

Credit Pack– Caramuru e Cereal (4T25)

Caramuru: Biodiesel e commodities potencializam resultados, reduzindo de forma significativa a alavancagem

A receita líquida consolidada da Caramuru alcançou R\$ 8,1 bilhões em 2025 (+12%). Os principais fatores que direcionaram o aumento da receita no período foram os segmentos de (i) biocombustível (R\$ 2,5 bilhões; +18% a/a) – devido ao maior volume de vendas (+7%) e preço realizado (+11%) por conta da mudança da mistura de biodiesel para o 14% (B14) e posteriormente 15% (B15) – e (ii) de commodities (R\$ 2,3 bilhões; +20% a/a) em função do forte volume de vendas (+19% a/a), enquanto o preço ficou estável. A Caramuru reportou em 2025 um EBITDA ajustado recorde de R\$ 812 milhões, aumento de 95% em relação a 2024 (R\$ 417 milhões), com uma margem de 10,0% (vs. 5,7% em 2024). O aumento expressivo foi reflexo principalmente da (i) reversão de efeitos cambiais adversos registrados em 2024 por conta da valorização do dólar (-R\$ 332 milhões), que foram compensados por ganhos de hedge e variações cambiais ativas no ano de 2025 (R\$ 223 milhões); (ii) da melhor performance no segmento de commodities e no de biodiesel – sendo este com margens mais elevadas (27,7% em 2025); (iii) redução de 15% nas despesas operacionais e (iv) de uma melhora marginal no mix de produtos.

A alavancagem (Dívida Líquida / EBITDA ajustado) da Caramuru atingiu 1,5x, redução de 1,4x em relação ao 4T24 (2,9x) e a menor alavancagem desde 2018. Após atingir o pico de alavancagem no ano durante o 2T25 (3,3x) - reflexo do efeito sazonal de aquisição de estoques -, a Caramuru atenuou o maior consumo de capital de giro com uma liberação de aproximadamente R\$ 1,1 bilhão de seus estoques ao longo do segundo semestre. A dívida líquida encerrou o 4T25 em R\$ 1,2 bilhão, praticamente estável em relação ao 4T24. A Caramuru conseguiu reduzir de forma considerável o capex do período, que alcançou somente R\$ 112 milhões (-56% a/a). Os principais investimentos foram aqueles destinados para a manutenção do *business* e para a ampliação da capacidade de esmagamento de soja na unidade de Ipameri-GO (aprox.900 mil/ton). A companhia encerrou dez-25 com uma posição de caixa de R\$ 2,0 bilhões, montante suficiente para pagamento de seus passivos de curto prazo (R\$ 1,4 bilhão).

Nossa opinião:

Em 2025, o segmento de biodiesel foi o principal catalisador do faturamento da Caramuru, impulsionado pelo crescimento simultâneo de produção, preço e volume de vendas — em contraste com a participação mais discreta observada em 2024. As perspectivas para o segmento seguem positivas, sustentadas pelo aumento do mandato de mistura obrigatória para B15 em ago-25, com possível elevação para B16 em 2026, o que, se confirmado, deverá prolongar a consistência de resultados nesse segmento. Esse movimento será ainda potencializado pela ampliação da unidade de Ipameri, que elevará a oferta de óleo de soja destinada à produção de biodiesel. Para 2026, o principal projeto de expansão é a construção de uma usina de etanol de milho em Nova Ubiratã (MT), desenvolvida por meio da JV entre a Caramuru (51%) e a Biocen (49%), com capex total estimado próximo de R\$ 1,4 bilhão e conclusão prevista para o 1S28. A planta terá capacidade de processamento de 605 mil/ton, com produção de 261 mil/m³ de etanol, 15 mil/ton de óleo de milho e 172 mil/ton de farelo seco - projeto que deverá elevar o capex da companhia em aproximadamente 30-40% no ano. Os demais investimentos previstos incluem um novo armazém em Silvânia (60 mil/ton), a planta de SPC em Itumbiara (GO) e o terminal logístico em Itaituba (JV com a 3Tentos).

