



Atualização dos Emissores do Setor Sucroalcooleiro – 24/25

19 de agosto de 2025

Credit Research Products

Frederico Khouri
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Luís Fernando Gonçalves
Brasil – Banco BTG Pactual S.A

Fernando Revers
Brasil – Banco BTG Pactual S.A



Índice



1. Panorama do setor sucroalcooleiro

[Principais pontos para acompanhar o setor](#)

[Perspectivas para 2025-26](#)

[Perfil da moagem no Brasil](#)

2. Mercado de títulos públicos

[Raízen](#)

[São Martinho \(SMTO\)](#)

[Tereos \(TAEB\)](#)

[FS Biocombustível](#)

[Coruripe](#)

[Adecoagro Vale do Ivinhema \(AVI\)](#)

[Açucareira Quatá \(Zilor\)](#)

[Cerradinho Bio / Neomille](#)

[Colombo](#)

[Vale do Tijuco \(CMAA\)](#)

[Cocal](#)

[Jalles Machado \(JALL\)](#)

[Nardini](#)

[Cerradão](#)

[São Manoel](#)

[Pitangueiras](#)

[Jacarezinho \(Maringá\)](#)

[Santa Fé](#)

[Caeté](#)

[Copersucar](#)

3. Disclaimers

Panorama do setor sucroalcooleiro



Principais pontos para acompanhar o setor



Principais pontos para acompanhar o setor

Preços	Açúcar
	Etanol
	Gasolina
	Petróleo
	Taxa de câmbio
Produção	Tamanho da safra
	Produtividade da safra
	Mix (açúcar-etanol)
	Produção de açúcar na Índia, UE e Tailândia
Demanda	Tamanho da frota
	Atividade econômica
	Emprego
Aspectos regulatórios	Incentivos ao consumo de etanol
	Política de precificação de combustíveis
	Tributação sobre combustíveis
	Barreiras à importação de etanol

Resumo de 2024-25 (abril-março)

O setor sucroalcooleiro enfrentou adversidades relevantes durante a safra 2024-25, especialmente devido às condições climáticas desfavoráveis. A ocorrência de secas prolongadas e queimadas comprometeu o desempenho de diversas usinas no Centro-Sul, resultando em uma redução de aproximadamente 5% a 6% no volume de cana processada. Esses eventos também impactaram a qualidade da matéria-prima, com queda nos níveis de Açúcar Total Recuperável (ATR) disponíveis, afetando diretamente a eficiência produtiva.

Mesmo com esse cenário, os preços ao longo da safra continuaram favorecendo o açúcar, que manteve um prêmio médio de 28% em relação ao etanol – diferencial associado principalmente aos maiores custos logísticos da exportação do açúcar. Quando o spread ultrapassa essa faixa de 28%, a produção de açúcar tende a ser mais atrativa, incentivando as usinas a priorizarem esse produto em seu mix.

Contudo, em algumas regiões mais afetadas pelas queimadas, a queda no ATR obrigou as usinas a redirecionarem parte da moagem para a produção de etanol, cujo processamento é menos complexo do ponto de vista industrial. Essa mudança forçada, somada às margens reduzidas do etanol em relação ao açúcar, pressionou a rentabilidade de parte do setor. Além disso, os impactos climáticos e queimadas exigiram investimentos adicionais em tratos culturais e recuperação de áreas, elevando o consumo de caixa e os custos operacionais das usinas.

Ainda assim, o Centro-Sul registrou a segunda maior moagem de sua história, com 622 milhões de toneladas de cana processadas na safra 2024/25, segundo dados da UNICA. A produção de açúcar totalizou 40 milhões de toneladas (-5% a/a), enquanto a de etanol alcançou 35 bilhões de litros (+4% a/a) – impulsionada pelo aumento da participação do etanol de milho, cuja competitividade foi reforçada pelo menor custo médio (R\$ 1,88/l) em relação ao etanol de cana (R\$ 2,36/l). O mix de produção permaneceu estável, com o açúcar representando 48% do total, uma queda de apenas 1 p.p.

No mercado de etanol, os preços apresentaram valorização expressiva, com alta acumulada de cerca de 30% no ano, reflexo de uma oferta mais restrita e estoques reduzidos no início da safra. A defasagem entre produção e consumo elevou a pressão sobre os preços, levando a paridade etanol-gasolina a superar os 68%, chegando a ultrapassar os 70% em determinados momentos. Além dos fatores conjunturais, a competitividade do etanol foi reforçada por mudanças estruturais, como o aumento do ICMS sobre a gasolina e a aprovação da reforma tributária, que estabelece um novo regime unificado de tributação. Essa alteração tende a beneficiar o setor no médio prazo, ampliando sua atratividade em relação aos combustíveis fósseis.

Perspectivas para 2025-26 (abril-março)

A dinâmica do mercado para a safra 2025/26 deve seguir linha semelhante à observada no ciclo anterior, com destaque para a contínua expansão da produção de etanol de milho. A estimativa é de um acréscimo de 2 bilhões de litros, reforçando o papel desse biocombustível na matriz energética nacional. Segundo projeções do USDA, o mix de produção continuará favorecendo o etanol, cuja participação deve alcançar 51% – reflexo de sua valorização em um ambiente de demanda resiliente, mesmo diante do aumento da oferta.

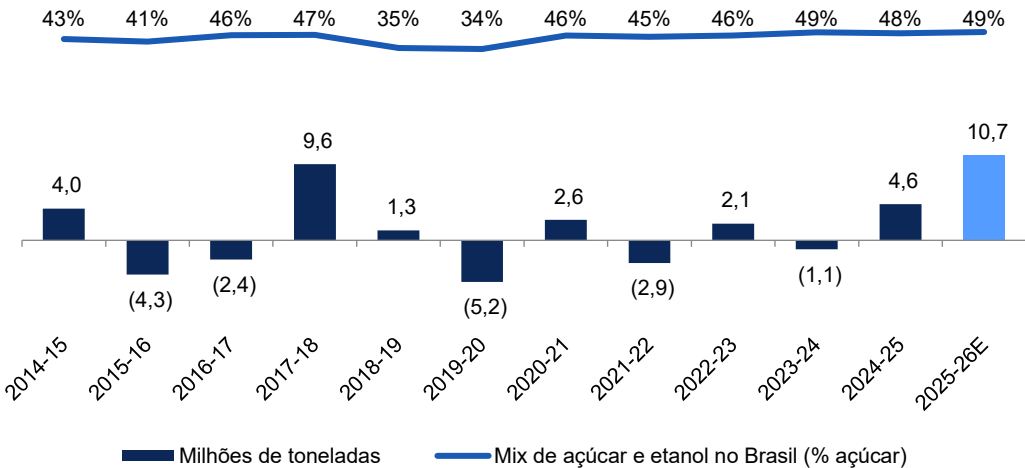
Do lado da demanda, o cenário é igualmente favorável. A entrada em vigor da Lei do Combustível do Futuro, que eleva de 27% para 30% a mistura obrigatória de etanol anidro na gasolina, deve adicionar aproximadamente 1,3 bilhão de litros ao consumo anual. Soma-se a isso a expectativa de recuperação das exportações e o crescimento do consumo de combustíveis do ciclo Otto, impulsionado pela expansão do PIB. Nesse contexto, mesmo com o avanço da produção, a oferta adicional pode não ser suficiente para atender à nova demanda, o que tende a sustentar os preços do etanol em níveis elevados ao longo da próxima safra.

As perspectivas para o mercado global de açúcar indicam um cenário de sobreoferta no curto/médio prazo, conforme projeções do USDA. A produção global está estimada para alcançar 189 milhões/t, impulsionada principalmente pela maior produção no Brasil (+2% a/a) – que está operando próximo de sua capacidade máxima – bem como um forte aumento de produção na Índia (+25% a/a), reflexo de condições climáticas favoráveis e aumento da área de produção. Essa combinação tende a elevar o excedente global de açúcar, o que poderá manter uma pressão sobre os preços internacionais.

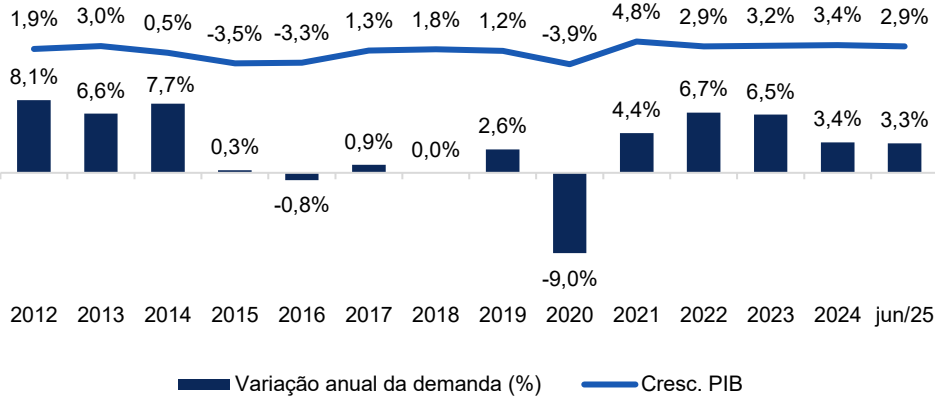
Mesmo diante desse aumento da oferta, não se espera, por ora, que as cotações recuem significativamente abaixo dos 16 centavos de dólar por libra-peso (c/lb), sustentados por fatores estruturais como a demanda global consistente e o aumento dos custos de produção.

Atualmente, os preços internacionais do açúcar operam entre 16 e 17 c/lb, abaixo dos 18–20 c/lb registrados durante boa parte da safra 2024/25. No entanto, como muitas usinas brasileiras já haviam fixado contratos a preços mais altos no começo da safra, os impactos da recente queda foram em grande parte mitigados.

Superávit global de açúcar e mix de produção no Brasil – USDA (Mai-25)



Demanda por combustíveis no Brasil

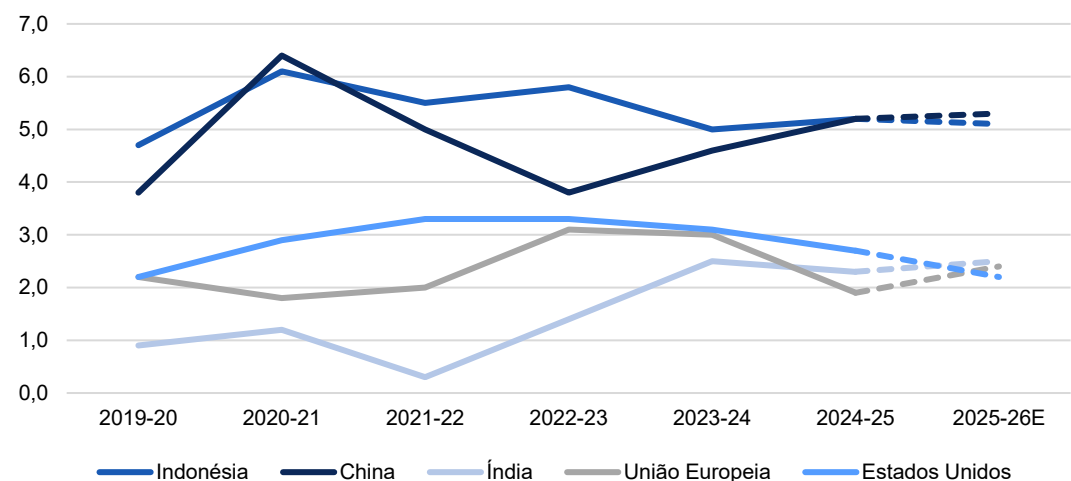


Visão global do setor de açúcar

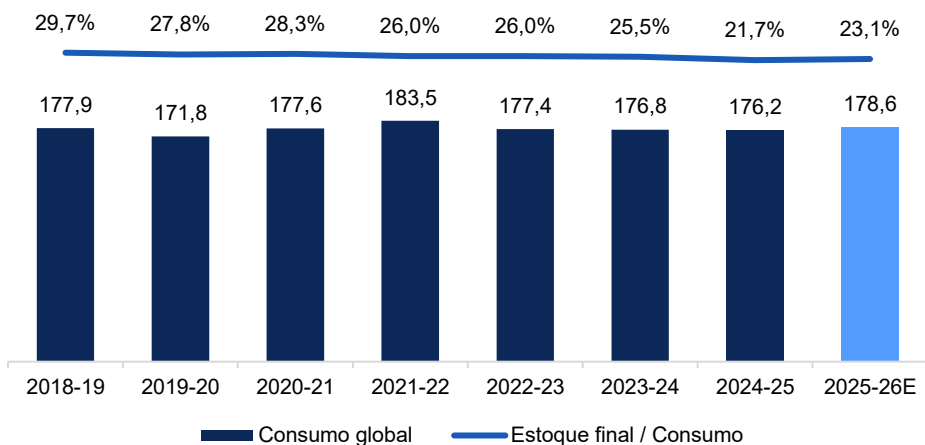
Principais produtores globais de açúcar

Principais produtores (milhões de ton)	2018-19	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25	2025-26E
Brasil	29,5	30,3	42,1	35,5	38,1	41,0	43,7	44,7
Índia	34,3	28,9	33,8	36,9	37,0	29,5	28,0	35,2
União Europeia	16,8	17,0	15,2	16,6	14,0	15,6	16,5	15,0
Tailândia	14,6	8,3	7,6	10,2	11,1	8,8	10,0	10,2
China	10,8	10,4	10,6	9,6	9,0	10,0	11,0	11,5
Outros	73,3	71,6	71,0	72,0	70,4	70,8	71,5	72,7
Produção global	179,2	166,6	180,2	180,6	179,5	175,7	180,8	189,3
Consumo global	177,9	171,8	177,6	183,5	177,4	176,8	176,2	178,6
Superávit / Déficit	1,3	(5,2)	2,6	(2,9)	2,1	(1,1)	4,6	10,7

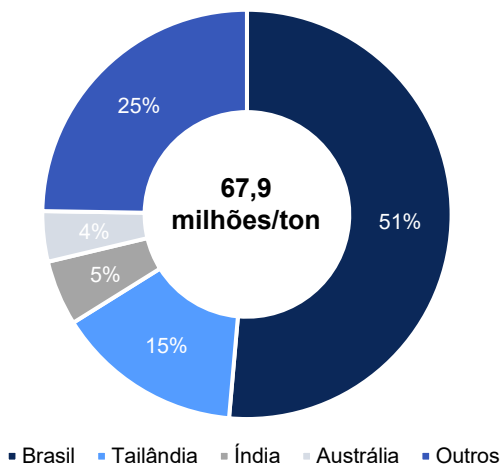
Principais importadores de açúcar (milhões/ton)



Relação global de estoque x consumo de açúcar (milhões/ton)

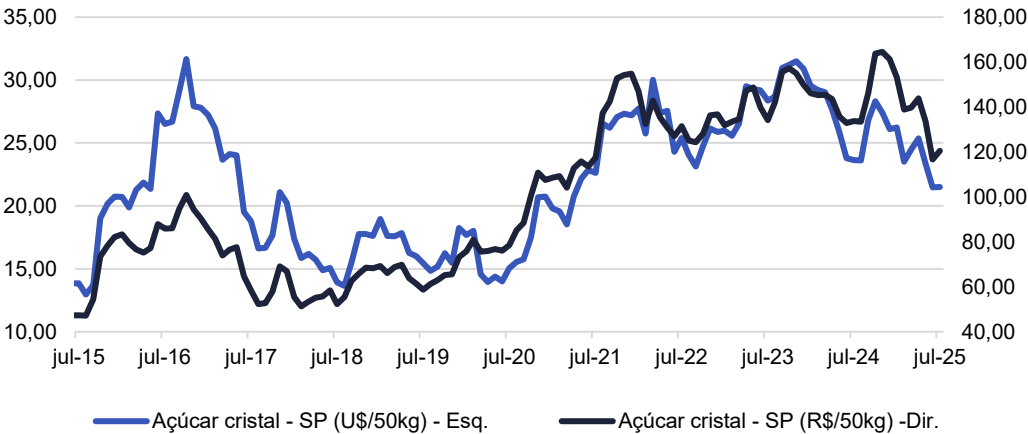


Principais exportadores de açúcar (2024-25)

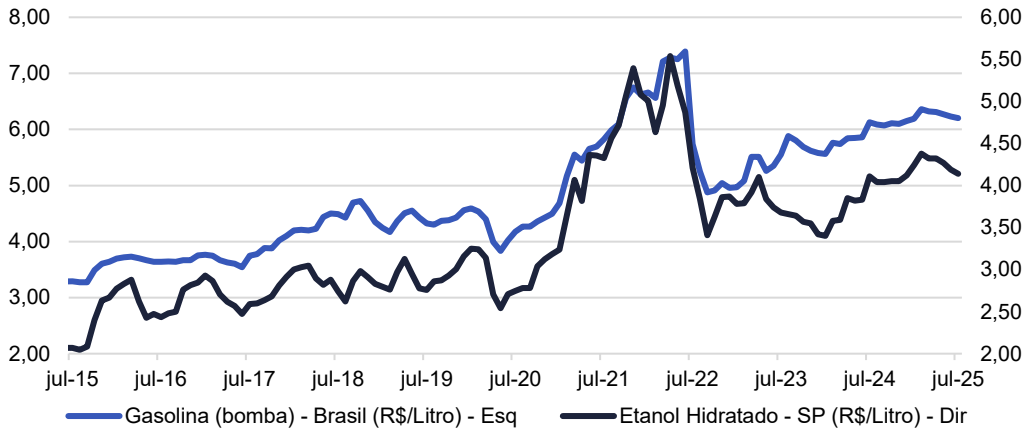


Histórico do setor sucroalcooleiro

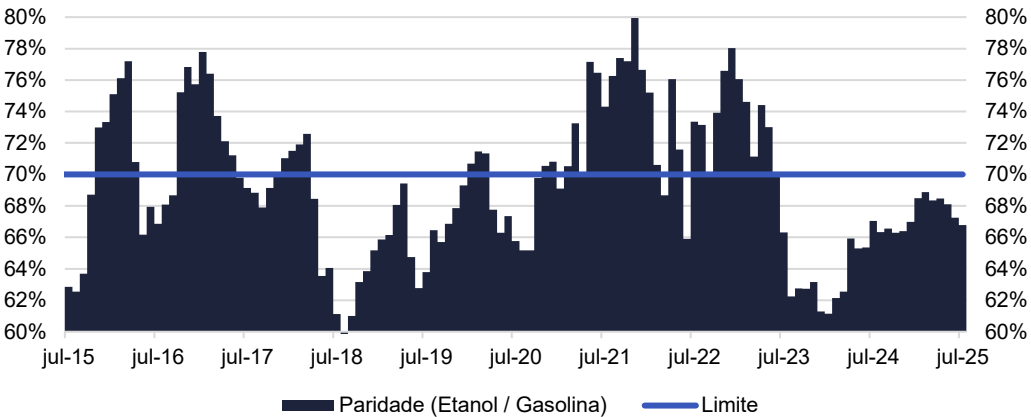
Preço do açúcar no Brasil



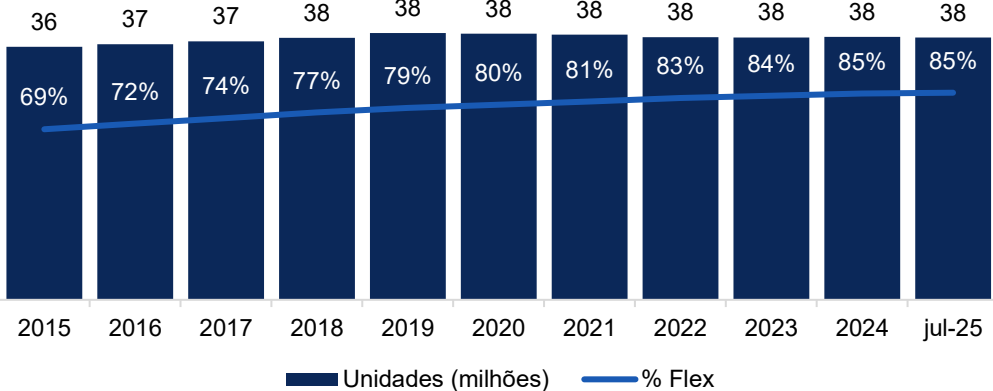
Preço dos combustíveis no Brasil



Paridade etanol-gasolina

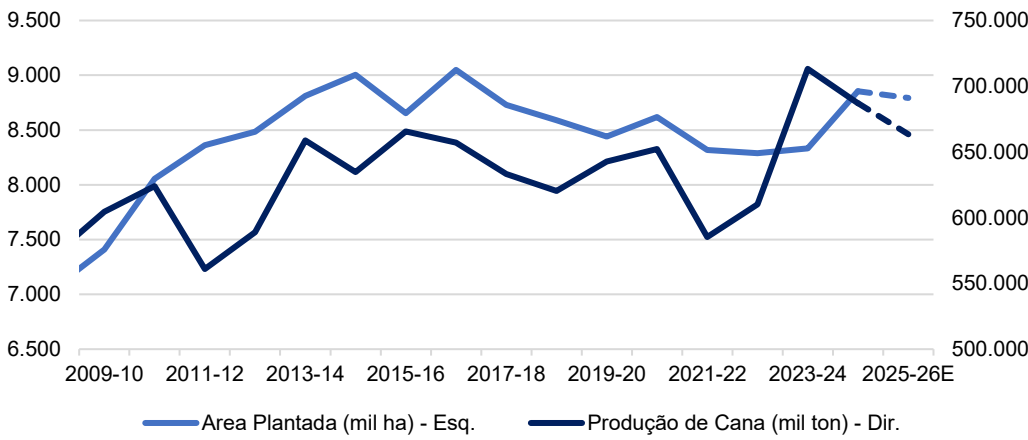


Evolução da frota circulante de veículos leves no Brasil

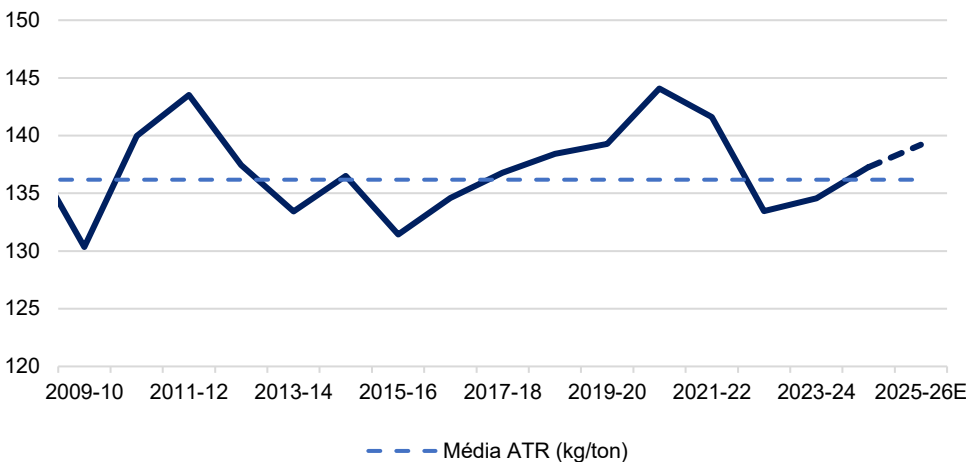


Histórico do setor sucroalcooleiro

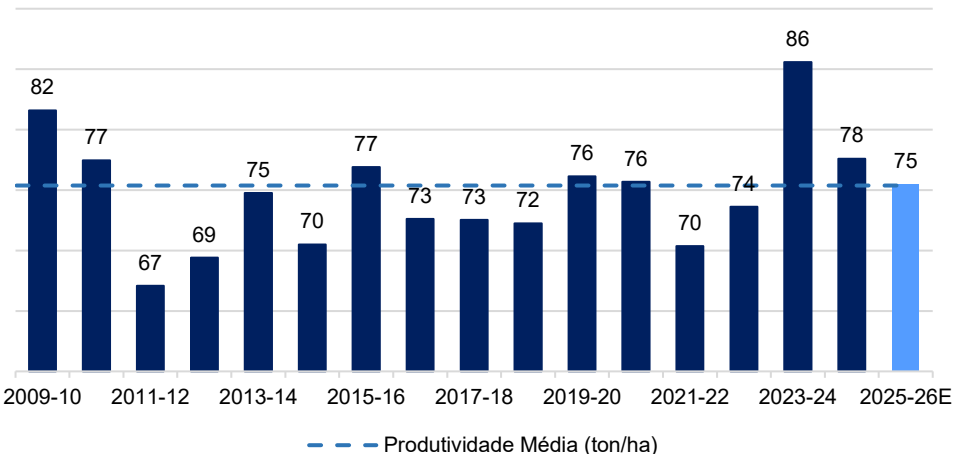
Produção e área de cana-de-açúcar no Brasil



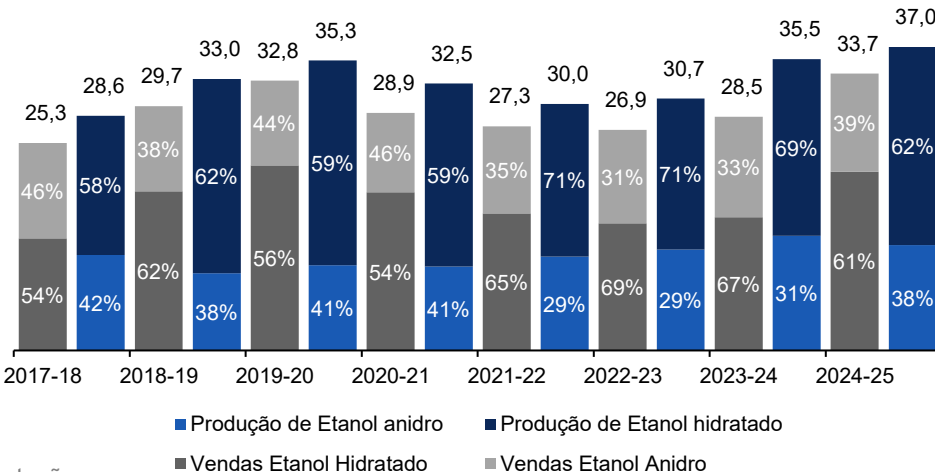
ATR Médio Nacional (kg/ton)



Produtividade Nacional – TCH (ton/ha)



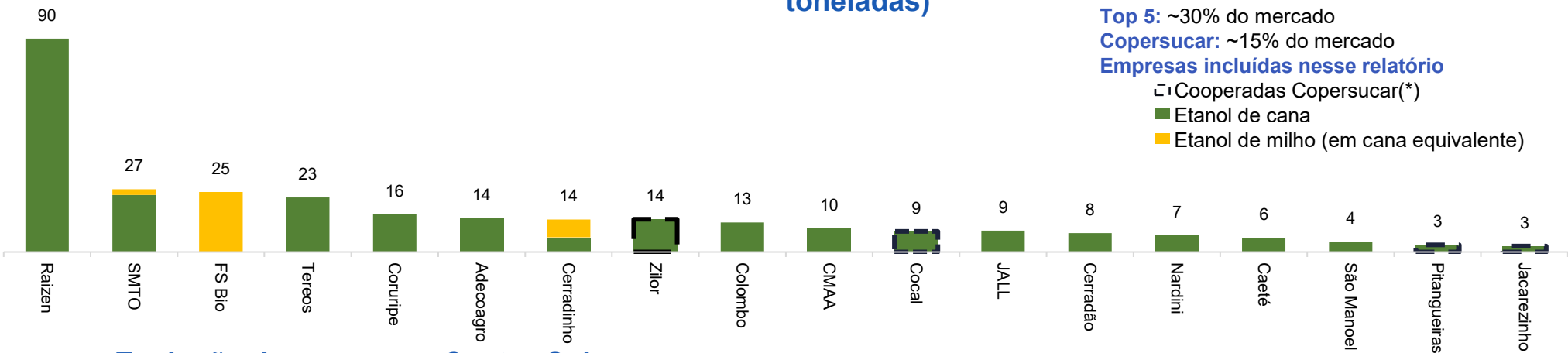
Produção x Venda de Etanol no Brasil (milhões/m³)*



Fontes: Cepea-Esalq, ANP e Conab. Nota(*): A relação de venda de combustíveis não contempla exportações e importações.

