

Chain Reaction Research é uma aliança de:

Aidenvironment
Climate Advisers
Profundo

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

Autores:
Sarah Drost, Aidenvironment
Joeri de Wilde, Profundo
Zach Drennen, Climate Advisers

Este perfil da empresa se baseia (parcialmente) no trabalho de campo na Rede Social de Justiça e Direitos Humanos (REDE). Antes da publicação, a análise de risco de sustentabilidade foi compartilhada com a Bunge. Os comentários foram recebidos por e-mail em 12 de dezembro de 2017. Os comentários da Bunge foram abordados no texto final.

Bunge: Posição-Chave no estado do Cerrado coloca empenho de desmatamento zero em risco

19 de dezembro de 2017

A empresa global de agronegócios e alimentos Bunge está entre os maiores intervenientes da cadeia de fornecimento de soja no Brasil. É o principal trader de soja no Piauí, um estado no bioma Cerrado do Brasil. No Piauí, a expansão das fazendas de soja está associada ao desmatamento e a outros impactos ambientais e sociais. As empresas a jusante pediram o fim do desmatamento no bioma Cerrado. O Manifesto do Cerrado, publicado por grupos da sociedade civil e apoiado por 23 grandes empresas de bens de consumo, incitam os atores da cadeia de fornecimento a fortalecer a implementação de seus compromissos de desmatamento zero. A Bunge continua a comprar de produtores envolvidos em desmatamento legal, apesar de seu compromisso de alcançar cadeias de fornecimento de desmatamento zero entre 2020 e 2025 e tomar medidas para estimular a expansão da soja em áreas não florestais. O não cumprimento de seu compromisso pode criar riscos de reputação e de mercado.

Principais conclusões

- **A Bunge é o principal trader de soja no Piauí.** Ela tem a maior capacidade de armazenamento e de processamento no estado. A participação de mercado da Bunge está entre 45% (estimativa da própria Bunge) e 80% (estimativa de especialista no mercado). Em 2017, a Bunge investiu R\$ 300 milhões (US\$ 90 milhões) para aumentar substancialmente sua capacidade de processamento no Piauí.
- **O Piauí continua a ter altas taxas de desmatamento no Cerrado.** Entre 2010 e 2017, 123.917 hectares (ha) de floresta foram limpos para dar espaço à expansão do cultivo de soja. Só em 2017, foram desmatados 15 mil ha no Piauí.
- **A Bunge tem um compromisso público de desmatamento zero e exclui fornecedores envolvidos com desmatamento ilegal. No entanto, continua a comprar de fazendas legalmente desmatadas.** Entre 2011 e 2017, a SLC Agrícola e a BrasilAgro, dois dos principais fornecedores de soja da Bunge, têm desmatado legalmente 19.683 ha de vegetação nativa no Piauí. Ambas as empresas são fornecedoras confirmadas da Bunge.
- **A Bunge enfrenta riscos de reputação e mercado.** A empresa terá sua reputação afetada caso falhar em cumprir sua meta de 2020-2025 de livrar suas cadeias de fornecimento de desmatamento. Vinte e três empresas de bens de consumo, que provavelmente são clientes da Bunge, pediram a interrupção do desmatamento no Cerrado. Sete dos dez provedores de empréstimos e linhas de crédito mais importantes da Bunge têm políticas de desmatamento em vigor.
- **A Bunge pode reduzir os riscos de reputação se parar de comprar soja ligada ao desmatamento do Piauí.** Isso impactaria o valor do ativo igual a um por cento da capitalização de mercado atual.

- **Se a Bunge continuar a buscar a soja do Piauí sem se preocupar, ela corre o risco de uma perda de valor equivalente a 22% de sua capitalização de mercado.** Esse risco vem da receita estimada da Bunge das 23 empresas que apóiam o Manifesto do Cerrado.
-

Bunge: O principal trader de soja do Piauí

Fundada em 1818, a Bunge Limited é uma empresa global de comércio de alimentos e agronegócios de capital aberto. A Bunge compra, armazena, transporta, processa e vende oleaginosas e grãos para produzir ração animal e derivados de óleo comestível para uso comercial. Também opera em outros segmentos de negócios, incluindo produtos de moagem, açúcar, bioenergia e fertilizantes.

A Bunge é a maior exportadora agrícola do Brasil. No Brasil, as receitas reportadas em 2016 foram de R\$ 40,5 bilhões (US\$ 11,1 bilhões). As principais commodities movimentadas pela Bunge são as oleaginosas - principalmente a soja - bem como o trigo e o milho. Até o final de 2016, os ativos da Bunge no Brasil representavam 38% de seu total de ativos globais. Com mais de 100 instalações, incluindo fábricas, usinas, portos, centros de distribuição e silos (elevadores), a empresa ocupa uma posição de liderança na cadeia de fornecimento de soja no Brasil. Ela opera mais de 60 silos e 8 instalações de processamento de soja em todo o Brasil. Este último compreende uma planta de esmagamento de soja em cada um dos estados da Bahia, Goiás, Mato Grosso do Sul, Paraná, Rio Grande e Piauí, e dois em Mato Grosso. A Figura 1 mostra uma cadeia simplificada de fornecimento de soja.

Soy supply chain

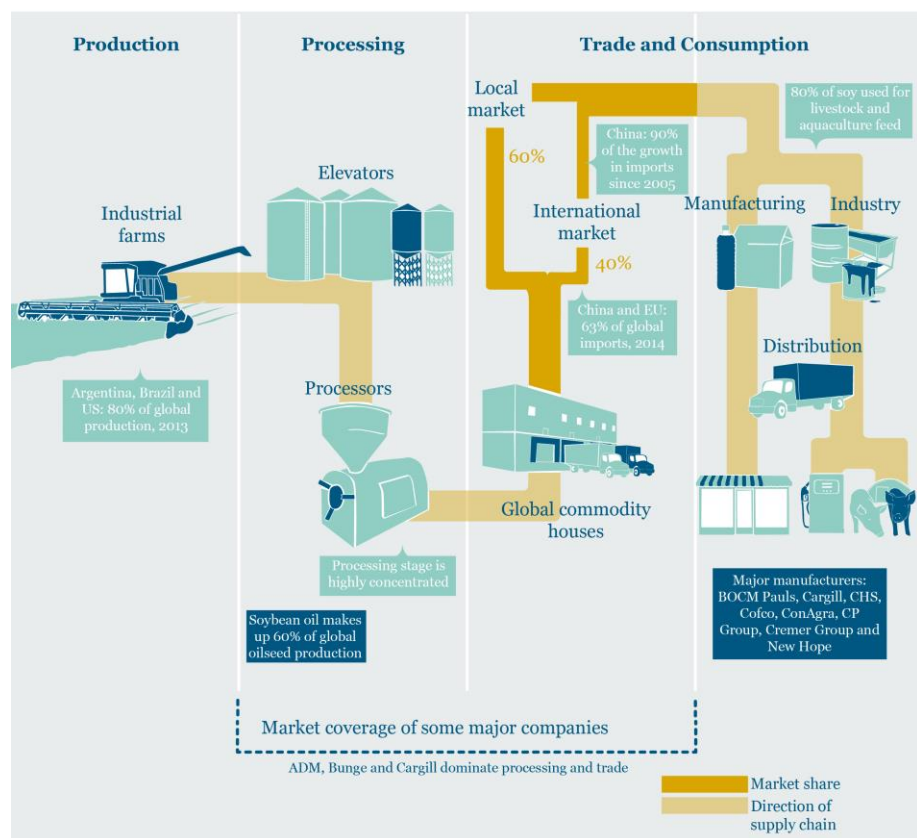


Figura 1: A cadeia de fornecimento de soja.

