

Maio/2024

DEEP DIVE

ON 3TENTOS

3tentos 



Dry's
CAPITAL

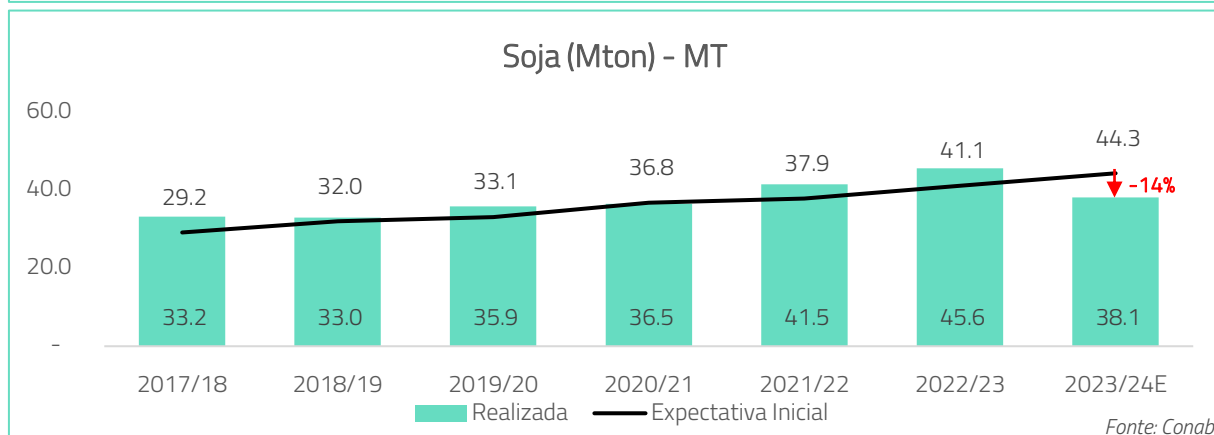
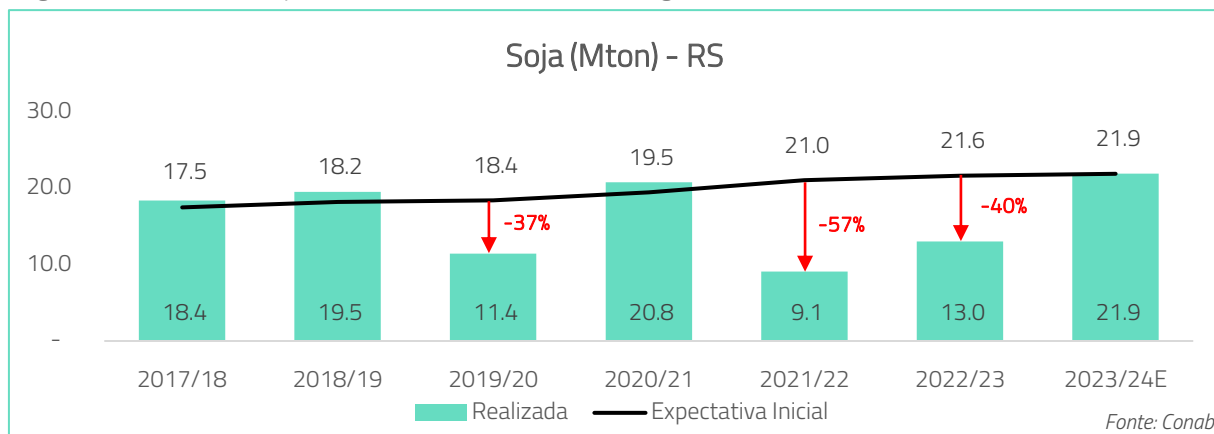
Sumário

	Página
1. Atualização do Setor	01
1.1. Panorama geral do setor agrícola	01
1.2. Normalização de preços agrícolas	03
2. Atualização da empresa	05
2.1. Varejo agrícola	05
2.2. Indústria	08
2.3. Novo plano de investimento	11
2.3.1. Entrada no etanol de milho	12
3. Resultados recentes	16
4. Atualização do case e projeções	19

1. Atualização do Setor

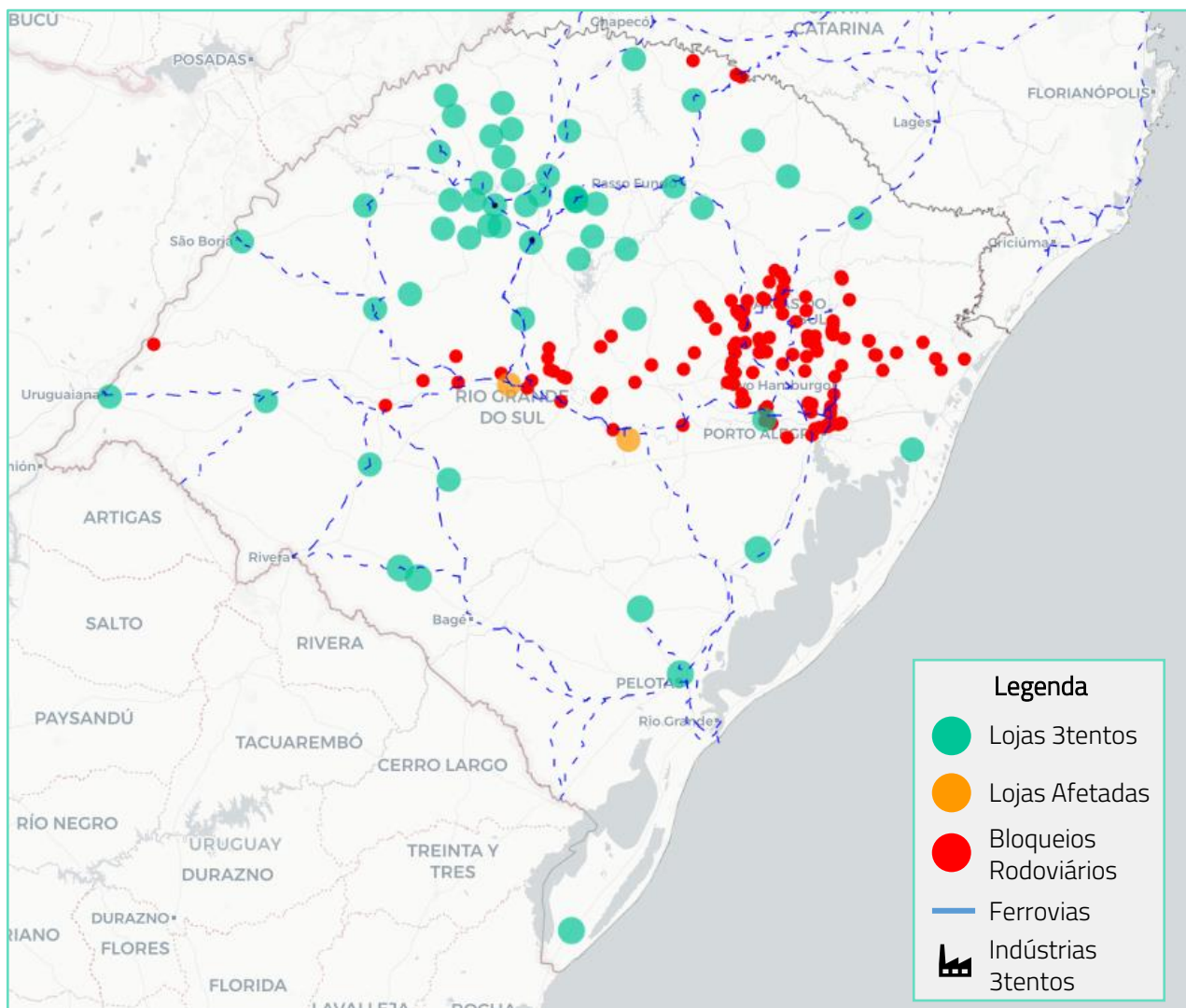
1.1 Panorama geral do setor agrícola

Como escrevemos em nossa última atualização do Deep Dive de 3tentos, em Maio de 2023, a safra 2022/2023 foi marcada por **mais uma quebra no RS (a terceira nos últimos 5 anos)**. O volume de insumos da empresa, principalmente os de aplicação tardia, como defensivos agrícolas (tipicamente de maior margem), e originação de grãos no estado foi mais uma vez amplamente prejudicada. Olhando para a safra atual (2023/2024), o cenário climático se inverteu, com o **El Niño substituindo a La Niña das safras anteriores**, aumentando as projeções de colheita nos estados do Sul e na Argentina em detrimento dos estados do Centro Oeste. Com 100% da área de soja colhida no MT e 75% no RS, é esperada uma safra **recorde no RS em 22 Mton** e uma quebra significativa no MT de 14%. No total, a safra brasileira deve atingir **146.5 Mton de soja colhida e 111 Mton de milho**, sendo a segunda maior da história. Além disso, a área plantada continua avançando, atingindo 6.7 Mton hectares no RS (+1.8 % YoY) e 12.1 Mton Hectares no MT (+0.4% YoY) em lavouras de soja. Mesmo com números impressionantes para a safra atual, nem tudo é positivo nesse ciclo. Durante a maior parte do ano passado ocorreu a continuação do movimento de normalização da oferta global de insumos agrícolas e de grãos, resultando na derrocada de preços em todo o setor. Produtores que tardaram em fixar os preços dos grãos foram severamente prejudicados, apresentando rentabilidades bem menores do que nos últimos anos. Muitos agricultores, que haviam fechado pacotes de insumos a preços mais elevados, tardaram a comercializar seus grãos, torcendo por uma retomada de preço que não aconteceu. Por sua vez, o atraso na fixação do preço de venda e consequente demora no escoamento do grão, amplificaram os gargalos logísticos e impactaram fortemente o preço do frete, principalmente entre o 2T23 e 3T23, ampliando ainda mais a queda do preço da soja e do milho nas principais praças do Centro Oeste. Como resultado, vários produtores tiveram rentabilidade bem abaixo da média histórica (apesar de ainda positiva), e se prepararam para a safra atual aumentando o contingente de *barter* e fixação versus a safra anterior. Além disso, os preços bem mais deprimidos de milho reduziram os montantes investidos na preparação da safrinha e reduziram, **pela primeira vez em 7 anos**, a área plantada no MT. A forte correção dos preços não se restringiu apenas ao bolso do produtor agrícola, contaminando toda a cadeia de suprimento e fornecedores que passaram a enfrentar dificuldades com perdas de estoque relevantes, margens de revenda comprimidas e aumento da alavancagem.



Um ponto relevante a se comentar, para a safra corrente, é o impacto das recentes e fortes chuvas no RS. Os principais impactos diretos deste evento climático são a perda de produção de safra, especificamente de soja e arroz, e a interrupção de serviços logísticos, que, em conjunto, podem gerar perdas econômicas severas para o estado. Do lado da safra, imagina-se que a perda seja limitada, em virtude de **(i) grande parte da safra já ter sido colhida (~75%),** e **(ii) concentração de armazenagem em regiões não afetadas** pelas fortes chuvas, principalmente em portos, com perdas esperadas, **segundo alguns especialistas, de 1 a 2,5 Mton, frente à produção de 22 Mton do estado.** Do lado da logística, existe uma concentração de bloqueios em estradas que dificultam o transporte de produção até o porto de Rio Grande. Devido a grandes incertezas sobre o fenômeno, outros danos econômicos ainda podem se manifestar: perda de produção na safra de arroz, perecibilidade de produtos lácteos e de proteína, estagnação econômica prolongada e gastos não previstos com infraestrutura e saúde pública podem deteriorar a situação econômica do estado e, por consequência, afetar o poder de compra e a performance de curto prazo da 3tentos e de seus clientes.

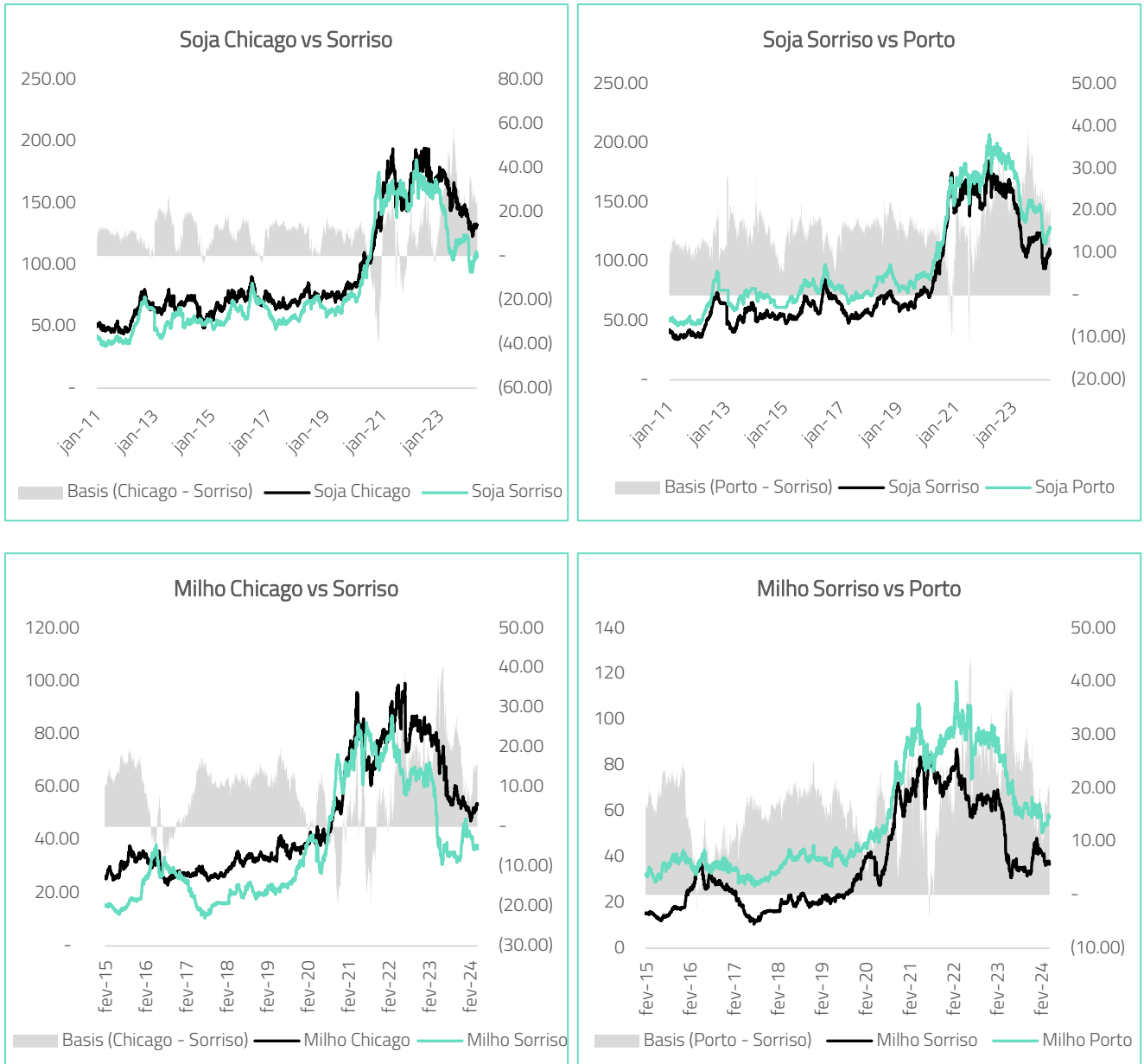
Existem porém, alguns mitigadores para essa situação. O problema logístico, por exemplo, está sendo menos grave do que o inicialmente esperado, uma vez que a malha rodoviária do RS é robusta e permite o escoamento (em especial do farelo de soja da 3tentos) até o porto, uma vez que a maior parte dos bloqueios está concentrado nos municípios próximos a capital e não tanto na região das suas plantas industriais. **Além disso, a própria 3tentos conta com acesso a malha ferroviária** dentro de suas fábricas o que facilita bastante o escoamento da produção até o porto. Em comunicado feito no dia 5 de maio a companhia informou que apenas 2 das suas 56 lojas no estado foram atingidas pelas enchentes. Ademais reportou não ter sofrido perdas materiais de estoque nem de grãos armazenado em nenhuma de suas instalações.