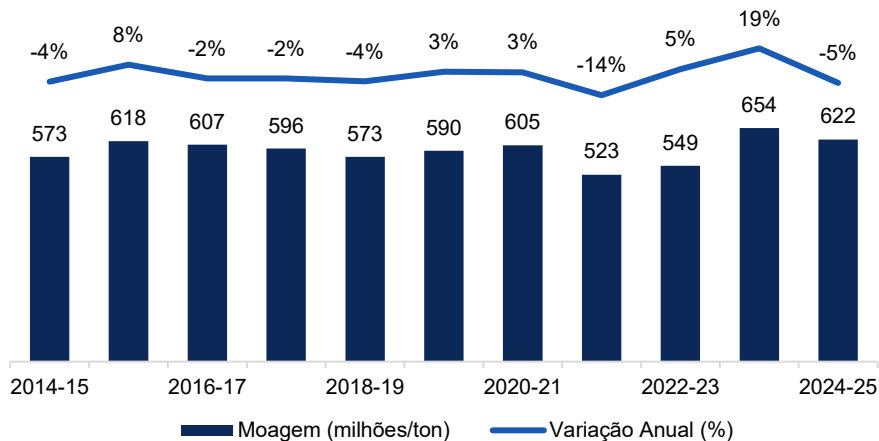
Perfil da moagem no Brasil

Principais emissores do setor por capacidade de moagem (milhões de toneladas)

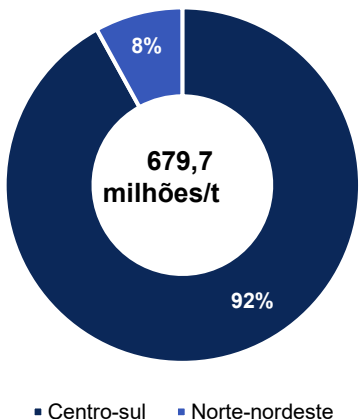


Top 5: ~30% do mercado
Copersucar: ~15% do mercado
Empresas incluídas nesse relatório
Cerradão Cooperadas Copersucar(*)
Etanol de cana
Etanol de milho (em cana equivalente)

Evolução da moagem – Centro-Sul



Moagem por região (2024-25)



Fontes: UNICA, Copersucar e Companhias. Notas: (*) Consulte a seção sobre a Copersucar para maiores informações sobre o modelo de negócio das cooperadas. Os números de capacidade de moagem são aproximados e contemplam as expansões com previsão de entrega até o final de 2024-25.

Atualização dos principais emissores



Ratings: AAA (S&P), AAA (Moody's) e AAA (Fitch)

Principais ativos: CRA022008NB, CRA022008ND, CRA020001P8, CRA02300JR7, RESA14, CRA019003V3, CRA020001P7, RESA17, CRA019000GT, RESA27, RESA15, CRA02300JR6, CRA019000GS, CRA02300JR5, CRA019003V2, CRA017008SS, RAIZ12 e RESA11.

Descrição

Sobre a empresa: A Raízen S.A. é fruto de uma *joint venture* (JV) entre a brasileira Cosan e a holandesa Royal Dutch Shell. O modelo de negócios da companhia é calcado na verticalização e ganhos de escala ao longo de toda a cadeia da cana-de-açúcar e derivados. Além da produção e venda de derivados da cana-de-açúcar (ex.: açúcar cristal, etanol hidratado e etanol anidro), a empresa é um dos principais *players* no mercado de distribuição de combustíveis da América Latina e é listada na B3 (RAIZ4).

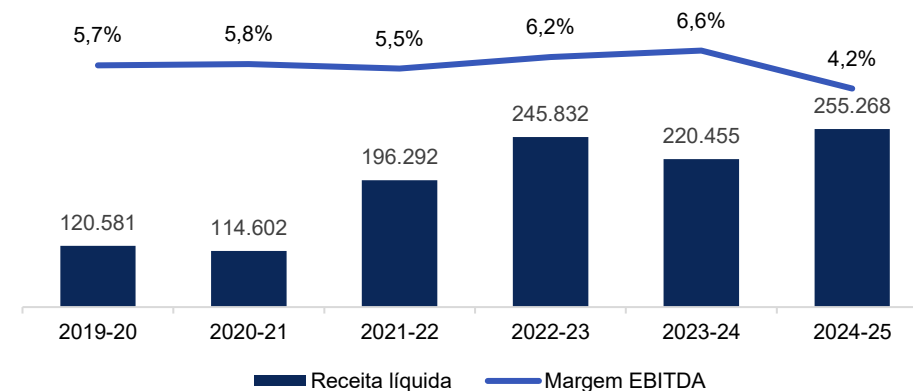
Em termos de moagem, sua capacidade nominal instalada totaliza 90 milhões/t por ano safra, distribuídas entre 35 usinas produtoras localizadas nos estados de GO, MS, SP e MG. O *market share* em termos de moagem da Raízen na região Centro-Sul é de aproximadamente 13%. Alguns moinhos da companhia também produzem energia via cogeração (queima do bagaço de cana) e são autossuficientes – diversos deles também vendem o excesso de energia. Na safra de 2024-25, a produção de açúcar (etanol) foi de aproximadamente 5,10 milhões/t (3,14 bilhões/L). A companhia também cogerou aproximadamente 1.943 GWh no período. O *mix* de açúcar na produção variou de 53% a 47% nas últimas safras.

O negócio de distribuição de combustíveis (antiga Raízen Combustíveis) opera por meio da marca Shell no Brasil, na Argentina e – mais recentemente – no Paraguai. De acordo com dados da Agência Nacional de Petróleo (ANP), a Raízen era a segunda maior companhia em termos de vendas nacionais de combustível em 2024 (diesel – 19%, etanol – 18% e gasolina – 16%).

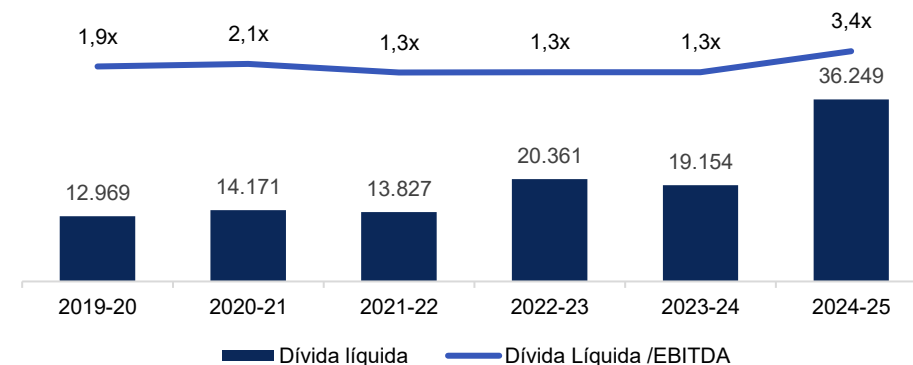
Principais atualizações: A Raízen enfrentou alguns desafios operacionais nos últimos anos, bem como elevados investimentos, o que desencadeou um forte aumento em seu endividamento. Estima-se que o capex de crescimento no período tenha somado R\$ 15-16 bilhões, dos quais R\$ 5,7 bilhões foram destinados ao desenvolvimento das plantas de etanol de segunda geração (E2G), com quatro unidades já em operação e outras duas em fase final de implementação. Diante desse cenário, a gestão vem adotando medidas concretas para reduzir o endividamento, incluindo a venda de ativos, como usinas menores, canaviais e projetos de geração solar – que juntos já totalizaram aproximadamente R\$ 3 bilhões até o momento –, e tem como *guidance* uma melhora de R\$ 500 milhões no EBITDA por conta dos ganhos em eficiência operacional.

Apesar das dificuldades operacionais no segmento agroindustrial, especialmente com os impactos da seca e queimadas sobre a safra 2024/2025, os esforços de racionalização devem gerar frutos ao longo do tempo, principalmente com condições climáticas mais favoráveis nas próximas safras, o que tende a impulsionar o EBITDA. Além disso, o segmento de distribuição de combustíveis segue como uma importante fonte de geração de caixa, com 18,1% de participação de mercado brasileiro no 1S25. Uma possível restrição à importação de óleo diesel russo, dada a tensão com os EUA, pode beneficiar as empresas incumbentes, como a Raízen. Com a conclusão prevista das duas últimas plantas de E2G e uma postura mais racional na alocação de capital, a pressão sobre o consumo de caixa tende a ser reduzida. As recentes vendas de ativos, embora com impacto limitado sobre o endividamento, sinalizam uma mudança de direção por parte da gestão, com foco na redução da alavancagem e em maior racionalidade na alocação de capital.

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Ratings: AAA (S&P), AAA (Moody's) e AAA (Fitch)
Principais ativos: CRA022008NB, CRA022008ND, CRA020001P8, CRA02300JR7, RESA14, CRA019003V3, CRA020001P7, RESA17, CRA019000GT, RESA27, RESA15, CRA02300JR6, CRA019000GS, CRA02300JR5, CRA019003V2, CRA017008SS, RAIZ12 e RESA11.

Descrição (cont.)

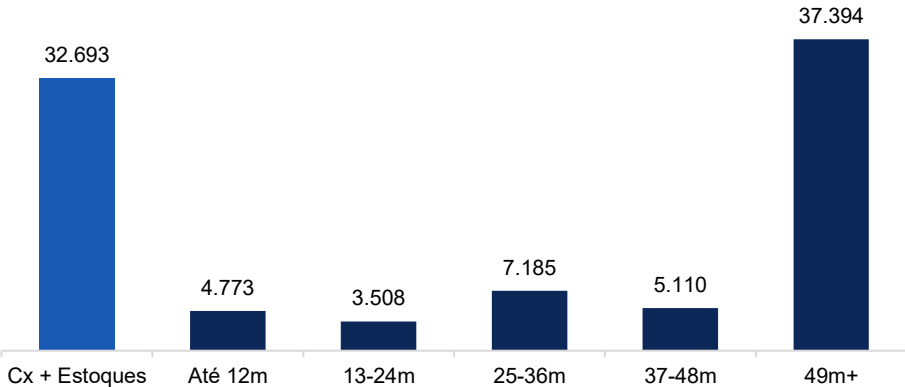
Principais *covenants* financeiros e garantias (CRA, debêntures e empréstimos bancários)

- As dívidas da companhia não têm *covenants* financeiros.
- Os CRAs e as debêntures da companhia não têm garantias reais ou pessoais.

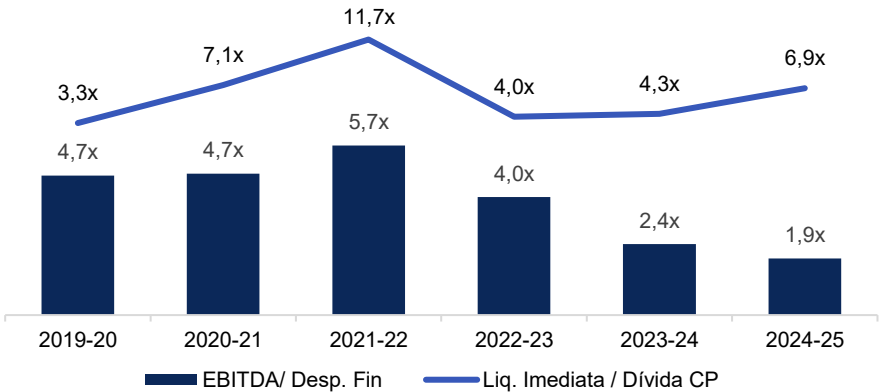
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	12.359	10.273	8.448	9.094	14.820	21.721
Estoques	5.435	5.617	9.932	10.230	11.680	10.971
Dívida de Curto Prazo	(5.335)	(2.223)	(1.565)	(4.855)	(6.204)	(4.773)
Cx + Estoques - Dívida CP	12.459	13.668	16.814	14.469	20.296	27.920
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	6.840	6.594	10.704	15.286	14.609	10.634
Juros Pagos	(845)	(208)	(720)	(1.620)	(3.289)	(3.182)
Investimentos	(4.058)	(4.001)	(7.707)	(11.316)	(12.665)	(11.910)
Manutenção	(2.078)	(2.042)	(4.036)	(6.106)	(5.938)	(6.147)
Modernização e expansão	(750)	(854)	(1.628)	(2.705)	(4.171)	(3.430)
Outros	(1.231)	(1.105)	(2.043)	(2.505)	(2.556)	(2.333)
Geração de Caixa	1.937	2.385	2.277	2.349	(1.345)	(4.457)

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Rating: AAA (S&P)

Principais ativos: CRA019000RT, SMTO13, SMTO14, SMTO24, CRA018000MA, CRA024004H7, CRA024004H5, CRA024004H6 e SMTO15.

Descrição

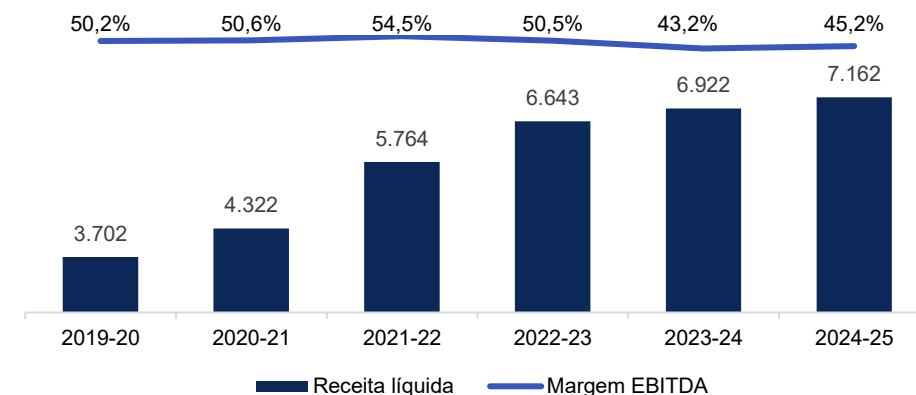
Sobre a empresa: Fundada em 1937, a São Martinho (SMTO) é uma das maiores produtoras de açúcar e etanol do Brasil. A empresa opera três moinhos no estado de São Paulo (São Martinho, Iracema e Santa Cruz) e uma unidade em Goiás (Boa Vista). Todas as plantas, exceto Iracema, geram e vendem energia a partir da queima do bagaço de cana (biomassa). A SMTO tem uma capacidade instalada de moagem de 27 milhões de toneladas por ano-safra e pode produzir até 1,6 milhão/t de açúcar e 1,3 bilhão/L de etanol. A capacidade anual de cogeração é de aproximadamente 1,1 TWh. A empresa é listada na B3 (SMTO3) e controlada pela LJM Participações, que detém uma participação de 54%. A *holding* pertence à família Ometto.

As unidades São Martinho, Iracema e Santa Cruz produzem açúcar e etanol e têm boa flexibilidade para modificar seu *mix* de produção (de 47 até 53% de açúcar). Já a Boa Vista é inteiramente dedicada à produção de etanol. Quando analisado de forma consolidada, o *mix* de açúcar da companhia pode ir de aproximadamente 44% até 56%.

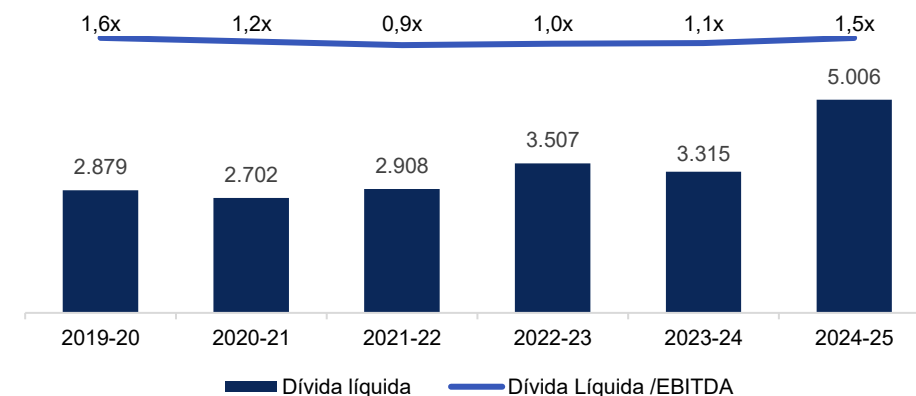
Dois dos principais diferenciais da SMTO em relação aos seus pares do setor são o alto percentual de utilização de cana própria (~70% da cana moída) e a elevada capacidade de estocagem para venda na entressafra. A lavoura sob gestão própria tem aproximadamente 350 mil hectares (~53 mil hectares são de propriedade da SMTO) e a colheita é 100% mecanizada. A verticalização da produção mitiga o risco de falta de fornecimento de matéria-prima e permite maior controle sobre a qualidade do canavial (apesar do maior investimento no canavial/terras). A SMTO pode armazenar até 820 mil/t de açúcar e 740 milhões/L de etanol (~50% da capacidade anual de produção de ambas as commodities).

Principais atualizações: A São Martinho divulgou seu guidance para a safra 2025/2026, prevendo o processamento de 22,6 milhões/t de cana-de-açúcar, com uma produção estimada de 3,2 milhões/t de ATR, resultando em um ATR médio de 139,9 kg/t. Para a operação de etanol de milho, a companhia projeta o processamento de 515 mil/t de milho, com produção de 378 mil/t de ATR, o que deve resultar em 217 mil m³ de etanol de milho e 139 mil/t de DDGs. O capex estimado para o exercício de 2026 é de R\$ 2,32 bilhões, representando uma redução de 15% em relação ao realizado nos últimos 12 meses. Desse montante, R\$ 2 bilhões serão destinados à manutenção, enquanto R\$ 200 milhões estão alocados para projetos de expansão, incluindo iniciativas como a planta de biometano, ampliação do sistema de irrigação e manutenção da caldeira. Adicionalmente, a companhia anunciou a aquisição de ativos biológicos da Raízen correspondentes a 10.600 hectares de cana-de-açúcar, pelo valor de R\$ 242 milhões. As áreas adquiridas estão localizadas a cerca de 25 km da Unidade São Martinho, em Pradópolis (SP), e têm capacidade de fornecimento de até 800 mil/t de cana por ano.

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Rating: AAA (S&P)

Principais ativos: CRA019000RT, SMTO13, SMTO14, SMTO24 , CRA018000MA, CRA024004H7, CRA024004H5, CRA024004H6 e SMTO15.

Descrição (cont.)

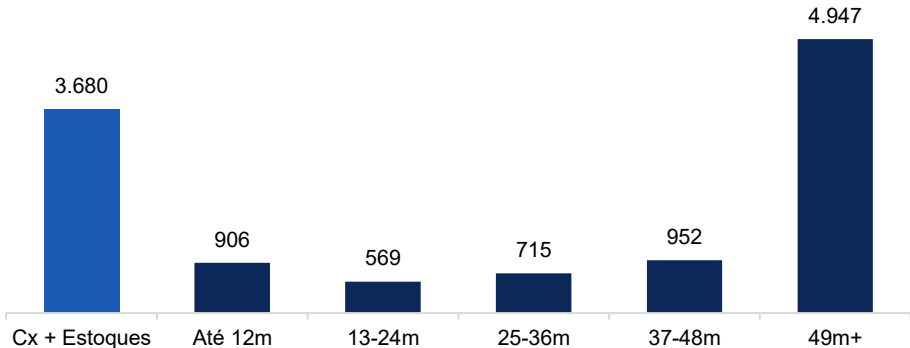
Principais *covenants* financeiros e garantias (empréstimos bancários, debêntures e CRA)

- Algumas dívidas bancárias têm *covenants* financeiros de liquidez e endividamento.
- SMTO13, SMTO14 e SMTO24:** Dívida Financeira Líquida / EBITDA Contábil (iCVM 527).
- As debêntures e os CRAs da companhia não possuem garantias reais ou pessoais.

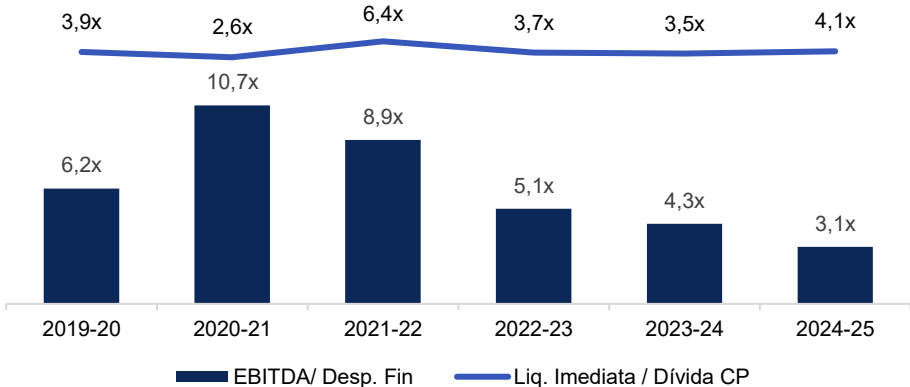
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	1.962	1.364	2.984	3.117	3.222	3.083
Estoques	366	446	765	694	609	597
Dívida de Curto Prazo	(602)	(686)	(585)	(1.028)	(1.096)	(906)
Cx + Estoques - Dívida CP	1.726	1.125	3.163	2.783	2.735	2.774
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	1.857	2.188	3.142	3.356	2.990	3.240
Juros Pagos	(178)	(213)	(124)	(311)	(457)	(546)
Investimentos	(1.388)	(1.508)	(2.441)	(2.519)	(2.485)	(2.733)
Manutenção	(1.136)	(1.261)	(1.611)	(1.865)	(1.881)	(2.011)
Modernização e expansão	(252)	(247)	(830)	(654)	(604)	(635)
Geração de Caixa	290	467	577	526	49	(39)

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Descrição

Sobre a empresa: A Tereos Açúcar e Energia do Brasil S.A. (TAEB), anteriormente conhecida como Guarani S.A., é uma das principais subsidiárias da multinacional francesa Tereos SCA., que possui unidades produtivas em 13 países e é o 2º maior grupo produtor de açúcar do mundo. A Tereos SCA possui 50 operações industriais distribuídas em 4 continentes. As operações mais relevantes do Grupo são a produção e venda de açúcar e etanol no Brasil (~40% do EBITDA consolidado) e na Europa (~30%). A companhia também produz amido e adoçantes em diversos países (~25% do EBITDA consolidado). A TAEB consolida os negócios de açúcar e etanol no Brasil e sua principal marca é a Guarani.

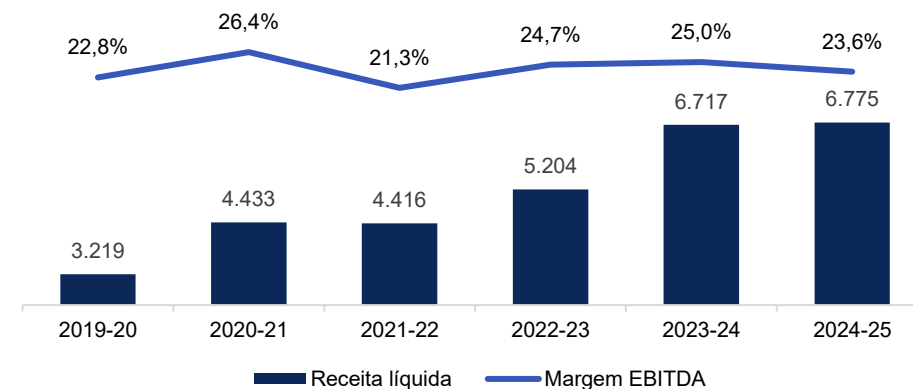
A subsidiária brasileira tem capacidade instalada de 22,8 milhões/t de cana por ano-safra, distribuídas em 7 moinhos. A companhia tem 100% do controle de 6 unidades industriais (Mandu, Tanabi, Cruz Alta, Severina, Andrade e São José), 50% do controle do moinho Vertente (2,5 milhões/t) e 35% do Terminal Portuário Teapar. A capacidade nominal de produção da TAEB é de aproximadamente 2,2 milhões/t de açúcar e 1,0 bilhão/L de etanol.

Os moinhos têm forte viés açucareiro, mas com flexibilidade de mudar o *mix* de açúcar na produção (mínimo de 45% e máximo de 67%). Em 2024-25, as unidades venderam aproximadamente 1,0 GWh de energia produzida a partir da queima do bagaço da cana (biomassa). A capacidade de estocagem de açúcar é de aproximadamente 800 milhões/t e de etanol, algo próximo de 500 milhões/L.

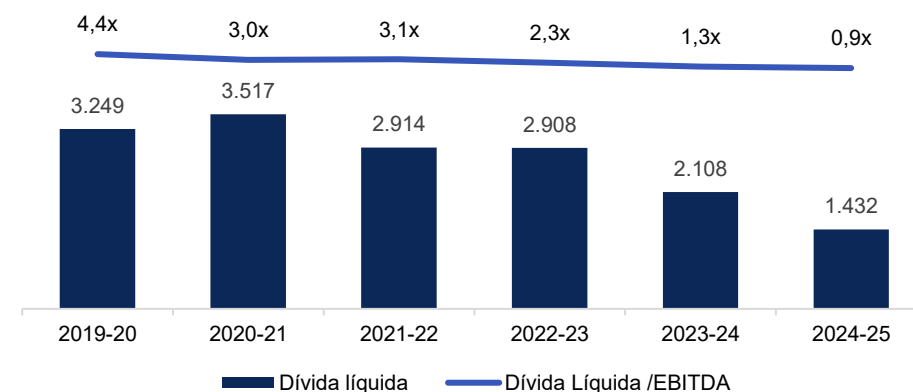
As plantas estão situadas no noroeste do estado de SP, região nobre para o cultivo de cana-de-açúcar por conta do clima favorável. O raio médio do canavial da usina é de aproximadamente 28 km, e a proximidade geográfica dos moinhos permite a formação de *clusters*. Essa estratégia de concentração de moinhos mitiga parcialmente o risco de indisponibilidade de matéria-prima. No entanto, a companhia tem migrado gradualmente para uma política de maior utilização de cana própria (52% em 2024-25 vs. 31% em 2012-13), com o objetivo de chegar a aproximadamente 60%. A verticalização da produção e os *clusters* ajudam a reduzir a volatilidade das margens e, ao mesmo tempo, reduzem a necessidade de investimentos em plantios e tratos culturais no canavial.

