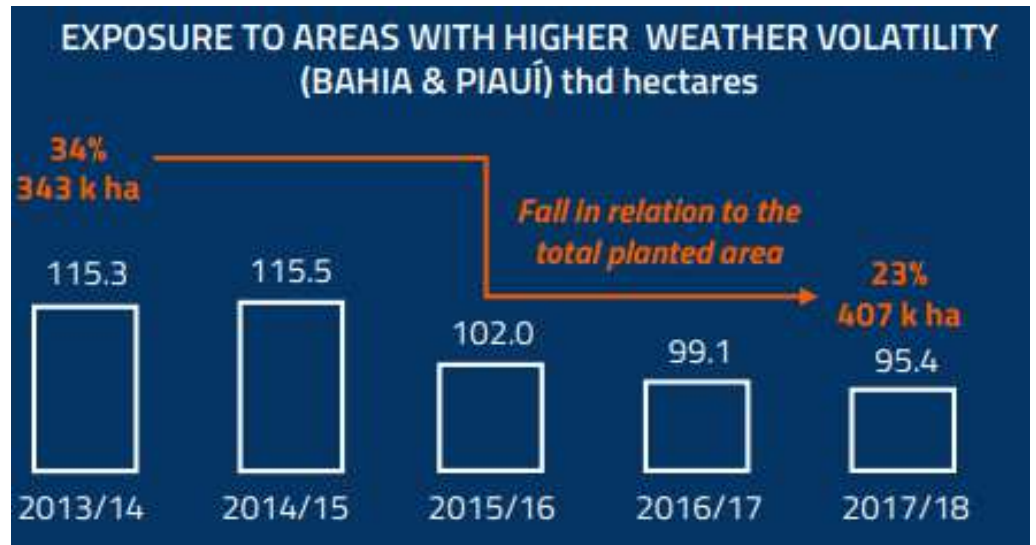
Fonte: SLC Agrícola: Agricultura de melhor modo (Setembro de 2018)



A SLC Agrícola está transferindo cada vez mais de sua produção para regiões de produção mais estáveis no Centro-Oeste do Brasil, reduzindo sua exposição nos estados da Bahia e do Piauí. Reconhecendo a maior volatilidade do tempo, a empresa relata uma queda relativa na área total plantada nesses dois estados, de 34% em 2013/14 para 23% em 2017/18. Em vez disso, a SLC Agrícola está plantando cada vez mais soja em terras agrícolas maduras, que têm mais de três anos de colheita. Segundo a empresa, essa mudança aumenta o potencial de rendimento.

Figura 2: Redução da exposição da SLC Agrícola em relação à Bahia e ao Piauí

Fonte: SLC Agrícola: Agricultura de melhor modo (Setembro de 2018)



Embora a mudança na estratégia corporativa pareça ser motivada principalmente por preocupações de produtividade, ela poderia reduzir a exposição da SLC agrícola aos riscos de desmatamento. Se a empresa complementar a mudança para terras agrícolas mais maduras e regiões de produção estáveis com uma política de desmatamento zero, a empresa poderia mitigar seus riscos de negócios relacionados ao desmatamento.

Novo contrato de arrendamento de terras e venda de terras agrícolas

Em 2017/18, a SLC Agrícola aumentou sua área plantada em 7.365 ha para um total de 404.446 ha. Um aumento maior é esperado para a safra 2018/2019, uma vez que a empresa estima uma área plantada total de 454.998 ha.

A empresa recentemente firmou contrato de arrendamento com a Reichert Agropecuária Ltda para uma área de 26.133 ha, e irá incorporar esse terreno em uma nova unidade agrícola chamada Fazenda Pantanal. Esta fazenda está localizada entre os estados de Mato Grosso do Sul e de Goiás.

A carteira de terras próprias da SLC Agrícola diminuiu de 323.226 ha para 311.619 ha devido à venda de 11.607 hectares de terras por R\$ 176,7 milhões (US\$ 47,7 milhões) em dezembro de 2017. A SLC Agrícola vendeu 6.176 hectares da Fazenda Paiguás no município de Diamantino, Mato Grosso e 5.428 hectares da Fazenda Parceiro no município de Corrente, Piauí. Não divulgou os compradores. O lucro líquido consolidado dessas transações foi de R\$ 80,2 milhões (US\$ 21,6 milhões).

Figura 3: Carteira de terras da SLC Agrícola a partir de 14 de agosto de 2018.

Fonte: Relatório de Gestão da SLC Agrícola 2018/2º

Fazenda	Estado	Próprio	SLC LandCo	Arrendado	Joint Ventures	Controlado	Total área plantada (ha)
Pamplona	GO	17.911		3.857		21.768	19.144
Planalto	MS	15.006		1.635		16.641	21.002
Planorte	MT	23.454				23.454	31.177
Paiaguás	MT	28.124		15.81		43.934	67.174
Perdizes	MT	28.846	13.276			42.122	23.718
Pioneira	MT				19.462	19.462	26.497
Panorama	BA		10.373	14.253		24.626	21.751
Paladino	BA				19.417	19.417	19.417
Piratini	BA		25.356			25.356	7.436
Palmares	BA	16.195	831	16.145		33.171	24.827
Parnaíba	MA	31.398	10.200	27.139		68.737	64.916
Planeste	MA		22.785	16.632		39.417	54.495
Parceiro	BA	27.556	3.680	11.088		42.324	13.585
Paineira	PI	12.892				12.892	-
Parnaguá	PI	23.736				23.736	8.308
Total		225.118	86.501	106.559	38.879	457.057	404.446