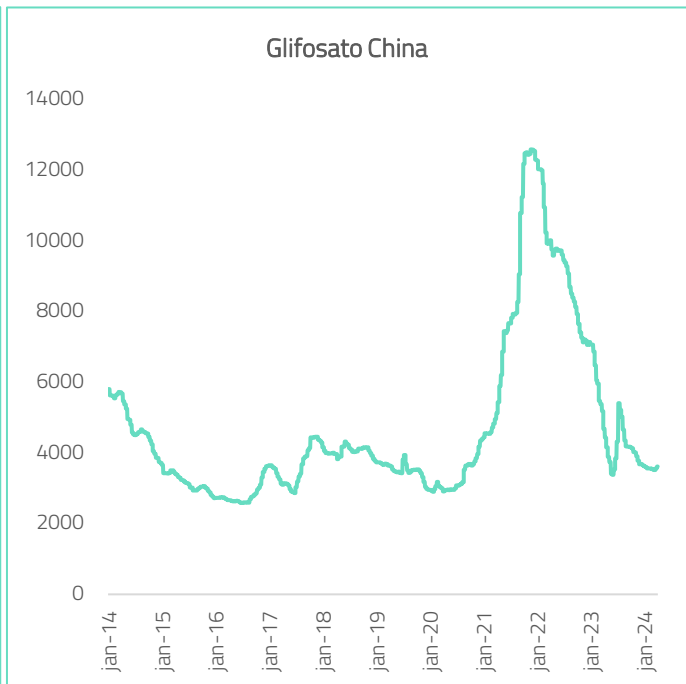
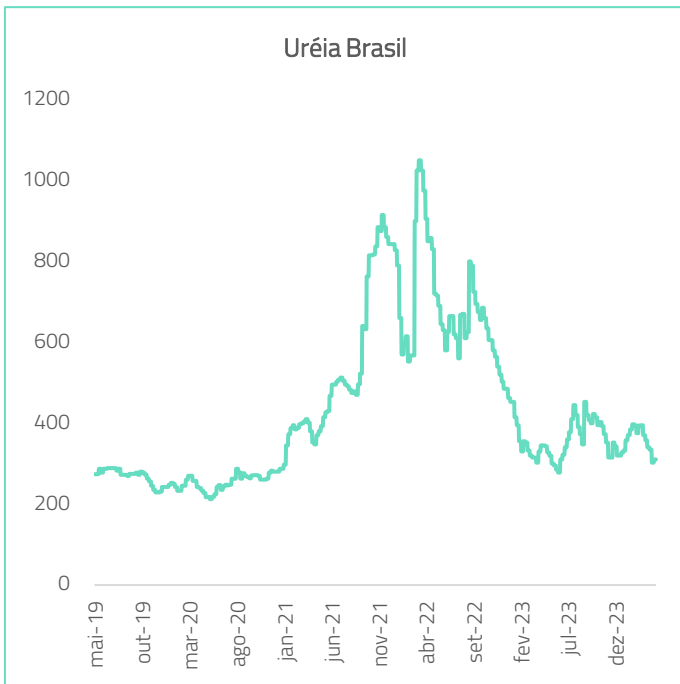
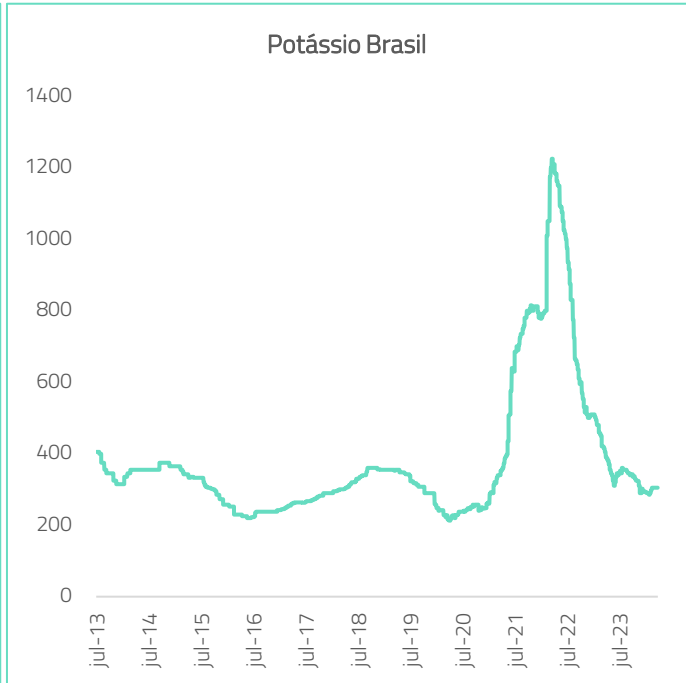
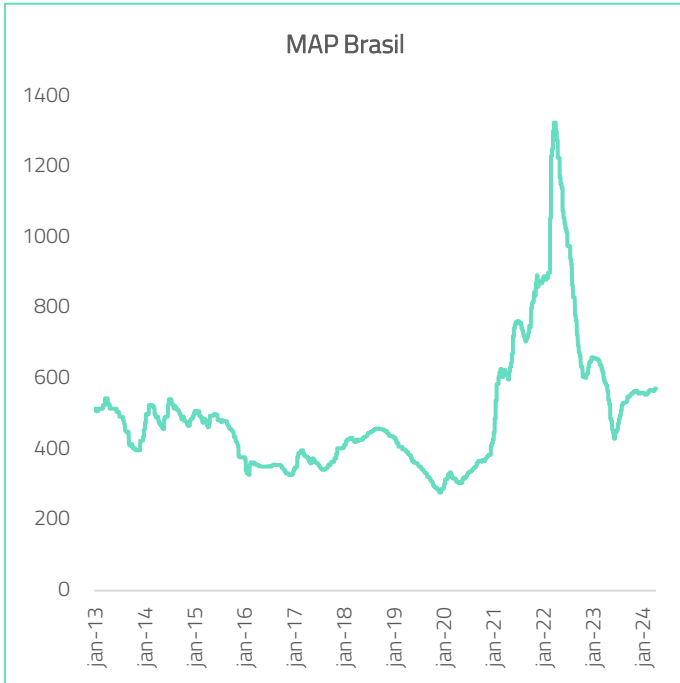
Fonte: 3tentos, Comando Rodoviário da Brigada Militar

1.2 Normalização de preços

O ano de 2023 foi marcado por um forte ajuste de preços em praticamente todos os mercados agrícolas. Os preços de fertilizantes apresentaram quedas de até 20% (no caso do Potássio), enquanto defensivos agrícolas desvalorizaram 18% entre a última divulgação da nossa atualização do Deep Dive e agora, com o preço da soja e milho em Chicago caindo 17% e 30%. Além disso, a situação se mostrou ainda mais crítica em mercados regionais, como do MT e GO ,onde o preço percebido pelos fazendeiros caiu mais do que o negociado nas bolsas ou nos principais portos, ampliando o *basis*, em decorrência de um mercado logístico saturado e comercialização tardia, como comentado.



Fonte: CBOT, B3, CEPEA-ESALQ

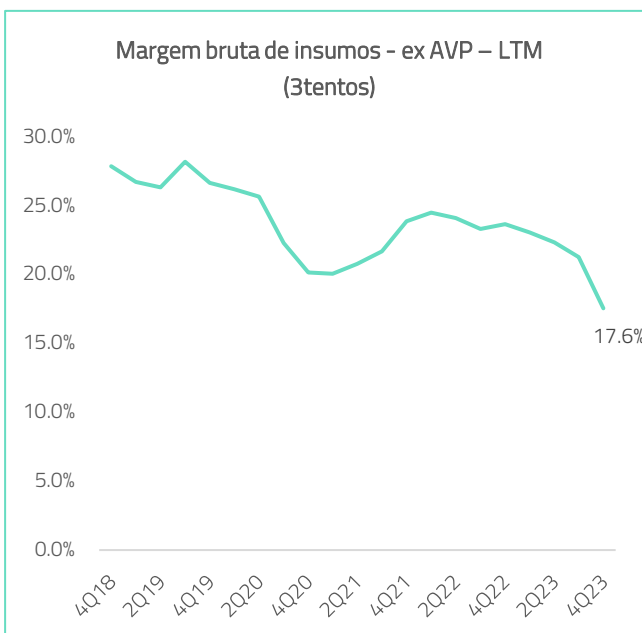
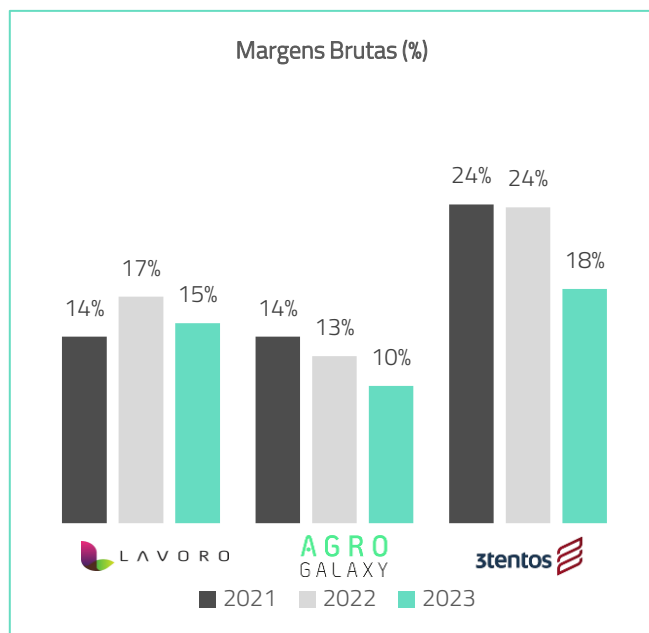
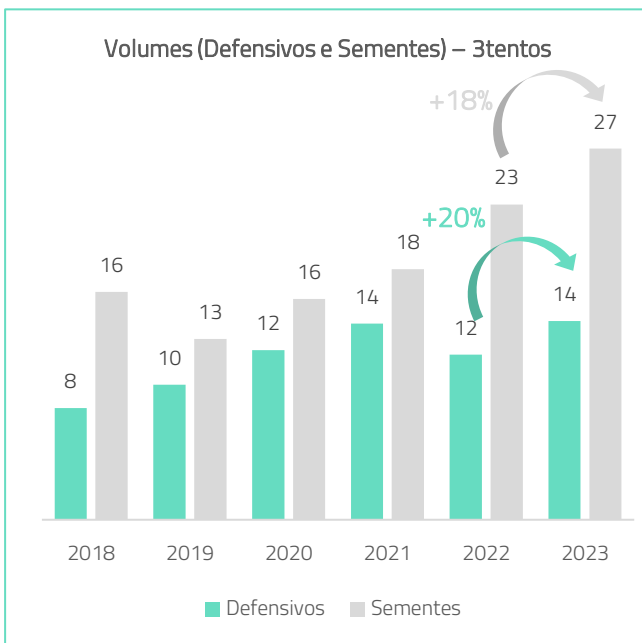
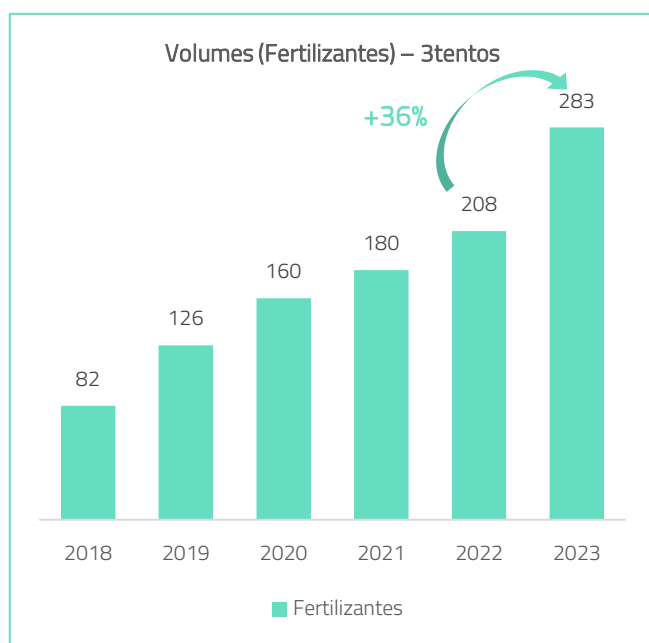