Principais atualizações: Os principais investimentos durante a safra 2024-25 foram aqueles destinados para plantio e tratos do solo, que se mantiveram praticamente estáveis em relação à safra anterior (+3% a/a). Os demais investimentos foram destinados à manutenção da moagem elevada, que alcançou 20,4 milhões/t na safra 2024-25 (-3% a/a). A redução observada reflete os desafios enfrentados ao longo da safra, como um período de seca mais prolongado e episódios pontuais de queimadas. Ainda assim, o recuo ficou abaixo da média de queda na moagem registrada pelo setor no Centro-Sul (aprox. -5% a/a). Quanto ao *mix* de produção, a companhia manteve um perfil predominantemente açucareiro (64%), próximo de sua capacidade máxima e acima da média do setor na região (aprox. 48%).

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Tereos (TAEB)

Rating: AA+ (S&P)

Principais ativos: CRA021000MF e TAEB15



Descrição (cont.)

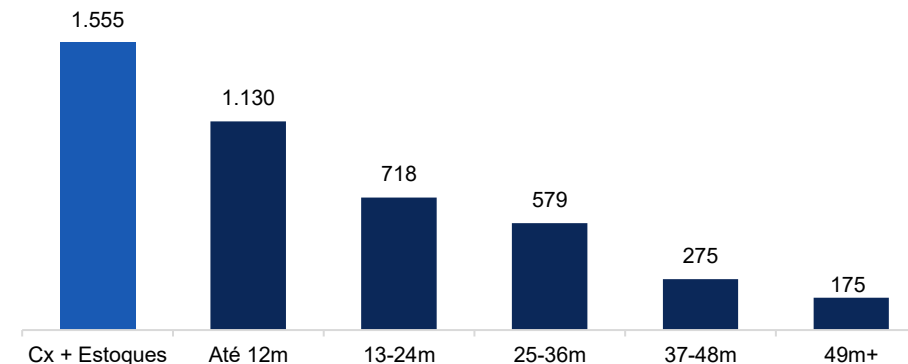
Principais *covenants* financeiros e garantias (CRA, debêntures e empréstimos bancários)

- Ativo circulante / Passivo circulante superior a 1,0x.
- EBITDA / Despesa financeira líquida superior a 2,0x.
- Dívida líquida / EBITDA inferior a 4,5x.
- O CRA e as debêntures da companhia não possuem garantias reais ou pessoais

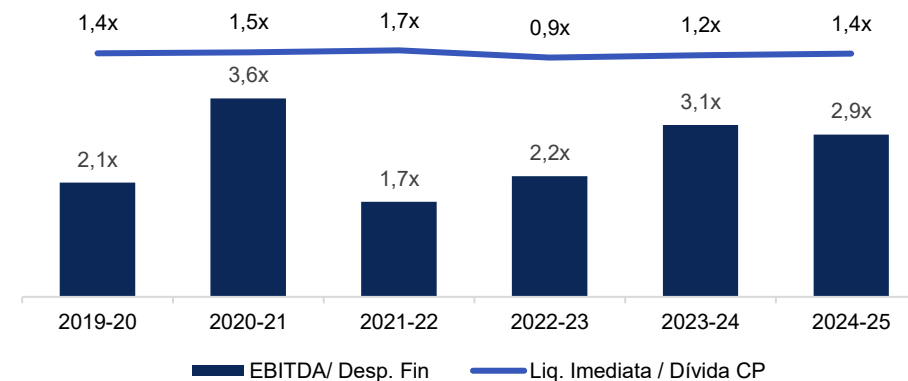
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	1.908	1.737	1.846	1.513	1.912	1.445
Estoque	475	253	231	150	134	110
Dívida de Curto Prazo	(1.691)	(1.315)	(1.207)	(1.775)	(1.719)	(1.130)
Cx + Estoques - Dívida CP	692	675	870	(112)	327	425
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	734	1.172	940	1.283	1.681	1.600
Juros Pagos	(265)	(214)	(349)	(406)	(490)	(515)
Investimentos	(793)	(685)	(816)	(925)	(937)	(941)
Manutenção	(514)	(504)	(657)	(724)	(596)	(614)
Modernização e expansão	(279)	(181)	(159)	(201)	(341)	(327)
Geração de Caixa	(324)	273	(225)	(48)	254	144

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Ratings: AA- (Moody's) e AA- (Fitch)

Principais ativos: CRA022001E1, CRA022001E2, CRA022004SC, CRA022004SD, CRA02300795, CRA02300796, CRA02300CCH, CRA02300CCI, CRA024000B7, CRA0250012X, CRA0250012Y, CRA0250012Z, 24I2431440, CRA0240066D, CRA0240066E, CRA02300S37, CRA02300S8P, CRA02300SPD, CRA02300SPE, CRA02300795, CRA02300796

Descrição

Sobre a empresa: A FS Bioenergia é pioneira no país na produção de etanol exclusivamente a partir do milho e a quarta maior produtora de etanol do Brasil, apresentando um dos menores custos de produção do país. Além do etanol, a empresa comercializa produtos de nutrição animal derivados do milho e energia elétrica a partir de biomassa. A empresa está estrategicamente localizada no MT, estado com a maior produção de milho do Brasil, ótimo acesso à matéria-prima e um custo logístico baixo (unidades próximas às lavouras). Cerca de ~45% dos custos de aquisição de milho da FS Bio são financiados com as vendas do segmento de nutrição animal.

A empresa iniciou suas operações em 2017, com a inauguração de sua primeira planta em Lucas do Rio Verde (MT). Com a expansão da 1ª planta em 2018 e a construção em duas fases de uma 2ª planta em Sorriso (MT), a FS Bio atingiu em mar-21 uma capacidade instalada anual de 1,4 bilhão/L de etanol e 1,2 milhão/t de DDG (Drier Distillers Grains) para nutrição animal. Por fim, em jun-23 a FS iniciou a operação de sua 3ª usina em Primavera do Leste (MT) após investimento de R\$ 1,9 bilhão, o que elevou sua capacidade consolidada de produção para 2,4 bilhões/L de etanol e 2,0 milhões/t de DDG.

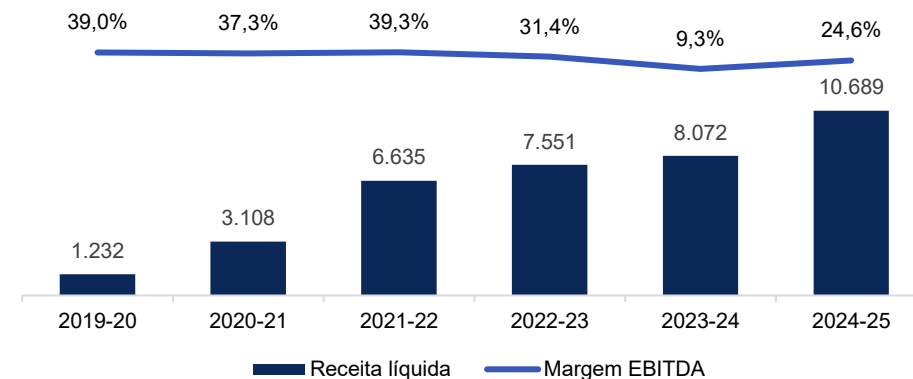
Comparada aos tradicionais produtores de etanol de cana, a FS Bio apresenta um modelo de negócio mais simples e menos verticalizado, com 100% do milho adquirido de terceiros, reduzindo substancialmente a necessidade de investimentos, o risco relativo à produção agrícola e o número de funcionários. Dois dos principais diferenciais da companhia são sua elevada capacidade de estocagem de milho e etanol (flexibilidade para produzir etanol o ano inteiro e concentrar as vendas na entressafra da cana).

Os acionistas controladores da FS Bio são a Summit Agricultural Group (71%) e a Tapajós Participações (24%). A Summit tem operações de culturas em linha, fazendas de rebanho bovino e suíno nos EUA e presença crescente na América do Sul. A Tapajós (antiga Fiagril) é uma *holding* agrícola brasileira que também atua nos segmentos de sementes, fertilizantes e logística.

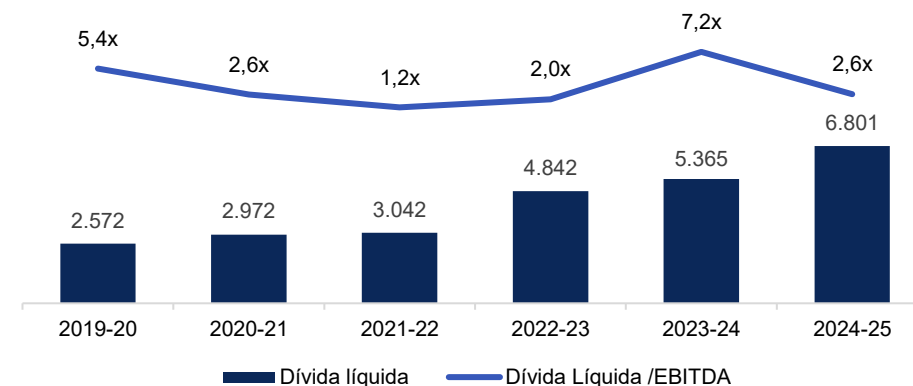
Principais atualizações: Após atingir um pico de alavancagem de 7,4x no 1T25, a FS Bio embarcou em uma forte tendência de desalavancagem, com a alavancagem (reportada) caindo para 4,9x no 2T25, 4,0x no 3T25 e encerrando em 2,6x no 4T25. A normalização de sua estrutura de capital foi impulsionada principalmente pela forte evolução do EBITDA ao longo da safra 24/25, reflexo principalmente dos (i) melhores preços de etanol (EBITDA por litro de R\$ 1,14/litro); (ii) maior processamento de milho (+13% a/a) e venda de etanol (+13% a/a); e (iii) menores preços realizados de milho (média de R\$ 44,6/saca e -21% a/a).

Apesar de a última safra ter sido conduzida com maior cautela em novos investimentos, a FS já tem um *guidance* de novos projetos para os próximos anos, como a expansão da planta PDL, que adicionará 400 mil/t na capacidade de moagem e cerca de 250 milhões/m³ na produção de etanol. Além disso, a companhia projeta construir sua quarta usina em Querência (MT), com capacidade de moagem de 1,2 milhão/t e produção estimada de 540 milhões/m³ de etanol.

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



FS Biocombustível



Ratings: AA- (Moody's) e AA- (Fitch)

Principais ativos: CRA022001E1, CRA022001E2, CRA022004SC, CRA022004SD, CRA02300795, CRA02300796, CRA02300CCH, CRA02300CCI, CRA024000B7, CRA0250012X, CRA0250012Y, CRA0250012Z, 24I2431440, CRA0240066D, CRA0240066E, CRA02300S37, CRA02300S8P, CRA02300SPD, CRA02300SPE, CRA02300795, CRA02300796

Descrição (cont.)

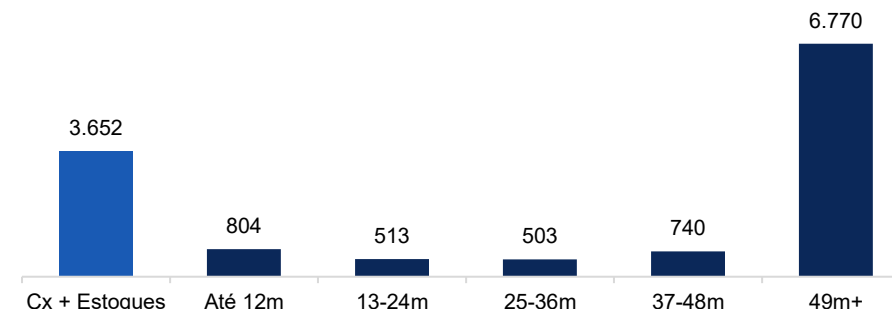
Principais covenants financeiros e garantias (CRA)

- Dívida líquida / EBITDA inferior a 3,0x.
- Os CRAs da FS Infraestrutura e FS Florestal contam também com cláusulas de *cross default*, índices financeiros e vencimento antecipado atrelados a FS Ltda., FS S.A. e FS Bio.
- Os CRAs da FS Bio não possuem garantias reais ou pessoais.

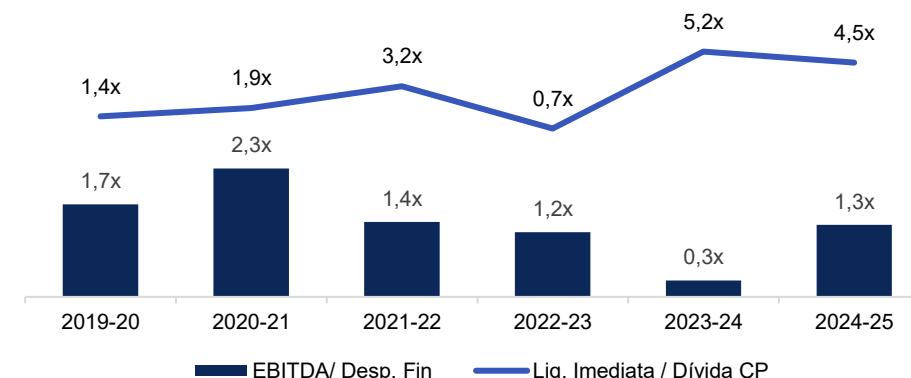
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	465	977	2.252	2.057	4.626	2.529
Estoque	305	470	787	1.067	714	1.123
Dívida de Curto Prazo	(539)	(752)	(956)	(4.271)	(1.031)	(804)
Cx + Estoques - Dívida CP	232	695	2.083	(1.147)	4.309	2.848
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	481	1.158	2.607	2.370	749	2.628
Juros Pagos	(147)	(290)	(846)	(828)	(1.537)	(1.363)
Investimentos	(1.296)	(782)	(587)	(2.152)	(566)	(387)
Manutenção	(9)	(33)	(75)	(53)	(20)	(16)
Modernização e expansão	(1.287)	(749)	(511)	(2.099)	(546)	(371)
Geração de Caixa	(963)	87	1.175	(610)	(1.354)	878

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Rating: BBB (Moody's)

Principais ativos: SAUC14, CRA0190020F, CRA0190020E, CRA023000M9 e CRA022007VJ; CRA02400ECQ, CRA02400ECR, CRA02400ECS, CRA02400ECU

Descrição

Sobre a empresa: A Usina Coruripe Açúcar e Álcool foi constituída em 1925, e sua matriz está localizada em Coruripe (AL). A empresa produz açúcar e etanol e comercializa energia elétrica a partir da biomassa (queima do bagaço de cana). Diferentemente dos demais grandes *players* do setor, os moinhos da empresa estão localizados fora da região Centro-Sul e, portanto, sujeitos a condições climáticas particulares. A capacidade de moagem da companhia é de 16,0 milhões/t de cana por ano.

A Coruripe possui cinco unidades industriais, sendo uma em AL (Coruripe) e quatro em MG (Campo Florido, Carneirinho, Iturama e Limeira do Oeste). Além disso, a companhia conta com um terminal rododferroviário do grupo controlador para escoar sua produção e com uma capacidade de armazenagem de 470 mil/t de açúcar VHP, 120 mil/t de açúcar cristal e 213 milhões/l de etanol – equivalentes a cerca de 50% de sua produção anual. A companhia tem uma capacidade instalada de cogeração de 54 MW de energia. O viés da usina é açucareiro (50 a 65% de *mix* açúcar).

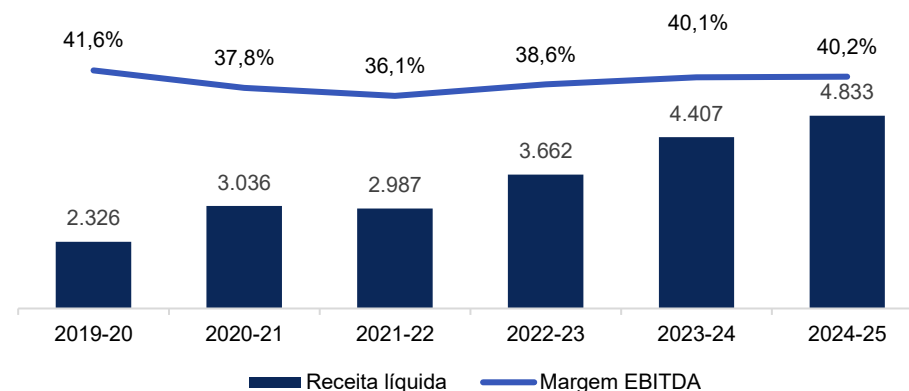
Aproximadamente 35-40% da cana utilizada na fabricação dos produtos é proveniente de lavouras próprias ou de acionistas. Da cana de terceiros (~65%), o fornecimento do insumo é em grande parte proveniente de contratos de arrendamento de longo prazo (geralmente de 2 ciclos de cana). As áreas de propriedade dos acionistas e da companhia totalizam cerca de 65 mil hectares e 11 mil hectares, respectivamente.

A aproximação com produtores próximos de suas unidades é uma prática marcante da Coruripe. Nessas relações comerciais, a empresa adota índices de remuneração locais (em lugar de indicadores mais abrangentes, como o CONSECANA), de maneira a permitir remuneração mais adequada aos produtores da região. De acordo com o *management*, o modelo de arrendamento de longo prazo e a baixa competição por terras próximas aos moinhos são suficientes para assegurar o fornecimento de matéria-prima.

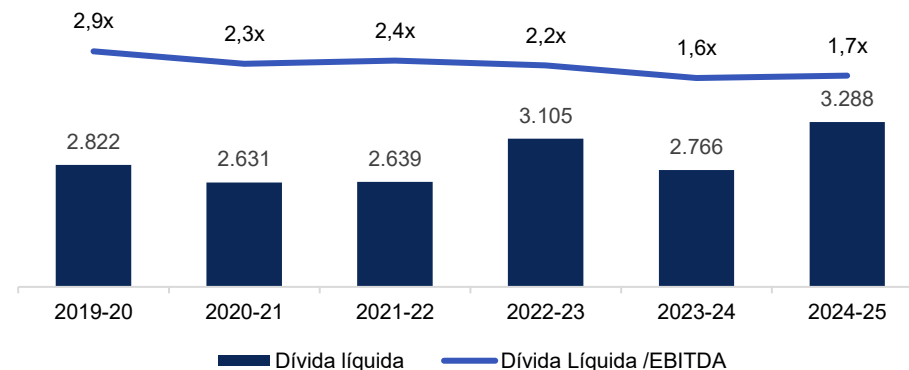
Principais atualizações: A safra de 24/25 ficou marcada novamente pela elevada moagem de cana praticada pela Coruripe (15,9 milhões/t), o que, juntamente com a maior produção final de açúcar no período (+5%) e maiores preços praticados (R\$ 115,5/sc e +8% a/a), levou ao faturamento bruto recorde de R\$ 5,0 bilhões (+10% a/a). O principal investimento de expansão na safra passada foi o início da ampliação da unidade Campo Florido, que irá elevar sua capacidade de 4,5 milhões/t para 4,8 milhões/t, com foco da produção voltado para o açúcar. Em jan-25, seguindo em linha com sua estratégia de *liability management*, a Coruripe concluiu a operação de pré-pagamento quase integral (94%) de seu bond com vencimento em fev-27 (US\$ 300 milhões), com o objetivo de melhorar sua estrutura de capital.

Guidance 2025-26: Moagem de 15,6 milhões (vs. 15,9 milhões em 2024-25), receita líquida de R\$ 4,7 bilhões, EBITDA de R\$ 1,9 bilhão e DL/EBITDA de 1,7x.

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Rating: BBB (Moody's)
Principais ativos: SAUC14, CRA0190020F, CRA0190020E, CRA023000M9 e CRA022007VJ; CRA02400ECQ, CRA02400ECR, CRA02400ECS, CRA02400ECU

Descrição (cont.)

Principais covenants financeiros e garantias (CRAs, debêntures e empréstimos bancários)

- Dívida líquida / EBITDA ajustado (pré-IFRS16) de até 3,0x.
- EBITDA ajustado (pré-IFRS16) / Despesa financeira líquida superior a 2,5x.
- CRA0190020E e CRA0190020F:** Cessão fiduciária (CF) dos recebíveis de energia e/ou etanol (120% dos juros e amortizações para o ano fiscal) e CF dos recebíveis detidos pela Coruripe (ação IAA 4870).
- CRA0190020E:** Subordinação mínima de 25% (prioridade sobre o ativo CRA0190020F).
- SAUC14:** CF dos recebíveis de açúcar e etanol (120% dos juros e amortizações para o ano fiscal) durante o período de carência, CF de recebíveis de contratos de energia com contrapartes elegíveis (100% do valor nominal atualizado das debêntures) e fiança corporativa da CVW Energética, Coruripe Energética e Coruripe Holding.

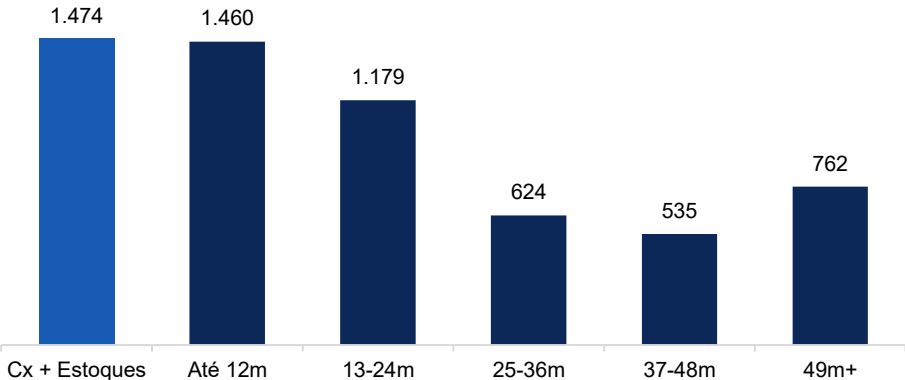
Ação IAA 4780

- Com base nas decisões favoráveis obtidas nos julgamentos dos embargos à execução pela companhia em agosto e novembro de 2022, a Coruripe obteve o pleito para validação dos valores discriminados referente ao seu precatório. Nesse contexto, em março de 2025, a Coruripe recalculou o valor bruto de sua indenização para R\$ 4,5 bilhões. Em nova avaliação feita pelos assessores jurídicos da companhia, com base na ordem preferencial no pagamento de precatórios, acredita-se na possibilidade do montante ser pago em parcela única na safra 26/27, com valor aproximado de R\$ 5,4 bilhões.

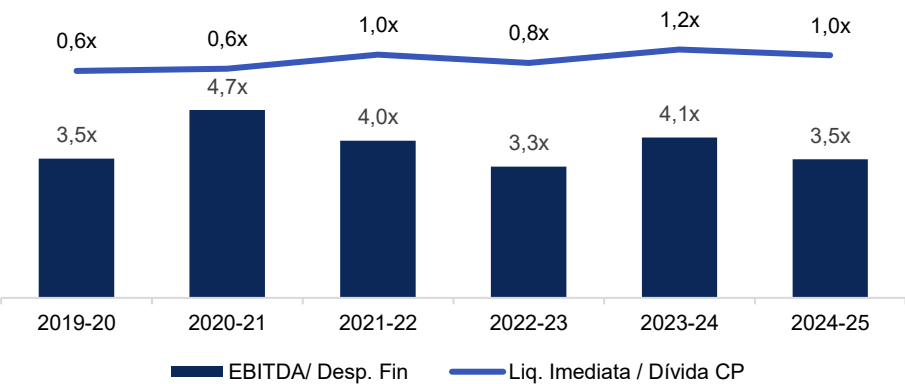
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	605	464	684	551	1.313	1.272
Estoque	97	161	138	164	213	202
Dívida de Curto Prazo	(1.253)	(1.006)	(801)	(904)	(1.295)	(1.460)
Cx + Estoques - Dívida CP	(552)	(381)	21	(189)	231	14
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	968	1.149	1.078	1.412	1.768	1.945
Juros Pagos	(271)	(228)	(250)	(417)	(451)	(531)
Investimentos	(802)	(598)	(921)	(1.238)	(1.270)	(1.367)
Manutenção	(633)	(510)	(624)	(944)	(969)	(988)
Modernização e expansão	(169)	(88)	(297)	(293)	(301)	(379)
Geração de Caixa	(105)	323	(93)	(243)	48	47

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Adecoagro Vale do Ivinhema (AVI)



Rating: AAA (S&P)

Principais ativos: ADAG11, CRA024006Y, CRA024006Y2, CRA024006Y3 e CRA0190066O.

Descrição

Sobre a empresa: A Adecoagro Vale do Ivinhema (AVI) é a principal subsidiária da Adecoagro S.A., empresa de capital aberto listada em Nova York (NYSE:AGRO). A companhia é uma True Corporation, e seus principais acionistas individuais são o fundo soberano do Quatar (Quatar Investment Authority) e um dos maiores fundos de pensão da Holanda (PFZW).

O grupo atua no Brasil, na Argentina e no Uruguai em diversas frentes do agronegócio: (i) produção de grãos; (ii) transformação de terras; (iii) açúcar, etanol e energia; e (iv) leite e derivados. Em 2024, o EBITDA consolidado da Adecoagro foi de U\$ 444 milhões, sendo que ~82% (U\$ 364 milhões) foram gerados pela operação da AVI.

Os três moinhos da AVI têm capacidade instalada de 14,2 milhões/t por ano. A unidade Monte Alegre (1,2 milhão/t) está localizada em MG e as usinas Angélica (5,6 milhões/t) e Ivinhema (7,4 milhões/t) estão localizadas no MS. A distância entre os dois moinhos do MS é de 45 km e o raio médio do canal é de 32 km.

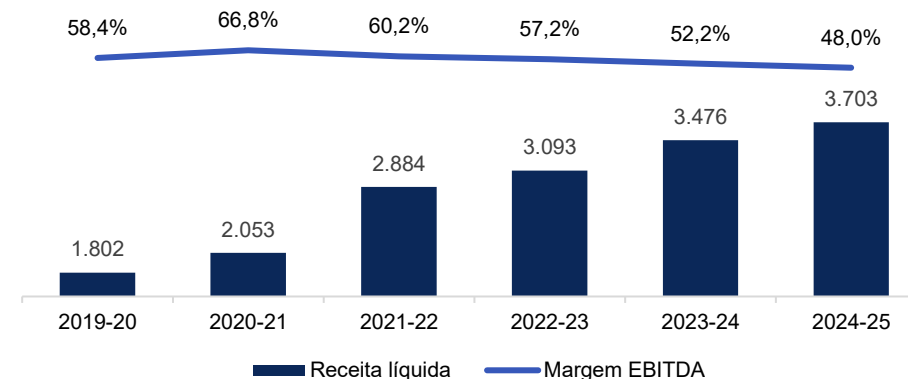
As unidades produzem açúcar e etanol e têm boa flexibilidade para modificar seu *mix*, porém o viés é alcooleiro (de ~20% até ~60% de açúcar). A AVI também vende o excedente de energia gerado a partir da queima do bagaço de cana (biomassa). A produção pode atingir até 700 mil/t de açúcar, 620 mil/L de etanol e ~1.000 GWh de energia.