Após a venda, em 31 de dezembro de 2017, a Deloitte avaliou o portfólio de terras da SLC Agrícola em R\$ 3,602 bilhões (US\$ 972 milhões), o que equivale a uma média de R\$ 11,559 (US\$ 3.120) por ha. O preço de venda materializado das propriedades de R\$ 15.220 (US\$ 4.107) por ha é 31% superior à avaliação média da carteira de terras atual da SLC Agrícola. Em outubro de 2011, a empresa comprou 12.936 ha na fazenda Parceiro por R\$ 47.335.600 (US\$ 12,7 milhões), equivalentes a R\$ 3.659 (US\$ 987) por ha.

Figura 4: Avaliação da carteira de terras da SLC Agrícola

Fonte: Relatório de Gestão da SLC Agrícola (2017Q3, 2017Q4,

	Carteira de Terras SLC (ha) (Terras próprias e LandCo)	Valor carteira de terras (R\$)	Média preço (R\$)/ha
Antes da venda de terra (Setembro de 2017)	323.226	3.774.570 (US\$ 1.013.818)	11.678* (US\$ 3.136)
Após a venda de terra (31 de dezembro de 2017)	311.619	3,602,261* (US\$ 967.491)	11.559 (US\$ 3.104)
* Preço materializado da venda da fazenda Parceiro			15.220 (US\$ 4.088)

Desmatamento planejado de 4.775 ha na Fazenda certificada Parnaíba, Reestruturação de Fazendas

A SLC Agrícola solicitou licenças ambientais para a limpeza de mais 16.938 ha de terras em suas fazendas Parnaíba, Palmeira, Parceiro, Parnaguá e Palmares. Esta ação indica mais transformações de terras no futuro. Na Fazenda

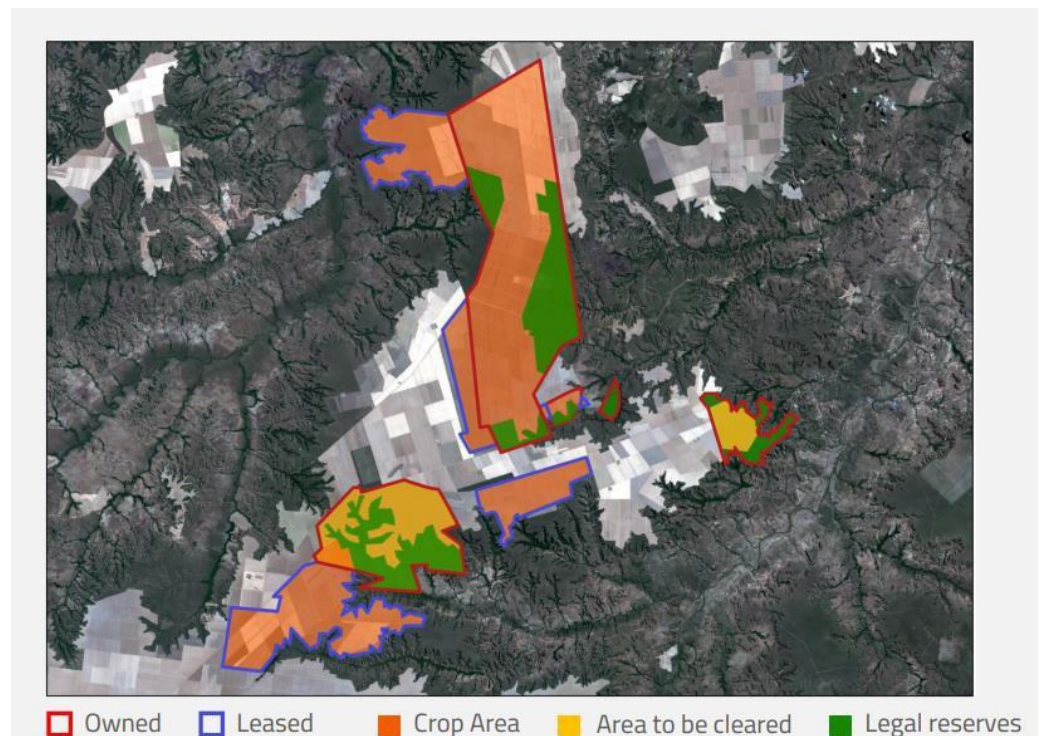
Parnaíba e Fazenda Palmeira (Maranhão), os planos da SLC Agrícola para desenvolver novas áreas resultariam na limpeza de 4.775 ha de vegetação nativa do Cerrado.

Em fevereiro de 2018, a SLC Agrícola anunciou sua participação na Lidl Soybean Initiative. Para essa parceria, selecionou a Fazenda Parnaíba e a Fazenda Planeste no Maranhão para fornecer soja sustentável certificada à Lidl. A Lidl Soybean Initiative visa trabalhar com fornecedores de soja sustentável e não transgênica. O varejista alemão planeja obter um total de 147 mil toneladas métricas de soja certificada até 2019 para os mercados da Alemanha, Áustria e Suíça. No primeiro ano da iniciativa, a Lidl irá fornecer soja exclusivamente das fazendas da SLC Agrícola. A SLC Agrícola receberá um preço maior por produtos certificados vendidos para a Lidl. A iniciativa é executada em colaboração com a Fundação Proterra, que fornece certificação para soja não transgênica. As Fazendas Parnaíba e Planeste já possuem certificações ProTerra e Round Table on Responsible Soy (RTRS).