Fonte:
Sustainablesmartbusiness.com

A expansão da Bunge no sudoeste do Piauí

A Bunge é a principal compradora e trader de soja no Piauí em termos de participação de mercado, armazenamento, capacidade de processamento e infraestrutura. A Bunge opera os maiores silos do Piauí. Conforme mostrado na Figura 2 (abaixo), esses silos estão estrategicamente localizados nas principais áreas produtoras de grãos no sudoeste do estado, nos municípios de Uruçuí, Bom Jesus, Baixa Grande do Ribeiro, Currais e Santa Filomena. Isso aumenta a capacidade da Bunge de comprar soja de

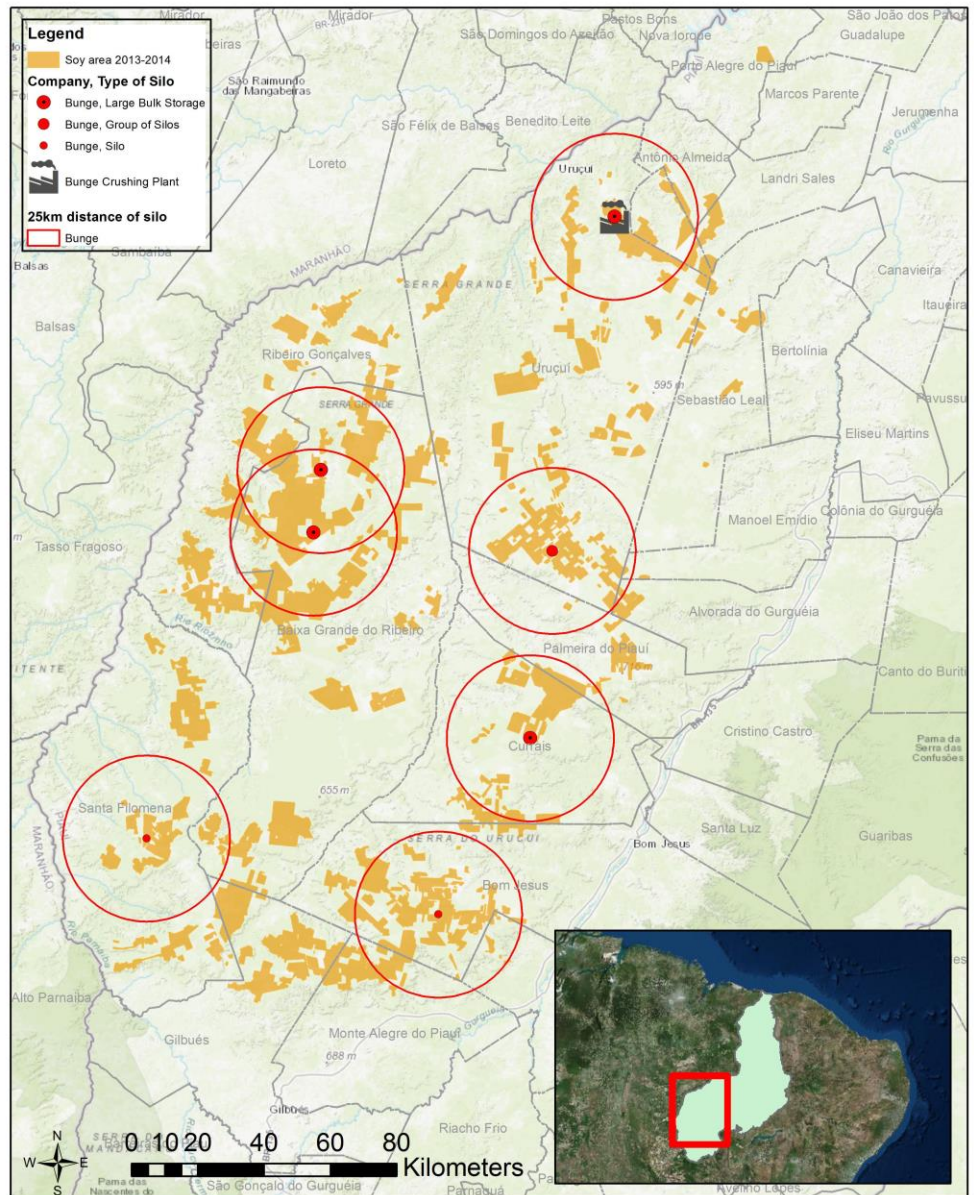
diversos produtores. A capacidade total de armazenamento de soja da Bunge no Piauí é estimada em 694.158 toneladas métricas. Seu silo mais novo em Santa Filomena, que formou um investimento de R\$ 27 milhões (US\$ 90 milhões), tem uma capacidade de armazenamento de 77 mil toneladas métricas.

Em 2002, a Bunge inaugurou a principal fábrica de esmagamento de grãos do Piauí, na cidade de Uruçuí. A planta de esmagamento, que produz farinha e óleo de soja, tinha uma capacidade de processamento (inicial) de 660 mil toneladas métricas por ano. A Bunge considera o esmagamento de oleaginosas de soja uma importante plataforma de crescimento.

A empresa recentemente manifestou seu interesse em expandir ainda mais no Piauí. A Bunge investiu R\$ 300 milhões (US\$ 90 milhões) para aumentar substancialmente sua capacidade de processamento no Piauí até 750 mil toneladas métricas por ano em 2017. Após o esmagamento em farelo e óleo de soja na principal unidade de processamento no município de Uruçuí no Piauí (Figura 2), o farelo de soja é transportado por rodovia para o porto de exportação em Itaqui, no Maranhão. O óleo é vendido em grande parte no mercado interno. Os governos estaduais e municipais oferecem uma ampla política de incentivo, incluindo incentivos e isenções fiscais, desenvolvimento de infraestrutura e doação de terras.

Figura 2: Silos e plantas de esmagamento da Bunge no Piauí.