Aproximadamente 6% da cana utilizada na fabricação dos produtos é proveniente de terras próprias (~13.000 hectares). Os outros 94% também são lavoura própria, porém a cana é produzida em terra de terceiros (contratos de longo prazo, tipicamente de 10 anos). No caso da AVI, a baixa concentração de moinhos na região do MS e o modelo de safra contínua também reduzem significativamente o valor por hectare das áreas de parceria agrícola.

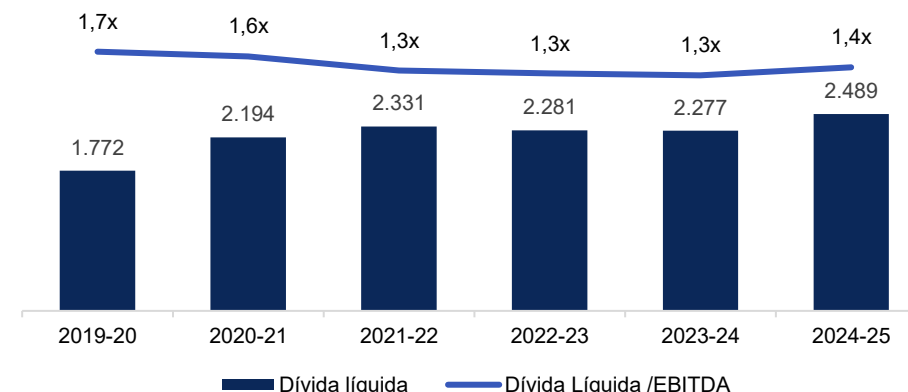
Nos últimos anos, por exemplo, o custo médio da parceria (toneladas por hectare ano) foi aproximadamente 35% inferior ao reportado na região Centro-sul. Isso ajuda a compensar os custos logísticos mais elevados. O modelo de negócio ofertado pela AVI também é vantajoso para os proprietários de terras. O retorno por hectare obtido a partir da produção de cana-de-açúcar tende a ser superior aos ganhos com a pecuária.

Principais atualizações: A AVI reportou na safra 24/25 um volume recorde de moagem de aproximadamente 12,8 milhões/t, o que se refletiu em uma produção de 832 mil/t de açúcar (+3% a/a) e 533 mil/m³ de etanol (+2%). Em abr-25, a companhia de criptomoedas Tether Investments – emissora da stablecoin USDT – concluiu a operação de aumento de participação na *holding* Adecoagro S.A. por meio da aquisição dos 51% detidos pela Adecoagro. Com a compra, somada à participação prévia de 20,2%, a Tether passa a controlar aproximadamente 70% do capital da companhia.

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Adecoagro Vale do Ivinhema (AVI)

Rating: AAA (S&P)
Principais ativos: ADAG11, CRA024006Y, CRA024006Y2, CRA024006Y3 e CRA0190066O.

Descrição (cont.)

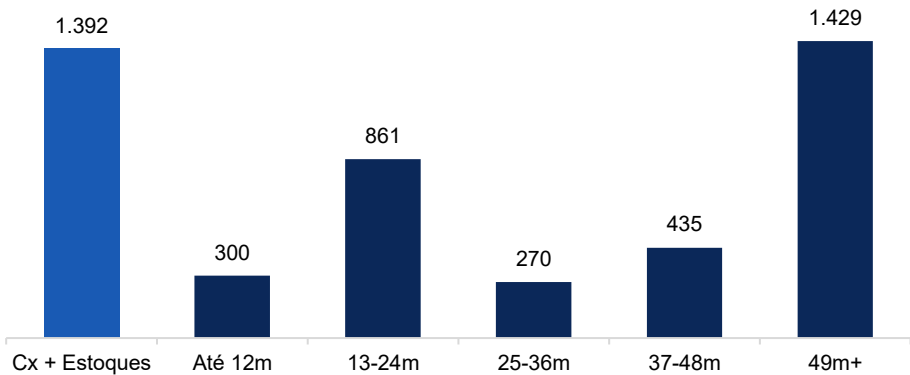
Principais *covenants* financeiros e garantias (CRAs, debêntures e empréstimos bancários)

- **CRAs 0190066O e ADAG11:** Dívida Líquida / EBITDA inferior a 4,0x (AVI).
- Alguns passivos bancários da AVI possuem *covenants* financeiros atrelados à Adecoagro.
- Os CRAs e debêntures da companhia não possuem garantias reais ou pessoais.

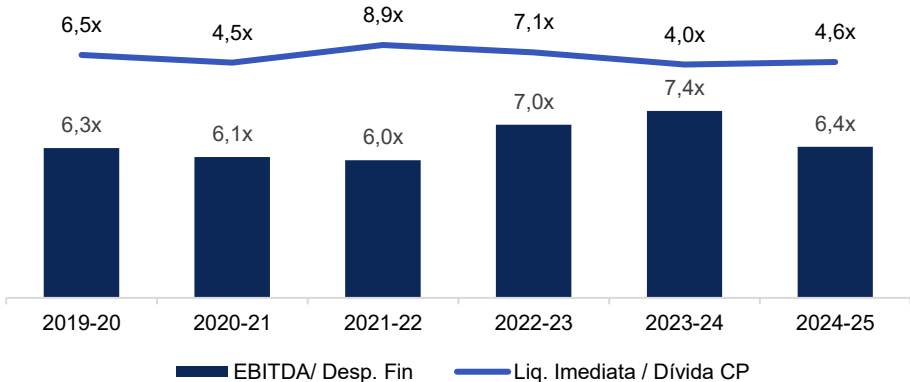
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	696	1.096	596	786	650	806
Estoques	230	296	637	606	615	586
Dívida de Curto Prazo	(143)	(308)	(138)	(195)	(315)	(300)
Cx + Estoques - Dívida CP	783	1.084	1.095	1.197	950	1.092
EBITDA (pré-IFRS16)	1.053	1.372	1.736	1.768	1.814	1.776
Juros Pagos	(199)	(205)	(66)	(80)	(199)	(258)
Investimentos	(698)	(711)	(877)	(1.049)	(1.250)	(1.284)
Manutenção	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Modernização e expansão	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Geração de Caixa	155	456	793	639	365	234

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Açucareira Quatá (Zilor)

Rating: A (Fitch e S&P)

Principais ativos: CRA021002N3, QUAT13, QUAT14, QUAT15, QUAT16, QUAT17

Descrição

Sobre a empresa: O Grupo Zilor – Açucareira Quatá e Cia. Agrícola Quatá – atua no setor sucroalcooleiro desde 1946 e é controlado pelas famílias Zilor e Lorenzetti. Os três moinhos da Zilor têm capacidade instalada de 13,8 milhões/t por ano. As Unidade Quatá (3,3 milhões/t) e Salto Botelho (1,8 milhão/t) estão localizadas em Quatá, e os moinhos Barra Grande (4,6 milhões/t) e São José (4,0 milhões/t) estão localizados em Lençóis Paulista. Todas as unidades estão no estado de SP.

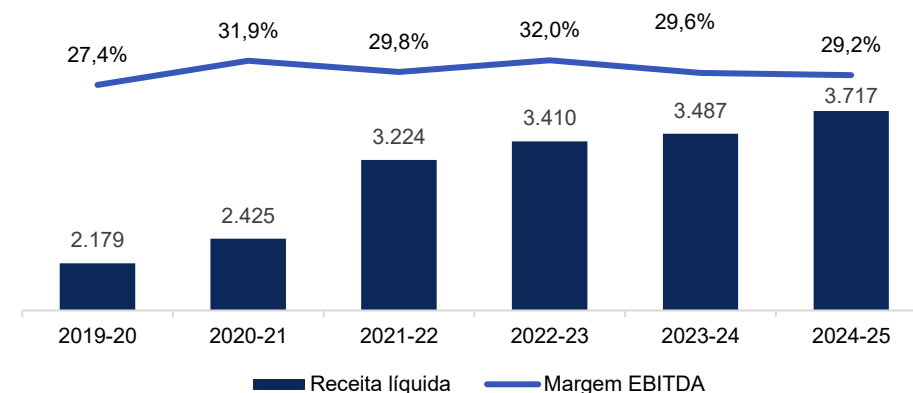
As unidades produzem açúcar e etanol e têm alguma flexibilidade para modificar seu *mix*, porém o viés é alcooleiro (de 34% até 47% de açúcar). A Zilor também vende o excedente de energia gerado a partir da queima do bagaço de cana (biomassa). Sua capacidade instalada de cogeração de energia é de aproximadamente 508 mil MW. O produtor sucroalcooleiro é associado à Copersucar e atualmente detém participação de 12,2% (maior acionista individual). Toda a produção de açúcar e de etanol dos cooperados é vendida através da cooperativa.

A Zilor possui uma operação focada na produção de ingredientes naturais para alimentação humana (food) e animal (feed), realizada por meio da Biorigin, que atualmente funciona como uma *joint venture* com a Lesaffre, importante empresa global independente focada em fermentação e microrganismos. Com participação majoritária da Lesaffre (70%) e 30% da Zilor, essa parceria engloba a unidade produtiva localizada em Quatá (SP), região estratégica pela abundância de açúcar, água e energia renovável. A Biorigin produz uma ampla gama de mais de 30 subprodutos de levedura, gerados a partir de processos biotecnológicos vinculados à fabricação de etanol, com foco quase integral em exportação para mais de 60 países.

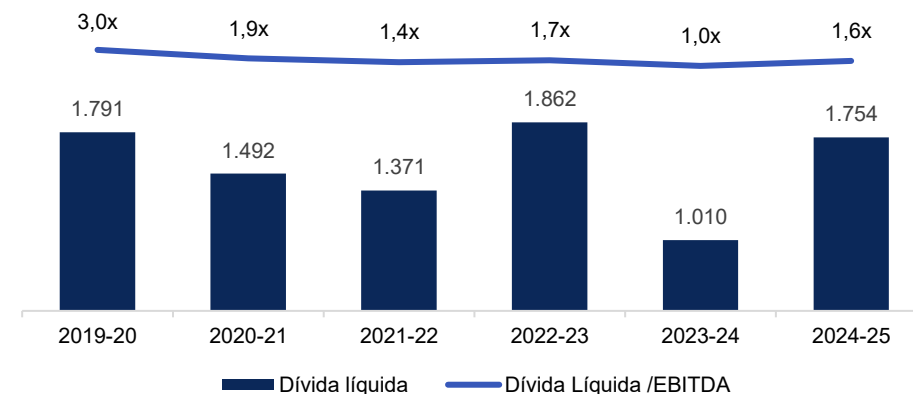
Em 2018 a Zilor passou por uma reestruturação societária para simplificar suas operações e aprimorar seus controles internos. A Açucareira Quatá se tornou a única entidade produtora de açúcar, etanol, energia e subprodutos de levedura (Biorigin). A Açucareira Quatá S.A. passou a ser proprietária direta de todos os moinhos e da Biogirin, e A Cia. Agrícola Quatá é a proprietária das terras.

Principais atualizações Em 2024, a Zilor vendeu 70% da Biorigin – sua unidade de nutrição e ingredientes especiais – para a companhia francesa Lesaffre por R\$ 665 milhões, mantendo 30% de participação. Pouco tempo depois, adquiriu 100% da usina Salto Botelho (R\$ 600 milhões), localizada em Lucélia (SP), o que elevou em 15% sua capacidade de moagem para os atuais 13,8 milhões/t. A operação é estratégia para a companhia, pois marca a realocação de capital da Zilor em seu core business – açúcar, etanol e energia –, reforçando escala e eficiência industrial no setor sucroenergético. A nova usina tem capacidade de moagem de 1,8 milhão/t, produção de 600 m³/dia de etanol e 820 t/dia de açúcar VHP, assim como uma usina de cogeração de energia com 12MW de potência. Importante ressaltar que o aumento da alavancagem não contempla a entrada de caixa da venda de participação na Biorigin, que foi integralmente concluída somente em mai-25.

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Açucareira Quatá (Zilor)



Rating: A (Fitch e S&P)

Principais ativos: CRA021002N3, QUAT13, QUAT14, QUAT15, QUAT16, QUAT17

Descrição (cont.)

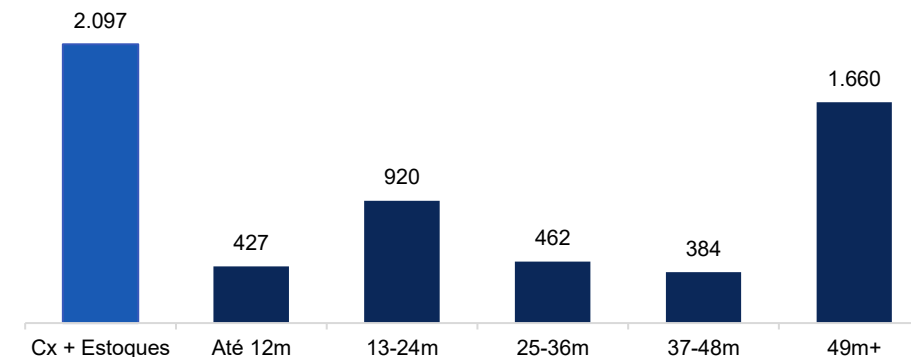
Principais covenants financeiros e garantias (CRAs, debêntures e empréstimos bancários)

- Dívida Líquida / EBITDA (pré-IFRS16) de até 3,0x em 2021-22 e 2,5x de 2022-23 em diante.
- Dívida Líquida / Patrimônio Líquido de até 3,0x.
- Ativo circulante / Passivo circulante superior a 1,1x.
- Capex de expansão inferior a R\$ 50 milhões caso a Dívida Líquida / EBITDA for superior a 2,5x.
- CRA019005Q0, CRA021002N3, QUAT12, QUAT13:** Aval da Cia. Agrícola Quatá.
- CRA019005Q0:** cessão fiduciária dos direitos creditórios detidos pela Açucareira Quatá contra a Copersucar, decorrentes dos Precatórios que a serem pagos pela União Federal (IAA 4870). O precatório vinculado ao CRA já está sendo pago.

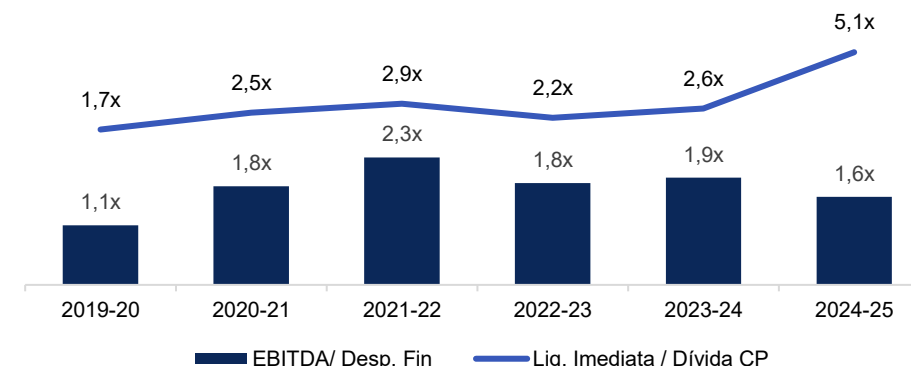
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	1.001	1.290	1.784	1.652	2.415	2.097
Recebíveis - Cooperativa	150	161	183	269	53	70
Dívida de Curto Prazo	(663)	(589)	(688)	(856)	(934)	(426)
Cx + Estoques - Dívida CP	488	862	1.279	1.064	1.534	1.740
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	596	773	961	1.091	1.033	1.085
Juros Pagos	(212)	(159)	(165)	(309)	(376)	(335)
Investimentos	(419)	(418)	(568)	(929)	(801)	(573)
Manutenção	(349)	(351)	(413)	(571)	(515)	(458)
Modernização e expansão	(70)	(68)	(155)	(357)	(286)	(115)
Geração de Caixa	(34)	196	228	(146)	(143)	177

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Rating: AA (S&P)

Principais ativos: CERR16, CERR17, CERR18, CRA0220080Y, CRA021000M9 e CRA021005W1.

Descrição

Sobre a empresa: A Cerradinho Bioenergia é uma das principais produtoras de etanol do país. Além do biocombustível, a companhia também produz e comercializa produtos de nutrição animal (ex.: DDG e óleo) e comercializa energia elétrica a partir da biomassa (queima do bagaço de cana-de-açúcar) na região de Chapadão do Céu (GO). Em julho de 2024 o grupo iniciou a operação de sua primeira fábrica de açúcar, o que permitiu diversificar ainda mais suas principais linhas de receita.

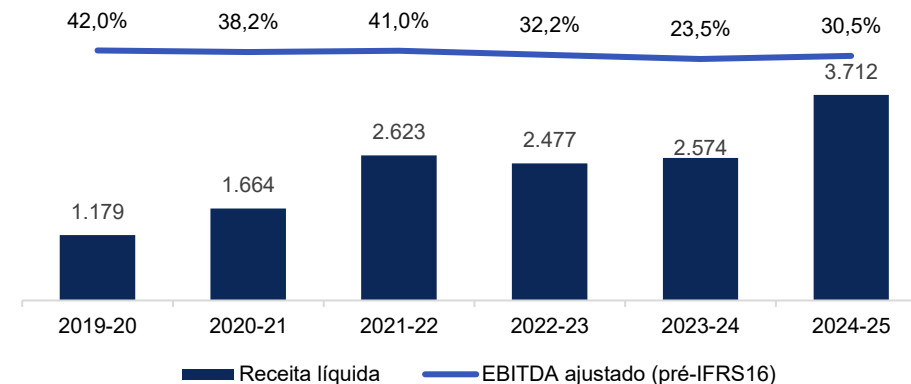
Ao todo, a Cerradinho possui quatro unidades produtivas. O moinho de cana-de-açúcar tem uma capacidade instalada de 6,1 milhões/t por ano. As duas unidades de etanol de milho têm uma capacidade de processamento anual total de 1,5 milhão/t de milho (equivalente a 7,6 milhões/t de cana). A planta de milho é controlada pela Neomille (subsidiária da Cerradinho).

Apesar de a Cerradinho concentrar suas atividades na produção de etanol, com a planta de açúcar já operacional a empresa conseguirá ajustar o seu *mix* de produção 100% alcooleiro para até 70% de açúcar VHP (aprox. 500 mil/t de açúcar VHP por safra). Os moinhos têm capacidade para produzir até 1,0 bilhão/L de etanol anualmente (24/25), sendo que aproximadamente 60% vêm da unidade de milho. A maior parte da produção é vendida através de contratos de longo prazo para grandes distribuidoras de combustível (As unidades conseguem gerar 1.300 GWh de energia, dos quais cerca de 30% são exportados. A Neomille também pode produzir até 414 mil/t de *distillers dried grain* (DDG) e 19 mil/t de óleo. Os DDG e o óleo são utilizados na nutrição animal, e a venda desses coprodutos cobre parte dos custos de aquisição do milho (~55%).

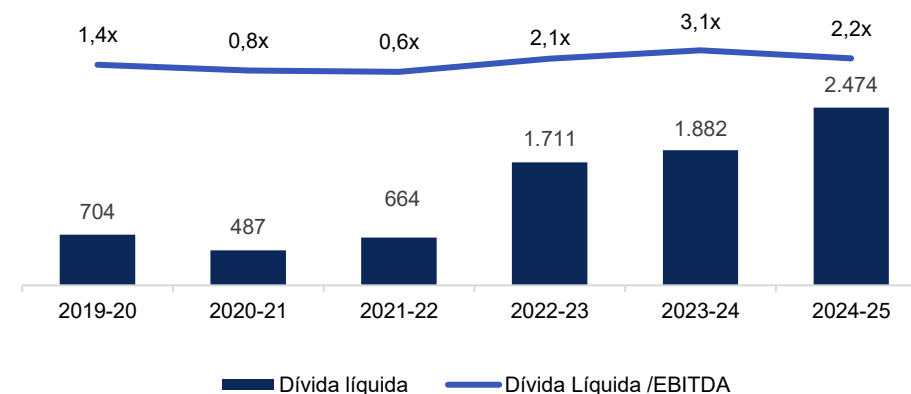
Principais atualizações: A safra 2024/25 marcou o início da produção de açúcar pela Cerradinho, com a primeira fase da unidade de Chapadão do Céu entrando em operação em julho de 2024 e alcançando 141 mil/t de açúcar VHP no período. Em maio de 2025, a companhia concluiu a segunda fase dessa planta, com um investimento de aproximadamente R\$ 189 milhões, ampliando a capacidade de produção de 330 mil para 500 mil/t de VHP por safra – um avanço de 50%. Com a expansão, a empresa passou a ter maior flexibilidade no direcionamento do *mix* produtivo, podendo destinar até 70% do *mix* de moagem ao açúcar, ante os 40% anteriormente permitidos durante a primeira fase. Essa versatilidade fortalece a estratégia de diversificação da sua receita, oferecendo maior resiliência em ciclos de preços adversos no etanol. Por outro lado, em um cenário mais favorável ao etanol, a planta tem capacidade de converter 100% da moagem para esse produto, reforçando sua flexibilidade.

Para os próximos ciclos, a Cerradinho projeta que o etanol represente cerca de 50% da receita líquida, em comparação aos 70% registrados na safra 2024/25. Com a conclusão da segunda fase da fábrica de açúcar e da unidade de etanol de milho em Maracaju – que iniciou sua operação em janeiro de 2024 –, a companhia prevê um capex mais conservador para a safra 2025/26, focado principalmente em manutenção, plantio e tratamentos culturais da cana e aquisição de milho. A queda da alavancagem na safra 2024/25 foi reflexo principalmente do maior volume de etanol vendido (+16%), melhor preço médio do etanol (+13% a/a), menor custo de aquisição de milho (-19% a/a) e capex reduzido (-15% a/a).

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Rating(s): AA (S&P)
Principais ativos: CERR16, CERR17, CERR18, CRA0220080Y, CRA021000M9 e CRA021005W1.

Descrição (cont.)

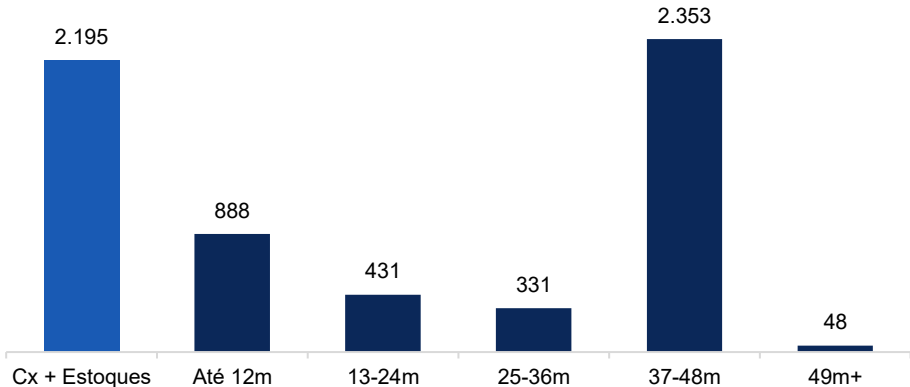
Principais covenants financeiros e garantias (CRAs)

- Dívida Líquida / EBITDA inferior a 3,0x (Cerradinho Bio).
- Dívida Líquida / Patrimônio Líquido inferior a 2,5x (Cerradinho Bio).
- EBITDA / Despesas Financeiras Líquidas superior a 2,0x (Cerradinho Bio).
- CRA021000M9 e CRA021005W1: fiança da Cerradinho Bio.

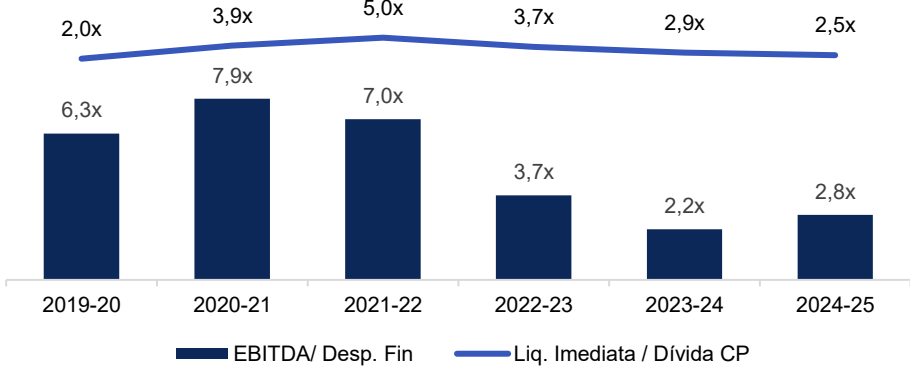
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	672	939	1.156	1.245	1.740	1.577
Estoques	122	165	270	512	619	618
Dívida de Curto Prazo	(404)	(286)	(285)	(480)	(826)	(888)
Cx + Estoques - Dívida CP	390	818	1.140	1.277	1.533	1.307
EBITDA ajustado	495	636	1.076	798	604	1.134
Juros Pagos	(87)	(57)	(103)	(178)	(194)	(291)
Investimentos	(493)	(343)	(533)	(1.143)	(1.130)	(959)
Manutenção	(246)	(242)	(272)	(322)	(268)	(313)
Modernização e expansão	(247)	(101)	(261)	(821)	(862)	(646)
Geração de Caixa	(85)	236	440	(523)	(720)	(116)

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Fontes: Companhia e documentação da(s) operação(ões). Nota: o EBITDA Ajustado considera receitas e despesas não recorrentes, arrendamentos (IFRS16), equivalência patrimonial e variações no ativo biológico.

Rating: AAA (S&P)

Principais ativos: CRA021000MB, CLAG13 e CLAG14.

Descrição

A Colombo Agroindústria S.A. (Colombo) é um dos principais *players* do setor sucroalcooleiro (açúcar e etanol). A companhia possui três unidades industriais no norte do estado de São Paulo e uma capacidade total de moagem de aproximadamente 12,5 milhões/t por ano. A companhia é controlada indiretamente pela família Colombo através da holding Angelina Colombo. A companhia de terras João Colombo é uma subsidiária direta da Angelina Colombo.

Os moinhos Ariranha (7,0 milhões/t) e Santa Albertina (3,2 milhões/t) têm um viés marginalmente mais açucareiro e flexibilidade para produzir açúcar e etanol. A unidade Palestina (2,3 milhões/t), até então voltada integralmente para a produção de etanol, passou a produzir açúcar. Quando considerada de forma consolidada, a flexibilidade de *mix* das três unidades industriais pode resultar em uma safra açucareira, com 54% de todo o caldo da cana sendo destinado à produção de açúcar, ou alcooleira, com 64% do caldo destinado à produção de etanol. Todas as unidades são capazes de gerar e exportar energia a partir da queima do bagaço da cana (cogeração).

Os principais diferenciais da companhia são: (i) a alta utilização de cana própria (80% da lavoura utilizada na moagem); (ii) a distância entre os canaviais e os moinhos (raio médio de 27 km); e (iii) a forte atuação no mercado de varejo, através da marca Açúcar Caravelas. De acordo com o *management* da Colombo, o Açúcar Caravelas é a segunda marca em participação de mercado no Brasil para o açúcar refinado, somente atrás da marca União, da Camil Alimentos.