Fonte: Green Markets, NBS

2. Atualização da empresa

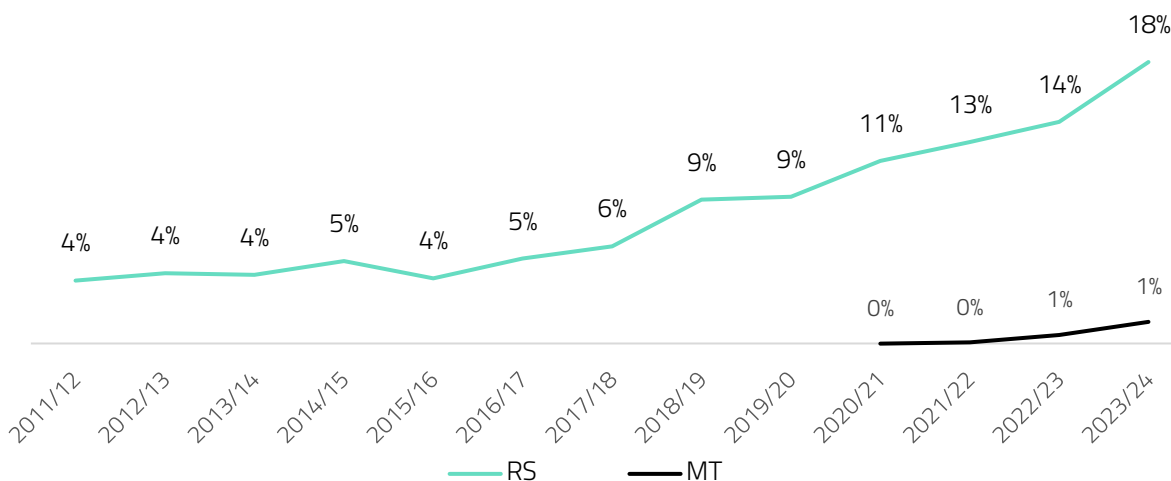
2.1 Varejo agrícola

Foi nesta conjuntura descrita anteriormente que a 3tentos manteve a execução de seu plano de expansão, **abrindo 3 lojas no RS e 3 no MT desde a publicação do nosso último Deep Dive**. A companhia conseguiu manter o patamar de receita líquida do segmento praticamente estável, **compensando as quedas de preço com volumes mais fortes** (crescimento de 48% em fertilizantes, 33% em defensivos e 33% em sementes em 2023 vs 2022). Parte relevante desse crescimento adveio de aberturas de lojas no MT, que já corresponde por 22% das vendas totais de insumos. Apesar dessa performance impressionante em termos de volumes, a queda de preço resultou em perdas de estoque e compressão de margens, principalmente no 2T23 e 3T23. Olhando comparativamente com *peers* nacionais destacamos a força do modelo da 3tentos, **que manteve as margens acima de seus concorrentes e ganhando *market-share* nas praças em que compete**.



Fonte: Relações com Investidores

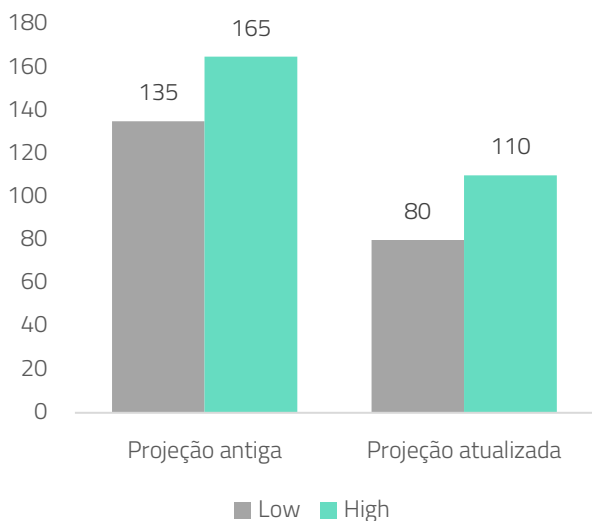
Share 3tentos - estimativa



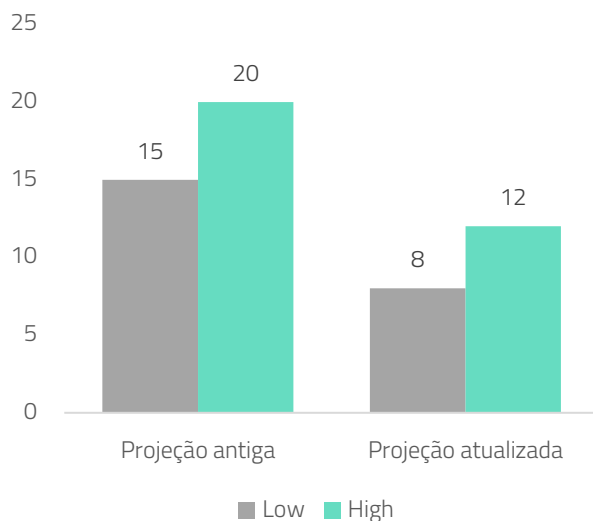
Fonte: Relações com Investidores

O ano também foi marcado por retração de volumes em alguns competidores nacionais que enfrentaram problemas graves. No caso da Agrogalaxy, foi necessário um aporte de R\$ 188 milhões pelo controlador, além da renegociação da dívida anunciada em novembro de 2023. A companhia anunciou também uma reestruturação interna com 2 trocas de CEO no decorrer do ano, 80 funcionários demitidos e uma revisão do plano de expansão de lojas, de 15 a 20 para 8 a 12 lojas em 2023 (em anúncio feito em julho de 2023, que se provou otimista dada realização de apenas 6 novas lojas no ano). **A Lavoro**, por sua vez, também apresentou revisões dos seus planos de crescimento, reduzindo suas projeções de EBITDA para operação no Brasil para a safra atual. Em direção contrária, a 3tentos, graças a seu balanço sólido e modelo de negócio diferenciado, aproveitou para anunciar o novo plano de crescimento até 2030, aumentando a expectativa de lojas para 100 nos próximos anos.

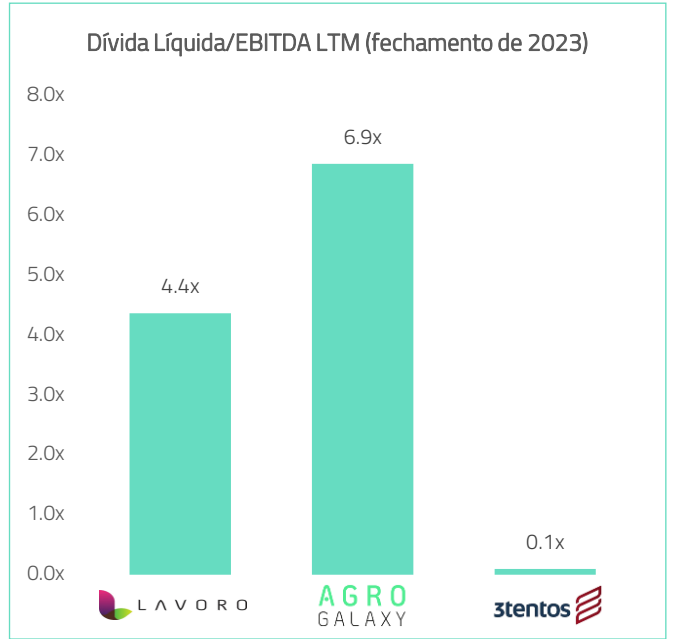
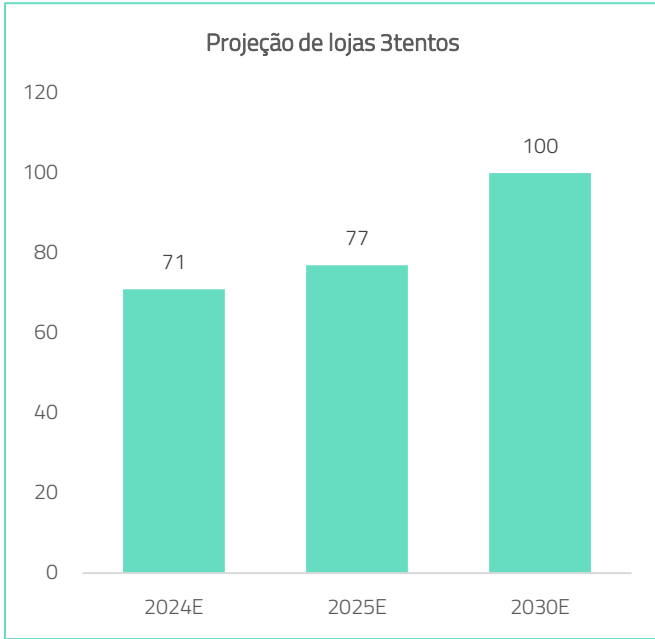
Projeção de EBITDA - Lavoro



Projeção de abertura de lojas - AGXY



Fonte: Relações com Investidores

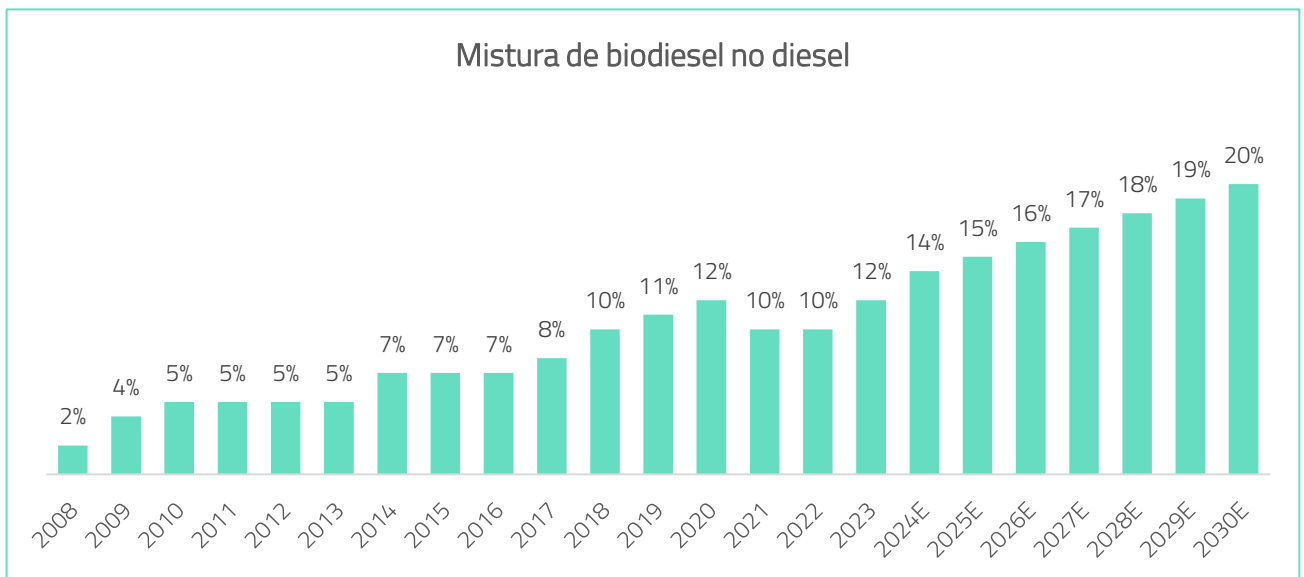


Fonte: Relações com Investidores

2.2 Indústria

Do lado da Indústria, a planta de Vera-MT começou a operar em julho de 2023. Com um investimento estimado de **aproximadamente R\$ 650 milhões**, a planta iniciou a operação com capacidade de esmagamento de 2,600 toneladas/dia de soja, produzindo inicialmente óleo de soja degomado e farelo de soja. Em setembro a ANP emitiu autorização permitindo a planta de Vera produzir biodiesel, passando a explorar sua capacidade de produção de **1,000 m3/dia de biodiesel**.