A SLC Agrícola indicou à CRR que recentemente dividiu a Fazenda Parnaíba em duas fazendas separadas: Fazenda Parnaíba e Fazenda Palmeira. A Fazenda Palmeira não faz mais parte da parceria Lidl e não fará parte do programa de certificação Proterra e RTRS. Dos 4.775 ha de vegetação nativa, 4.130 ha das terras que a SLC Agrícola planeja desmatar estão localizadas no que hoje é a Fazenda Palmeira. O desmatamento planejado dos 645 ha restantes ainda seria realizado na Fazenda Parnaíba.

Figura 5: Áreas a serem limpas em Fazenda Parnaíba e a recém-formada Fazenda Palmeira

Fonte: SLC Agrícola: Agricultura de melhor modo(Setembro de 2018) (página 6)



A reestruturação da Fazenda Parnaíba poderia permitir à SLC Agrícola a firmar parcerias de sustentabilidade com os clientes, ao mesmo tempo em que continuaria a desmatar a vegetação nativa do Cerrado. Caso a SLC Agrícola proceda ao desmatamento da vegetação remanescente, ela corre o risco de agir contrariamente aos objetivos de sustentabilidade de seus parceiros de negócios.

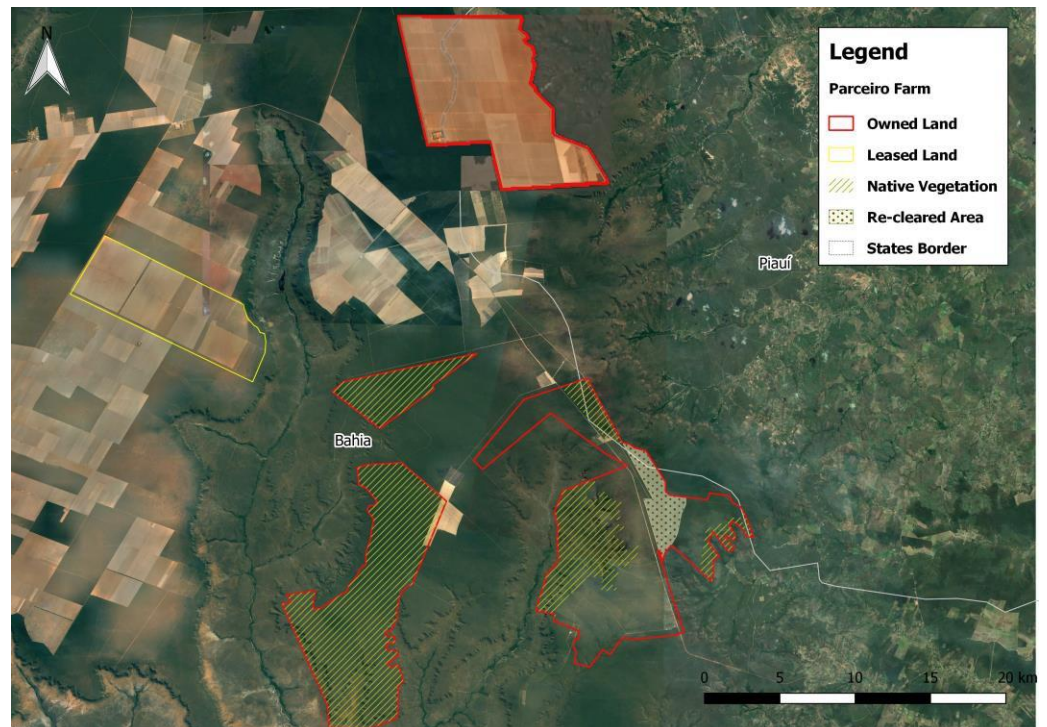
Desmatamento planejado de 6.698 ha na Fazenda Parceiro

A SLC Agrícola possui 6.698 ha de terras na Fazenda Parceiro atualmente sob licenciamento, indicando planos para futura transformação de vegetação nativa. A Fazenda Parceiro, que é usada principalmente para a produção de soja, está localizada na fronteira entre os estados da Bahia e do Piauí. Em 31 de dezembro de 2017, a SLC Agrícola vendeu 5.428 ha de terras da Fazenda Parceiro, que incluíam a parte mais ao norte da fazenda no município de Corrente (Piauí). A vegetação nativa dessa parte da fazenda foi retirada da vegetação nativa em 2014.

A transformação planejada poderia resultar na limpeza de savana arborizada e savana de capim, os dois tipos de vegetação nativa nesta fazenda. A limpeza de terras concentrar-se-ia nas 3 porções meridionais de terra da Fazenda Parceiro, que equivalem a aproximadamente 14.777 ha de floresta. Aproximadamente a metade da parte norte da Fazenda Parceiro foi vendida em dezembro de 2017 e já está totalmente desenvolvida.