Fonte: Sistema de Cadastro Nacional de Unidades Armazenadoras (SICARM)



A Bunge tem um participação de mercado dominante no Piauí

Os produtos de soja acabam passando por um dos principais traders da cadeia de fornecimento de soja brasileira (ADM, Bunge, Cargill, Cofco, LDC), seja na fase de armazenamento, processamento, transporte ou expedição. De acordo com especialistas do mercado, a Bunge controla cerca de 70% a 80% do mercado de (grãos de) soja no Piauí, embora a própria Bunge afirma manter apenas 45% de participação de mercado. Este valor não pôde ser verificado. Os concorrentes Cargill e ADM têm posições estratégicas nos estados adjacentes de Bahia e Maranhão.

Os grandes produtores de soja na região operam seus próprios silos e sistemas de frete, mas não possuem ampla capacidade de armazenamento. A SLC Agrícola, uma das maiores produtoras da região, confirmou que continua dependente da Bunge como compradora de grão de soja. (Trabalho de campo da Rede Social de Justiça e Direitos Humanos -REDE- no Brasil em outubro de 2017). Uma cadeia de fornecimento verticalmente integrada seria muito cara para esses atores.

Em consequência disso, a Bunge funciona como um gargalo para a soja produzida na região. Os grandes produtores no Piauí incluem a SLC Agrícola, a BrasilAgro, a Insole Agroindustrial, a Risa Agricultura, a Fazenda Progresso, a Celeiro Sementes e a Fazenda Canel. As empresas cotadas SLC Agrícola e BrasilAgro relatam publicamente a Bunge como um comprador-chave.

Piauí: Uma paisagem vulnerável sob pressão da expansão da soja

A soja desempenha um papel fundamental na economia do Piauí. Em 2017, a soja respondeu por 89% do total das exportações (US\$ 32,5 milhões de 36,6 milhões de dólares) do Piauí. Atualmente, a Bunge emprega cerca de 500 pessoas no Piauí, que faz parte do Cerrado brasileiro. O Cerrado é um grande bioma de savana tropical que cobre mais de 20% do Brasil. O bioma Cerrado hospeda cinco por cento da biodiversidade do mundo e é considerado a savana mais biodiversa do mundo.

Enquanto as operações da Bunge no estado geram empregos, renda e receitas, a expansão significativa das fazendas de soja no Piauí também causa múltiplas consequências socioambientais. O Piauí é uma região fortemente impactada pelo desmatamento que também sofre de conflitos de terra e impactos sociais e ambientais resultantes da produção de soja. É referido como a última fronteira agrícola do país.

Impactos ambientais e sociais da expansão da soja no Piauí

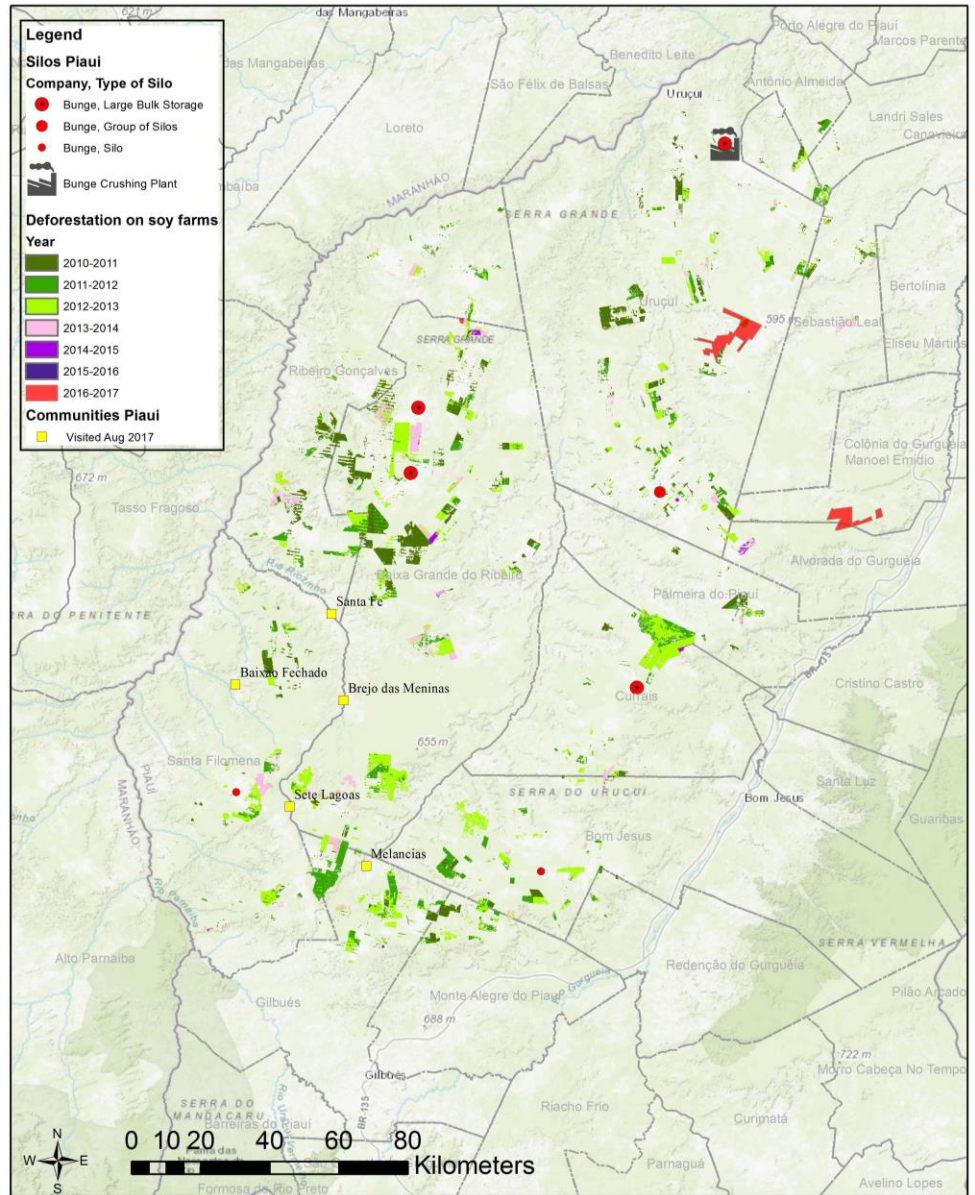
No período de 2010 a 2017, foram desmatados 123.917 ha de floresta em terras utilizadas para a produção de soja no Piauí (Figura 3). A expansão da soja é responsável por 84% da expansão agrícola total no Piauí, enquanto 14% foram causados pela expansão do milho e dois por cento pela expansão do algodão.

As taxas aceleradas de desmatamento nos últimos anos para dar espaço à produção em larga escala do cultivo de soja no Piauí têm sido acompanhadas pela apropriação de terras por meio da violência, intimidação e intensificação das lutas com comunidades tradicionais pelo acesso a recursos naturais. No Piauí, pelo menos 124 mil hectares de terra são atualmente contestados no tribunal estadual por serem ilegalmente apropriadas.