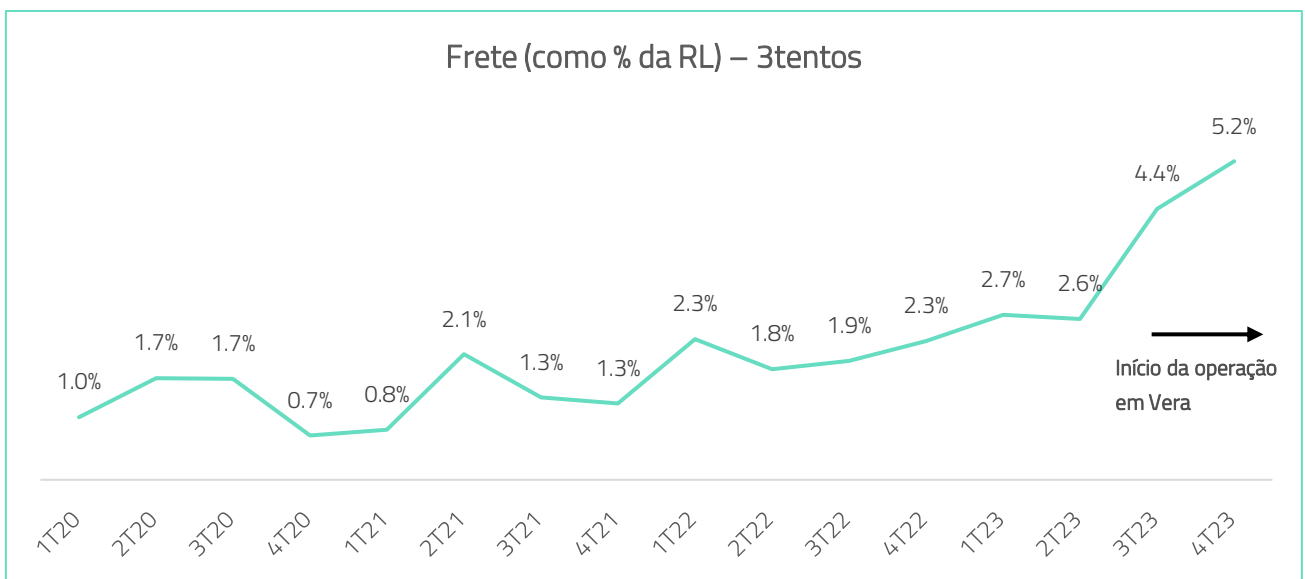
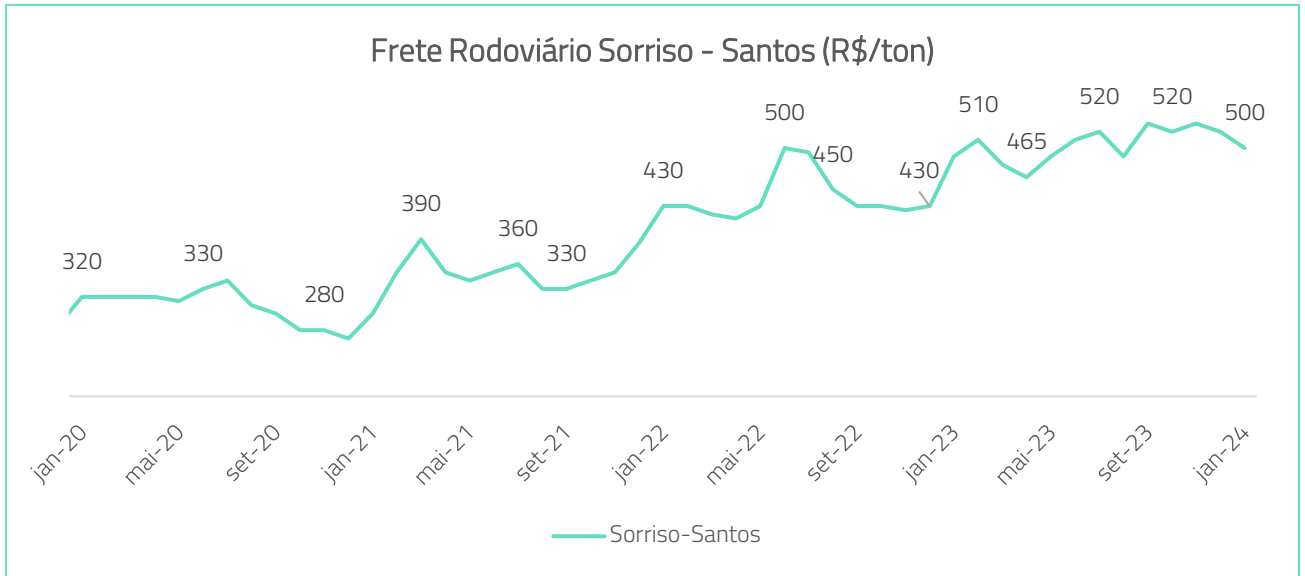
O início da operação em Vera foi marcado por um mercado de biocombustíveis turbulento com discussões envolvendo o calendário de retomada da mistura de biodiesel no diesel comum para os patamares anteriormente previstos (como comentamos na nossa última atualização do caso). Em 2023, a mistura se manteve em **12% do contingente de diesel na bomba, passando para 14% em março de 2024**. Para frente, a política atual prevê um aumento **para 15% em 2025**, mas depois disso o cronograma de incremento da mistura dependerá da aprovação final no Senado Federal da Lei do combustível do futuro. O projeto atual (Projeto de Lei 5028/20), aprovado na Câmara em março desse ano, **prevê o aumento gradual de 1% na mistura a partir de 2025 até o atingimento de 20% em 2030**.



Fonte: Projeto de Lei 5028/20

Além das discussões sobre o contingente da mistura dos biocombustíveis, a conjuntura competitiva em que se iniciou a planta de esmagamento de soja da 3tentos no MT também enfrentou desafios no âmbito logístico. Os resultados do 3T23 evidenciaram uma necessidade de maior esforço da companhia para adequar suas despesas com frete (em especial de farelo exportado) **que superaram 4.4% da receita no trimestre citado (vs 2.6% no trimestre anterior, e 1.9% no ano anterior)**. É importante frisar que um certo aumento na despesa com frete já era esperado pela empresa, sendo compensado por uma margem bruta maior na operação industrial de Vera. Isso se fundamenta no fato de que a soja originada seria mais barata no MT do que no RS, resultando em margens EBITDA por tonelada esmagada iguais ou até maiores do que a operação industrial no RS. No entanto, por conta da **(i) comercialização tardia** por parte dos produtores na safra passada e **(ii) da maior dependência do modal rodoviário** para escoar o farelo no MT que no RS, a 3tentos acabou apresentando resultados inferiores ao esperado. Na teleconferência de resultado, a gestão deixou claro que tem plena consciência dos desafios e que possui um plano de ação para o curto e médio prazo para melhorar sua operação logística. No curto prazo, espera reduzir a exposição a contratos spot que acabaram afetando o desempenho no ano passado. Essa exposição maior a contratos spot (mais caros) ocorreu em virtude de **(i) uma dinâmica de pressão logística** no estado como um todo e **(ii) um ramp-up mais acelerado** na planta de Vera que o inicialmente previsto. No médio prazo a companhia espera aumentar o investimento em capacidade estática de farelo de soja.

Ainda sobre logística, em dezembro de 2023, a 3tentos anunciou uma joint venture junto à Caramuru para a construção de um terminal portuário em Miritituba-PA. Com expectativa de começar a operar em 2026, o terminal terá inicialmente a capacidade de escoamento de 2 milhões de toneladas por ano ampliável até 5 milhões em 2028 anos. Juntas, Caramuru e 3tentos deverão investir R\$ 400 milhões (50%/50%) pelos próximos 4 anos no projeto e idealizam uma operação aberta para terceiros, caso haja sobra de capacidade. A 3tentos espera que o investimento permita uma maior arbitragem entre os modais logísticos de escoamento de grãos e farelo de sua operação no MT, aumentando a eficiência operacional de seus ativos.

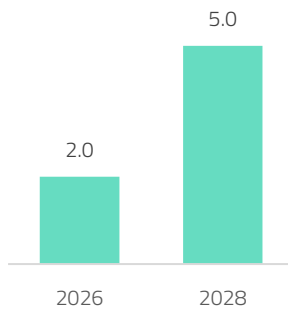


Fonte: Relações com Investidores

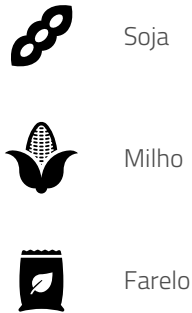
JV com a Caramuru



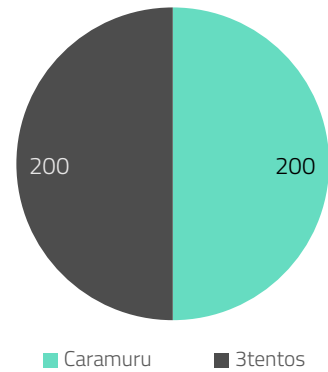
Capacidade de escoamento (Mton)



Produtos



Capex da JV (R\$ mn)



Arco Sul
(14,829km)



Rodovias:
675km



Ferrovias:
1,665km



Marítimo:
12.499km

Arco Norte
(12,336km)



Rodovias:
1,043km



Hidrovias:
798km



Marítimo:
10.495km

Transporte pelo Arco Norte tem mais custos com rodovias, porém mais proximidade ao destino final (Europa)

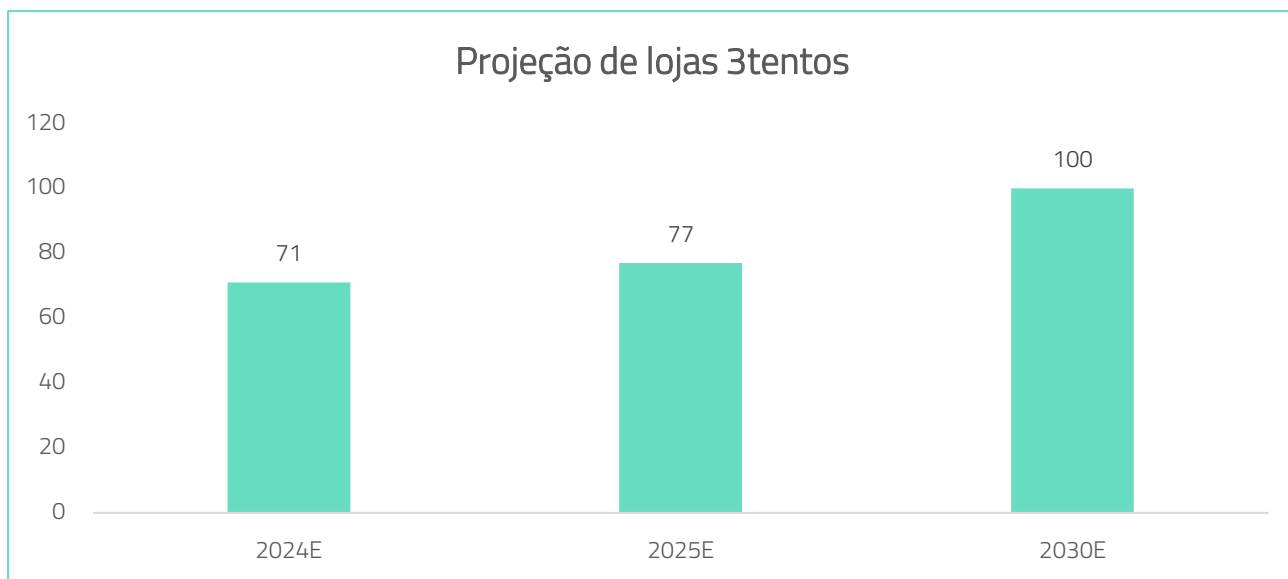
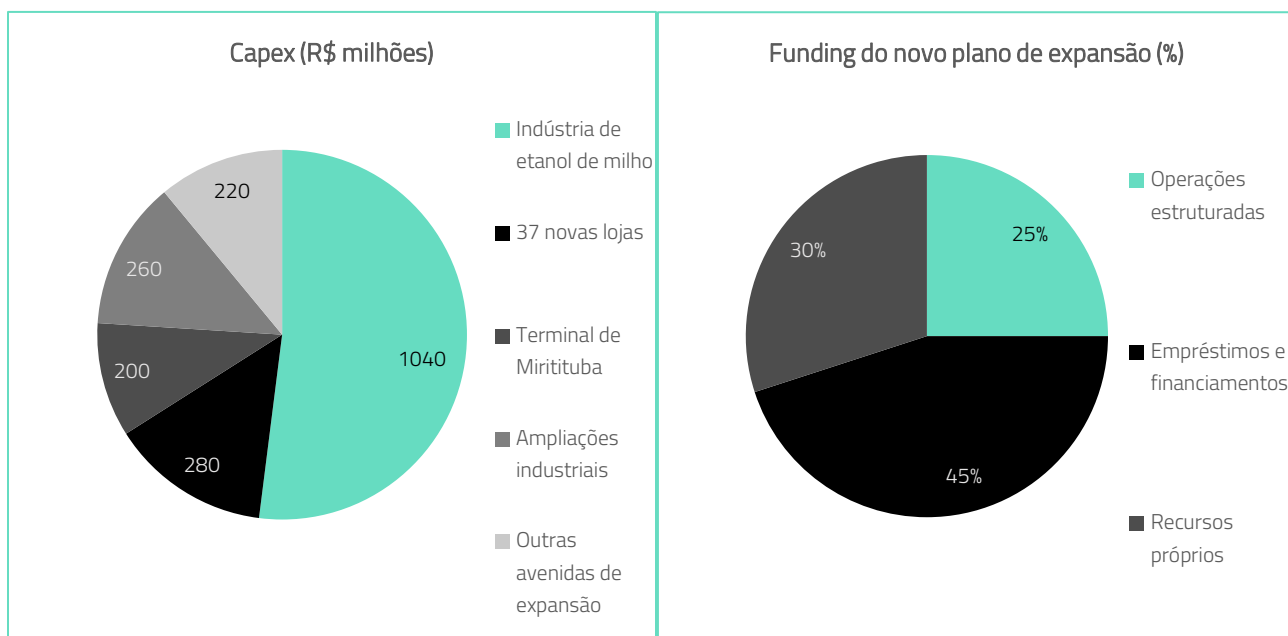
Distâncias medidas de Vera-MT a Rotterdam/Holanda

Fonte: Relações com Investidores

2.3 Novo plano de investimento

Dada a conclusão antecipada do ciclo de investimento anterior, inicialmente apresentado na época de seu IPO, a companhia decidiu por divulgar, **no dia 15 de janeiro de 2024**, o novo plano de crescimento **até 2030**. Similar ao que esperávamos, os investimentos incluem uma expansão no número de lojas de 63, **atualmente, para 100 em 2030**, concomitante a ampliações em seu parque industrial, que incluem expansões nas capacidades de esmagamento de soja no RS e MT (**de 6.6 mil ton/dia atualmente para 10.5 mil ton/dia**) e uma planta nova de etanol de milho em Porto Alegre do Norte (MT) com capacidade de moagem de **2,100 toneladas/dia de milho**. Entre as demais ampliações, a 3tentos anunciou também **(i)** o aumento da capacidade de produção de sementes próprias de 600 mil sacas/ano para 1 milhão de sacas, **(ii)** aumento na capacidade de produção de fertilizantes marca própria Trifértil de 150 mil toneladas/ano para 300 mil toneladas/ano, e **(iii)** Aumento da capacidade de produção de biodiesel de 1,850 m3/dia atuais para 2,500 m3/dia.