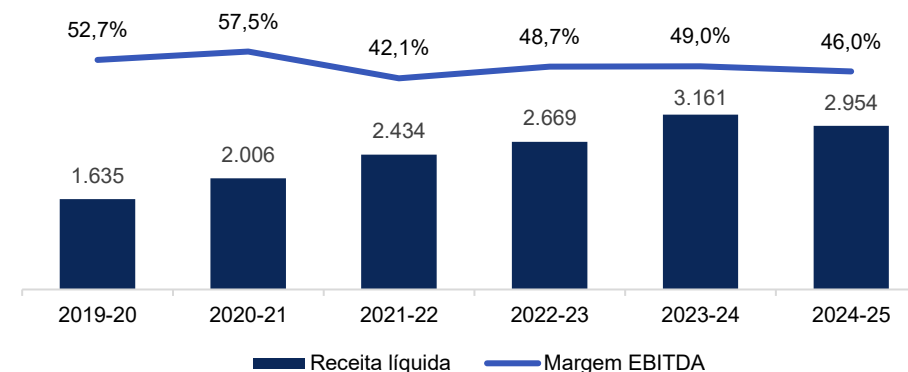
Apesar dos maiores investimentos *upfront* em plantio e trato cultural, a verticalização da produção permite que a companhia fique menos exposta aos riscos de oferta de cana (quantitativo e qualitativo). As terras utilizadas pela companhia são próprias (~21 mil hectares) e de seus acionistas (~21 mil hectares). Os indicadores de produtividade agrícola e eficiência operacional também são acima da média do setor (região Centro-Sul).

Do ponto de vista logístico, o escoamento da produção de etanol é favorecido pela proximidade do centro de distribuição em Paulínia (SP). Com relação ao açúcar exportado, o escoamento acontece pelo Porto de Santos (SP). Para o açúcar do mercado interno, principal mercado da Colombo, a distribuição é realizada no próprio estado de SP e demais estados do Sudeste e Sul.

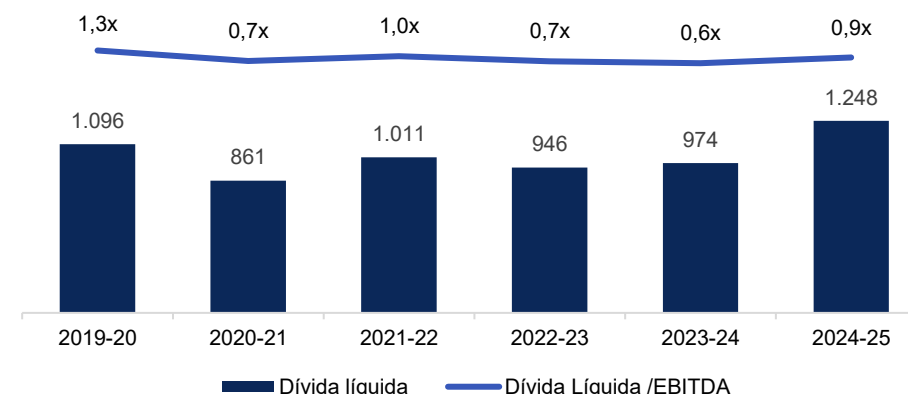
Principais atualizações: Entre os investimentos recentes, destacam-se a construção da unidade de produção de açúcar em Palestina (SP) – anteriormente dedicada exclusivamente à produção de etanol –, que passará a contar com uma capacidade produtiva de 100 mil/t de açúcar. Ainda, a companhia também implementou um quinto terno de moenda na unidade de Santa Albertina, ampliando a capacidade de moagem da companhia em 0,2 milhões/t (+6%). Por fim, a companhia executou investimentos para elevar a mecanização do plantio, o que deverá refletir em uma maior eficiência de custos. Os três projetos juntos exigiram ao todo investimentos de aproximadamente R\$ 250 milhões e estarão operacionais durante a safra 25/26. O restante dos investimentos foi direcionado para tratamentos culturais, plantio, formação de lavoura e insumos.

Fontes: Companhia e documentação da(s) operação(ões). Notas: o EBITDA Ajustado considera arrendamentos (IFRS16), equivalência patrimonial e variações no ativo biológico e exclui gastos de entressafra e amortização de plantio e tratamentos culturais. Os investimentos contemplam adições ao imobilizado, intangível e outros investimentos.

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Rating: AAA (S&P)
Principais ativos: CRA021000MB, CLAG13 e CLAG14.

Descrição (cont.)

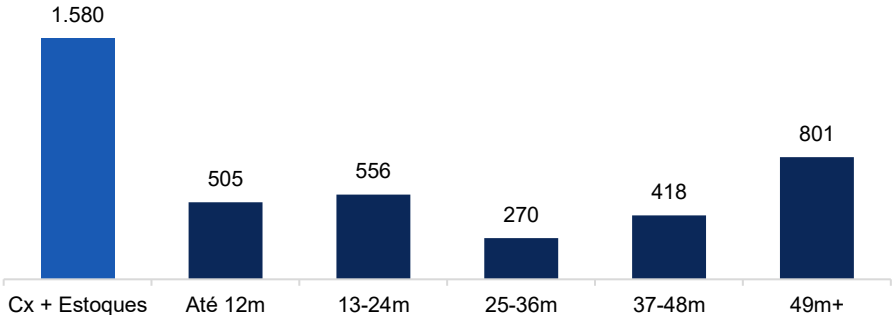
Principais covenants financeiros e garantias (CRA e debêntures)

- Dívida Líquida / EBITDA inferior a 3,5x.
- EBITDA / Despesa Financeira Líquida superior a 2,0x.
- Alguns passivos bancários também possuem covenants financeiros de liquidez (AC/PC) e endividamento (DL/PL).
- CRA021000MB e CLAG13:** Fiança da Angelina Colombo Part. (holding controladora) e João Colombo Agrícola (landco).

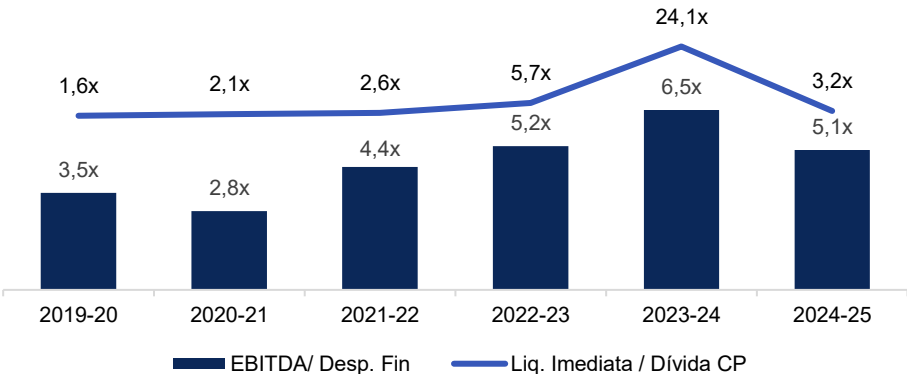
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	369	782	852	894	869	1.296
Estoque	155	172	283	247	309	285
Dívida de Curto Prazo	(323)	(454)	(444)	(199)	(49)	(499)
Cx + Estoque - Dívida CP	201	500	691	942	1.129	1.082
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	862	1.154	1.024	1.301	1.549	1.359
Juros Pagos	(94)	(85)	(114)	(143)	(162)	(115)
Investimentos	(302)	(645)	(770)	(1.038)	(1.102)	(1.102)
Manutenção	(186)	(453)	(525)	(647)	(734)	(734)
Modernização e expansão	(116)	(192)	(245)	(391)	(367)	(367)
Geração de Caixa	466	424	140	121	285	142

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Fontes: Companhia e documentação da(s) operação(ões). Notas: o EBITDA Ajustado considera arrendamentos (IFRS16), equivalência patrimonial e variações no ativo biológico e exclui gastos de entressafra e amortização de plantio e tratos culturais. Os investimentos contemplam adições ao imobilizado, intangível e outros investimentos.

Vale do Tijuco (CMAA)

Rating: AA (S&P)

Principais ativos: CRA0220012X e CRA020003PQ.



Descrição

Sobre a empresa: A Vale do Tijuco Açúcar e Alcool S.A. pertence à *holding* Companhia Mineira de Açúcar e Alcool (CMAA), que foi fundada em 2006 pelo Grupo JF Citrus (produtor de laranja e cana-de-açúcar). Os principais acionistas da CMAA são a JF Citrus (50%) e a Indofood Agri (50%). A JF Citrus é um conglomerado produtor de suco de laranja e cana que atua em SP e MG (10 mil hectares de laranja, divididos entre fazendas próprias e arrendamentos). A Indoagri é um grupo sediado na Indonésia que atua em diferentes ramos do agronegócio e no setor de alimentos.

A CMAA possui três moinhos em MG e capacidade instalada consolidada de moagem de 9,7 milhões/t por ano safra. As unidades Vale do Tijuco e Vale do Pontal são capazes de moer, respectivamente, 5,0 milhões/t e 2,7 milhões/t por ano. A terceira usina (Canápolis) entrou em operação em mai-20 e tem capacidade instalada anual de 2,0 milhões/t. A unidade foi incorporada à CMAA em set-20 com uma capacidade de moagem atual de 2,0 milhões/t de cana-de-açúcar/ano.

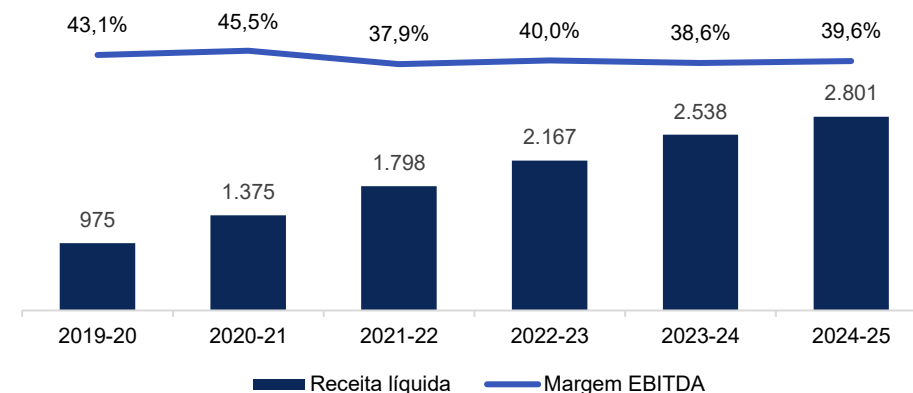
A produção de etanol e de açúcar pode atingir até 2,7 mil/m³ e 4,0 mil/t por dia, respectivamente. A capacidade instalada para produção de energia a partir da queima do bagaço da cana (biomassa) totaliza aproximadamente 125 MW. Além disso, a CMAA consegue armazenar açúcar e etanol para venda na entressafra. A capacidade de armazenagem de etanol totaliza 200 mil/m³. No caso do açúcar, a armazenagem máxima chega a 62 mil/t. Embora todos os moinhos produzam açúcar e etanol, a unidade Vale do Tijuco tem menor flexibilidade para modificar seu *mix* de produção. Já a Vale do Pontal consegue modificar seu *mix* e – dependendo da estratégia da safra – produzir apenas etanol. O *mix* consolidado de açúcar pode variar entre aproximadamente 48% e 63%.

Aproximadamente 49% da cana utilizada para produção na CMAA vem de lavouras próprias. O restante é fornecido por terceiros. As terras arrendadas para produção de cana própria possuem contratos com duração média de um ciclo de cana completo (5 anos). Apesar de o modelo permitir a redução dos investimentos necessários para o trato da terra, a compra à vista de cana pode trazer maior volatilidade nas margens caso haja indisponibilidade de insumo em regiões próximas da usina.

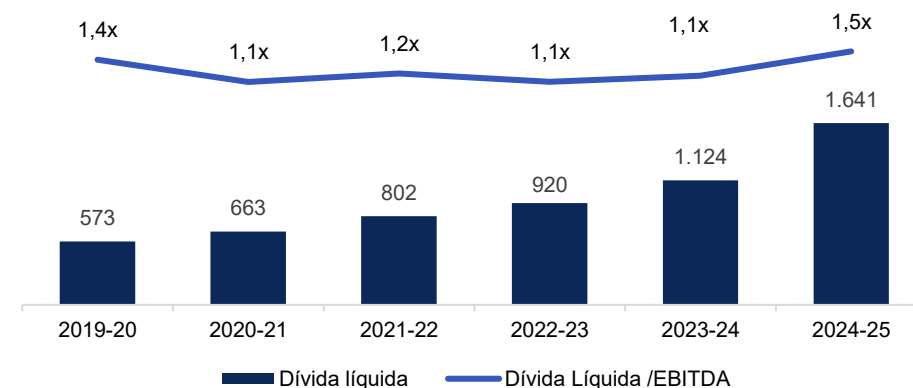
No caso das usinas da CMAA, esse risco é parcialmente mitigado pelo subarrendamento da terra utilizada pelos fornecedores de cana e pelo fato de MG definir uma área de operação para cada usina (menor competição por matéria-prima).

Principais atualizações: Os principais investimentos em expansão da CMAA para a 2025-26 serão aqueles destinados para o aumento da sua capacidade instalada, plantio e tratos agrícolas. A companhia espera ampliar sua capacidade de moagem em cerca de 1,6 milhões/t até 2027-28 através de investimentos na unidade de Vale do Pontal, que passará a ter 3,7 milhões/t de capacidade. Após a conclusão da expansão, o grupo deverá alcançar uma capacidade de moagem próxima de 10,7 milhões/t e flexibilizar o *mix* de produção de açúcar na usina Vale do Pontal de 57% para até 66%. Dessa forma, é provável que durante o ciclo de expansão a alavancagem do grupo aumente (aprox. 2,0x), porém se mantendo dentro de seus *covenants* financeiros.

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Vale do Tijuco (CMAA)

Rating: AA (S&P)
Principais ativos: CRA0220012X e CRA020003PQ.



Descrição (cont.)

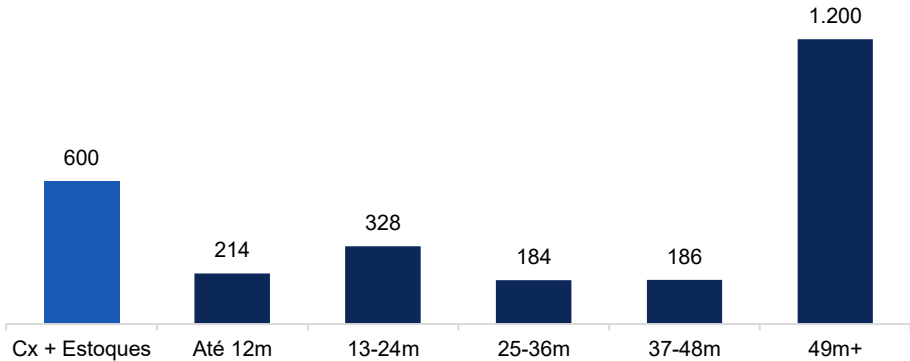
Principais covenants financeiros e garantias (CRAs)

- Dívida líquida / EBITDA inferior a 3,0x.
- Dívida líquida / tonelada de cana processada inferior às R\$ 120,00.
- Fiança prestada pela CMAA e, em alguns casos, pela Vale do Pontal.

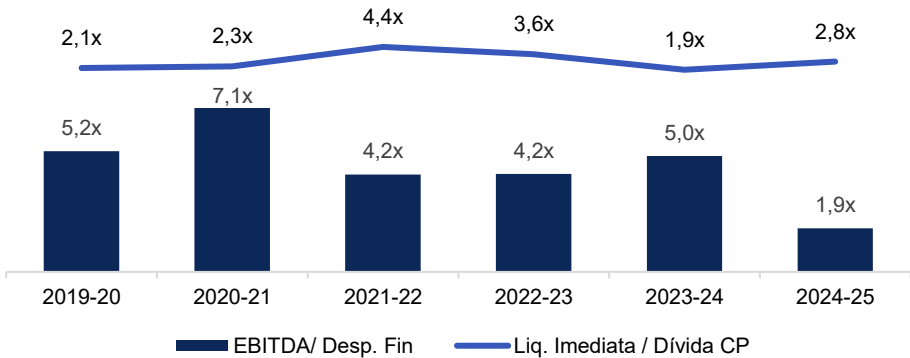
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	453	526	901	798	793	470
Estoques	57	51	92	126	96	130
Dívida de Curto Prazo	(245)	(253)	(227)	(258)	(466)	(214)
Cx + Estoques - Dívida CP	266	325	766	666	423	386
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	420	625	682	866	980	1.109
Juros Pagos	(68)	(93)	(93)	(174)	(166)	(158)
Investimentos	(340)	(491)	(566)	(773)	(822)	(1.122)
Manutenção	(80)	(99)	(167)	(215)	(226)	(257)
Modernização e expansão	(260)	(392)	(399)	(558)	(596)	(866)
Geração de Caixa	11	41	24	(81)	(9)	(172)

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Fontes: Companhia e documentação da(s) operação(ões). Notas: Números consolidados da CMAA. O EBITDA pré-IFRS16 elimina os efeitos do valor justo do ativo e perdas e ganhos com investimentos.

Rating: AA+ (S&P)

Principais ativos: CRA019000HN, CRA02100001, CRA02100002, CRA022007KI, CCIA11 e CCIA12

Descrição

Sobre a empresa: A Cocal (Comércio Indústria Canaã Açúcar e Álcool Ltda.) atua no setor sucroalcooleiro desde 1980 e é 100% controlada pela família Garms (Carlos Ubiratan Garms, Yara Garms Cavlak, Marcos Fernando Garms e Evandro Cesar Garms). A empresa opera dois moinhos no estado de SP (Paraguaçu Paulista e Narandiba) e tem capacidade instalada consolidada de 8,7 milhões/t anuais.

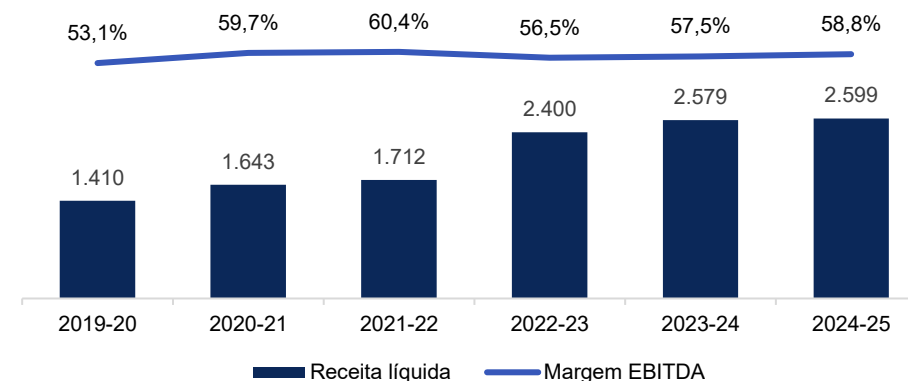
As unidades produzem açúcar e etanol e têm flexibilidade para modificar seu *mix* (de 52% até 64% de açúcar). A Cocal também vende o excedente de energia gerado a partir da queima do bagaço de cana (biomassa). A companhia tem uma fatia de 9,0% na Copersucar, e toda a produção de açúcar e etanol é vendida através da cooperativa. A participação foi adquirida em 2006, e a Cocal é o terceiro maior cooperado individual. Ao todo, a companhia é capaz de produzir até 730 mil/t de açúcar, 350 milhões/L de etanol e exportar 470 GWh de energia. A capacidade de armazenagem de açúcar e de etanol para venda na entressafra totaliza 355 mil/t e 150 milhões/L, respectivamente.

Além da elevada capacidade de armazenagem, um dos principais diferenciais da Cocal ante seus pares do setor é o alto percentual de utilização de cana própria (~90% da cana moída). A lavoura sob gestão própria tem aproximadamente 142 mil hectares. A verticalização da produção por meio de lavouras próprias e de parceiros agrícolas mitiga o risco de falta de fornecimento de matéria-prima e permite um maior controle sobre a qualidade do canavial. O raio médio do canavial é de ~30 km. Por outro lado, são necessários maiores investimentos em plantio e trato cultural. Embora também façam parte da operação, as terras produtivas da família são mantidas sob empresas sem vínculo societário direto com a Cocal.

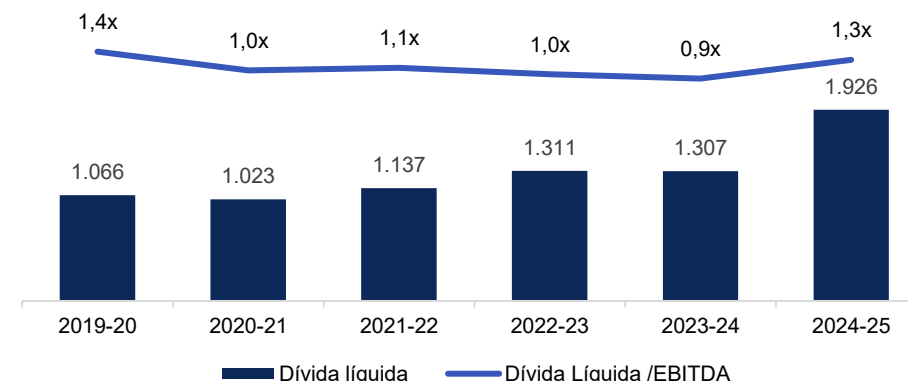
Principais atualizações: A Cocal está avançando na construção da sua segunda planta de biogás em Paraguaçu Paulista (SP), que terá capacidade para produzir até 60 mil m³/dia de biometano (aprox. 21 milhões m³/ano), um aumento de 140% em relação à sua primeira planta. O investimento estimado para essa unidade é de R\$ 216 milhões, com previsão de início das operações ainda em 2025. Além disso, a empresa concluiu recentemente importantes investimentos em energia solar, incluindo a implantação de uma nova usina fotovoltaica, consolidando sua estratégia de diversificação energética e redução da pegada ambiental. No campo estratégico, em setembro de 2024, a Cocal adquiriu 100% das cotas da SPaulo 002 Participações, empresa dedicada a atividades agropecuárias e serviços correlatos, localizada em Presidente Prudente (SP). A operação foi realizada por R\$ 370 mil, reforçando sua presença e atuação no setor sucroalcooleiro.

Guidance 2025-26: Moagem (7,8 a 8,6 milhões/t), ATR (134,7 a 135,1 kg/t).

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Rating: AA+ (S&P)

Principais ativos: CRA019000HN, CRA02100001, CRA02100002, CRA022007KI, CCIA11 e CCIA12

Descrição (cont.)

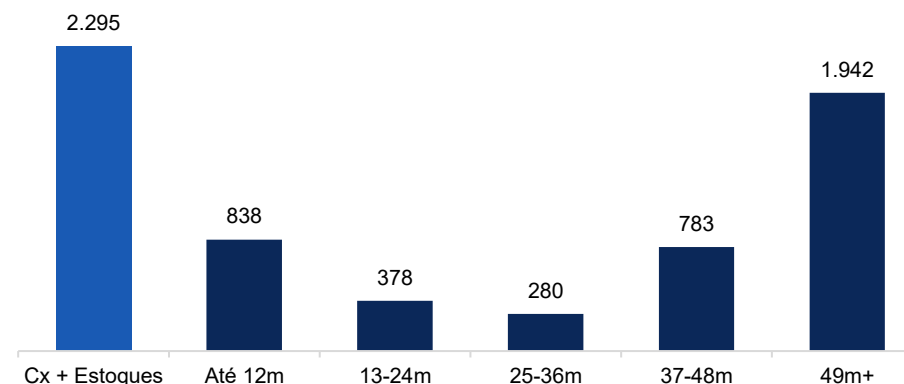
Principais covenants financeiros e garantias (CRAs)

- Dívida Líquida / EBITDA inferior a 3,0x.
- Dívida Líquida / Patrimônio Líquido inferior a 1,5x.
- CRA019000XD, CRA02100001 e CRA02100002:** Cessão fiduciária dos direitos creditórios advindos do contrato safra com a Copersucar (130% das amortizações e juros remanescentes sobre o saldo devedor) e aval dos sócios PF, da Cocal Termoeletrica e da Êxodos Participações.
- CRA019000XD:** Subordinação mínima de 25% (prioridade sobre o ativo CRA019000HN).

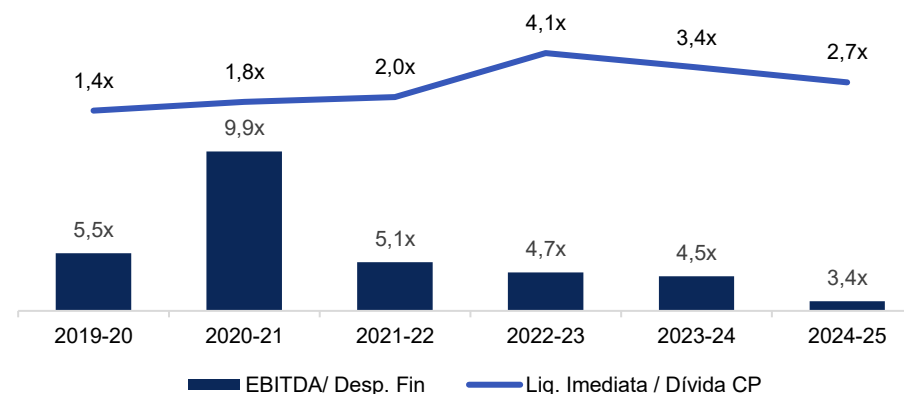
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	653	1.414	979	1.438	1.917	64
Recebíveis - Cooperativa	46	263	99	230	54	2.231
Dívida de Curto Prazo	(497)	(923)	(526)	(406)	(574)	(838)
Cx + Estoques - Dívida CP	202	754	552	1.262	1.397	1.457
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	748	980	1.033	1.355	1.482	1.528
Juros Pagos	(130)	(126)	(169)	(214)	(275)	(341)
Investimentos	(634)	(806)	(850)	(1.001)	(1.108)	(1.429)
Manutenção	(469)	(501)	(629)	(844)	(937)	(981)
Modernização e expansão	(165)	(305)	(221)	(158)	(170)	(449)
Geração de Caixa	(16)	48	14	140	100	(242)

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Ratings: AAA (S&P) e AA+ (Moody's)

Principais ativos: CRA02000005, JALL11 , JALL15 , JALL21, JALL24, JALL13, JALL14 e CRA022008CB

Descrição

Sobre a empresa: A Jalles Machado S.A. (JALL) está presente no setor de açúcar e álcool desde 1980 e é controlada pelo grupo Otávio Lage, que detém uma participação de 47% por meio da Vera Cruz Agropecuária, Planagri e Gissara Agropecuária. Os demais acionistas relevantes são as famílias Kinjo, Morais Ferrari, Jair Lage e Braoios (20%). As demais ações estão listadas na B3 (JALL3). A companhia possui duas usinas localizadas em GO e uma em MG, consolidando uma capacidade de moagem de 8,5 milhões/t por ano safra (3,3 milhões na unidade Jalles Machado, 2,7 milhões na usina Santa Vitória e 2,5 milhões na unidade Otávio Lage). As usinas produzem açúcar, etanol, levedura e produtos de higiene e limpeza.