Figura 6: Vegetação nativa na Fazenda Parceiro da SLC Agrícola (agosto de 2018)

Fonte: Site corporativo da SLC Agrícola e imagens de satélite



Desde a publicação do primeiro perfil da empresa em setembro de 2017, a SLC Agrícola limpou novamente 1.132 ha de terra na fazenda Parceiro. Isto refere-se ao processo de desmatamento da nova vegetação que cresceu após o desmatamento da vegetação nativa do Cerrado. A SLC Agrícola indicou que esta terra está localizada em uma parte da fazenda para a qual a SLC Agrícola possui um “contrato de compra”. Ela ainda não tomou posse desta área. Segundo a SLC Agrícola, o atual proprietário limpou essa área novamente, mas a empresa não forneceu mais detalhes. Em seu site corporativo, a área é listada como sendo de propriedade da SLC Agrícola.

Figura 7: Desmatamento novamente de 1.132 ha de terras do Cerrado na fazenda Parceiro da SLC Agrícola entre junho e agosto de 2018.

Fonte: [Imagens de satélite Sentinel-2](#), [European Space Agency](#), 2017/2018



Junho de 2018

Agosto de 2018

Riscos comerciais persistem devido à falta de compromisso de desmatamento zero da SLC Agrícola

Apesar da estratégia de negócios da SLC Agrícola de migrar para um modelo de negócios de “ativos leves”, melhorar sua maturidade e reduzir exposição de terras ao Matopiba, ela continua a planejar novas clareiras, totalizando 16.938 ha. A SLC Agrícola afirma que 37% das terras que possui são protegidas, em conformidade com o Código Florestal Brasileiro, que determina que pelo menos 35% das terras não devem ser desmatadas. Embora sua compensação atual e planejada não pareça ser ilegal, a falta de compromisso da SLC Agrícola com o desmatamento zero pode expor a empresa a um conjunto de riscos de negócios.

Riscos de acesso ao mercado

A limpeza planejada de 4.775 ha de vegetação nativa do Cerrado na Fazenda Parnaíba e na recém-criada Fazenda Palmeira poderia violar os compromissos do parceiro de negócios da SLC Agrícola, a Lidl, e outros usuários finais da soja da SLC Agrícola. A reestruturação corporativa da fazenda, destinada a manter o desmatamento fora do escopo das políticas responsáveis de abastecimento, pode se revelar um impedimento ineficaz à ação do cliente. Tanto a Lidl UK [Reino Unido] quanto a Lidl na Holanda assinaram o Manifesto do Cerrado, que convoca os produtores de soja e seus investidores a assumir compromissos de desmatamento zero no Cerrado. A Lidl UK também se comprometeu a uma cadeia de fornecimento de soja totalmente sustentável e verificada em outubro de 2018.

Em outubro de 2017, o Manifesto do Cerrado também recebeu apoio formal do Consumer Goods Forum, cujos membros provavelmente incluem usuários finais da SLC Agrícola.

Além disso, desde o primeiro relatório da SLC Agrícola, vários traders de commodities fizeram ou reforçaram seus compromissos de desmatamento zero:

- A Bunge se comprometeu a fortalecer sua política de não desmatamento, incluindo o desmatamento legal e um processo público de descumprimento.

- A Louis Dreyfus lançou sua Política de Sustentabilidade da Soja em julho de 2018, na qual se compromete a "a intenção de desencorajar e eliminar a conversão da vegetação nativa".
- A ADM também está relatando progressos no rastreamento de sua soja e indicou sua intenção de se envolver com fornecedores envolvidos no desmatamento legal.
- A Cargill se comprometeu a reduzir e finalmente eliminar o desmatamento de suas cadeias de fornecimento até 2030. Em 2017, expandiu seu "Programa Soya Plus" para a Matopiba.
- A Amaggi se comprometeu às cadeias de fornecimento livres de desmatamento, lançou um Padrão de Soja Responsável e está desenvolvendo em conjunto com o Earth Innovation Institute um sistema de monitoramento para suas cadeias de fornecimento.

Riscos de Financiamento

O desmatamento planejado da SLC Agrícola também poderia gerar preocupação com os investidores de capital da empresa. No 4º trimestre de 2017, o Fundo de Pensões do Governo da Noruega alienou-se da SLC Agrícola. O Fundo iniciou seu investimento inicial na SLC Agrícola em 2012, com o valor de US\$ 30,5 milhões. Na época do desinvestimento em 2017, o valor era US\$ 26,9 milhões. O Fundo de Pensões do Governo da Noruega é um dos maiores investidores do mundo, investindo em 9 mil empresas em 72 países. Nos últimos anos, o Fundo reagiu a empresas que considera ter riscos ambientais, sociais e de governança (ESG). Por exemplo, ele se desfez de 29 produtores de óleo de palma. Em 2017, o Fundo concentrou-se no desmatamento relacionado à soja no Cerrado e planeja excluir as empresas de sua carteira de investimentos que apresentam riscos de desmatamento.

Além disso, vários grandes investidores institucionais recentemente assinaram o Manifesto do Cerrado. Os signatários incluem APG, Robeco, Legal e General Investment Management e Green Century Capital Management. Esses investidores, com US\$ 2,8 trilhões em ativos, reconhecem cada vez mais o desmatamento causado pela soja como um risco financeiro material para seus clientes.

Além disso, grandes administradores de ativos estão colaborando para lidar com o desmatamento causado pela soja e outras commodities. Em julho de 2018, os Principles for Responsible Investment e Ceres expandiram sua Iniciativa de Floresta Sustentável para incluir o diálogo com empresas na cadeia de valor da soja. Este grupo de investidores inclui 32 investidores institucionais, administrando um total de US\$ 6,3 trilhões de ativos. Os membros dessa iniciativa incluem os acionistas da SLC Agrícola.