BTG Pactual – Credit Research Products

Frederico Khouri

Brasil – Banco BTG Pactual

Luís Fernando Gonçalves

Brasil – Banco BTG Pactual

Fernando Revers

Brasil – Banco BTG Pactual

Cereal: Resultados sólidos, mantendo a estrutura de capital confortável

A Cereal manteve uma sequência de resultados positivos em 2025, com a receita líquida atingindo R\$ 5,2 bilhões no ano (+22% a/a). O crescimento ocorreu principalmente devido a (i) maior originação de grãos (2,1 milhões/ton; +23% a/a); adicionando retomada definitiva da unidade de esmagamento Planta I (1,2 mil ton/dia), que voltou a ficar operacional em out-24, adicionando 33% à capacidade instalada da companhia; (iii) melhor performance no segmento de biodiesel (aprox.+25% a/a), reflexo do maior preço e volume de vendas por conta do aumento obrigatório na mistura de biodiesel para 14% e, posteriormente, para 15%; e (iv) melhor performance no segmento de farelo de soja (+24% a/a) por conta do maior volume vendido. O EBITDA Ajustado atingiu R\$ 441 milhões (+60% a/a), com margem de 8,4% (vs. 6,4% em 2024). O resultado reflete, principalmente, o melhor desempenho no segmento de biodiesel - que possui margens operacionais mais elevadas - e pelo custo médio de grãos controlado (aprox.+3% a/a), fatores que compensaram o aumento das despesas operacionais (+38%), especialmente aquelas comerciais provenientes do maior volume de vendas.

A alavancagem da Cereal (Dívida Líquida/EBITDA Ajustado) alcançou 0,1x em 2025, redução de 1,0x em relação a dezembro de 2024 (1,0x). A dívida líquida encerrou o 4T25 em R\$ 18 milhões (-93% a/a), reflexo da geração de caixa positiva no período (R\$ 137 milhões), principalmente da maior liberação de capital de giro (R\$ 105 milhões). Em 2025 o capex atingiu R\$ 225 milhões (+17%), sendo a maior parte direcionada para expansão da capacidade estática, atualmente em torno de 700 mil/ton com 15 unidades de armazenagem. A companhia tem o plano de atingir até 2030 uma capacidade próxima de 1,2 milhões/ton. Portanto, para 2026, os principais investimentos serão destinados para aquisições de armazéns (aprox. R\$ 150 milhões), assim como ampliar a capacidade de produção de biodiesel de 650 m³/dia para 1,0 mil m³/dia (aprox. R\$ 50 milhões). O grupo encerrou dez-25 com uma posição de caixa de R\$ 1,9 bilhão, montante bastante confortável em relação aos passivos de curto prazo (R\$ 429 milhões), refletindo também a estratégia de *liability management* para alongamento dos passivos, que hoje estão majoritariamente concentrados no longo prazo (aprox. 80%) e por meio de CRAs.

Nossa opinião:

O Brasil deve encerrar a safra 2025/26 com uma produção de soja recorde, em torno de 178 milhões/ton (+4% a/a). A área plantada foi um dos pilares desse crescimento. A Conab estima expansão de 2,8% na área cultivada, passando de 47,4 para 48,7 milhões de hectares na safra 2025/26. Do ponto de vista de produtividade, a Conab revisou para cima sua estimativa, chegando a um recorde de 3,675 toneladas por hectare - acima da máxima histórica registrada na temporada anterior. Dessa forma, para 2026, a expectativa é que a oferta continue elevada e ainda com preços estáveis para aquisição de grãos (aprox. 70% dos grãos para esmagamento já originados), mas ao mesmo tempo, com margens mais limitadas nos segmentos de venda de commodities. Por outro lado, o *business* de biodiesel deve se manter aquecido e com demanda consistente, preços favoráveis e, portanto, com margens mais elevadas, o que deve auxiliar a suportar as margens consolidadas do grupo. A companhia espera manter sua política de investimentos conservadora e condicionada ao seu lucro, o que, por sua vez, deverá manter a estrutura de capital da Cereal em patamares confortáveis.

Disclaimers

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.

Certificação

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 vinculadas 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 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, você 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 uma 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 este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (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 ao 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 quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao 3esearch-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 o relatório 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 particulares 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/3esearch/Disclaimers/Ovreview.aspx