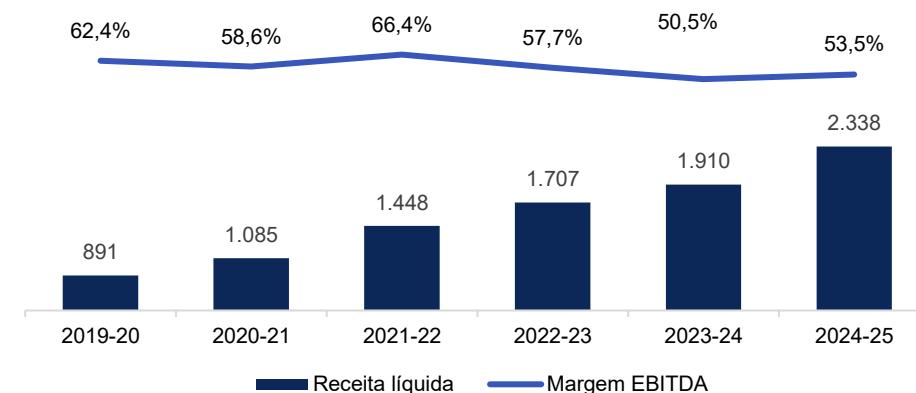
A principal marca do produtor sucroalcooleiro no mercado interno é o açúcar Itajá. Além do etanol hidratado e do açúcar branco, a empresa atua de forma bastante ativa na produção e exportação de açúcar orgânico a partir da unidade Jalles Machado (20-30% do total de açúcar). A margem do produto orgânico é mais elevada do que a obtida com o açúcar convencional. Em 2022-23, a companhia produziu 306 mil/t de açúcar e 238 mil m³ de etanol. A capacidade consolidada de estocagem para venda na entressafra totaliza cerca de 3,1 milhões de sacas de açúcar e 269,5 mil m³ de etanol.

As usinas são integradas a plantas com capacidade de produzir energia a partir da queima do bagaço de cana (biomassa). A Albioma Energia é integrada a Jalles Machado e tem capacidade instalada de cogeração de 70 MW (40% JALL). A Albioma Codora é conectada à Otávio Lage e pode gerar até 78 MW de energia (35% JALL). A Jalles Bioenergia é conectada à Santa Vitória e tem capacidade de geração de 41,4 MW (100% JALL). A companhia tem flexibilidade considerável na alteração de seu *mix*, mantendo em média um leve viés mais alcooleiro (55-60% do *mix*). No entanto, durante o período do ano de produção do açúcar orgânico, o *mix* é temporariamente mais voltado para o açúcar.

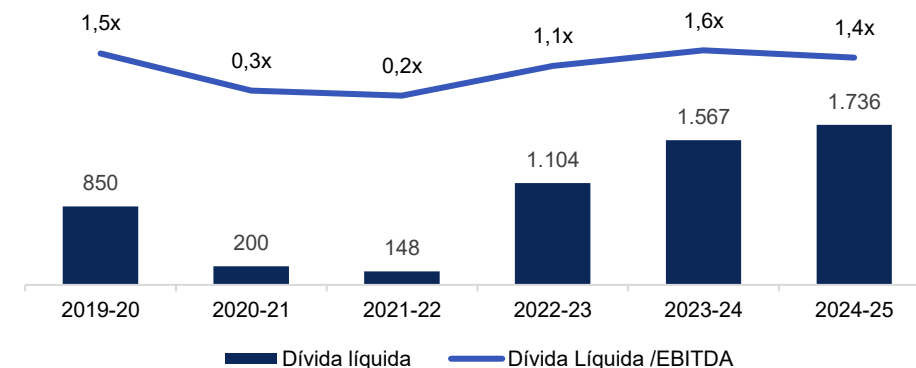
Apesar de todos os insumos e lavouras serem próprios, apenas metade da cana é cultivada em terras do grupo ou de seus acionistas. O restante vem de contratos de longo prazo assinados com outros proprietários de terras. O modelo integrado de arrendamento permite a redução dos investimentos iniciais em terras e, ao mesmo tempo, mitiga o risco de falta de fornecimento de matéria-prima no mercado à vista.

Principais atualizações: A Jalles Machado projeta processar 7,9 milhões/t de cana-de-açúcar na safra 2025/2026, com um ATR médio estimado de 139 kg/tonelada e um *mix* de produção dividido em 54% para açúcar e 46% para etanol. O capex total previsto para o próximo exercício é de R\$ 746 milhões, acrescido de R\$ 475 milhões em investimentos em tratamentos culturais, totalizando R\$ 1,2 bilhão em aportes operacionais e agrícolas. A companhia também anunciou a implantação de um projeto de biogás em parceria com a Albioma, do qual deterá 49% de participação acionária. O financiamento do projeto será viabilizado por meio de linha incentivada do BNDES ou instrumento equivalente, com previsão de produção de 10 milhões de Nm³ de biometano. Adicionalmente, no 4T25, a Jalles informou ter fixado 85,8% do volume da safra 2025/2026 a um preço médio de R\$ 2.432 por tonelada, reforçando sua estratégia de proteção de margem em um cenário de maior volatilidade de preços.

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Jalles Machado (JALL)



Ratings: AAA (S&P) e AA+ (Moody's)

Principais ativos: CRA02000005, JALL11 , JALL15 , JALL21, JALL24, JALL13, JALL14 e CRA022008CB

Descrição (cont.)

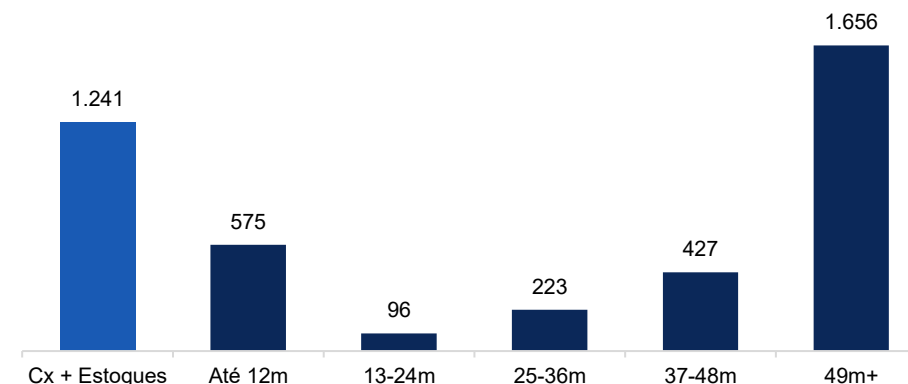
Principais covenants financeiros e garantias (debêntures e CRAs)

- Dívida Líquida / EBITDA inferior a 3,25x.
- EBITDA / Despesas Financeiras Líquidas superior a 2,5x.
- (Dívida Líquida – Estoque de Produtos Acabados) / EBITDA inferior a 2,0x.
- Os títulos da companhia não possuem garantias reais ou pessoais.

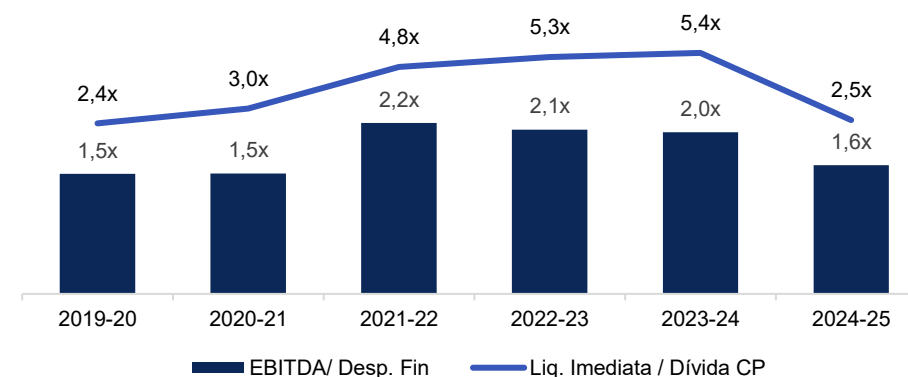
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	435	1.220	1.301	1.021	1.069	1.241
Estoque	70	77	132	196	225	216
Dívida de Curto Prazo	(211)	(428)	(297)	(231)	(238)	(575)
Cx + Estoques - Dívida CP	294	869	1.137	986	1.057	881
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	556	636	962	986	963	1.251
Juros Pagos	(109)	(122)	(261)	(312)	(372)	(253)
Investimentos	(252)	(249)	(495)	(748)	(1.259)	(1.185)
Manutenção	(180)	(189)	(254)	(351)	(448)	(458)
Modernização e expansão	(72)	(60)	(242)	(396)	(811)	(726)
Geração de Caixa	195	265	205	(74)	(667)	(187)

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Rating: AA- (S&P)
Principais ativos: CRA022004H5

Descrição

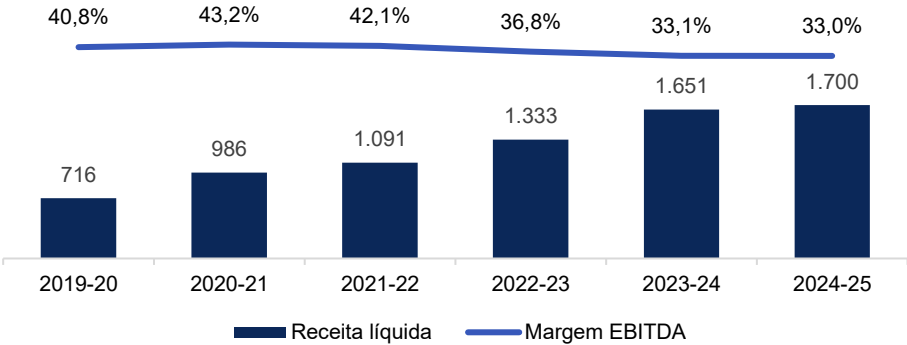
Sobre a empresa: A Nardini Agroindustrial Ltda. é uma companhia sucroalcooleira com capacidade instalada para moer 7,2 milhões/t de cana-de-açúcar por ano. Suas operações abrangem a produção de até 470 mil/t de açúcar, 415 milhões/L de etanol e 240 mil MWh de energia elétrica, por meio de cogeração a partir do bagaço da cana. Fundada em 1973 e controlada pela família Nardini desde então, a empresa possui duas unidades industriais: a matriz em Vista Alegre do Alto (SP), com capacidade de moagem de aproximadamente 5,0 milhões/t de cana por ano e flexibilidade de *mix* entre açúcar e etanol; e uma segunda planta em Aporé (GO), com capacidade de moagem de cerca de 2,2 milhões/t por ano. Embora tenha sido inicialmente dedicada à produção de etanol, a unidade de Aporé já conta com estrutura instalada para a produção de açúcar.

Inaugurada em maio de 2023, a unidade de Aporé atravessa uma fase significativa de crescimento. Já em operação, a planta possui uma estrutura voltada à produção de etanol e moeu cerca de 1,1 milhão/t de cana na safra 2025/26. A capacidade final projetada é de 2,2 milhões/t, meta esperada até 2030. Na safra atual, a Nardini deu início à operação de uma nova fábrica de açúcar na unidade, aumentando sua flexibilidade para alcançar até 65% de açúcar e 60% de etanol na produção total consolidada. O investimento total no complexo de Aporé já supera R\$ 700 milhões nos últimos quatro anos. Com os aportes industriais principais já concluídos, restam investimentos agrícolas recorrentes estimados em R\$ 100 milhões por ano nos próximos ciclos.

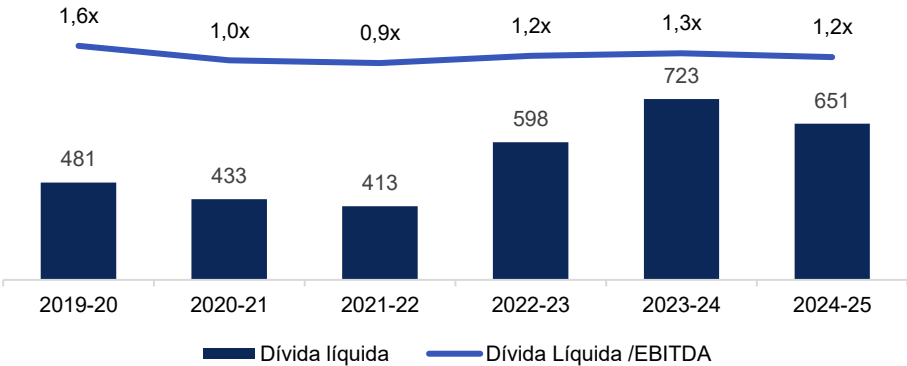
Entre os principais diferenciais da companhia, estão: (i) o alto percentual de cana proveniente de áreas próprias (58%); (ii) a curta distância média entre canaviais e usinas (~25 km); (iii) produtividade agrícola superior à média do setor; (iv) *mix* de produtos com foco em maior valor agregado, como o açúcar cristal; e (v) capacidade de exportar energia elétrica e geração de créditos de carbono (CBIOS). A área total de corte na safra mais recente foi de 68.882 hectares, sendo 39.915 hectares próprios, divididos entre 54 mil hectares na unidade paulista e 14,8 mil hectares em Goiás.

Principais atualizações: Em 2024, a Nardini ampliou sua operação com a inauguração de sua segunda planta em Aporé, fruto de um investimento de cerca de R\$ 700 milhões entre a fábrica e a expansão agrícola. Com isso, a capacidade de moagem do grupo passou de 5,0 para 7,2 milhões/t por safra. Inicialmente voltada à produção de etanol (aprox. 100 milhões/m³), a unidade incorporou em 2025 uma fábrica de açúcar VHP (aprox. R\$ 125 milhões), com capacidade produtiva de aproximadamente 120 mil/t. Para safra 2025-26, a produção deve seguir estável, com uma moagem em torno de 5,4 milhões/t, apesar de um aumento de quase 5% na área de corte. Essa manutenção se deve à menor produtividade pelo segundo ano consecutivo, impactada por um clima mais seco e pela queda na qualidade do canavial, o que deve reduzir a eficiência agrícola. Para mitigar riscos de preços, a companhia já garantiu contratos para cerca de 80% de sua exposição líquida de cana própria na safra atual, fixando o preço do açúcar em R\$ 2.460/t e cerca de um terço para a safra seguinte a 2.600/t. Paralelamente, a Nardini planeja continuar seus investimentos para aumento da área plantada de cana com o objetivo de utilizar 100% da capacidade instalada de moagem (7,2 milhões/t) até meados de 2030.

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Fontes: Companhia e documentação da(s) operação(ões). Notas: O EBITDA Ajustado considera arrendamentos (IFRS16), equivalência patrimonial e variações no ativo biológico e exclui gastos de entressafra e amortização de plantio e tratos culturais. Os investimentos incluem adições ao imobilizado e capex de plantio e tratos culturais.

Rating: AA- (S&P)
Principais ativos: CRA022004H5

Descrição (cont.)

Principais covenants financeiros e garantias (CRA)

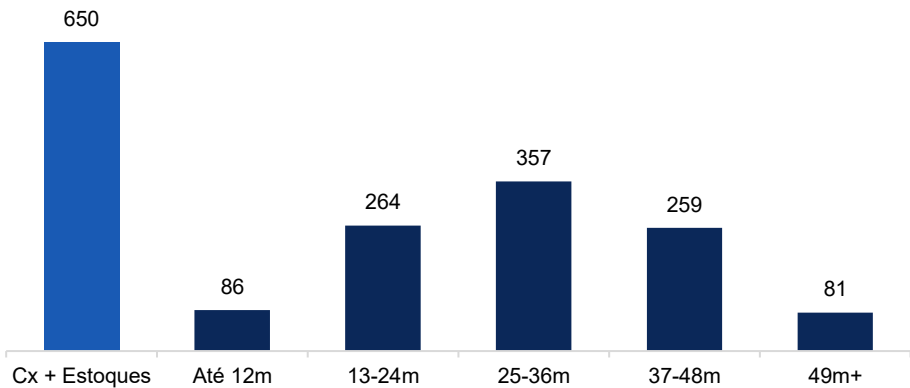
- Dívida líquida / EBITDA inferior a 3,0x.
- Os CRA da companhia não possuem garantias reais ou pessoais.

Principais usos e fontes (R\$ milhões)

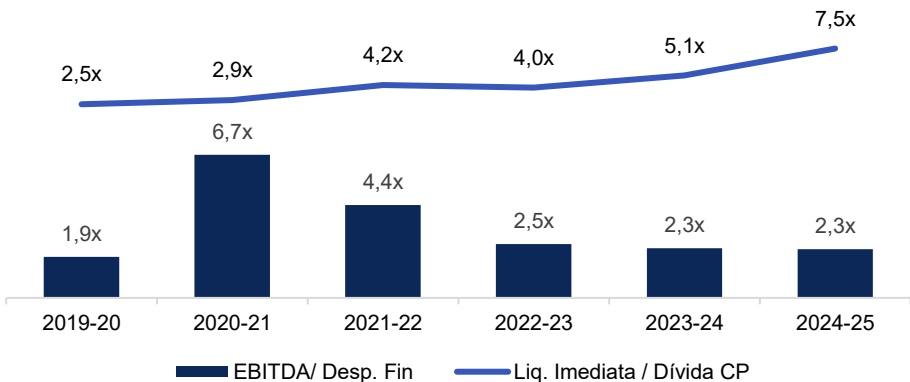
Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	215	381	405	513	552	398
Estoques	117	138	204	186	228	253
Dívida de Curto Prazo	(133)	(181)	(145)	(175)	(154)	(86)
Cx + Estoques - Dívida CP	199	338	465	525	627	564
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	292	426	459	491	546	560
Juros Pagos	(57)	(39)	(60)	(77)	(124)	(155)
Investimentos	(178)	(170)	(323)	(655)	(455)	(582)
Manutenção	(141)	(136)	(220)	(282)	(277)	(354)
Modernização e expansão	(37)	(34)	(103)	(373)	(178)	(228)
Geração de Caixa	57	217	76	(241)	(33)	(177)

Nota: Os valores de Investimentos, assim como proporção de manutenção e expansão, foram estimados.

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Fontes: Companhia e documentação da(s) operação(ões). Notas: O EBITDA Ajustado considera arrendamentos (IFRS16), equivalência patrimonial e variações no ativo biológico e exclui gastos de entressafra e amortização de plantio e tratos culturais. Os investimentos incluem adições ao imobilizado e capex de plantio e tratos culturais.

Rating: Não há
Principais ativos: USCR11, CRA022004XY

Descrição

Sobre a empresa: A Usina Cerradão é um produtor sucroalcooleiro com capacidade industrial de moagem próxima de 8,5 milhões/t de cana de açúcar por ano. A operação é capaz de produzir até ~565 mil/t de açúcar, ~118 mil m³ de etanol hidratado, 121 mil m³ de etanol anidro e ~430 GWh de energia anualmente. Aproximadamente 80% da energia gerada pela companhia é exportada. A Cerradão é associada à Copersucar e detém uma participação de 3,2%. Toda a produção de açúcar e etanol da companhia e dos demais cooperados é vendida através da Copersucar.

A Cerradão iniciou suas atividades industriais em 2009 e se localiza em Frutal (MG). A cidade faz parte do Triângulo Mineiro e está a pouco quilômetros do norte do estado de SP (principal polo produtor de açúcar e etanol do país). A distância da usina até o Porto de Santos é de aproximadamente 490 km. A cidade de Paulínia (SP), principal *hub* de distribuição de etanol do país, fica a 380 km de Frutal.

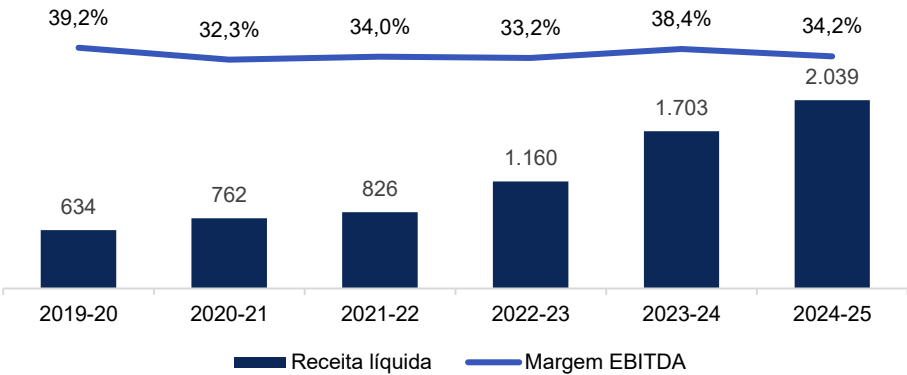
A companhia é controlada pelas *holdings* Queiroz de Queiroz e Q3, que são da família Queiroz, e pela JP Andrade, *holding* da família Andrade. O Grupo Queiroz de Queiroz possui uma grande quantidade de terras em MG e também atua no segmento de pecuária de corte. A família Andrade atua no setor sucroalcooleiro desde 1975 e também controla a Usina Pitangueiras, que fica localizada no município de Pitangueiras (SP) e tem uma capacidade anual de moagem de 3 milhões/t.

Alguns dos principais diferenciais da Usina Cerradão são: (i) a proximidade dos canaviais; (ii) capacidade de gerar e exportar energia a partir do bagaço da cana (cogeração); (iii) ampla flexibilidade de modificar seu *mix* de produção (20% até 65% de açúcar); (iv) foco em produtos de maior valor agregado; e (v) participação na Copersucar.

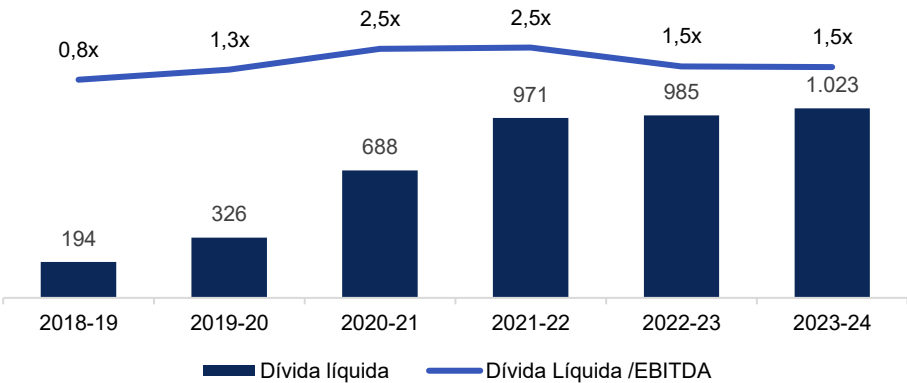
O raio médio de transporte entre a usina e os canaviais é de ~25 km. A área plantada (lavoura própria) totaliza cerca de 18 mil hectares (terras arrendadas). O restante da cana utilizada pela companhia vem dos seus acionistas (~30%) e de ~650 fornecedores terceiros (~40%). De acordo com o *management*, o risco de falta de fornecimento de matéria-prima por fornecedores terceiros é baixo porque o estado de MG define uma área de operação para cada usina.

Principais atualizações: A Cerradão concluiu os principais investimentos de expansão da sua capacidade de moagem em 2023-24, alcançando um potencial atual de 8,0-8,5 milhões/t (vs. 4,0 milhões/t em 2022-23). Dessa forma, no fechamento da safra 2024-25, a companhia reportou uma moagem recorde de 6,3 milhões/t (vs. 5,6 milhões em 23/24), com uma produção de 429 mil/t de açúcar e 255 mil m³ de etanol. A companhia pretende continuar direcionando a maior parte dos investimentos para plantio e tratos agrícolas, com o objetivo de alcançar 90% e 95% da sua capacidade instalada consolidada durante as safras 2026-27 e 2027-28, respectivamente. Para a safra de 2025-26, os gestores da Cerradão esperam que a moagem continue próxima de 6,0 milhões/t, bem como manutenção do *mix* mais açucareiro – cuja maior parte dos preços já havia sido fixada antes da recente queda.

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Rating: Não há
Principais ativos: USCR11, CRA022004XY

Descrição (cont.)

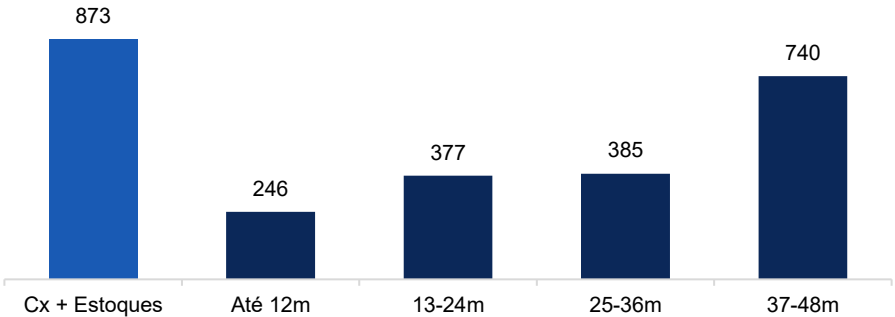
Principais covenants financeiros e garantias (debêntures e CRA)

- Dívida líquida / EBITDA inferior a 3,0x.
- Ativo circulante / Passivo circulante superior a 1.0x.
- USCR11:** Cessão fiduciária dos direitos creditórios advindos do contrato safra com a Copersucar (16%).
- USCR11 e CRA022004XY:** Fiança dos Srs. José Pedro de Andrade, Adalberto José Queiroz e Florêncio Queiroz Neto.

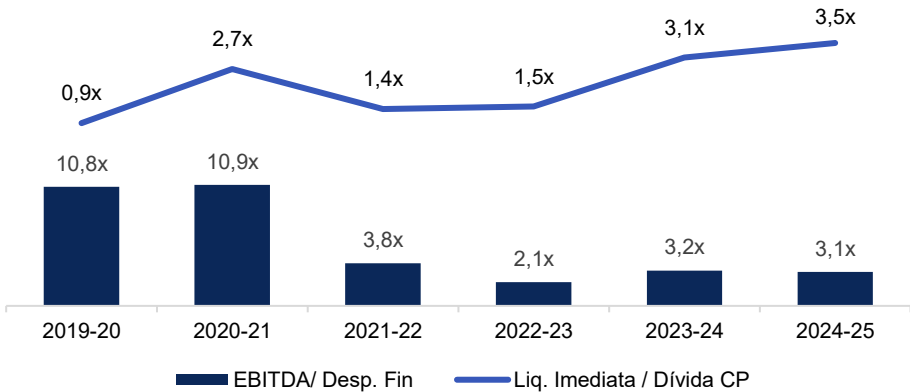
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	72	269	241	313	715	725
Recebíveis - Cooperativa	1	13	25	120	133	148
Dívida de Curto Prazo	(77)	(104)	(191)	(293)	(276)	(246)
Cx + Estoques - Dívida CP	(4)	177	76	141	572	627
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	248	246	281	386	654	697
Juros Pagos	(23)	(16)	(51)	(100)	(145)	(232)
Investimentos	(140)	(253)	(369)	(487)	(450)	(344)
Manutenção	(67)	(117)	(52)	(53)	(88)	(92)
Modernização e expansão	(73)	(136)	(317)	(434)	(362)	(252)
Geração de Caixa	85	(24)	(140)	(201)	59	121

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Rating: Não há
Principais ativos: CRA0210019B, UASM11 e UASM11

Descrição

Sobre a empresa: A Usina Açucareira São Manoel S.A. (UASM) é um produtor sucroalcooleiro com capacidade instalada de moagem de 4,3 milhões/t de cana de açúcar por ano. A operação é capaz de produzir até 290 mil/t de açúcar, 175 milhões/L de litros de etanol e 4.500/t de levedura. O moinho da UASM fica localizado em São Manoel (SP). A unidade tem flexibilidade para modificar seu *mix* de acordo com a lucratividade de cada produto (de 40% até 60% de açúcar).