No total a companhia prevê **investir R\$ 2 bilhões** em seu plano de crescimento, financiados parte com recursos próprios e parte com dívida. Nesse sentido, em abril desse ano, a empresa protocolou a sua primeira oferta pública de debêntures no valor almejado de **R\$500 milhões** para financiar parte dos aportes necessários para a planta de etanol de milho.

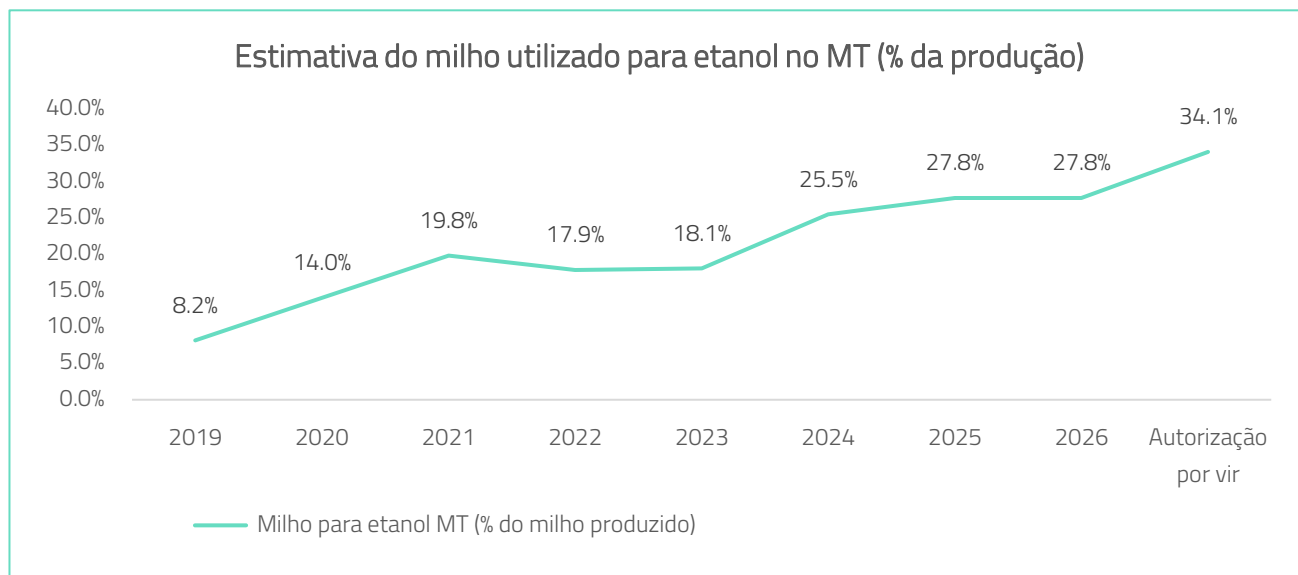
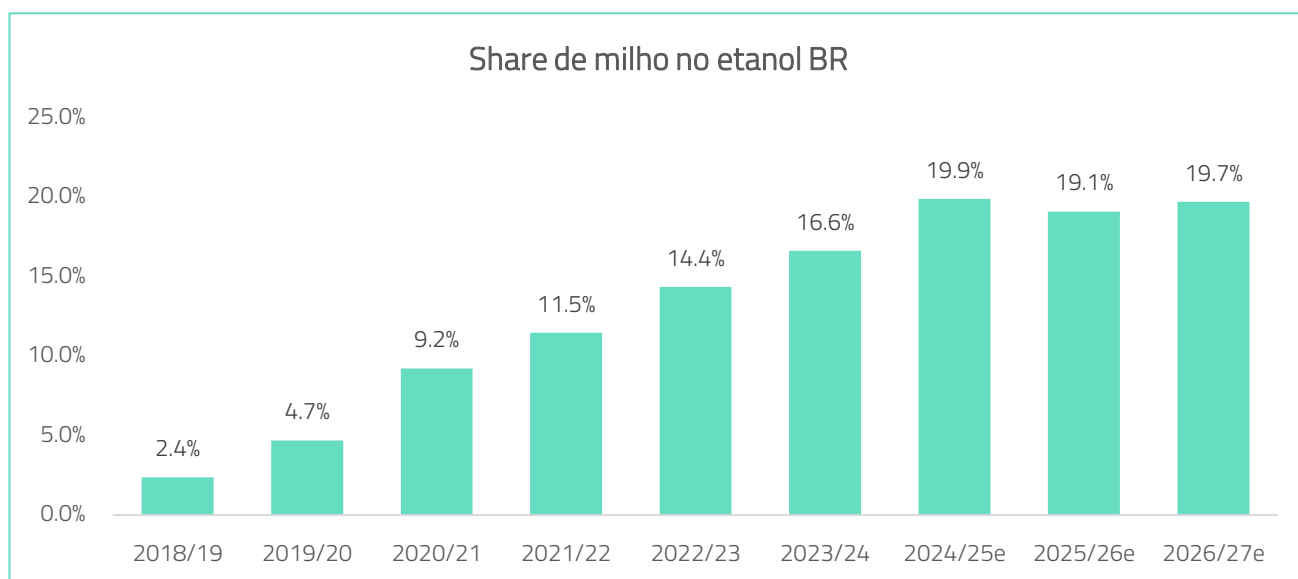


Fonte: Relações com Investidores

2.3.1 Entrada no etanol de milho

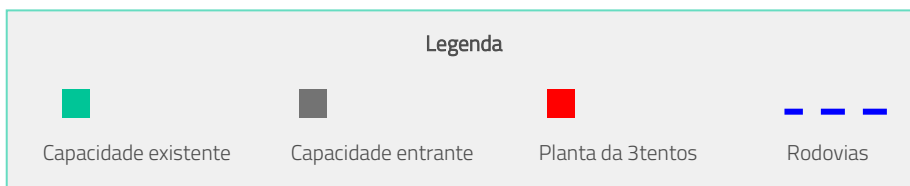
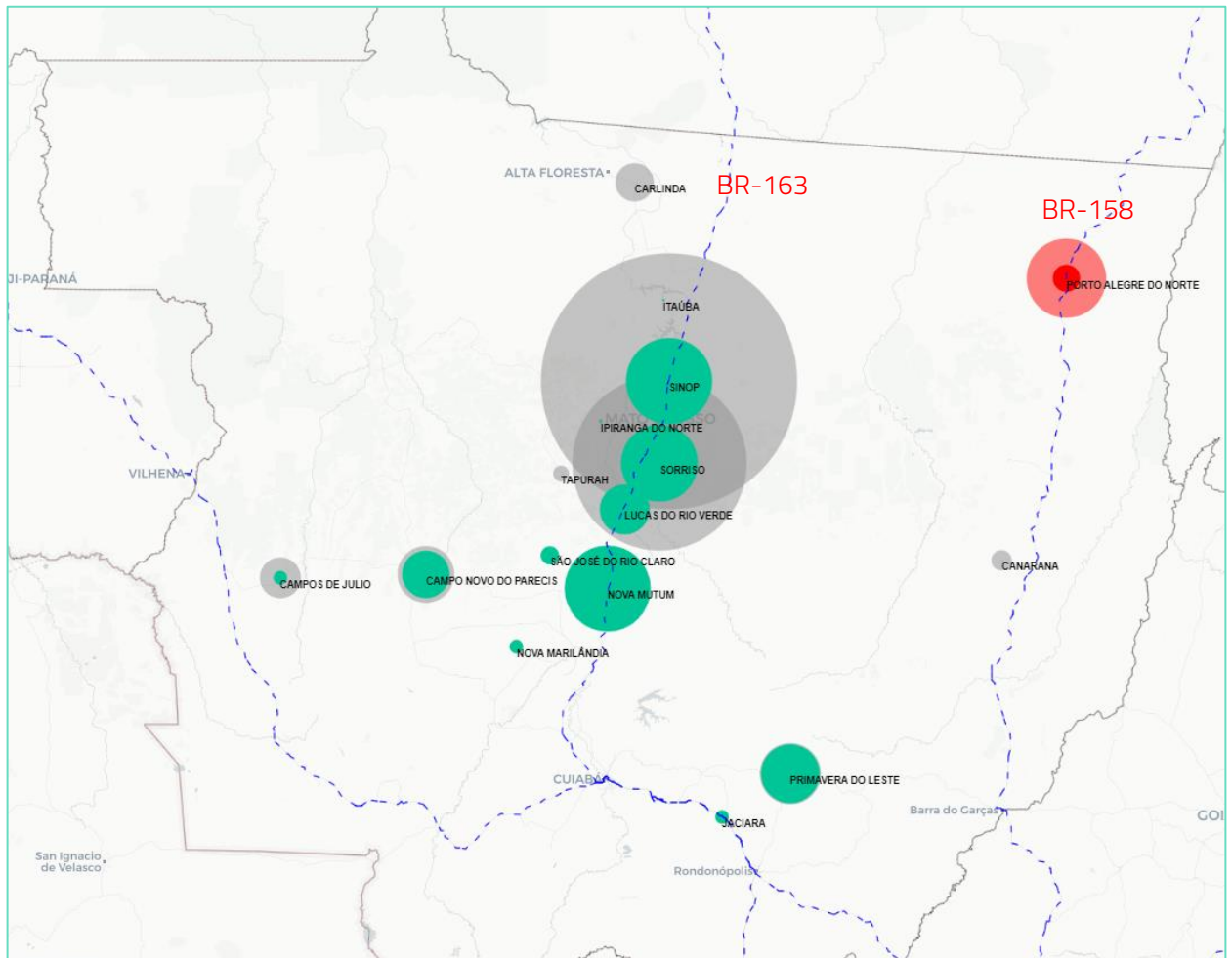
Dentro das várias frentes de crescimento do novo plano, certamente a mais relevante será a entrada da 3tentos no negócio de etanol derivado de milho. Não apenas a entrada em si, mas a **localização da nova planta (no Vale do Araguaia, leste do MT)** difere bastante das regiões atualmente ocupadas pelos principais players desse mercado. Como ilustramos na nossa última divulgação, o mercado de etanol de milho tem ganhado bastante espaço no mercado total de álcool combustível. A maior parte dessa capacidade advém de plantas instaladas nos estados de MT, GO e MS em decorrência da originação vantajosa de milho frente os avanços da safrinha. Não obstante, a competição por matéria prima (milho e cavaco de madeira) tem se tornado cada vez mais acirrada, competindo com a exportação e o uso da terra para o plantio.

Pode-se observar, que o etanol de milho tem sido cada vez mais relevante na produção de etanol no Brasil, alcançando mais de **16% do etanol total brasileiro**. Estimamos que aproximadamente **30% do milho produzido no MT**, o principal estado produtor de milho, já é destinado a etanol hoje. Já existe muita capacidade de processamento nova em construção nos próximos anos e com pedidos de licença de operação já protocolados na ANP.



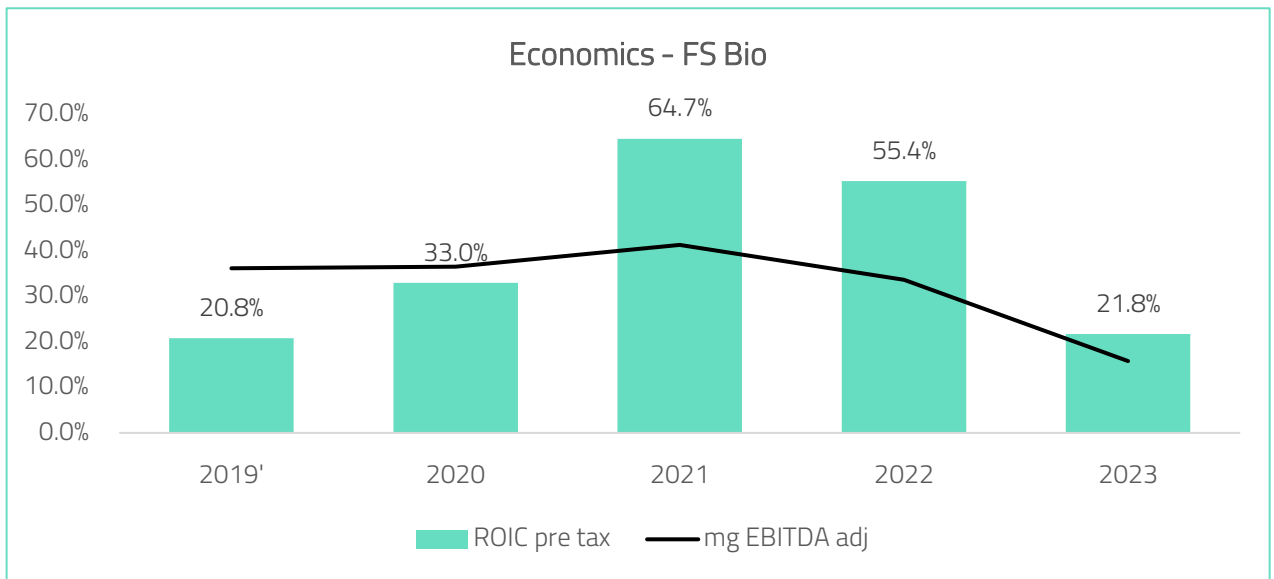
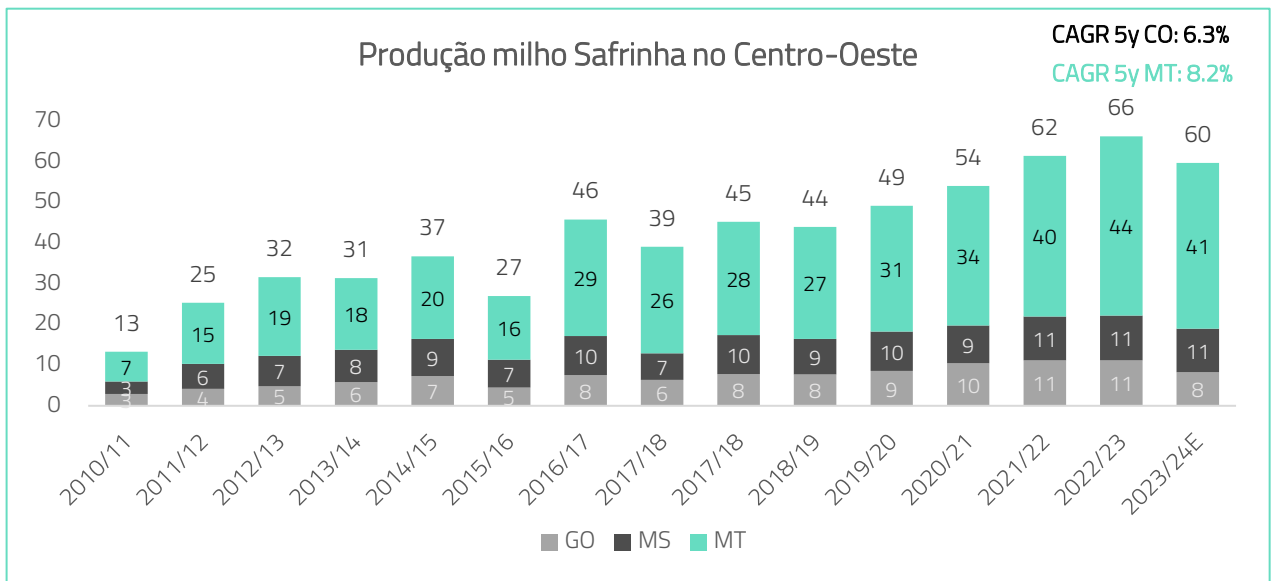
Fonte: Drýs, ANP, Conab