Uma missão recente de levantamento de fatos identificou impactos socioambientais adicionais no sudoeste do Piauí que incluíam a poluição por agroquímicos e impactos na saúde, diminuindo a biodiversidade e os recursos naturais como a água, bem como a apropriação de terras e a intimidação das comunidades tradicionais que vivem nessas áreas. As comunidades visitadas que são afetadas pelo cultivo da soja estão incluídas na Figura 3.

Figura 3: Desmatamento conduzido pela soja no Piauí (2010 a 2017)

Fonte: Análise por satélite CRR Landsat e Sentinel-2, SICARM e Hansen/UMD/Google/USGS/NASA



Desmatamento Recente e Significativo no Piauí

Grande parte do Cerrado já foi transformada e o Piauí registrou altas taxas de desmatamento nas fazendas de soja entre 2010 e 2013. O desmatamento é um processo contínuo que continuou até 2017, com pelo menos 15.000 ha de terras desmatadas para a expansão da soja (ver exemplo em Figura 4).

Figura 4: Exemplo de desmatamento recente no município de Uruçuí no período de novembro de 2016 a outubro de 2017.

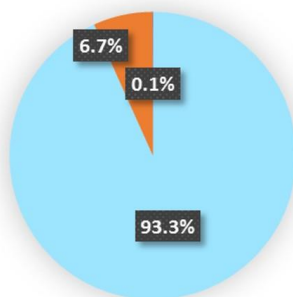
Fonte: Imagens de satélite



Toda a vegetação nativa original nas fazendas de soja no Piauí é classificada como floresta (savana florestada e savana arborizada), usando o padrão de classificação de vegetação do Nível de Emissões Florestais Brasileiro (FREL) no Bioma Cerrado (Figura 5).

Figura 5: Vegetação original nas fazendas de soja no Piauí

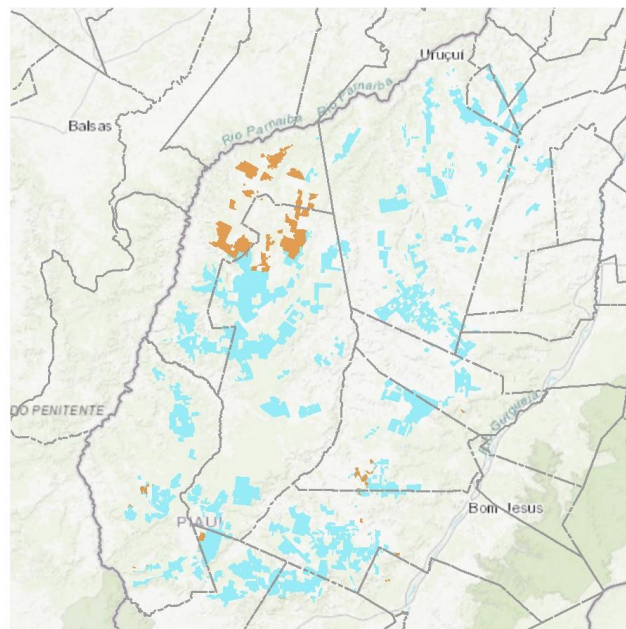
Fonte: MMA e IBGE, 2004



Legend

Original vegetation on soy farms

- CS = Submontane Deciduous Seasonal Forest
- SA = Wooded Savanne
- SD = Forested Savanne



A Bunge aceita desmatamento legal em sua cadeia de fornecimento apesar de um forte compromisso de desmatamento zero

A Bunge continua a permitir que a soja de fazendas legalmente desmatadas no Piauí entre na sua cadeia de fornecimento, apesar de uma forte política para criar cadeias de fornecimento de desmatamento zero.

A Bunge se comprometeu a eliminar o desmatamento em sua cadeia de fornecimento entre 2020 e 2025. Para alcançar esse objetivo, a Bunge incentiva a expansão sustentável em áreas abertas e áreas de desenvolvimento, além do desenvolvimento de cadeias de fornecimento rastreáveis. A Bunge, The Nature Conservancy e uma aliança de mais de 15 outras empresas, ONGs e entidades governamentais lançaram recentemente Agroideal.org. Essa ferramenta de apoio a decisões de código aberto «incentiva a expansão agrícola sustentável no Cerrado». Isto ajuda os compradores de soja a tomar decisões sobre terras adequadas à agricultura, integrando indicadores ambientais, econômicos e sociais.

Além disso, a Bunge está desenvolvendo um programa de incentivo financeiro que incentiva e recompensa fornecedores que evitam o desmatamento e intensificam a produção agrícola em terras já existentes.

O mecanismo de sanção da Bunge não leva à suspensão de fornecedores envolvidos no desmatamento legal

A Bunge faz uma distinção entre desmatamento legal e ilegal. A empresa assumiu compromissos públicos de desmatamento zero em 2015, mas afirma que certos níveis de desmatamento são legais em suas áreas operacionais. O Código Florestal Brasileiro exige que os proprietários privados de terras no Cerrado (que inclui o Piauí) preservem 35% das terras como reservas legais (em contraste, as reservas legais na Amazônia devem cobrir 80%). Isso deixa espaço para produtores de soja para desmatar legalmente grandes extensões de vegetação nativa do Cerrado. A redação da política da Bunge sugere que a soja de áreas legalmente desmatadas continua sendo aceita.

Um poderoso incentivo para impedir os produtores a praticar desmatamento é cortar acesso aos mercados, suspendendo os agricultores que se envolvem em atividades de desmatamento. Isso provou ser bem sucedido na região da Amazônia no Brasil. No contexto do Cerrado, o mecanismo de sanção existente da Bunge não se aplica a fornecedores responsáveis pela maior parte do desmatamento.

Pesquisa anterior da Chain Reaction Research demonstra que entre 2011 e 2017, os produtores de soja SLC Agrícola e BrasilAgro desmataram legalmente 19.683 ha de vegetação de Cerrado no Piauí. Ambas as empresas são fornecedoras confirmadas da Bunge.

Bunge: Riscos e oportunidades de negócios operacionais

O desmatamento contínuo na cadeia de fornecimento da Bunge, seja legal ou ilegal, expõe a empresa a vários riscos operacionais.

Risco de Reputação

A Bunge está exposta a riscos de reputação se não conseguir cumprir os compromissos de desmatamento zero definidos para os anos 2020 a 2025. Atualmente, a Bunge se posiciona como pioneira na discussão sobre o desmatamento da soja. No entanto, o fornecimento contínuo de soja de fazendas legalmente desmatadas apresenta o risco de não cumprir seus compromissos públicos.

Fechar as lacunas na política de desmatamento da Bunge exige a suspensão de todas as formas de desmatamento. Além disso, requer a suspensão de fornecedores envolvidos no desmatamento de vegetação nativa no Piauí. Sob o título de desmatamento legal, 123.917 ha de florestas do sudoeste do Piauí foram desmatadas entre 2010 e 2017. A negação do acesso ao mercado fornece um poderoso incentivo para impedir que os produtores pratiquem o desmatamento.