O açúcar branco e o etanol anidro (principais produtos da companhia) têm maior valor agregado do que o açúcar bruto e o etanol hidratado, respectivamente. A companhia tem uma fatia de 4,5% na Copersucar, e toda a produção de açúcar e etanol é vendida através da cooperativa.

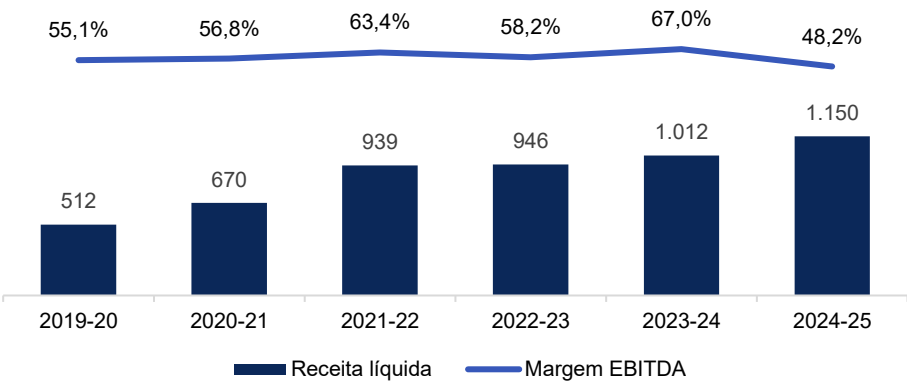
Alguns dos principais diferenciais da companhia são o alto percentual de lavoura própria (60%), a proximidade dos canaviais, a elevada capacidade de armazenagem e o foco em produtos de maior valor agregado. A maior parte da cana de terceiros vem de arrendamentos e parcerias estratégicas sob gestão da UASM (43%), fornecedores externos (42%) ou *spot* (15%). O raio médio de transporte entre a usina e os canaviais é de 23 km. A área plantada (lavoura própria) totaliza cerca de 50 mil hectares, sendo que, desses, aproximadamente 11 mil hectares são terras próprias).

O modelo de arrendamento de longo prazo mitiga o risco de falta de fornecimento de matéria-prima (qualitativo e quantitativo). A verticalização da produção a partir de parceiros estratégicos permite a geração de margens mais estáveis e reduz o investimento inicial em terras para produção. A companhia é capaz de armazenar aproximadamente 75% (64%) da sua produção de açúcar (etanol). A estratégia de armazenagem traz maior flexibilidade para a venda em períodos de entressafra (ou seja, quando há menor disponibilidade das *commodities* no mercado).

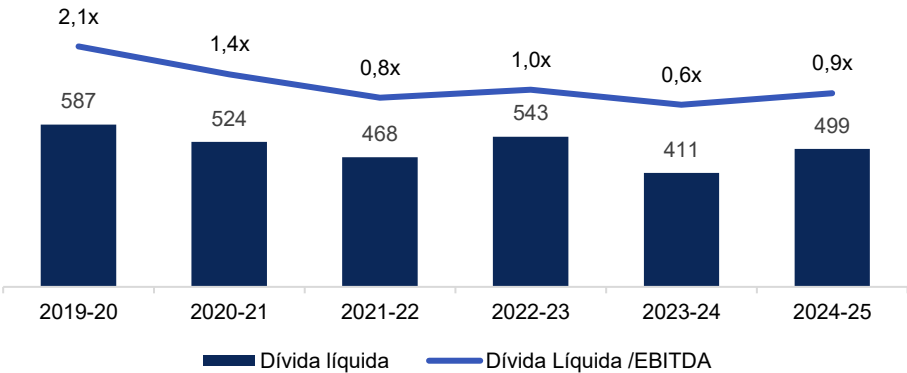
O produtor sucroalcooleiro iniciou suas operações em 1949 e é controlado e gerido pela família Dinucci desde sua fundação. Além da UASM, a família também detém uma participação minoritária indireta na Lupo S.A. (12%) e em uma *holding* patrimonial (Comercial Lupo S.A.). A Lupo é um dos principais *players* no mercado de moda do Brasil (líder dos segmentos de meias, cuecas e *lingerie* sem costura).

Principais atualizações: Seguindo sua estratégia de crescimento sustentável, a companhia elevou de forma relevante os investimentos em ativos produtivos na safra 2024/2025. O maior destaque foi a área industrial, que recebeu R\$ 41 milhões – crescimento de 149% em relação à safra anterior –, com foco em modernização e automação. No campo, os aportes somaram R\$ 47,7 milhões, avanço de 30%, impulsionados por tecnologias agrícolas e ganhos logísticos. As lavouras e os tratos culturais concentraram R\$ 360,6 milhões, refletindo o compromisso com a renovação da base agrícola e o aumento da produtividade. Esse conjunto representa o maior volume de investimentos da safra. Para a safra 25/26, a companhia espera manter o viés de seu *mix* mais açucareiro, com a maior parte dos preços já travados em preços favoráveis.

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Fontes: Companhia e documentação da(s) operação(ões). Notas: O endividamento financeiro considera as obrigações com a Cooperativa. Os ajustes do EBITDA incluem, entre outros, os efeitos: (i) da amortização de plantio e tratos culturais; (ii) das variações no ativo biológico; (iii) dos ajustes a valor presente; e (iv) e das despesas com arrendamentos.

Rating: Não há
Principais ativos: CRA0210019B, UASM11 e UASM11

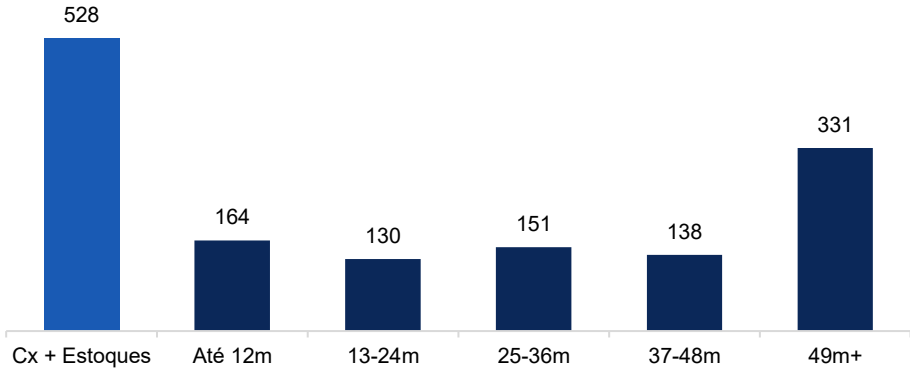
Descrição

Principais *covenants* financeiros e garantias (CRA, debêntures e empréstimos bancários)

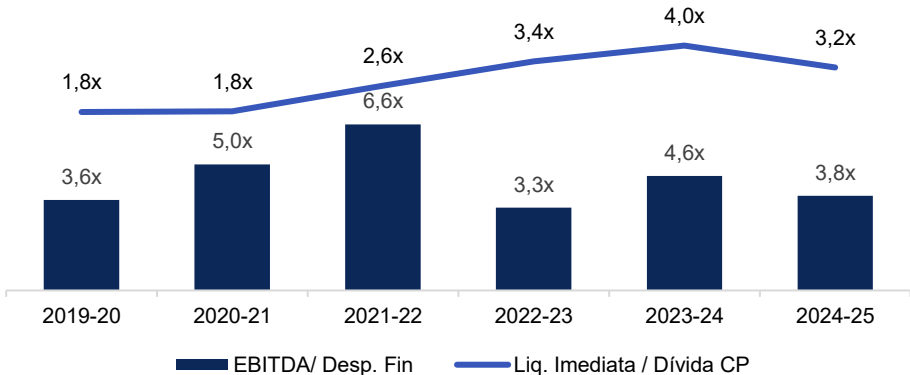
- Dívida Líquida / EBITDA inferior a 5,0x (com restrição de distribuição de dividendos a partir de 4,0x).
- Caixa / Dívida bancária de curto prazo maior que 0,75x.
- Passivo total / Patrimônio líquido inferior a 2,0x.
- CRA0210019B:** Aval do Sr. Carlos Dinucci.
- UASM11:** Fiança do Sr. Carlos Dinucci.

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	249	385	383	264	421	414
Recebíveis - Cooperativa	53	89	90	94	39	114
Dívida de Curto Prazo	(172)	(267)	(181)	(105)	(116)	(164)
Cx + Estoques - Dívida CP	130	206	293	254	343	365
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	282	381	595	550	678	554
Juros Pagos	(60)	(43)	(56)	(92)	(88)	(96)
Investimentos	(191)	(220)	(335)	(393)	(384)	(444)
Manutenção	(170)	(197)	(276)	(347)	(331)	(361)
Modernização e expansão	(21)	(22)	(59)	(45)	(53)	(83)
Geração de Caixa	32	118	204	66	206	15

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Rating: Não há

Principais ativos: CRA02000001, CRA02000002

Descrição

Sobre a empresa: A Usina Pitangueiras Açúcar e Álcool Ltda. atua no setor sucroenergético desde 1975 e é controlada indiretamente pela família Andrade, que também atua diretamente na gestão. Os principais membros da família no negócio são os empresários João Batista de Andrade, João Henrique de Andrade e Rafael de Andrade Neto. Além da Usina Pitangueiras, que fica localizada no norte do estado de SP (Pitangueiras), a família possui sete fazendas de criação e confinamento de gado no MT (Barra das Garças e Pontal do Araguaia).

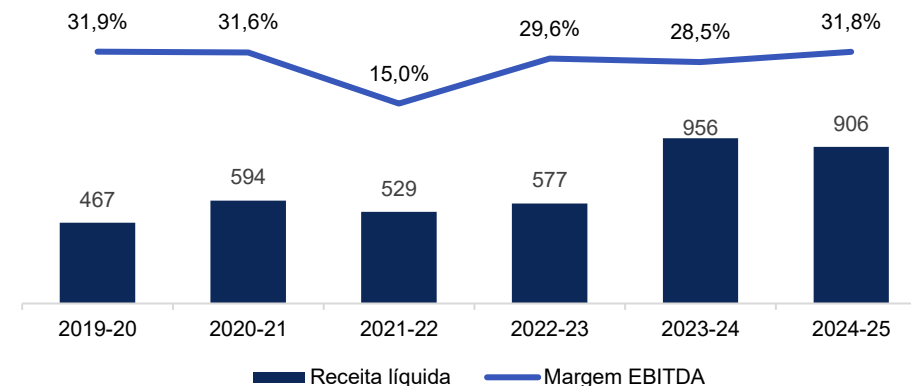
O moinho do grupo tem capacidade de moagem de 3,0 milhões/t por ano e pode produzir até 300 mil/t de açúcar e 170 milhões/L de etanol. Assim como seus pares do setor, a Pitangueiras vende o excedente de energia gerado a partir da queima do bagaço de cana (biomassa). A capacidade de geração de energia totaliza 70 MWh. A empresa é associada à Copersucar desde 2011 e atualmente detém participação de 2,6% na cooperativa. Toda a produção de açúcar e etanol dos associados é vendida através da Copersucar.

Aproximadamente 67% da cana utilizada na produção vem de fornecedores externos, enquanto a cana de terras próprias e parcerias/arrendamentos corresponde a aproximadamente 28% e 5%, respectivamente. A maior dependência de insumos de terceiros faz com que a Pitangueiras fique mais exposta ao mercado à vista de cana-de-açúcar caso haja escassez de oferta na região de atuação. A intenção dos sócios é seguir reduzindo essa exposição gradualmente ao longo dos próximos anos (~65-70% de cana própria no final de 2025-26). Atualmente a área agrícola cultivada totaliza cerca de 31 mil hectares, sendo que 100% da colheita é mecanizada.

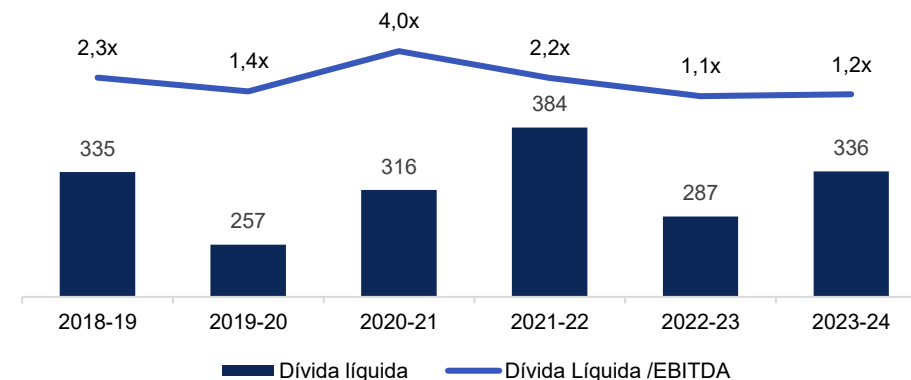
Principais atualizações: Conforme esperado e até notificado pela companhia, a Pitangueiras reportou uma menor moagem na safra 2024-25 – reflexo dos impactos climáticos causados por um período de maior seca – alcançando 2,7 milhões/t (-11% a/a). Dessa forma, a produção de açúcar totalizou 230 mil/t (-17% a/a), enquanto a produção de etanol hidratado se manteve estável (86 mil/m³). Para a safra 2025-26, a Pitangueiras espera manter tanto o volume de moagem como o ATR estáveis em relação à safra passada (2,7 milhões/t e 137 kg/t respectivamente), porém, com a expectativa de um maior volume de produção de açúcar. Como a maior parte dos preços do açúcar já foi travada a preços mais favoráveis, a companhia espera reportar um EBITDA mais elevado, o que permitirá manter a alavancagem em torno de 1,0x. A Pitangueiras também segue focada nos investimentos direcionados para plantio e tratos culturais para produção de cana própria, justamente para continuar reduzindo a necessidade do uso de cana de terceiros (aprox. 65% para 2025-26).

Desde abr-21, o Grupo passou a consolidar todas as atividades relacionadas ao setor sucroalcooleiro em uma única DF com o objetivo de aprimorar sua governança corporativa. As companhias controladas pela Pitangueiras Holding Ltda. são a Pitangueiras Açúcar e Álcool Ltda. (açúcar, etanol, energia, levedura etc.), Pitangueiras Bioenergia Ltda. (energia) e Pitangueiras Agro Ltda. (cana-de-açúcar e cereais).

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Rating: Não há

Principais ativos: CRA02000001, CRA02000002

Descrição (cont.)

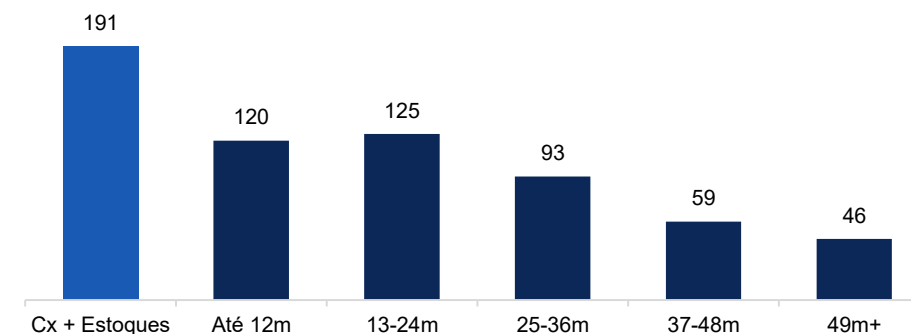
Principais *covenants* financeiros e garantias (CRAs e empréstimos bancários)

- Algumas dívidas bancárias possuem *covenants* financeiros de liquidez e endividamento.
- **CRA02000001 e CRA02000002:** Aval dos sócios PF.
- **CRA02000001:** Cessão fiduciária dos direitos creditórios advindos do contrato safra com a Copersucar.
- **CRA02000002:** Cessão fiduciária dos direitos creditórios advindos dos contratos de comercialização de energia.

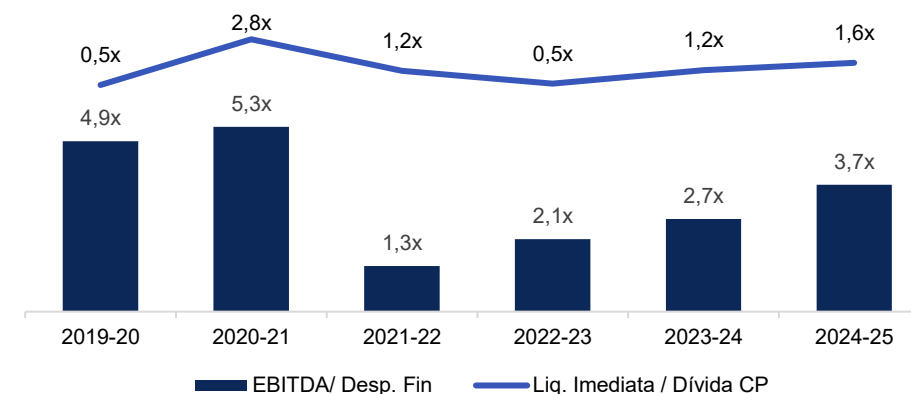
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	14	52	27	30	128	107
Recebíveis - Cooperativa	44	64	37	59	28	84
Dívida de Curto Prazo	(125)	(42)	(54)	(167)	(128)	(120)
Cx + Estoques - Dívida CP	(67)	74	9	(78)	28	71
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	149	188	79	171	272	288
Juros Pagos	(30)	(27)	(34)	(50)	(64)	(66)
Investimentos	(94)	(96)	(99)	(112)	(66)	(108)
Manutenção	(84)	(76)	(62)	(77)	(44)	(58)
Modernização e expansão	(10)	(20)	(38)	(35)	(22)	(50)
Geração de Caixa	25	65	(54)	8	142	114

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Rating: Não há
Principais ativos: CRA021001EM, JCRZ15 e JCRZ16

Descrição

Sobre a empresa: A Companhia Agrícola Usina Jacarezinho S.A. (UJ) faz parte do Grupo Maringá, que atua nos setores sucroenergético e de siderurgia. A *holding* controladora das companhias operacionais é a São Euquitiano – pela família Oliva Mesquita.

A subsidiária UJ é um produtor sucroalcooleiro com capacidade instalada de moagem de 2,7 milhões/t de cana por ano. A operação é capaz de produzir até 25 mil sacas de açúcar e 900/m³ de etanol por dia. O moinho da UJ fica localizado em Jacarezinho (PR). A unidade tem flexibilidade para modificar seu *mix* de acordo com a lucratividade de cada produto (de 40% até 60% de açúcar). Os principais produtos comercializados são o açúcar branco, açúcar bruto, etanol anidro e etanol hidratado. A companhia tem uma fatia de 2,5% na Copersucar, e toda a produção de açúcar e etanol é vendida através da cooperativa.

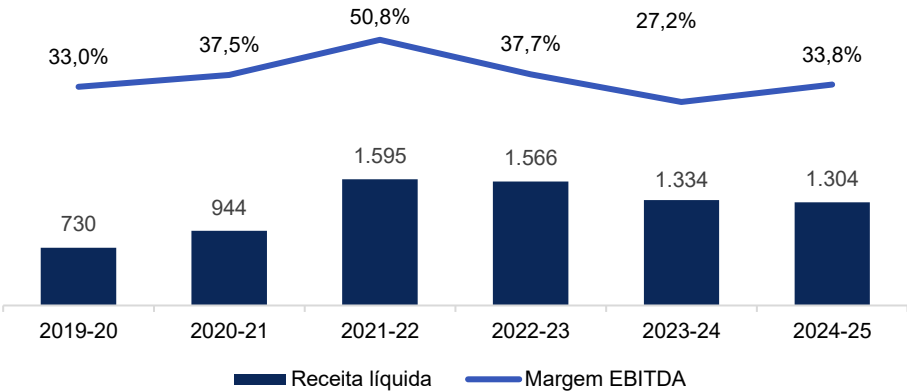
Aproximadamente 60% da cana utilizada pela UJ vem de terceiros (~400 produtores integrados). De acordo com o *management*, o modelo mitiga o risco de falta de fornecimento de matéria-prima (quantitativo e qualitativo), pois os contratos são de longo prazo (seis safras) e a UJ tem um excelente relacionamento com seus parceiros na região. A empresa tem um sistema de gestão dos contratos, presta assessoria agrícola e possui operações de fomento financeiro aos produtores.

Em 2018, o Grupo constituiu a Maringá Energia para desenvolver a frente de produção de energia a partir do bagaço da cana (biomassa). Esse tipo de energia é 100% renovável, e a receita oriunda da exportação de energia é descorrelacionada e menos cíclica do que o negócio de açúcar e etanol. A subsidiária iniciou suas operações em 2021 e exporta cerca de 60 GWh/ano (25 MW de capacidade instalada).

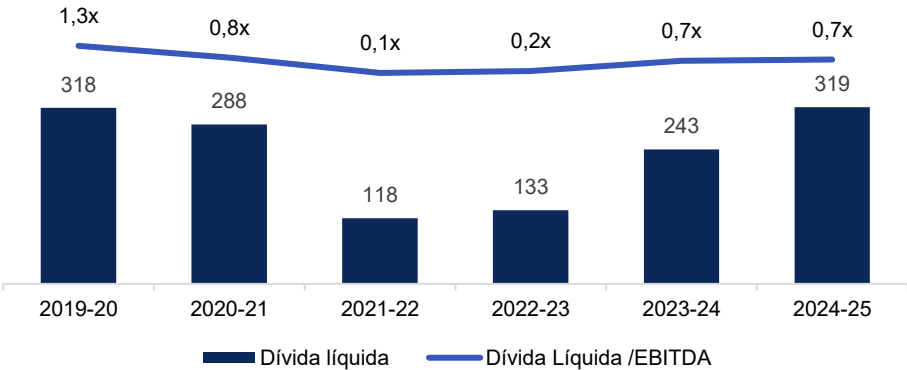
A frente de siderurgia é composta principalmente pela subsidiária Maringá Ferro-Liga (MFL), um dos principais produtores de ferroliga de manganês da América Latina. O carvão vegetal (biorredutores) utilizado na produção vem de florestas próprias de eucalipto. A planta da MFL fica localizada em Itapeva (SP) e tem capacidade instalada anual de 100 mil/t (5 fornos elétricos de redução). As ferroligas de manganês são utilizadas principalmente na produção de aço (ex.: chapas, longos, carbono e vergalhões). Os produtos da MFL são comercializados no mercado interno e externo. A companhia também explora a mineração do manganês e recentemente constituiu a Mineração Moema, uma nova operação para extrair e beneficiar o minério de uma mina no Pará.

Principais atualizações: Para a safra 2024/25, a Usina Jacarezinho investiu na modernização da planta para aumentar a eficiência e reduzir custos, com expectativa de moer até 2,6 milhões/t de cana – próximo da capacidade total de 2,7 milhões. O *mix* de produção deve priorizar o açúcar, com participação entre 60% e 70%. A empresa iniciou a operação de uma biofábrica para produzir defensivos biológicos, reforçando a sustentabilidade. Na geração de energia, a produção foi de cerca de 86 GWh em 2024, com expectativa de superar 105 GWh na próxima safra. Os investimentos incluem ampliação da capacidade para 30 mil sacas de açúcar por dia e tecnologia para melhorar a qualidade da cana.

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Fontes: Companhia e documentação da(s) operação(ões). Notas: Números consolidados da São Euquitiano (*holding*). O endividamento financeiro considera as obrigações com a Cooperativa. Os ajustes do EBITDA incluem, entre outros, os efeitos: (i) da amortização de plantio e tratos culturais; (ii) das variações no ativo biológico; (iii) dos ajustes a valor presente; e (iv) das despesas com arrendamentos.

Jacarezinho (Maringá)

Rating: Não há
Principais ativos: CRA021001EM, JCRZ15 e JCRZ16

Descrição (cont.)

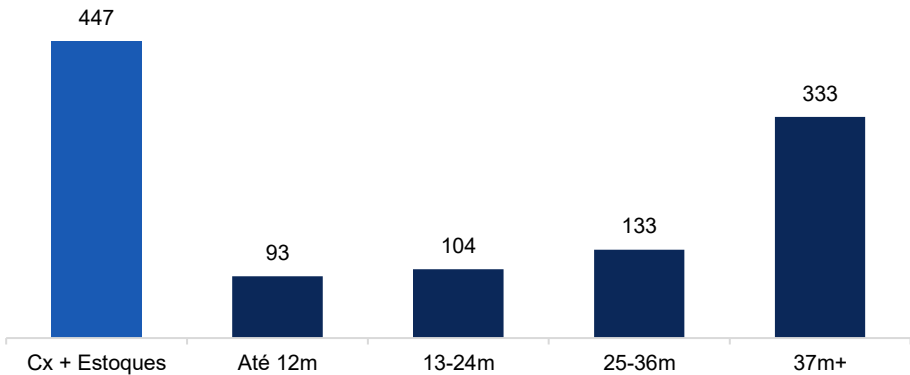
Principais covenants financeiros e garantias (CRA)

- Dívida líquida / EBITDA inferior a 2,5x (São Euquitiano).
- CRA019005KG:** Cessão fiduciária dos direitos creditórios advindos do contrato safra com a Copersucar (130% das amortizações e juros correspondentes aos 12 meses subsequentes) e fiança da São Euquitiano.

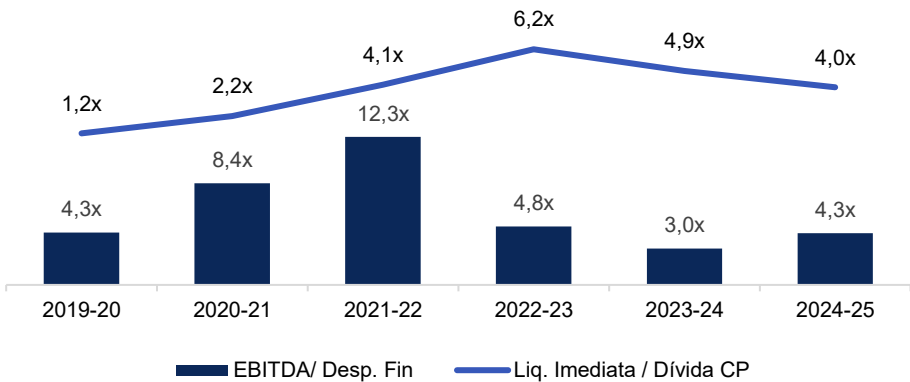
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	136	182	431	414	326	363
Recebíveis - Cooperativa	37	47	69	76	84	84
Dívida de Curto Prazo	(143)	(102)	(121)	(79)	(83)	(113)
Cx + Estoques - Dívida CP	30	127	378	411	327	334
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	241	354	810	590	363	441
Juros Pagos	(35)	(26)	(20)	(78)	(87)	(61)
Investimentos	(139)	(144)	(183)	(261)	(249)	(288)
Manutenção	(48)	(51)	(48)	(51)	(49)	(62)
Modernização e expansão	(92)	(93)	(135)	(210)	(200)	(226)
Geração de Caixa	66	185	607	251	27	92

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Rating: Não há
Principais ativos: CRA022008Y9

Descrição

Sobre a empresa: Fundada em 1925, a Usina Santa Fé S.A. (USF ou Santa Fé) é um produtor sucroalcooleiro com capacidade instalada de moagem anual de 4,7 milhões/t de cana-de-açúcar. A operação é capaz de produzir até ~310 mil/t de açúcar e 220 milhões/L de etanol. Apesar de ser capaz de produzir energia a partir da queima do bagaço de cana (cogeração), a companhia normalmente não comercializa energia. A companhia é 100% controlada pela família Malzoni através de diversas *holdings* patrimoniais. Além da USF, o Grupo Santa Fé também controla a Agropecuária Nova Europa S.A. (empresa detentora das terras utilizadas para a produção de matéria-prima).