Mapa das capacidades de etanol de milho, flex ou cereais no MT, segundo a ANP. Em vermelho escuro, a nova capacidade da 3tentos de 935 m³/dia, incluindo sua possível expansão no futuro, em vermelho claro, para 2,805 m³/dia



Fonte: Drýs, ANP

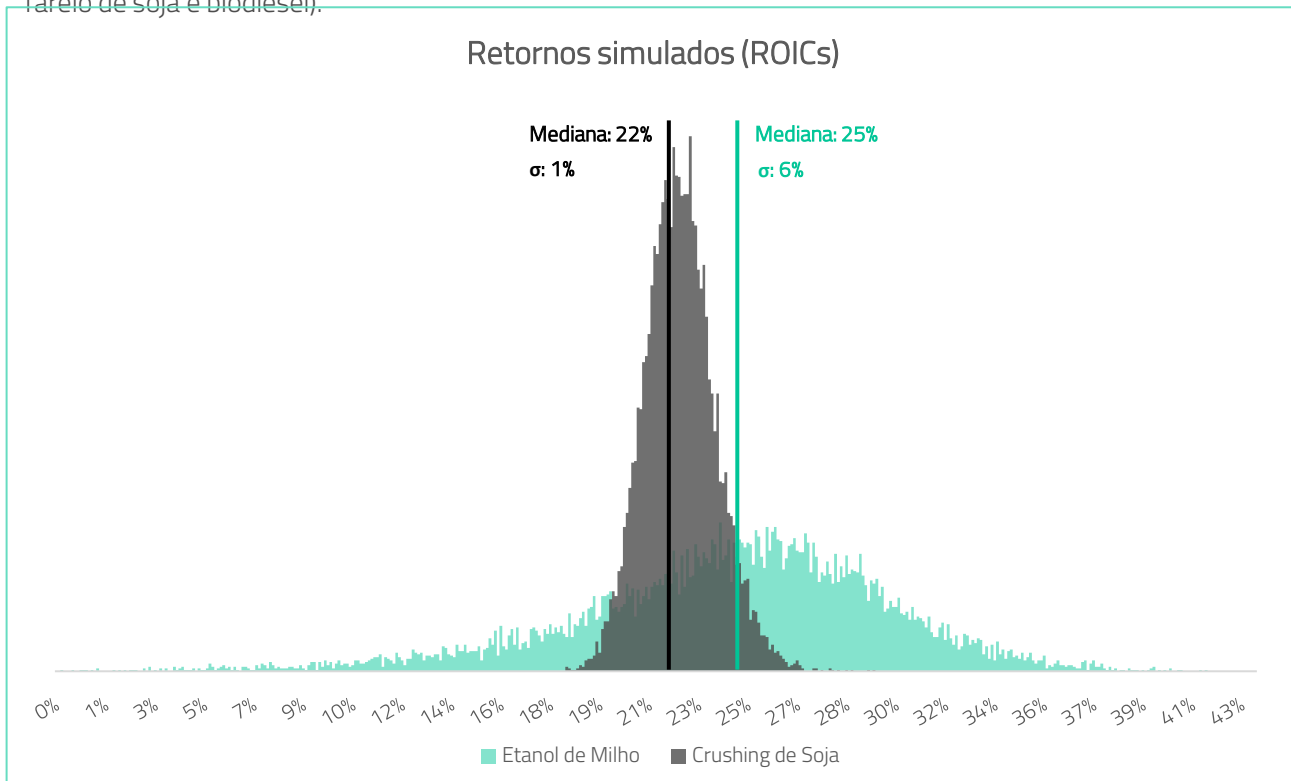
Analisando o desenvolvimento dessa indústria nos últimos anos, acreditamos que a rápida expansão se deu pela combinação de alguns fatores presentes no Centro-Oeste brasileiro, como o **(i)** rápido e expressivo crescimento da segunda safra de milho, aumentando exponencialmente a disponibilidade do grão na região, **(ii) gargalos logísticos crescentes**, que aumentaram o *basis* local e viabilizaram margens elevadas para as empresas que industrializaram esses grãos, **(iii) aumento no consumo do DDG** (*distiller's dried grains*) como alternativa ao farelo de soja e ao grão in natura na dieta de gado confinado e suínos, e **(iv)** ampla disponibilidade de biomassa (cavaco de eucalipto) em área próximas. Esses fatores permitiram que empresas como a INPASA e a FS apresentassem crescimento relevante nos últimos 7 anos, operando também com margens bem acima das apresentadas por players nos EUA onde o etanol de milho já é mais consolidado.



Fonte: Relações com Investidores

Não acreditamos que essa situação de “arbitragem” do grão perdure por muitos anos. O forte crescimento da indústria na região, atrelado ao desenvolvimento de novas vias de escoamento de grão para exportação devem ajustar essas margens para patamares mais normalizados. No entanto, mesmo em cenário menos favorável de preços, acreditamos que o modelo integrado da 3tentos continuará a dispor de uma vantagem competitiva ao longo do tempo, permitindo retornos superiores versus o resto da indústria (assim como exerce hoje no esmagamento de soja).

De toda forma, acreditamos que o perfil de risco nesse tipo de investimento é maior do que o até então feito na soja. A razão principal para isso é que o preço de mercado do milho não é diretamente ligado ao do etanol, já que o mercado de etanol é abastecido por outras fontes e possui uma dinâmica fortemente atrelada ao preço da gasolina, enquanto o milho tem dinâmica ligada ao mercado de proteína animal e alimentação. Esse ponto pode levar a descasamentos relevantes em ambos os preços ao longo do tempo (séries não cointegradas). O mesmo não é verdadeiro para o caso da soja, em que todo grão disponível para consumo no mundo, será eventualmente esmagado e transformado em óleo de soja e farelo. Ambos os mercados mantêm uma relação direta de mecanismos de transmissão de preço, ajustando a oferta e a demanda de acordo com as variações entre a matéria prima e o bem-produzido. Apenas para ilustrar esse ponto, fizemos simulações de Monte Carlo para cada um dos casos. Um para estimar o retorno esperado para uma nova planta de esmagamento de soja e outra para estimar o retorno de uma planta de etanol de milho. Vale destacar que essa simulação considera plantas genéricas de etanol de milho e de *crushing* de soja com características semelhantes (de volumes, capex, G&A, impostos, região e etc.) de plantas da 3tentos e partem de distribuições observadas dos preços regionais dos insumos (soja, milho e biomassa) e dos produtos (etanol, farelo de soja e biodiesel).

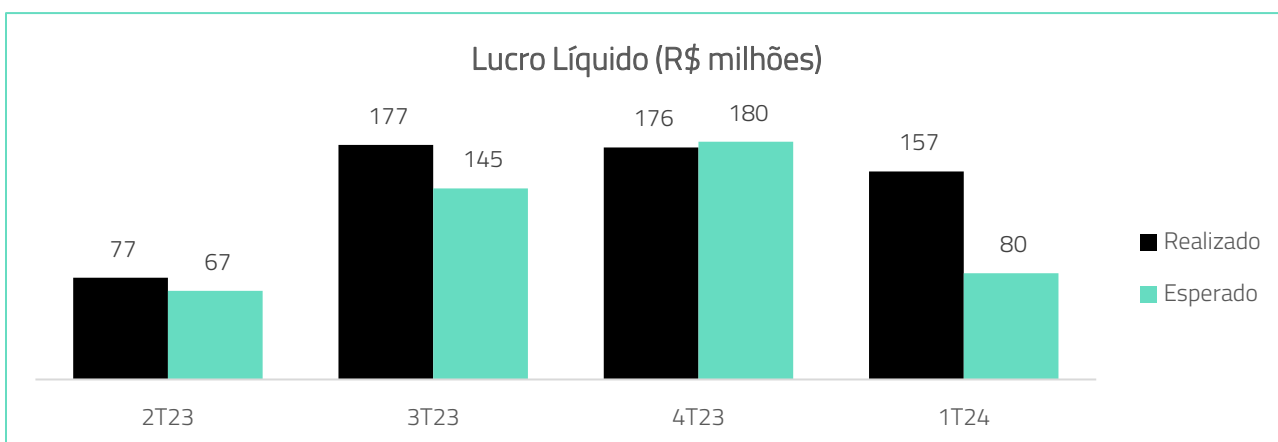
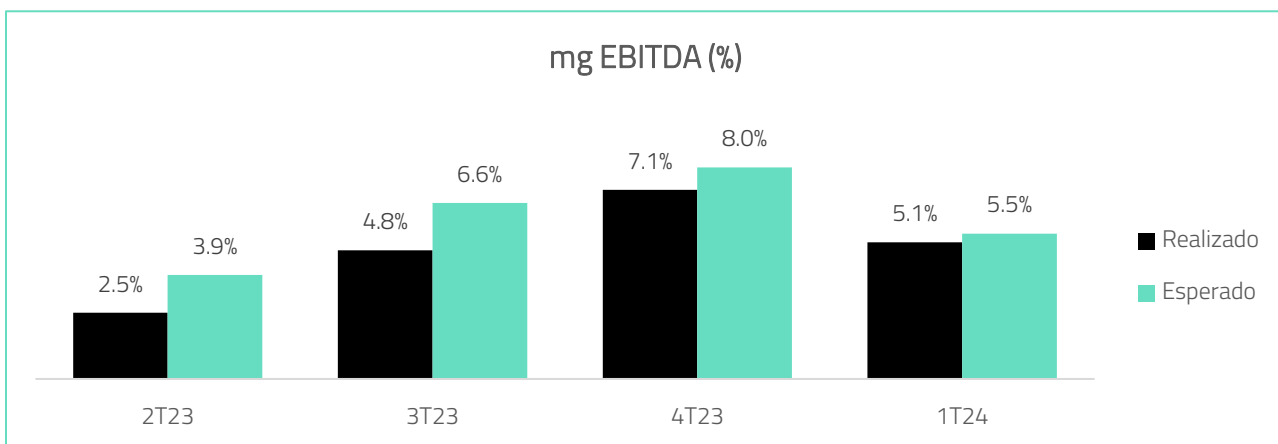
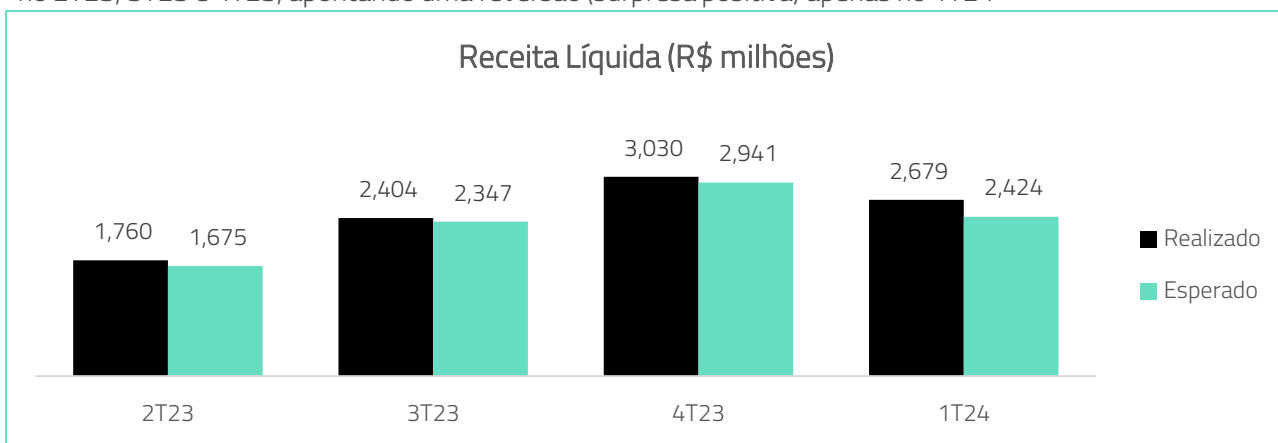


Fonte: Dry's, CEPEA-ESALQ, ANP

Como podemos perceber, ambos os projetos possuem retornos atrativos, mas com distribuição de retornos bastante distintas. A falta de cointegração entre as séries temporais de etanol e milho tornam a distribuição de margens de moagem (e consequentemente de ROIC) bem mais dispersas do que no caso do esmagamento de soja, e vemos esse ponto como um fator adicional de risco para o investimento. Além disso, ao utilizarmos os preços observados no MT para milho e etanol, a distribuição de retornos da planta acaba refletindo a conjuntura de “arbitragem” que descrevemos anteriormente, que vigorou nos últimos anos mas que não deve se perpetuar no futuro. De todo modo, acreditamos na capacidade do time da 3tentos e no modelo de negócio da empresa que poderá viabilizar retornos acima do custo de capital (como tem feito historicamente) mesmo após a normalização de preços na região, amparado pelo ecossistema integrado entre varejo e indústria.