Avaliação do risco financeiro

A avaliação de risco de sustentabilidade (SRA) revelou os seguintes riscos para a SLC Agrícola:

- Risco de acesso ao mercado relacionado aos compromissos de desmatamento dos clientes.
- Risco de financiamento relacionado a compromissos de desmatamento de bancos e investidores da SLC Agrícola. O principal exemplo é o desinvestimento do Fundo de Pensões do Governo da Noruega.

Os resultados recentes foram fortes devido à venda de terras, maiores rendimentos e maior área plantada

Em 2017, o lucro líquido da SLC Agrícola cresceu fortemente devido aos lucros do desinvestimento de terras, conforme descrito acima. A empresa realizou um lucro contábil após impostos. A área plantada cresceu

2,8% para 403.767 hectares, com 57% para soja, 24% para algodão (cálculo baseado em duas colheitas), 19% para milho e 0,6% para outras culturas. Além disso, os rendimentos por hectare melhoraram, levando a uma margem bruta maior.

No primeiro semestre de 2018, a receita líquida (em R\$) cresceu devido a uma maior área plantada e maiores rendimentos. Essa combinação resultou em maior lucro bruto e maior EBITDA. Em moedas locais, a receita líquida aumentou em 28%, o EBITDA em 57% e o lucro líquido em 108%. A dívida líquida foi oito por cento maior em reais.

Figura 8: Principais Fatores Financeiros da SLC Agrícola

Fonte: Bloomberg, Chain Reaction Research; 2 de outubro de 2018

Milhões US\$	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
Vendas líquidas	638,7	536,7	479,3	695,5	619,4	680,7
EBITDA	124,6	119,5	62,0	241,9	171,9	172,3
EBIT	81,3	87,0	31,8	101,2	152,7	142,3
Lucro líquido ajustado	28,9	37,3	8,6	129,7	88,4	79,6
EPS (US\$) ajustado	0,3	0,2	0,4	1,3	1,0	0,8
Fluxo de caixa livre	-44,9	40,6	60,8	60,7	39,1	57,7
Dívida líquida e outros	434,3	344,3	311,7	310,6	206,3	199,9
Dívida líquida/EBITDA (X)	3,5	2,9	5,0	1,3	1,2	1,2

Risco de acesso ao mercado devido a políticas de desmatamento zero da Lidl e grandes traders

Como mencionado acima na SRA, vários traders de commodities estabeleceram ou estão fortalecendo seus compromissos de desmatamento zero. O desmatamento planejado pela SLC Agrícola pode provocar uma reação e resposta desses traders.

Em 2017, os principais clientes da SLC Agrícola foram a Cargill Agrícola e a Amaggi LD Commodities, que geraram respectivamente 27,6% e 12,1% das receitas líquidas da SLC Agrícola (no total, 39,7%). No primeiro semestre de 2018, os clientes da SLC Agrícola, Cargill Agrícola e Amaggi LD Commodities, responderam juntas por 55,6% da receita líquida. A Cargill gerou 31,9% e a Amaggi 23,7%. A tabela abaixo mostra como as receitas líquidas da SLC Agrícola se tornaram gradualmente mais concentradas a partir de 2015. Desde 2017, a Bunge desapareceu da lista de clientes principais.

Em janeiro de 2018, a Lidl e a SLC Agrícola anunciaram seu contrato de soja livre de transgênicos. As entregas podem ter começado em 2017, já que o contrato é para 2017-19. As receitas potenciais do contrato com a Lidl ascendem a cerca de 60 milhões de dólares. Este montante significaria 10% em receitas líquidas extra por ano. Como essas vendas são realizadas provavelmente por um dos grandes traders, os resultados da SLC Agrícola não listarão a Lidl separadamente como um grande cliente.

Figura 9: Principais clientes da SLC Agrícola em % da receita líquida.

Fonte: Relatório Anual SLC Agrícola 2015, 2016, 2017 e Relatório 1H18. NA = não disponível

Embora a Cargill e a Amaggi visam atingir um desmatamento zero em sua cadeia de fornecimento nos próximos anos (a Cargill menciona 2030; uma redução de 50% em 2025), o desmatamento de 4.775 hectares na SLC Agrícola poderia levar à reação dos

	2015	2016	2017	1H18
Cargill:	13,8%	12,3%	27,6%	31,9%
Bunge	6,0%	7,8%	NA	NA
Amaggi	NA	NA	12,1%	23,7%
Total	19,8%	20,1%	39,7%	55,6%

traders. Os clientes a jusante dos traders também poderiam pressioná-los para que parassem de comprar da SLC Agrícola. No relatório da CRR sobre a Cargill de 26 de abril de 2018, concluiu-se que US\$ 7 a 17 bilhões das receitas líquidas da Cargill (6 a 15%) podem estar vinculadas aos signatários europeus do Manifesto do Cerrado. O relatório, no entanto, diz que o equilíbrio de poder na cadeia da soja é oligopolístico, o que significa que é um desafio evitar os grandes traders. Estes também podem ver oportunidades de vender soja para as empresas localizadas no sudeste asiático que ainda não assinaram o Manifesto do Cerrado.