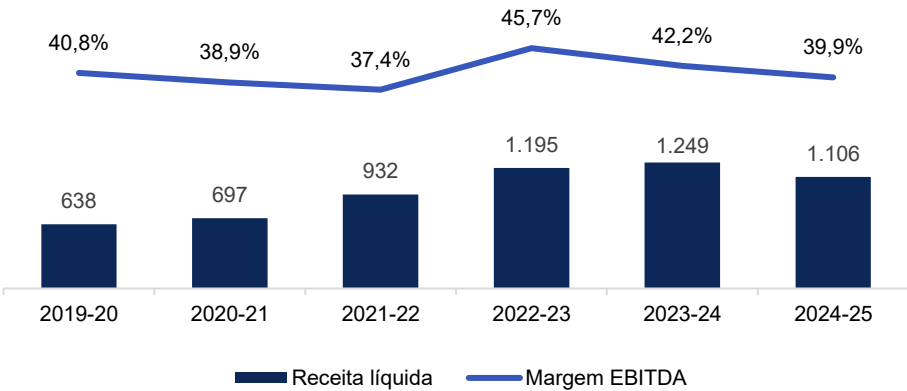
A companhia possui um moinho (Santa Fé) em Nova Europa (SP). O município fica localizado no sudeste de Ribeirão Preto (principal polo produtor do país) e próximo de Paulínia e do Porto de Santos. A unidade tem boa flexibilidade para modificar seu *mix* de acordo com a lucratividade de cada produto (de 40% até 60% de açúcar). O raio médio do canavial é de 31 km.

Dada a abundância de matéria-prima em sua região de atuação, a USF tem um regime equilibrado de cana própria (~57%) e de terceiros (~43%). A cana própria vem de terras próprias (8,1 mil hectares) e parcerias agrícolas cuja gestão e colheita ocorrem por meio de estrutura própria da USF (20 mil hectares). O restante da cana é predominantemente adquirido de fornecedores da região (contratos de 6 a 12 anos em média). O modelo de cana própria reduz o risco de falta de fornecimento de matéria-prima e permite um maior controle sobre a qualidade do canavial. Em contrapartida, são necessários maiores investimentos em plantio e trato cultural. O formato de remuneração dos produtores terceiros ajuda a reduzir a volatilidade nas margens da companhia (CONSECANA). De acordo com o *management*, a companhia espera ampliar o percentual de cana própria ao longo dos próximos anos (~65%).

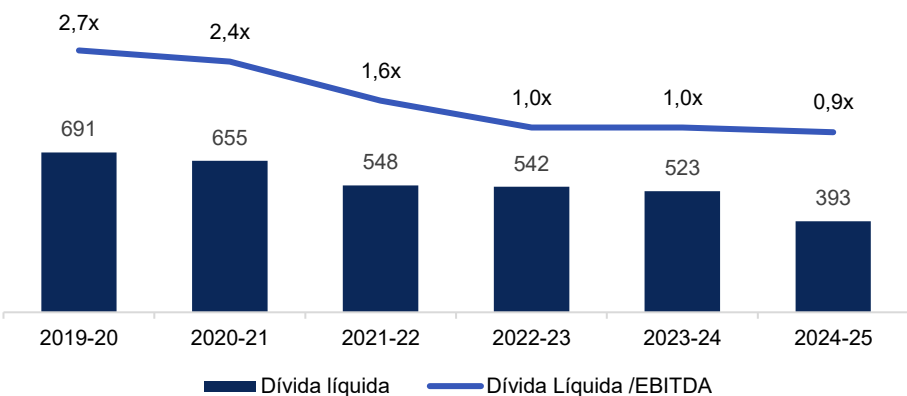
A companhia tem capacidade produtiva para confectionar diferentes tipos de açúcar e etanol, porém os principais produtos são o açúcar branco e o etanol hidratado. O etanol anidro é misturado na gasolina e o etanol hidratado é utilizado diretamente como combustível (veículos *flex*). Quando comparado com o açúcar bruto, o açúcar branco é preferível por conta do seu maior valor agregado. A priorização do etanol hidratado é resultante da alta capacidade de armazenagem e, consequentemente, flexibilidade para venda na entressafra.

Principais atualizações: Em jan/25, a Usina Santa Fé anunciou investimentos significativos para modernizar e ampliar sua capacidade produtiva de açúcar. O projeto envolve a instalação de novos equipamentos – como aquecedores de caldo, regeneradores de calor, cozedor a vácuo, cristalizador e centrífugas – com o objetivo de aumentar a eficiência operacional e otimizar o processo produtivo.

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Rating: Não há
Principais ativos: CRA022008Y9

Descrição (cont.)

Principais covenants financeiros e garantias (CRA)

- Dívida financeira líquida – Risco Sacado / EBITDA igual ou menor que 3,5x.
- CRA022008Y9:** Alienação fiduciária de imóveis e de soqueira de cana e lavoura futura de cana-de-açúcar e aval da holding e da Nova Europa.

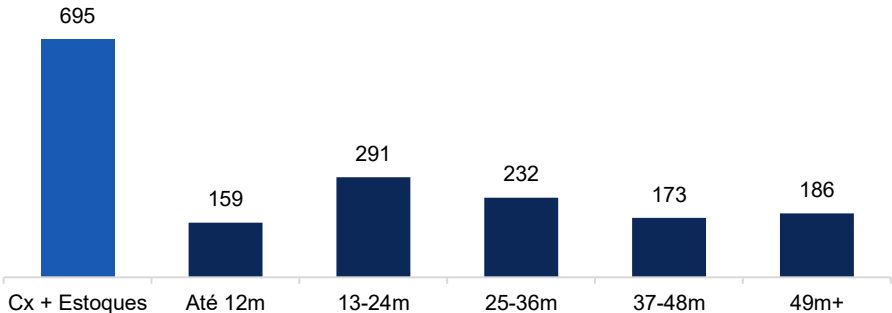
Ação IAA 4780

- No ano fiscal de 2022-23, a Copersucar recebeu a parcela 5/6 do primeiro precatório (R\$1,1 bilhão) e a parcela 4/6 do segundo precatório (R\$1,7 bilhão), sendo R\$ 4 milhões e R\$ 7,4 milhões, respectivamente, proporcionais à USF.

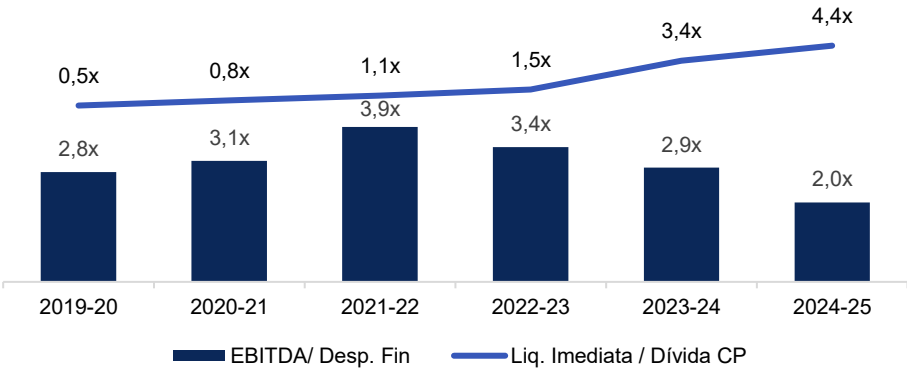
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	122	150	231	331	534	649
Estoques	37	50	50	48	40	46
Dívida de Curto Prazo	(340)	(250)	(251)	(252)	(170)	(159)
Cx + Estoques - Dívida CP	(181)	(50)	30	128	404	535
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	260	271	349	546	526	441
Juros Pagos	(64)	(60)	(59)	(93)	(132)	(119)
Investimentos	(190)	(246)	(280)	(304)	(346)	(382)
Manutenção	(56)	(68)	(83)	(107)	(102)	(115)
Modernização e expansão	(134)	(178)	(197)	(197)	(244)	(267)
Geração de Caixa	6	(35)	10	149	48	(60)

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Fontes: Companhia e documentação da(s) operação(ões). Nota: O EBITDA Ajustado (pós-IFRS16), Variação Cambial (CPC 38), Amortização de Plantio e Tratos Culturais e Manutenção de entressafr.

Rating: Não há

Principais ativos: USCA12 e USCA22

Descrição

Sobre a empresa: A Usina Caeté é uma empresa do setor sucroalcooleiro pertencente ao Grupo Carlos Lyra, que possui mais de 70 anos de atuação no agronegócio, com presença também nos segmentos de energia e imobiliário.

A principal atividade da companhia é a produção de açúcar, etanol e energia a partir da cana-de-açúcar, operando atualmente com 3 unidades industriais localizadas em Alagoas (2) e São Paulo (1), com capacidade de moagem total de 6,3 milhões/t por safra. Em Alagoas, as unidades Caeté Matriz (2,3 milhões/t) e Marituba (1,5 milhão/t) possuem o *mix* mais voltado à produção de açúcar (aprox. 60% do *mix*), mas com flexibilidade para alterar esse perfil conforme as condições de mercado. Já a unidade de Paulicéia em São Paulo (2,5 milhões/t) sempre manteve suas operações voltadas à produção de etanol e energia. No entanto, em 2024 o grupo iniciou a construção de uma fábrica de açúcar na planta paulista, e o projeto foi concluído no início de 2025. A unidade de açúcar construída tem uma capacidade de produção estimada entre 130 mil e 140 mil/t por ano. Atualmente, apenas as unidades de Marituba e Paulicéia operam com cogeração de energia a partir do bagaço da cana, exportando excedente para o sistema.

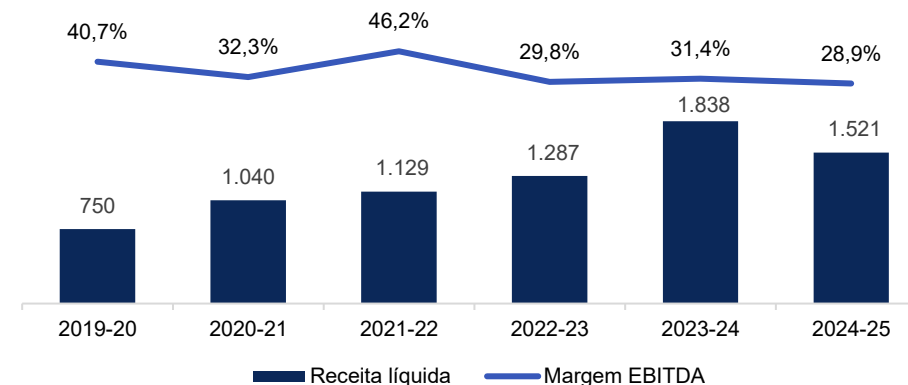
Um diferencial relevante da companhia é a elevada proporção de cana própria utilizada no processo (cerca de 60%), o que reduz a exposição a variações de preços no mercado *spot*. Por outro lado, isso exige maior investimento recorrente em plantio, renovação de canaviais e tratos culturais – na ordem de R\$ 200 a R\$ 250 milhões considerando os últimos 12 meses. A maior parte das terras utilizadas (também 60%) é arrendada, com contratos pulverizados e prazo médio de 12 anos (equivalente a dois ciclos de cana). A capacidade instalada consolidada das três usinas permite uma produção anual aproximada de 415 mil/t de açúcar, 345 mil/m³ de etanol, além de contar com infraestrutura de armazenagem para 160 mil/t de açúcar e 138 mil/m³ de etanol. Cerca de 70% da receita bruta é gerada no mercado interno, enquanto aproximadamente 20% é dolarizada via exportações de açúcar para países como Estados Unidos, Canadá e Argélia.

O grupo diversifica sua receita investindo em empresas de outros setores com sinergia em suas principais atividades, como a Caetex Florestal (25%) – uma *joint venture* com a Dexcel voltada ao cultivo de eucalipto em Alagoas – e a Companhia Energética de São Miguel dos Campos - CESMC (100%), adquirida em 2023, com capacidade instalada de até 135 mil MWh/ano e potencial de ampliação da cogeração com investimento marginal.

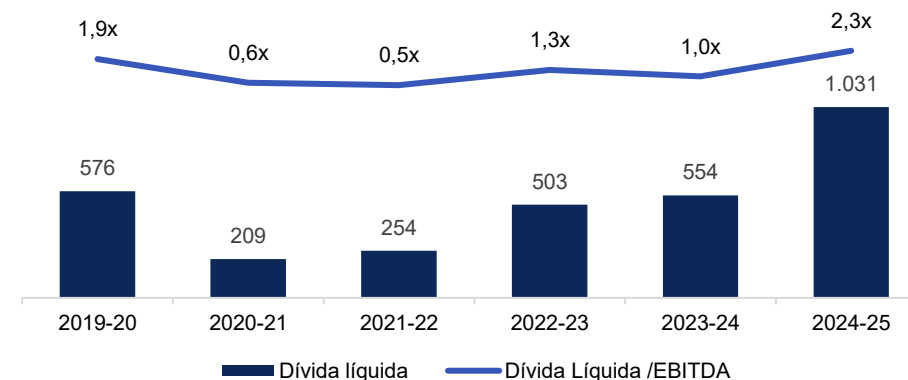
Principais atualizações: No início de 2025, a Caeté finalizou sua unidade de açúcar em Paulicéia, o que elevou a capacidade de produção consolidada de açúcar para 415 mil/t (+48%). O maior volume de investimento para a construção da fábrica, bem como a queda do TCH (-10% a/a), acabou resultando em maior consumo de caixa, o que elevou a alavancagem conforme esperado. Os gestores da companhia entendem que o *mix* mais açucareiro para a safra 25/26 (aprox. 55%), maior ATR e menor capex de expansão com a fábrica já construída devem direcionar a alavacagem da Caeté para menos de 2,0x ao final da safra 25/26. O *guidance* de EBITDA da empresa para o final dessa safra é de R\$ 564 milhões.

Fontes: Companhia e documentação da(s) operação(ões). Notas: O EBITDA Ajustado considera arrendamentos (IFRS16), equivalência patrimonial e variações no ativo biológico e exclui gastos de entressafra. Os investimentos incluem adições ao imobilizado e gastos de entressafra. Os passivos consolidados da CESMC estão considerados a partir de 2023-24.

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Rating: Não há
Principais ativos: USCA12 e USCA22

Descrição (cont.)

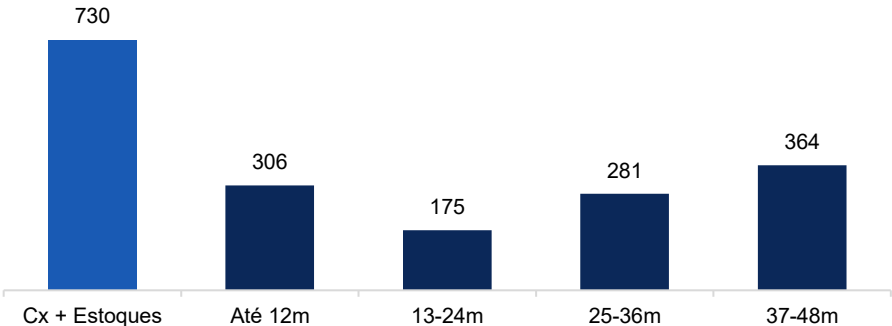
Principais covenants financeiros e garantias (CRA e empréstimos bancários)

- Dívida Líquida / EBITDA Ajustado de até 2,5x.
- Liquidez Corrente (AC / PC) maior ou igual a 1,0x.
- As debêntures contam com Alienação Fiduciária de terras e fazendas, além de outras garantias menores de Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios e Fiança da Lagense S.A.

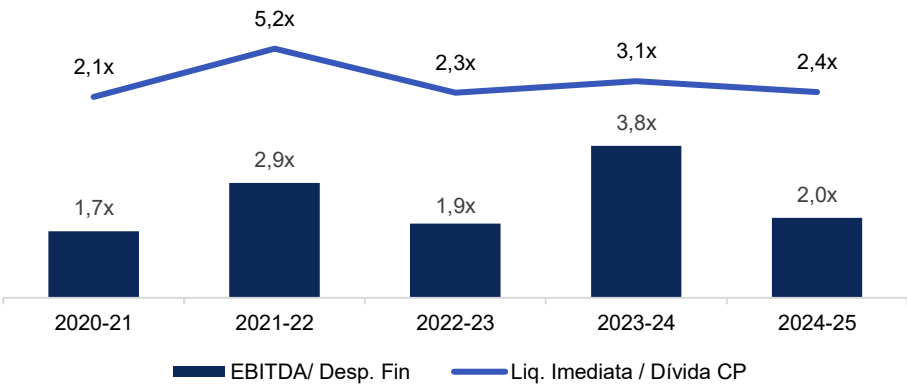
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	19	74	57	102	216	96
Estoques	322	292	547	576	519	634
Dívida de Curto Prazo	(498)	(177)	(116)	(290)	(238)	(306)
Cx + Estoques - Dívida CP	(157)	189	488	388	497	424
EBITDA ajustado (pré-IFRS16)	305	336	522	383	578	440
Juros Pagos	(13)	(12)	(25)	(40)	(59)	(65)
Investimentos	(188)	(233)	(363)	(433)	(369)	(481)
Manutenção	0	0	(211)	(237)	(291)	(210)
Modernização e expansão	0	0	(152)	(196)	(78)	(271)
Geração de Caixa	104	91	134	(90)	150	(106)

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Fontes: Companhia e documentação da(s) operação(ões). Notas: O EBITDA Ajustado considera arrendamentos (IFRS16), equivalência patrimonial e variações no ativo biológico e exclui gastos de entressafr. Os investimentos incluem adições ao imobilizado e gastos de entressafr. Os passivos consolidados da CESMC estão considerados a partir de 2023-24.

Rating: Não há
Principais ativos: CRA021000SC

Descrição

Sobre a empresa: A Copersucar S.A. presta serviços de logística e atua na comercialização de açúcar e etanol para os seus associados (cooperados). A cooperativa é composta por 26 grupos econômicos (38 usinas espalhadas em SP, MG, PR e GO) e é um dos maiores *players* globais no seu segmento de atuação. A companhia foi fundada em 1959.

Quando considerados conjuntamente, os associados da Copersucar detêm uma capacidade instalada de moagem de cerca de 110 milhões/t por ano safra (um *market share* de moagem de aproximadamente 25% na região Centro-Sul – similar ao da Raízen). Esse modelo assegura maior poder de barganha e economias de escala aos associados, que, em grande parte, são produtores de pequeno e médio porte. Na safra de 2024-25, a Copersucar comercializou 15,6 milhões/t de açúcar (~88% exportações) e cerca de 19 bilhões/L de etanol.

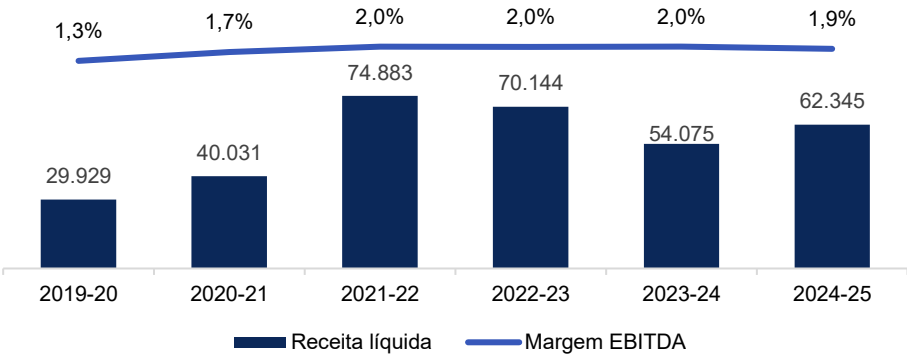
Os cooperados têm um compromisso anual de produção, e os contratos com a cooperativa são renovados a cada três anos. Com isso, o foco dos associados é voltado quase totalmente para o lado operacional (eficiência agrícola e produção) e, em alguns casos, para a comercialização de outros produtos derivados da cana (cogeração e leveduras). Toda a produção de açúcar e etanol dos cooperados é vendida através da cooperativa.

A infraestrutura de logística da companhia inclui, entre outros, (i) um terminal portuário dedicado à exportação de açúcar (Santos-SP); (ii) diversos terminais multimodais dedicados à comercialização de açúcar e etanol; (iii) sistemas integrados de armazenagem e distribuição de etanol por meio de dutos (parceria com a Logum Logística); e (iv) armazéns capazes de estocar aproximadamente 2,5 milhões/t de açúcar e 3 bilhões/L de etanol.

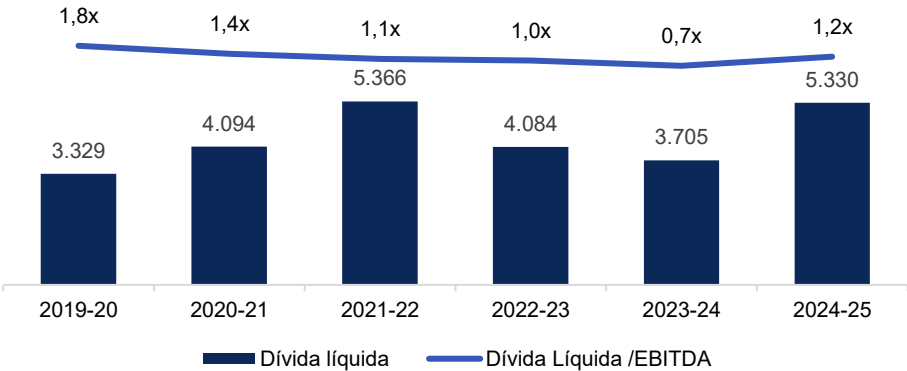
Além dos ativos de logística e de uma participação minoritária no Centro de Tecnologia Canavieira (CTC), a Copersucar controla a Eco-Energy e a Alvean. A Eco-Energy é uma subsidiária nos EUA responsável pela comercialização de biocombustíveis e presta serviços de logística localmente (~16% de *market share*). A diferença, no entanto, é que a subsidiária tem uma parceria de comercialização de etanol com a Alliance Plants USA (12 usinas) e usinas terceiras. A Alvean comercializa apenas açúcar de usinas terceiras e possui escritórios em 7 países. A Eco-Energy representa aproximadamente 51% da receita líquida consolidada da Copersucar.

Principais atualizações: Na safra 24/25, a companhia anunciou a entrada no segmento de energia renovável com a aquisição da comercializadora de energia Newcom, que terá participação conjunta (50%) com a Comerc.

Performance operacional (R\$ milhões)



Endividamento (R\$ milhões)



Fontes: Companhia e documentação da(s) operação(ões). Notas: O caixa e a dívida líquida incluem instrumentos financeiros não realizados. Os investimentos contemplam adições ao imobilizado, intangível e outros investimentos. O EBITDA não inclui nenhum tipo de ajuste.

Rating: Não há
Principais ativos: CRA021000SC

Descrição (cont.)

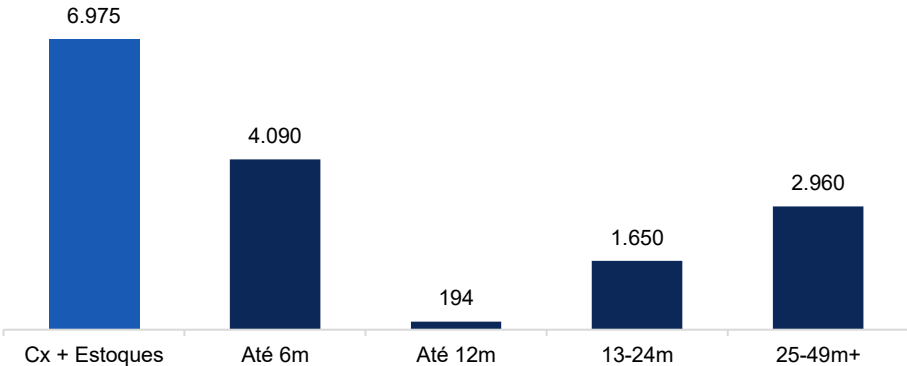
Principais *covenants* financeiros e garantias (CRA)

- Algumas dívidas bancárias possuem *covenants* financeiros de liquidez e endividamento.
- **CRA021000SC:** Aval da Cooperativa de Produtores de Cana-de-Açúcar, Açúcar e Álcool do Estado de São Paulo (braço de comercialização de açúcar e etanol das cooperadas no Brasil).

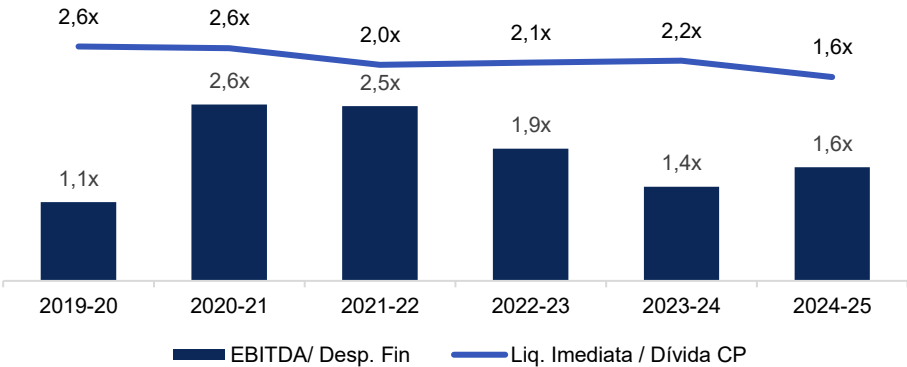
Principais usos e fontes (R\$ milhões)

Principais usos e fontes	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
Caixa	4.597	3.761	5.224	5.698	5.044	3.707
Estoques	1.454	2.341	3.509	2.780	4.479	3.269
Dívida de Curto Prazo	(2.308)	(2.377)	(4.308)	(4.035)	(4.413)	(4.284)
Cx + Estoques - Dívida CP	3.743	3.725	4.426	4.444	5.109	2.691
EBITDA	374	689	1.514	1.412	1.093	1.184
Juros Pagos	(380)	(215)	(488)	(705)	(828)	(412)
Investimentos	(124)	(134)	(1.260)	(374)	(118)	(177)
Manutenção	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Modernização e expansão	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Geração de Caixa	(129)	339	(235)	333	147	595

Perfil da dívida (R\$ milhões)



Métricas de liquidez



Disclaimer

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculada ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e dele será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que ele foi emitido e são derivados de um ou mais dos indicados:

(i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;

(ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;

(iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;

(iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis para o BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos, e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que ele foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual, e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de *disclosures* associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre *valuation* e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx