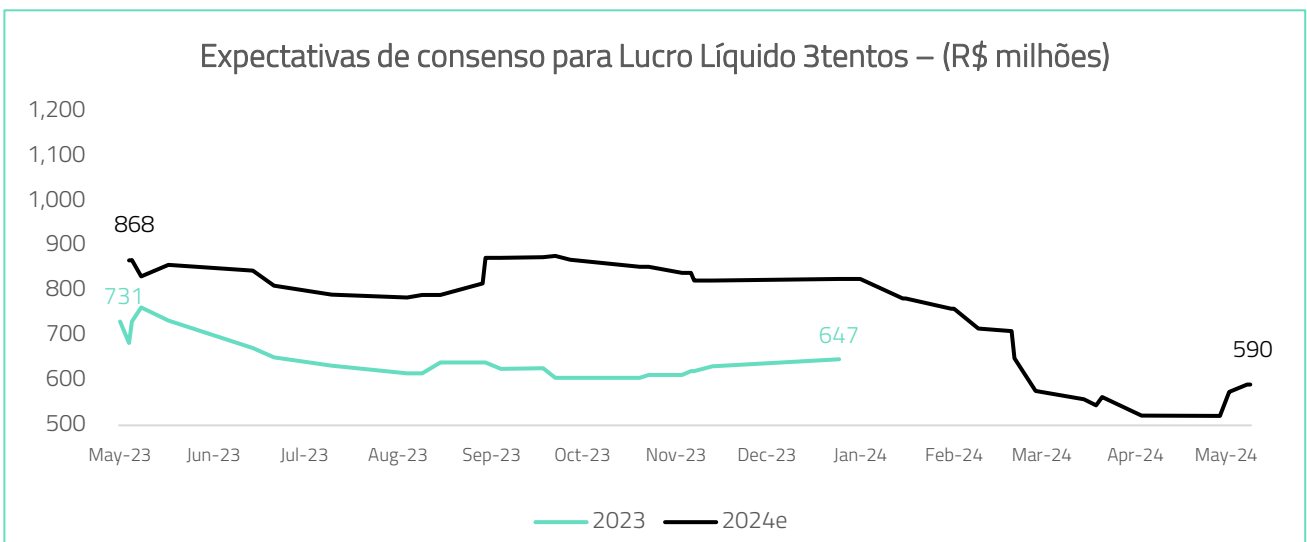
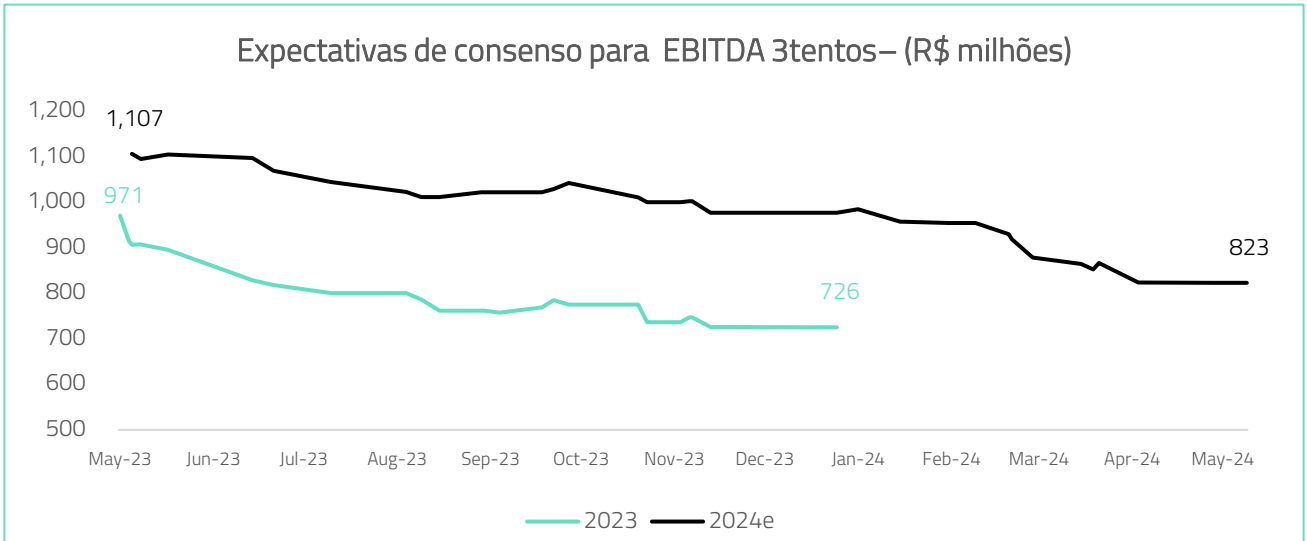
3. Resultados recentes

Desde a nossa última publicação de atualização do Deep Dive, a 3tentos reportou 4 resultados financeiros que compreenderam o período entre 2T23 e o 1T24. Em linhas gerais os resultados foram amplamente afetados pelos fatores descritos anteriormente, em especial; **(i) redução de margem bruta no varejo** em decorrência da normalização dos preços de insumos agrícolas; **(ii) forte aumento de volume de insumos negociados** e ganho de *market-share* por conta da abertura de lojas e maturação das lojas já existentes e **(iii) aumento nas despesas de frete** em decorrência do início da operação de Vera-MT e maior originação de grãos no MT. Esses fatores levaram a uma variação **negativa** nas linhas de EBITDA e trigaram revisões para baixo nos principais indicadores de resultado esperados pelo mercado para os anos de 2023 e 2024. Comparando os resultados apresentados a cada trimestre, observamos que as principais linhas ficaram abaixo da expectativa de mercado no 2T23, 3T23 e 4T23, apontando uma reversão (surpresa positiva) apenas no 1T24



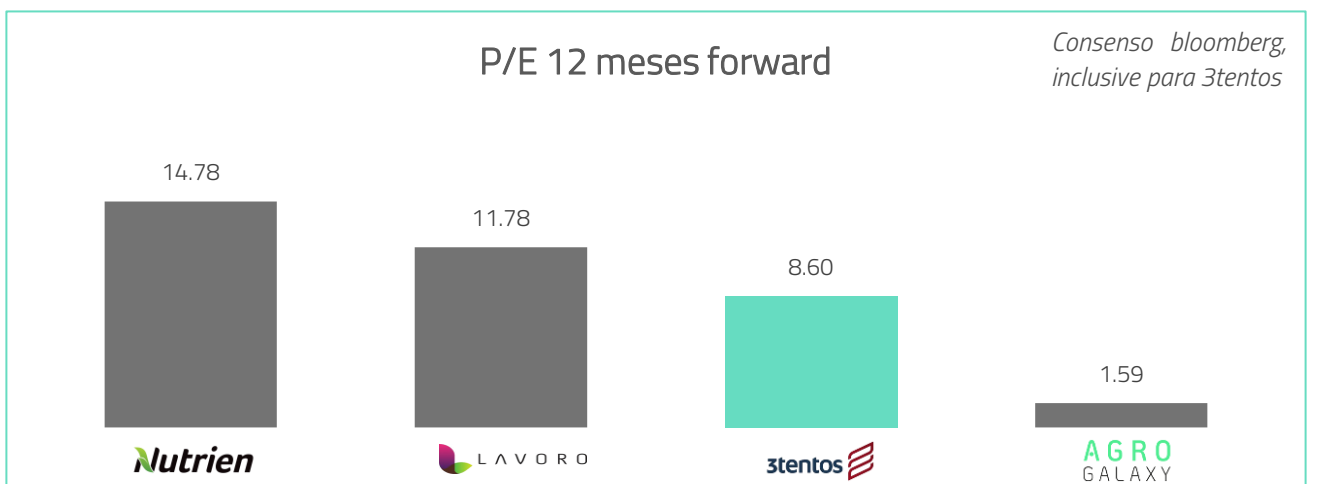
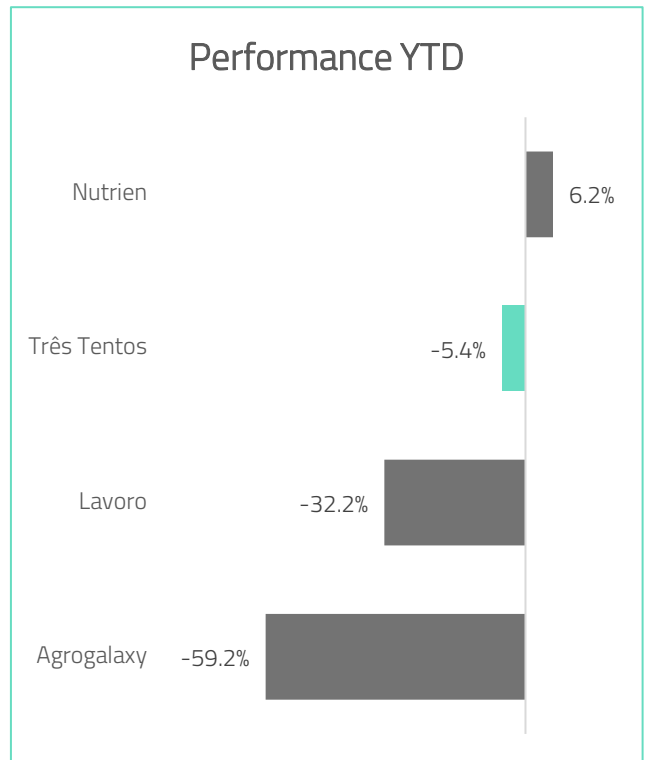
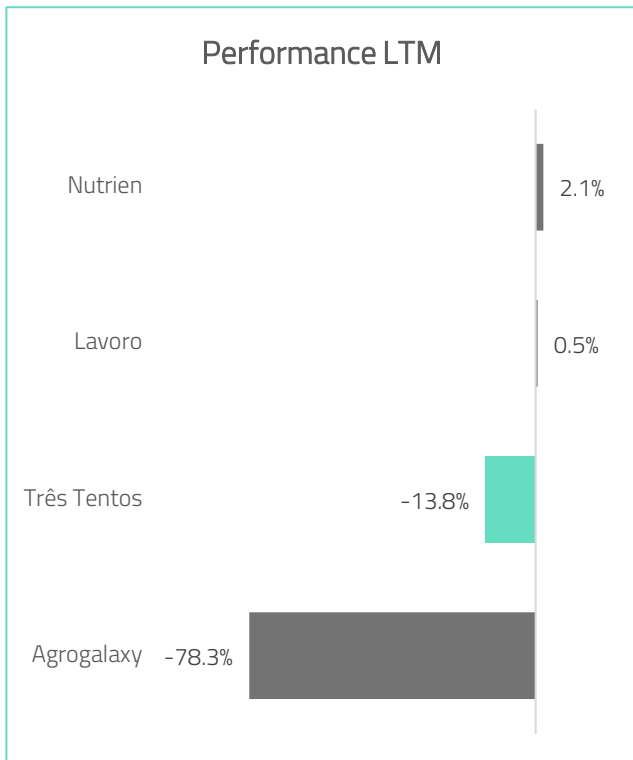
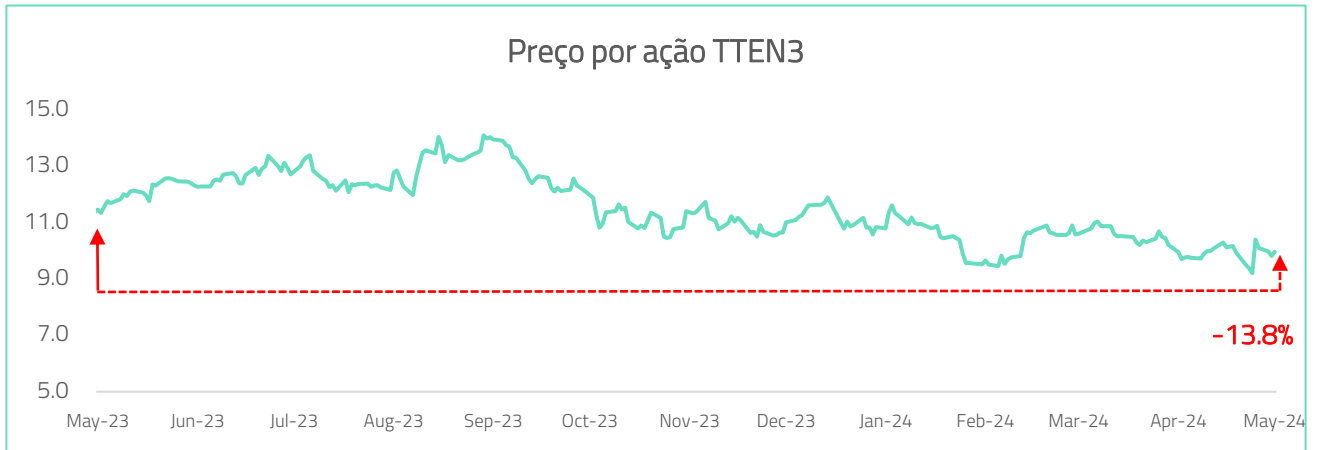
Fonte: Relações com Investidores

Como pode ser visto, os volumes acima do esperado e a entrada em operação da planta de esmagamento e soja no 3T23 não foram suficientes para compensar a queda dos preços de insumos e o aumento das despesas com frete da 3tentos, o que refletiu em uma queda nominal no nível de EBITDA durante a maior parte do ano. As expectativas de EBITDA e Lucro líquido para 2023 e 2024 foram sendo revisadas para baixo refletindo a nova realidade do mercado.