Se a Lidl aplicasse o Manifesto do Cerrado assinado pelas subsidiárias do Reino Unido e da Holanda para toda a empresa, a SLC Agrícola enfrentaria risco de acesso ao mercado para as 147 mil toneladas métricas de vendas de soja no contrato Lidl (a ser alcançado em 2019). Isso poderia afetar US\$ 60 milhões em vendas (aproximadamente 10% da receita líquida da SLC Agrícola). Ao aplicar uma margem EBITDA de 25%, a perda no EBITDA poderia totalizar US\$ 15 milhões. Com base em um WACC de 10%, o valor do Fluxo de Caixa Descontado (DCF) deste valor de US\$ 15 milhões é de US\$ 106 milhões. **Este valor em risco é igual a oito por cento da capitalização de mercado da SLC Agrícola. O risco de perder a Cargill e a Amaggi poderia levar a uma perda de valor de US\$ 603 milhões, ou cerca de 43% do valor patrimonial. Juntas, a Lidl, a Cargill e a Amaggi trariam uma perda de valor potencial de 51% do valor patrimonial (veja a tabela abaixo - as vendas da Lidl são categorizadas separadamente da Cargill e da Amaggi, pois não há informações sobre qual trader irá lidar com as vendas da Lidl).**

	Lidl	Cargill e Amaggi	Total
Base de receita em risco (US\$ milhões) em 2018	60	344	404
Margem EBITDA	25%	25%	
EBITDA em risco (US\$ milhões)	15	86	101
Taxa de custo médio ponderado de capital (WACC)	10%	10%	
Valor em risco do DCF (milhões de US\$)	105	603	708
Valor patrimonial (em milhões de dólares)	1395	1395	1395
Valor em risco do DCF como % do valor patrimonial	7,5%	43,2%	50,7%

Figura 10: O potencial de receita em risco e a perda de valor da SLC Agrícola.

Em total, o tamanho do EBITDA em risco é substancial e impactaria significativamente a relação dívida líquida/EBITDA, importante para financiadores de dívida. Com EBITDA 101 milhões a menos, o EBITDA pro forma para 2019 não chegaria a US\$ 172 milhões, mas a US\$ 71 milhões. A dívida líquida pro forma/EBITDA, entretanto, subiria de 1,2X para 2,8X. Portanto, vale a pena para os investidores ver quem detém essa dívida e quão significativa a reação poderia ser (veja a seção sobre Risco de Financiamento abaixo).

Ativos encalhados Os 4.775 ha de Cerrado nativo na fazenda Parnaíba da SLC

A limpeza planejada de 4.775 ha de vegetação nativa do Cerrado na Fazenda Parnaíba e na recém-criada Fazenda Palmeira poderia violar as políticas da Lidl. Parar essa limpeza pode ser um caminho para a SLC Agrícola eliminar esse risco potencial. O valor dessas terras como terras produtivas é estimado em R\$ 73 milhões (US\$ 20 milhões). Isto é baseado no preço materializado/ha da venda da fazenda Parceiro (veja acima: R\$ 15.220), multiplicado por 4.775 ha. **Esses US\$ 20 milhões, que equivalem a 1,4% da capitalização de mercado atual, podem ser considerados potenciais ativos encalhados.**

Risco de financiamento: vários investidores enfrentam conflitos com suas próprias políticas

A SLC Agrícola é financiada principalmente pelo capital próprio (com base em valores de mercado), enquanto a dívida líquida e outras fontes contribuem com cerca de 20% do financiamento total.

Categoria	Milhões US\$	%
Capitalização de mercado/Valor Patrimonial	1394,8	80%
Dívida líquida	294,2	17%
Outros (ou seja, Derivados)	50,7	3%
Valor da empresa	1739,7	100%
Dívida bruta	429,8	25%

Desde o último relatório da CRR sobre a SLC Agrícola, algumas mudanças significativas ocorreram no grupo de acionistas principais.

- A SLC Participações SA continua sendo a acionista majoritária, e a Odey aumentou ligeiramente sua participação de 9,3% para 9,7% das ações. A SLC Participações, controlada da família, carece de transparência nas políticas ambientais, sociais e de governança (ESG), enquanto a **Odey não possui compromissos de desmatamento.**
- Conforme mencionado na análise de risco de sustentabilidade, o **Fundo de Pensões do Governo da Noruega vendeu sua participação na empresa.**
- Em agosto de 2018, a **Robeco assinou o Manifesto do Cerrado. A posição acionária de seu escritório em Luxemburgo parece entrar em conflito com as políticas da sede.**
- **O Deutsche Bank reduziu sua posição acionária na SLC Agrícola (de 1,7 para 0,5 %).** Embora o Forest500 indica que o Deutsche Bank dispõe de uma política de soja, o site não revela declarações oficiais.
- **A associação Teacher Insurance & Annuity Association, um novo**

Figura 11: SLC Agrícola: fontes de financiamento 2 de outubro de 2018.

Fonte: Bloomberg, Chain Reaction Research

investidor (agora chamado Nuveen), não possui políticas de desmatamento para todas as suas classes de ativos, mas recentemente adotou uma política de desmatamento zero para seu fundo de investimento em terras agrícolas. O investidor também está ligado a atividades insustentáveis em outras ocasiões, como a grilagem de terras.

Figura 12: SLC Agrícola: Principais acionistas em 17 de setembro de 2017 e 2 de outubro de 2018.