Riscos de Mercado

Muitas das grandes empresas consumidoras de soja são membros do Consumer Goods Forum e se comprometeram com o desmatamento líquido zero em suas cadeias de fornecimento até 2020. Grandes consumidores de soja estão abordando cada vez mais a questão do desmatamento no Cerrado.

Em setembro de 2017, uma aliança de organizações ambientais publicou o Manifesto do Cerrado, exigindo ações imediatas de mercado para impedir o desmatamento e a conversão da vegetação nativa no bioma Cerrado. Em outubro de 2017, 23 grandes empresas, todas elas membros do Consumer Goods Forum, emitiram uma declaração em apoio aos objetivos do Manifesto do Cerrado. Esta declaração reconhece a crescente lacuna entre combater o desmatamento ilegal e atingir a meta de concreto desmatamento zero até 2020. Os defensores se comprometem a «trabalhar com

partes interessadas locais e internacionais para deter o desmatamento e a perda de vegetação nativa no Cerrado».

A menos que a Bunge lide com os impactos de sustentabilidade em sua cadeia de fornecimento originários da fronteira agrícola do Cerrado brasileiro (incluindo o Piauí), as relações comerciais da Bunge com esses membros e outras empresas poderão ser afetadas.

Oportunidade: Posição de liderança, impactos significativos

A Bunge é a principal trader de soja no Piauí, um estado altamente sensível ao meio ambiente no Cerrado brasileiro. As políticas e operações da Bunge, portanto, têm um grande impacto na região. Isso pode ter impactos imediatos e significativos caso a Bunge se comprometa totalmente a uma abordagem para deter todas as formas de desmatamento da vegetação nativa no Cerrado. Uma combinação de incentivos para a expansão livre de desmatamento com um mecanismo sancionatório para a não conformidade poderia impedir o agronegócio da produção insustentável de soja. Uma abordagem como tal mitigaria tanto os riscos reputacionais quanto os de mercado, descritos acima.

Análise de risco financeiro

Nesta seção analisamos as possíveis implicações financeiras dos riscos de sustentabilidade, as quais elaboramos acima: Existem cinco questões importantes neste contexto:

1. Quais são os riscos para a Bunge relacionados à soja vinculada ao desmatamento do Piauí que entra em sua cadeia de fornecimento?
2. Quais são os cenários mais prováveis relacionados à reação da Bunge aos riscos de desmatamento?
3. Quais são as consequências operacionais e financeiras desses cenários, incluindo os custos de ativos potencialmente encalhados no Piauí? Quais são os custos se a Bunge continuar a permitir a soja vinculada ao desmatamento em sua cadeia de fornecimento?
4. Quem está financiando a dívida e equidade da Bunge e como a não conformidade relacionada ao desmatamento no Piauí impactará essas relações?
5. No total, quais são os riscos para os detentores de dívida e equidade, relacionados à não conformidade com o desmatamento, ou pelo impacto de 'ativos encalhados'?

Resultados recentes

Nos últimos cinco anos (de 2012 a 2016), a receita líquida da Bunge diminuiu constantemente, de US\$ 61 bilhões (2012) para US\$ 42,7 bilhões (2016). Para o ano fiscal terminando em dezembro de 2017, espera-se que as receitas líquidas aumentem ligeiramente para US\$ 46,8 bilhões (estimativas do consenso da Bloomberg). Com o declínio das receitas líquidas, o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA) foram relativamente voláteis para o período de 2012 a 2016, ou seja, na faixa de US\$ 1,6 bilhão (2012) e US\$ 2,5 bilhões (2013). O EBITDA 2017E (consenso Bloomberg) é de US \$ 1,3 bilhão.

Figura 6: Principais números da Bunge.

Fonte: Bloomberg. Exercícios até o final de dezembro.

Milhões US\$	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
Receitas líquidas	61,0	61,3	57,2	43,5	42,7	46,8
Lucro bruto	2,6	2,8	2,7	2,7	2,4	2,1
EBITDA	1,6	2,5	1,7	1,8	1,7	1,3
Depreciação/Amortização	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6
EBIT	1,1	1,9	1,1	1,3	1,1	0,7
Lucro líquido	0,7	1,2	0,5	0,7	0,7	0,4
EPS (US\$)	4,61	7,92	3,58	4,83	4,63	2,97
Fluxo de caixa livre depois capex	-1,6	1,2	0,6	0,0	1,1	

A redução relativamente grande das receitas líquidas de US\$ 57,2 bilhões (em 2014) para US\$ 43,5 bilhões (em 2015), foi impulsionada principalmente pelos preços mundialmente significativamente mais baixos das commodities em 2015. Os preços da soja foram em média 24% inferiores em relação a 2015. Isso mostra que os resultados operacionais da Bunge dependem em grande parte dos preços das commodities agrícolas. O lucro bruto de 2017 foi particularmente fraco no primeiro semestre devido à lentidão nas vendas dos agricultores, mas está se recuperando no segundo semestre.

A Bunge opera em cinco segmentos diferentes. No exercício encerrado em dezembro de 2016, 70% das receitas líquidas foram geradas a partir de seu segmento de «agronegócios». Este segmento está principalmente envolvido na compra, armazenamento, transporte, processamento e venda de commodities agrícolas (grãos, soja, sementes de colza, canola e girassol) e outros produtos básicos. Os 30% restantes das receitas líquidas foram gerados principalmente por meio de seus segmentos «produtos de óleo comestível» (16%), «açúcar e bioenergia» (9%) e «produtos de moagem» (4%). A margem EBITDA da Bunge é relativamente baixa porque a Bunge é uma trader com uma baixa taxa de rotatividade de ativos, ativa em segmentos competitivos com produtos sensíveis à substituição de produtos.

Risco de reputação é um dos principais propulsores do cenário que reduz o desmatamento

A Bunge não divulga publicamente sua base de clientes. Em seu relatório anual de 2016, a Bunge afirma que os principais compradores de suas oleaginosas (soja), grãos e farelo de soja são os fabricantes de ração para animais, produtores de gado, moinhos de trigo e milho e outros processadores de sementes oleaginosas. Os principais compradores de seus óleos vegetais não refinados são as empresas de processamento de óleos comestíveis. Quanto aos derivados de óleos comestíveis, os clientes da Bunge incluem empresas de panificação, produtores de lanches rápidos (snacks), cadeias de restaurantes, distribuidores de serviços alimentares e outros fabricantes de alimentos que utilizam óleos vegetais e gorduras como ingredientes em suas operações, além de redes de supermercados, atacadistas, distribuidores e outros varejistas que vendem para consumidores sob a própria marca da Bunge ou sob marcas próprias. Esses clientes incluem processadores e fabricantes mundiais e nacionais de alimentos, muitos dos quais são proprietários de marcas líderes em suas categorias de produtos.