Fonte: Bloomberg

	% de Ações (17 Set 2017)	% de Ações (2 Out 2018)
SLC Participacoes AS	51,0	53,0
Odey AM	9,3	9,7
Kopernik Global Inv	5,2	
Verde AM	2,6	1,8
Dimensional Fund Advisors	2,6	2,7
Cobas AM	2,2	
Deutsche Bank	1,7	0,5
Warburg Invest Kap	1,3	1,3
Norges Bank	1,1	
Vanguard Group	1,0	1,6
BlackRock	0,7	1,2
Heptagon Capital	0,7	
Magallanes Value	0,7	
Sarasin	0,6	0,4
Banco Bradesco	0,5	
SLC Agrícola		1,7
Investec		1,2
Teachers Insurance & Annuity Association (Nuveen)		0,8
Power Corp of Canada		0,8
Robeco Luxembourg		0,4

A dívida bruta da SLC Agrícola é composta integralmente por dívidas bancárias e crédito rural:

- O financiamento de exportação é de 55% da dívida bruta, mas não há detalhes sobre a contraparte. O mesmo se aplica ao Financiamento de Capital de Giro (28% da dívida bruta).
- Créditos rurais contribuem a 11% da dívida bruta. O estudo da CRR sobre empresas de soja e seus financiadores diz que a linha de crédito rural no programa ABC visa reduzir as emissões de gases de efeito estufa das atividades agrícolas, incluindo uma redução do desmatamento. O relatório

anual da SLC Agrícola não fornece informações sobre se o crédito rural se encontra no âmbito do programa ABC.

- O restante é Dívida Hipotecária ao BNDES. O BNDES tem um nível muito básico de políticas de responsabilidade ambiental.

O Rabobank tem uma relação financeira com a SLC Agrícola por meio de contratos de hedge em moedas e taxas de juros. **O Rabobank diz que está "envolvido" na Tropical Forest Alliance 2020 contra o desmatamento. O Rabobank também é membro da RTRS.**

Neste momento, a dívida líquida da SLC Agrícola é relativamente limitada em relação ao seu EBITDA. Figura 8 em Principais Fatores Financeiros (ver acima) indica que, para 2019, a dívida líquida/EBITDA pode atingir apenas 1,2X. Esse deve ser um nível "seguro". No entanto, dada a análise acima sobre a receita em risco e a potencial perda do EBITDA, a relação dívida líquida/EBITDA pode aumentar para 2,8X. **Este nível poderia levar a custos mais elevados de capital e, conseqüentemente, afetar negativamente o valor da empresa.** Um aumento de 50 pontos-base no custo do Fcapital tem o potencial de impactar negativamente o valor da empresa em cinco a dez por cento.

Alta avaliação leva a mais riscos devido ao fraco resultado ESG

No último relatório da CRR sobre a SLC Agrícola, publicado em 18 de setembro de 2017, a pesquisa concluiu que o preço da ação era relativamente baixo versus o Valor Patrimonial Líquido (VPL) por ação (que atualmente fica em de R\$ 44,1). O preço da ação naquele momento provavelmente descontou a potencial perda de clientes e a necessidade de reverter a terra para o status original da floresta.

A partir do 4º semestre de 2017, o preço da ação valorizou substancialmente, passando de R\$ 22 no início de outubro de 2017 para R\$ 67 em setembro de 2018 (em 18 de outubro de 2018 o preço da ação era de R\$ 55,15). Esse forte aumento pode estar relacionado ao seguinte:

- O anúncio da venda de 11.604 ha por R\$ 177 milhões (veja acima).
- Resultados acima do esperado desde o segundo semestre de 2017. Os fortes resultados foram baseados em maiores safras/rendimentos e mais área plantada. Para os próximos anos, os analistas estão cada vez mais otimistas quanto à probabilidade de maiores receitas.
- O anúncio do contrato não-OGM com a Lidl provavelmente atraiu investidores ESG.
- As tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China e as anunciadas tarifas comerciais chinesas sobre as importações de soja dos EUA levaram a uma mudança significativa nos fluxos comerciais globais de soja, beneficiando a soja brasileira.

O preço atual da ação está ligeiramente abaixo do seu topo, mas ainda substancialmente acima do seu Valor Patrimonial Líquido (VPL) por ação de R\$ 44,1. Esse VPL é calculado com base em um relatório de avaliação independente da Deloitte. O VPL diferencia-se do valor contábil (BV) por ação (R\$ 27,3; veja a figura abaixo) com base no preço de custo histórico (incluindo custos de construção e depreciação) no balanço patrimonial. Com base nas metodologias de avaliação da Deloitte, o VPL mostra o valor dos ativos da SLC Agrícola após impostos, se eles foram vendidos agora, incluindo as reservas legais. Por hectare, o valor é de R\$ 10.275 (US\$ 2.773), o que é abaixo do valor de R\$ 15.220/ha (US\$ 4.107) realizado para as fazendas Parceiro. Esse número, no entanto, era "antes" do imposto e não incluía a reserva legal.

A última coluna da Figura 13 mostra que o preço da ação da SLC de R\$ 55,2 (ou US\$ 14,90; 18 de outubro de 2018) se traduz no valor (implícito) de um hectare de R\$ 14.301, ou US\$

3.860 (após impostos, incluindo reserva legal; ver última linha). Se fosse para corrigir a reserva legal e incluir apenas hectares produtivos, o preço da ação de R\$ 55,2 avaliaria implicitamente um hectare produtivo em R\$ 20 mil/ ha ou US\$ 5.398 (antes dos impostos). **Isso é muito maior do que as recentes transações de venda de terrenos da SLC Agrícola.**

Figura 13: Valor da terra da SLC Agrícola com base no valor contábil, avaliação da Deloitte e avaliação implícita do preço da ação

Fonte: Chain Reaction Research, SLC Agrícola 2018, meio do ano

Valor por ação 18 de outubro de 2018	Valor contábil = R\$ 27,3	VPL = R\$ 44,1	Preço ação = R\$ 55,2
Valor contábil de terrenos agrícolas (R\$ m)	1.704		
VPL SLC Agrícola Farms resp. valor implícito		2.520	3.507
VPL SLC Landco Farms resp. valor implícito		682	949
Infraestrutura (excluindo terra)	926	926	926
Contas recebíveis	87	87	87
Inventários	502	502	502
Ativos biológicos	770	770	770
Dinheiro	454	454	454
Outros	<u>-61</u>	<u>-61</u>	<u>-61</u>
Subtotal	4.382	5.880	7.134
Fornecedores	-109	-109	-109
Dívida bruta	<u>-1.571</u>	<u>-1.571</u>	<u>-1.571</u>
Valor	2.702	4.200	5.454
Número de ações (milhões)	98,9	98,9	98,9
Valor por ação (R\$)	27,3	44,1	55,2
# hectares (incluindo reservas legais)	311.619	311.619	311.619
Valor/ha (R\$)	5.468	10.275	14.301

Usar o VPL por ação para avaliar uma ação é típico de uma empresa que focaliza seu modelo de negócios completamente na valorização da terra.

No entanto, conforme descrito no perfil acima, a SLC Agrícola está mudando gradualmente sua estratégia para um modelo diversificado de tanto a produção de commodities como a valorização da terra. Portanto, os investidores podem preferir comparar a avaliação da SLC Agrícola com um grupo de pares que esteja ativo na agricultura. A figura abaixo mostra que a avaliação da SLC Agrícola está em linha com a média desse grupo de pares, baseado em três múltiplos de avaliação (P/E, EV/EBITDA e P/BV para o ano de 2018).

Os investidores podem estar cada vez mais conscientes de que as receitas em risco podem reduzir os ganhos da SLC Agrícola. Essa redução nos lucros pode levar a P/E e EV/EBITDA relativamente altos, o que poderia pressionar o preço das ações da SLC Agrícola para baixo. À medida que a mudança nos fluxos globais de comércio de soja

para o Brasil beneficiou o preço das ações da SLC Agrícola, qualquer melhora nas relações entre os EUA e a China adicionaria mais um risco de queda ao preço das ações. Contudo, uma redução nas tarifas comerciais entre os EUA e a China não parece iminente.

Figura 14: Avaliação do grupo De pares 2018F.

Fonte: Bloomberg 2 de outubro de 2018; Preço da ação SLC Agrícola R\$ 57,4 (US\$ 14,6) O valor contábil é baseado no preço de custo histórico, incluindo os custos de construção.

2 de outubro de 2018	P/E(x)	EV/EBITDA (x)	P/BV (x)	Atividade
Adecoagro S.A.	11,7	4,9	1,2	Agricultura Latam
BrasilAgro	5,6	5,5	0,9	Agricultura + comércio de terras Latam
Heilongjiang Agricultur	18,6	14,5	2,5	Agricultura, fertilizantes, papel China
Limoneira Company	28,9	17,2	2,9	Fruticultura + comercialização EUA
SLC Agrícola	<u>16,5</u>	<u>9,5</u>	<u>1,9</u>	Agricultura + comércio de terras Latam
Média	16,2	10,3	1,9	
Premium/discount SLC Agrícola	1,4%	-7,9%	0,9%	

Aviso legal:

Este relatório e as informações nele contidas são derivadas de fontes públicas selecionadas. O Chain Reaction Research é um projeto não incorporado de Aidenvironment, Climate Advisers e Profundo (individualmente e em conjunto, os "Patrocinadores"). Os Patrocinadores acreditam que as informações contidas neste relatório provêm de fontes confiáveis, mas não garantem a precisão ou integridade desta informação, que está sujeita a alterações sem aviso prévio, e nada neste documento deve ser interpretado como tal garantia. As declarações refletem a opinião atual dos autores dos artigos relevantes ou características, e não necessariamente refletem a dos Patrocinadores. Os Patrocinadores renunciam a qualquer responsabilidade, conjunta ou separável, decorrente do uso deste documento e seus conteúdos. Nada neste documento deve constituir ou ser interpretado como uma oferta de instrumentos financeiros ou como conselho de investimento ou recomendações dos Patrocinadores de um investimento ou outra estratégia (por exemplo, quer "comprar", "vender" ou "manter" um investimento). Os funcionários dos Patrocinadores podem ocupar cargos nas empresas, projetos ou investimentos cobertos por este relatório. Nenhum aspecto deste relatório é baseado na consideração das circunstâncias individuais de um investidor ou potencial investidor. Você deve determinar por conta própria se você concorda com o conteúdo deste documento e com qualquer informação ou dados fornecidos pelos Patrocinadores.