Com base nas informações apresentadas no relatório anual de 2016, pode-se presumir que os maiores fabricantes de ração para animais e alimentos do mundo são os principais clientes da Bunge. Uma apresentação de investidores da Bunge em 2014 revela alguns de seus clientes de ingredientes alimentícios, incluindo empresas como a Nestlé (Suíça), a Kellogg (Estados Unidos) e a Mondelēz International (Estados Unidos). A análise da cadeia de fornecimento da Bloomberg também lista a New Hope Liuhe (China), a Ttet Union (Taiwan), METRO (Alemanha), Companhia Brasileira de Distribuição (Brasil), Axfood (Suécia), Kerry Group (Irlanda) e Grupo Bimbo (México) como clientes da Bunge. Embora nem todas essas empresas estejam necessariamente comprando a soja da Bunge proveniente do Piauí, a percepção do risco de danos à reputação pode afetar o relacionamento entre a Bunge e a parte da base de clientes que assumiu compromissos de desmatamento zero.

A maioria dos clientes identificados da Bunge mencionados no parágrafo acima também faz parte do Consumer Goods Forum e, ao lado dessas, grandes empresas conhecidas e prováveis clientes da Bunge, como a Unilever (Holanda/Reino Unido), Danone (França), Procter & Gamble (Estados Unidos) e Tyson Foods (Estados Unidos) são membros.

Análises de cenário: impacto de ativos encalhados e receitas em risco

Com base na análise acima da base de clientes e na abordagem de desmatamento pelos principais clientes, um cenário possível é que a Bunge colabore na redução do risco de reputação e ajuste suas políticas de compras. Este cenário será analisado calculando o impacto operacional e financeiro de tal abordagem (veja abaixo). No entanto, se a Bunge continuar a obter soja vinculada ao desmatamento no Piauí, precisamos estimar a potencial receita em risco da Bunge, em relação a seus clientes membros do Consumer Goods Forum (cenário 2):

- **Cenário 1:** A Bunge interrompe o fornecimento de soja vinculada ao desmatamento do Piauí, sem arriscar qualquer relacionamento com os clientes que são membros do Consumer Goods Forum e apenas experimentando o impacto de seus ativos encalhados no Piauí (veja abaixo);
- **Cenário 2:** A Bunge continua a fornecer soja vinculada ao desmatamento do Piauí, colocando em risco suas relações com os 23 membros do Consumer Goods Forum que apóiam o Manifesto do Cerrado (ver abaixo).

Cenário 1: ativos encalhados têm impacto mínimo e as receitas não estão em risco

Se a Bunge parar de comprar vinculada ao desmatamento do Piauí, ela não arriscará nenhum dos seus relacionamentos existentes com os clientes membros do Consumer Goods Forum. Portanto, os únicos dois riscos para a Bunge nesse cenário são ativos potencialmente encalhados localizados no Piauí e uma pequena redução potencial nas receitas líquidas causada pela incapacidade de comprar imediatamente toda a soja necessária de outros fornecedores. No entanto, estimamos que isso não afetará significativamente as receitas, uma vez que qualquer incapacidade potencial de obter soja só durará por um curto período.

A suspensão parcial do fornecimento de soja a partir de terras desmatadas no Piauí terá um impacto sobre os ativos da Bunge localizados nessa região. Se a Bunge precisar fechar temporariamente algumas de suas instalações existentes no Piauí, ou alterar sua infraestrutura para não obter soja de certas partes do Piauí, pode-se

presumir que isso terá um impacto negativo na avaliação de seus ativos não correntes. (ativos fixos).

De acordo com o relatório anual do FY2016 (página F-71), o valor dos ativos não correntes brasileiros da Bunge era de US\$ 2,45 bilhões no final de dezembro de 2016. Eles representam 39,5% do total de ativos não correntes da Bunge. De acordo com a análise de sustentabilidade apresentada acima, a Bunge possui 100 instalações localizadas no Brasil, sete das quais localizadas no Piauí. Portanto, como estimativa aproximada, contribuimos com 7% do valor dos ativos não correntes brasileiros para o Piauí.

Usando essa estimativa de 7%, calculamos que o valor dos ativos não correntes localizados no Piauí totaliza em US \$ 171,6 milhões. Em seguida, assumimos que (parte dos) ativos do Piauí terão que ser prejudicados e que não há opção realista de que a Bunge possa vender esses ativos ou redistribuir esses ativos em sua cadeia de fornecimento. Podemos presumir isso porque é provável que a maioria dos ativos seja adaptada às necessidades do Piauí e o custo de vendê-los ou redistribuí-los superaria possíveis receitas. Com base nessas premissas, estimamos a perda de valor dos ativos não correntes da Bunge no Piauí em três resultados:

Resultado 1.1: 30% do valor contábil dos ativos no Piauí terão que ser comprometidos;

Resultado 1.2: 50% de prejuízo;

Resultado 1.3: 100% de prejuízo;

A Figura 7 mostra esses três resultados. O impacto de uma redução de 30% do valor contábil dos ativos no Piauí se traduz em uma redução de 0,5% do valor patrimonial líquido por ação, que é igual a 0,3% do preço da ação. Se o valor dos ativos no Piauí diminuir em 50%, isso resultará em uma redução de 0,8% no valor patrimonial líquido por ação, o que equivale a 0,6% do preço da ação. Finalmente, no caso em que 100% dos ativos no Piauí sejam prejudicados, isso levará a uma redução de 1,5% no valor patrimonial líquido por ação, equivalente a 1,2% do preço da ação. Este último cenário é o cenário mais provável se a Bunge parar completamente de suprir a soja vinculada ao desmatamento do Piauí.

Figura 7: Análise de ativos da Bunge para o Piauí.

Fonte: Relatório Anual de 2016 Chain Reaction Research.

Ativos do Piauí:	70% de B	50% de B	0% de B
Valor contábil (B) Ativos do Cerrado (base: US\$ 171,6 Milhões)	120,1	85,8	0,0
Prejuízo líquido:	51,5	85,8	171,6
-/- impostos (34%)	-17,5	-29,2	-58,4
Prejuízo líquido:	34,0	56,6	113,3
Número de ações (m)	147,5	147,5	147,5
Valor de redução / ação (US\$)	0,2	0,4	0,8
Em % do valor patrimonial líquido/ação (US \$ 51,2)	0,5%	0,8%	1,5%
Em % do preço da ação (US\$ 66,06)	0,3%	0,6%	1,2%

A análise acima mostra que, mesmo se todos os ativos não correntes no Piauí tenham que ser prejudicados, o impacto no valor dos ativos líquidos e no preço das ações da Bunge ainda seria mínimo. Isso indica que a potencial perda de ativos encaixados no Piauí não representa um risco grave para a Bunge e seus investidores, e, portanto, oferece oportunidades para a Bunge parar de comprar no Piauí sem sofrer impacto significativo de prejuízos de ativos não correntes.

Cenário 2: Custos iguais a 22% do valor patrimonial se a Bunge continuar a comprar do Piauí e correr o risco do impacto do Manifesto do Cerrado

As 23 empresas que apoiam o Manifesto do Cerrado se comprometeram a trabalhar com partes interessadas locais e internacionais. Portanto, se não parar de comprar soja vinculada ao desmatamento do Piauí, a Bunge poderia arriscar seus relacionamentos existentes com essas empresas. É provável que algumas dessas empresas sejam clientes importantes para a Bunge, uma vez que entre as 23 empresas (acima mencionadas) se encontram algumas das maiores empresas de alimentos/varejo do mundo.

Para estimar a receita em risco da Bunge, presumimos que as 23 empresas juntas representem 10% das receitas líquidas totais da Bunge (menos de 0,5% cada), o que significa US\$ 4,7 bilhões, considerando a estimativa do ano fiscal de 2017 como a receita base. A margem bruta média nos últimos cinco anos foi de 5%. Supondo que essa margem bruta permaneça no mesmo patamar, a perda de lucro bruto e o impacto no EBITDA seriam de US\$ 0,2 bilhão. Se essas receitas não vazarem para novos clientes, o valor disso seria de US\$ 2 bilhões em um cálculo de fluxo de caixa descontado, o que equivale a 13,3% do Valor da Empresa atual da Bunge (Figura 8) e 21,7% de sua capitalização de mercado (Figura 8). No entanto, é de se esperar que a Bunge encontre outras empresas no mercado fragmentado de rações/alimentos para animais para substituir algumas das 23 empresas e, assim, reduzir um pouco os efeitos potenciais gerais desse cenário. Ainda assim, comparado ao Cenário 1, esse cenário representa muito mais riscos financeiros para a Bunge.

Esse cenário também pressupõe que os ativos não correntes da Bunge no Piauí não precisam ser prejudicados, devido às possibilidades de a Bunge encontrar substitutos para as 23 empresas que apoiam o Manifesto do Cerrado.

Conclusão: O cenário de «redução do risco de reputação», de longe, o mais atraente

No geral, os resultados da análise acima mostram que o Cenário 1 (redução do risco de reputação) é de longe o cenário financeiramente mais atraente para a Bunge. No Cenário 1, a Bunge não coloca nenhuma receita significativa em risco e o impacto de seus ativos encaixados no Piauí provavelmente será mínimo, igual a, no máximo, 1% do preço de suas ações. No Cenário 2, a Bunge coloca em risco uma parte maior de sua receita, e o impacto financeiro é igual a 22% do valor patrimonial.

Financiadores da Bunge: grandes relações com credores oferecem oportunidade de se envolver

A figura 8 mostra os indicadores financeiros da Bunge relacionados à divisão do financiamento. Como pode ser visto, a dívida líquida da Bunge atingiu US\$ 4,9 bilhões no final de setembro de 2017. Esse aumento representa US\$ 1,1 bilhão em comparação a dezembro de 2016, e esse aumento se traduz em um aumento na relação dívida líquida/EBITDA de 2,3x para 3.8x.

Os títulos emitidos são o maior componente da dívida bruta em aberto e dos empréstimos bancários à minoria. No entanto, no final de setembro de 2017, a Bunge tinha US\$ 4,7 bilhões em capacidade de empréstimos não utilizada e disponível sob suas linhas de crédito comprometidas com várias instituições de crédito.

Figura 8: Divisão de financiamento da Bunge; Equidade versus dívida.

Fonte: Bloomberg, Chain Reaction Research.

Milhões US\$	2012	2013	2014	2015	2016	2017 Q3
Total de ativos	27,3	26,8	21,4	17,9	19,2	20,6
Capital próprio (excluindo interesses minoritários) conforme reportado	10,9	9,9	8,4	6,4	7,1	7,5
Valor da empresa	20,1	21,5	19,1	14,8	14,7	15,3
Capitalização de mercado	10,6	12,1	13,2	9,7	10,1	9,5
Dívida bruta	8,9	9,1	5,2	4,8	4,8	5,9
Dinheiro	0,6	0,7	0,4	0,6	1,0	0,9
Dívida líquida	8,3	8,4	4,8	4,1	3,8	4,9
Dívida líquida/EBITDA (X)	5,0	3,4	2,9	2,3	2,3	3,8

A Bunge está listada na Bolsa de Valores de Nova Iorque. A Figura 9 mostra os 10 principais acionistas da Bunge, a partir das datas do depósito mais recentes. Como pode ser visto, todos os 10 principais acionistas são dos EUA. Todos esses acionistas tiveram uma pontuação baixa na Forest 500, um ranking de instituições financeiras e empresas sobre suas políticas de desmatamento. A Figura 9 também mostra os acionistas da Bunge que pontuaram 3 de 5 ou mais no ranking Forest 500: Crédit Agricole (França), Goldman Sachs (EUA), JP Morgan Chase (EUA) e Allianz (Alemanha). Devido ao risco de reputação, algumas dessas instituições financeiras podem estar inclinadas a considerar opções de participação ou desinvestimento.

Figura 9: Os 10 principais acionistas da Bunge, a partir de junho a outubro de 2017 (datas do depósito mais recentes)

Fonte: Thomson Reuters Eikon, Chain Reaction Research.

Instituição financeira	País	Forest 500	% pendente	Valor (milhões de US\$)
Vanguard	U.S.	*	10,37	1.013
T. Rowe Price	U.S.	*	7,26	686
BlackRock	U.S.	**	6,83	667
Franklin Resources	U.S.	**	3,56	342
Fidelity Investments	U.S.	*	7,48	316
State Street	U.S.	**	2,97	290
LSV Asset Management	U.S.	-	1,95	190
Carlson Capital	U.S.	N.A.	1,59	156
Adage Capital Management	U.S.	N.A.	1,58	155

Dimensional Fund Advisors	U.S.	*	1,58	154
--	--	--	--	--
Crédit Agricole	França	***	1,50	141
Goldman Sachs	U.S.	****	1,00	97
JPMorgan Chase	U.S.	***	0,90	92
Allianz	Alemanha	***	0,75	81

A dívida bruta em circulação consiste principalmente em títulos emitidos. A Figura 10 mostra os 10 principais detentores de títulos, a partir das datas de depósito mais recentes. Como pode ser visto, a maioria desses detentores de títulos são administradores de ativos com base nos EUA que pontuam abaixo da média no ranking do Forest 500. Esses detentores de títulos provavelmente não serão facilmente incentivados a considerar as possibilidades de participação ou desinvestimentos, exceto talvez o JP Morgan Chase (EUA). A AXA (França), a Allianz (Alemanha) e a Crédit Agricole (França) são outros importantes detentores de títulos que possuem classificação Forest 500 de pelo menos 3 de 5. Algumas dessas instituições financeiras podem estar inclinadas a considerar possibilidades de participação ou desinvestimento.

Instituição financeira	País	Forest 500	% Pendente	Valor (milhões de US\$)
Vanguard	U.S.	*	2,51	129
Baird	U.S.	N.A.	2,24	115
MassMutual Financial	U.S.	*	1,88	96
American International Group (AIG)	U.S.	*	1,34	69
Thrivent Financial	U.S.	N.A.	0,92	47
BlackRock	U.S.	**	0,87	45
Prudential (UK)	Reino Unido	**	0,62	32
CNO Financial Group	U.S.	N.A.	0,61	31
JPMorgan Chase	U.S.	***	0,61	31
Principal Financial Group	U.S.	*	0,61	31
Outros detentores de títulos importantes				
AXA	França	***	0,51	26
Allianz	Alemanha	***	0,45	23
Crédit Agricole	França	***	0,36	19

Figura 10: Maiores detentores de títulos a partir de junho a setembro de 2017 (datas de depósito mais recentes);

Fonte: Thomson Reuters Eikon, Chain Reaction Research.

A Bunge também tem relações com certos bancos que regularmente fornecem empréstimos e disponibilizaram linhas de crédito que podem ser utilizadas caso necessário. Os bancos são um importante apoio financeiro para a Bunge, já que além dos empréstimos em aberto, a Bunge em setembro de 2017 também tinha, com várias instituições de crédito, US\$ 4,7 bilhões de capacidade em empréstimos não utilizados e disponíveis sob suas linhas de crédito comprometidas. A Figura 11 mostra os bancos mais importantes que concederam empréstimos e/ou disponibilizaram linhas de crédito à Bunge desde janeiro de 2014. Como pode ser visto, sete dessas instituições financeiras pontuam 3 de 5 ou mais no ranking do Forest 500. Algumas dessas instituições financeiras poderiam ser inclinadas a se envolver com a Bunge em suas atividades no Piauí ou a considerar as possibilidades de desinvestimento. Isso representa um grave risco para a Bunge, uma vez que a empresa não pode se arriscar a perder o acesso a linhas de crédito de que poderá necessitar para acessar capital no futuro.

Figura 11: Os bancos mais importantes desde janeiro de 2014

Fonte: Thomson Reuters Eikon, Chain Reaction Research, Forest 500.

Instituição financeira	País	Forest 500	Valor (milhões de US\$)
BNP Paribas	França	*****	461
Mitsubishi UFJ Financial	Japão	**	362
Citigroup	Estados Unidos	***	312
HSBC	Reino Unido	*****	293
Rabobank	Países Baixos	****	284
Crédit Agricole	França	***	274
Royal Bank of Scotland	Reino Unido	****	205
Société Générale	França	***	179
Mizuho Financial	Japão	**	177
Lloyds Banking Group	Reino Unido	**	149

A análise acima mostra que apenas alguns dos 10 principais acionistas e detentores de títulos (veja Figura 9 e Figura 10) estariam inclinados a participar ou desinvestir. No entanto, sete entre dez dos mais importantes provedores de empréstimos e linhas de crédito da Bunge tendem a considerar opções de participação e de desinvestimento, indicando que, quando se trata de empréstimos, a Bunge se arrisca a perder (portenciais) financiadores importantes quando continua a comprar no Piauí. Isso poderia levar a custos de financiamento mais altos, o que impactaria o custo do capital.

Valorização e riscos

A Figura 12 mostra a valorização do grupo de pares. As atuais relações P/L e P/B da Bunge são altas, situando-se 13,7% e 10,7% acima da média, respectivamente. Seu múltiplo EV/EBITDA, por outro lado, é relativamente baixo, com uma pontuação 16,5% abaixo da média.

Se observarmos os dois cenários que estimam o impacto da Bunge: ou parar com a compra de soja vinculada ao desmatamento do Piauí ou continuar suas atividades atuais, o impacto sobre o EBITDA seria, respectivamente, zero e US\$ 0,2 bilhão. A

redução estimada no EBITDA para o Cenário 2 levaria a um múltiplo EV/EBITDA mais alto, o que levaria a um múltiplo EV/EBITDA que aumentaria para 14X. É claro, é preciso levar em conta que a Bunge provavelmente é capaz de encontrar outras empresas no fragmentado mercado de alimentos para animais para (parcialmente) contrabalançar as receitas em risco, mas isso só poderá ser possível por um período mais longo.

Da mesma forma, se analisarmos o impacto dos possíveis ativos encalhados da Bunge no Piauí (Cenário 1) sobre a relação P/B, podemos ver que o impacto das nossas estimativas no valor contábil seria de US\$ 34,0 milhões (30% de prejuízo) , US\$ 56,6 milhões (50% de prejuízo) ou U\$ 113,3 milhões (100% de prejuízo), o que se traduziria em uma redução de 0,5%, 0,8% ou 1,5% no valor contábil por ação. Isso levaria a um aumento muito pequeno na relação P/B, o que não afeta realmente o quadro atual de valorização relativa.

6 de dezembro 2017 em milhões de US\$	Cap. de mercado	Preço (local)	P/E	EV/EBITDA	P/B
Bunge	9.290	66,1	22,6	11,9	1,4
Archer Daniels Midland	22.840	40,8	17,4	12,5	1,3
Olam International	5.108	1,6	16,7	14,2	1,3
The Andersons	889	31,3	32,1	19,2	1,2
Wilmar International	14.445	2,3	<u>10,6</u>	<u>13,3</u>	<u>0,9</u>
Média			19,9	14,2	1,2
Bunge Premium/discount (%) x média			13,7%	-16.5%	10.7%

Em conclusão, a análise acima mostra que o cenário em que a Bunge interrompe o fornecimento de soja vinculada ao desmatamento do Piauí (Cenário 1) é mais benéfico para a Bunge, pois nesse caso não coloca nenhuma receita em risco e apenas incorre num impacto insignificante relativo aos activos encalhados nos resultados globais. O cenário em que a Bunge continua a comprar soja vinculada ao desmatamento do Piauí colocou uma parte substancial da receita em risco, o que poderia afetar seriamente o múltiplo EV/EBITDA e outros parâmetros financeiros.

«Embora este relatório seja exibido em português, é uma tradução informal de um relatório original escrito em inglês. O texto em inglês é a versão oficial. Quaisquer diferenças ou discrepâncias entre a versão oficial e a tradução informal não são intencionais. A versão em português não deve ser usada por nenhum motivo, inclusive para fins de conformidade ou execução, e não deve criar nenhuma reivindicação legal ou causa de ação.»

Figura 12: Valorização do grupo de pares

Fonte: Bloomberg, Chain Reaction Research.

Aviso legal:

Este relatório e as informações nele contidas são derivados 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.