Nossa visão: Acreditamos que parte relevante das revisões já foram incorporadas no preço atual da companhia. Vemos a 3tentos em um momento de inflexão/recuperação nos resultados a serem reportados nos próximos trimestres. Nossos *channel checks* indicam que boa parte do movimento de correção dos preços já ficou para trás e acreditamos que uma recuperação gradual das margens deve ocorrer nos próximos trimestres. Além disso, como expusemos anteriormente, a companhia vem tomando medidas para endereçar o excesso de despesas com frete que apresentou no últimos trimestres o que deve aliviar parte da pressão de margem advindo da operação industrial no MT. Ratificamos nossa expectativa de crescimento expressivo para os resultados da 3tentos pelos próximos anos (**CAGR de ~30% para o lucro líquido e EBITDA entre 2024 e 2027**), agora impulsionados pelo novo plano de crescimento anunciado no início desse ano. Na sessão seguinte expomos com mais detalhes as nossas revisões de expectativas da tese de investimento em 3tentos e apresentamos a nossa projeção mais atualizada.

Performance da ação

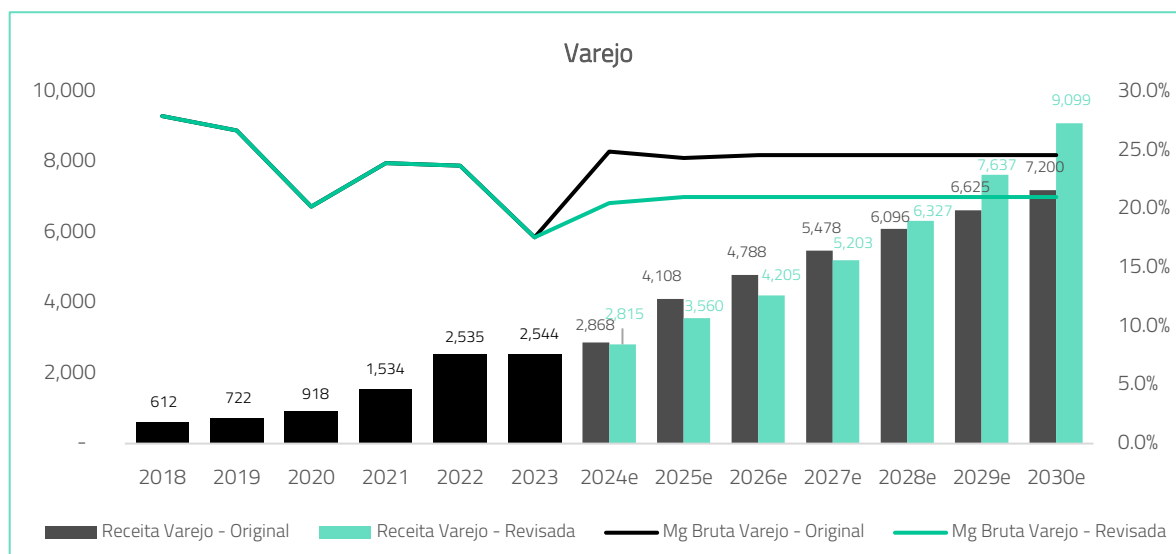


4. Atualização do case e projeções

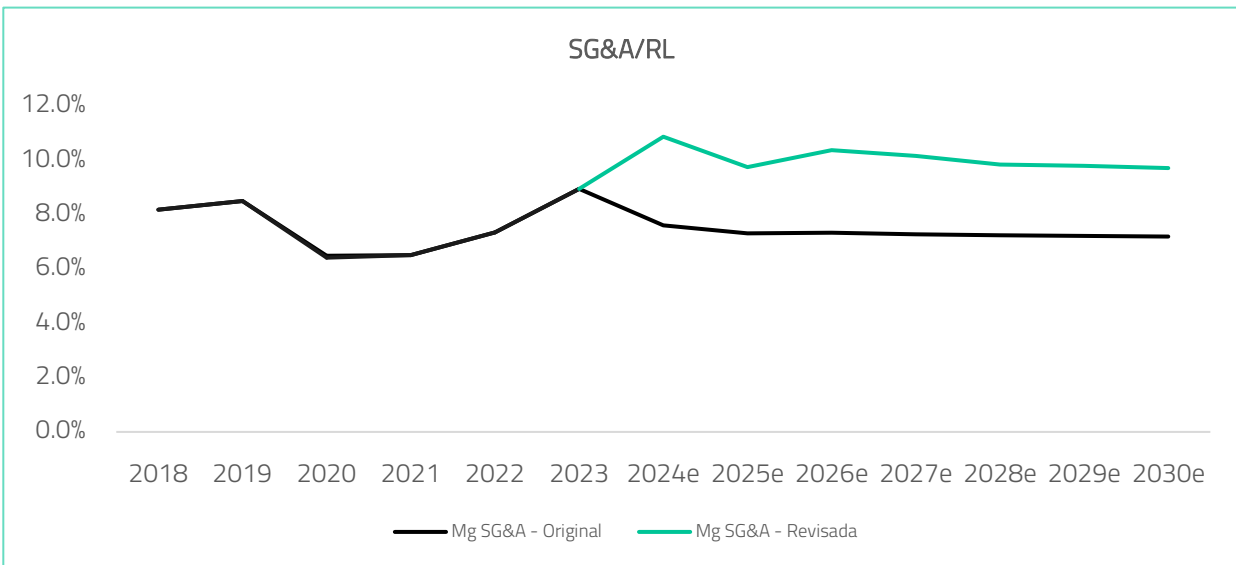
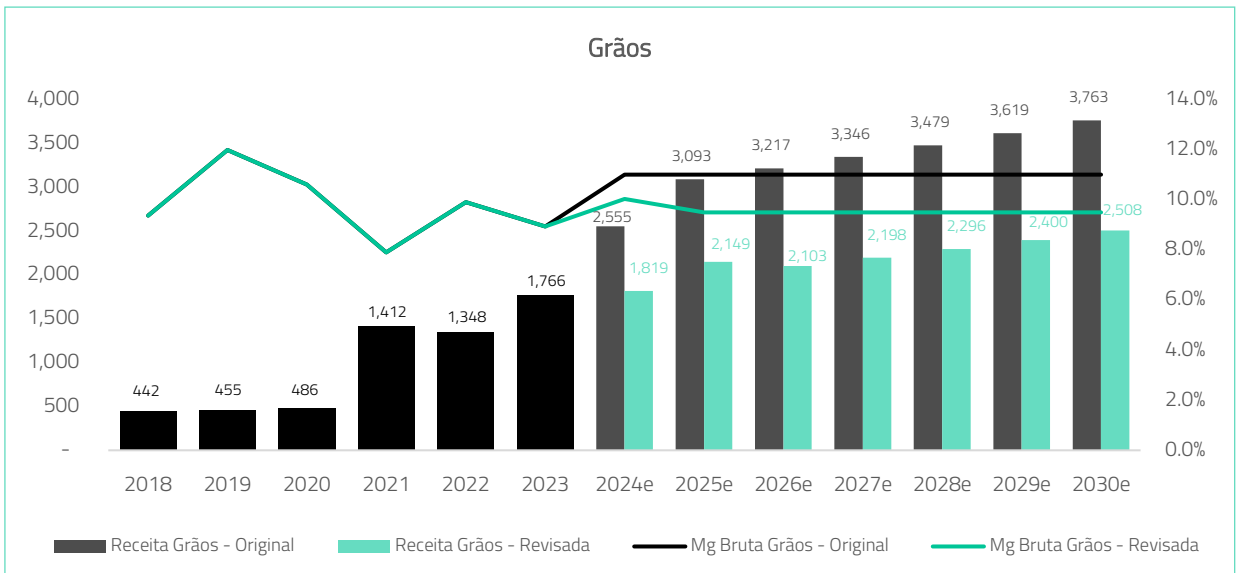
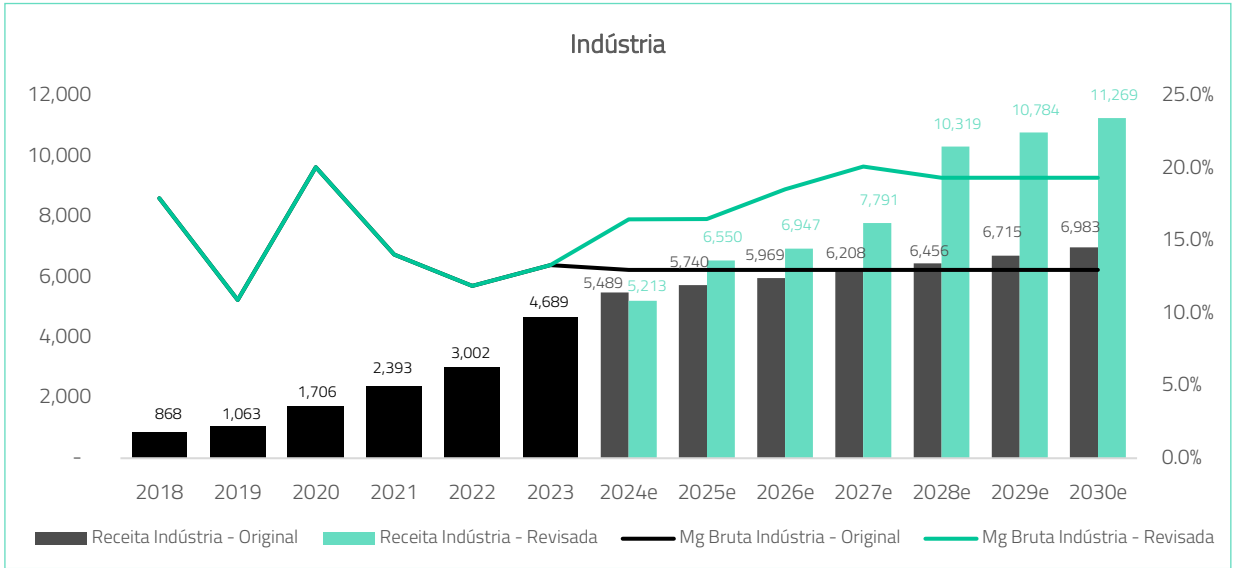
Se comparado ao divulgado na última atualização do nosso Deep Dive, os números da 3tentos tiveram algumas revisões importantes. As principais alterações são descritas por segmento na sequência. No entanto, de início, vale destacar o impacto nas nossas projeções do aumento da **alíquota efetiva de imposto de renda esperado de 15% para 25%** em decorrência da aprovação da MP 1.185. Anteriormente à mudança, a 3tentos (bem como demais empresas do setor) usufruía de deduções no lucro tributável de IRPJ/CSLL. Essas deduções derivavam de benefícios de ICMS e crédito presumido estaduais que eram abatidos também no cálculo do lucro tributável pago a Receita Federal. Esse arranjo levava a companhia a apresentar uma alíquota efetiva tributária bem menor que os 34% (quando não positiva) e que deve se reverter nos próximos anos. Anteriormente à aprovação da MP, já esperávamos que esses benefícios se dissipariam em algum momento em nossa projeção, no entanto, sem visibilidade de qual seria ao certo a alíquota de equilíbrio e tendo conhecimento de diversos benefícios históricos e longevos que o setor usufruía (vide Convênio 100 de 1997 e vigente até hoje) projetávamos uma alíquota **média de 15%**. Após a aprovação passamos a esperar uma alíquota **no intervalo entre 20-25%**, ainda abaixo dos 34% por conta de outros benefícios que a companhia deve passar a utilizar para abater seu lucro tributável como a **Lei do Bem e Sudene** no caso da planta de etanol de milho no MT.

Principais mudanças nas projeções por segmento:

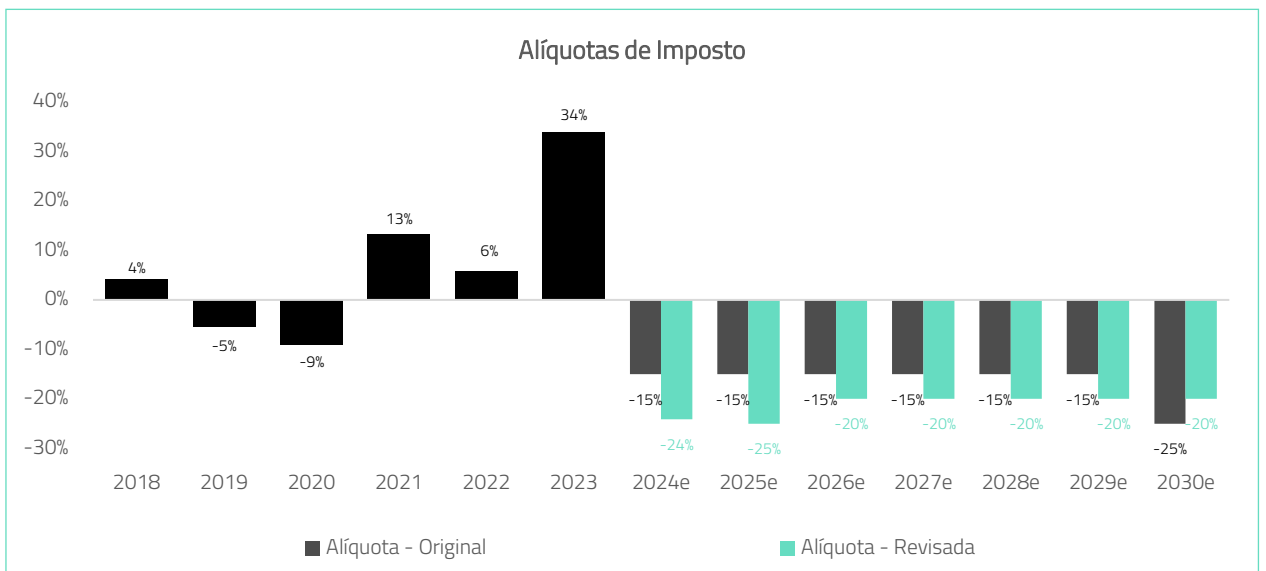
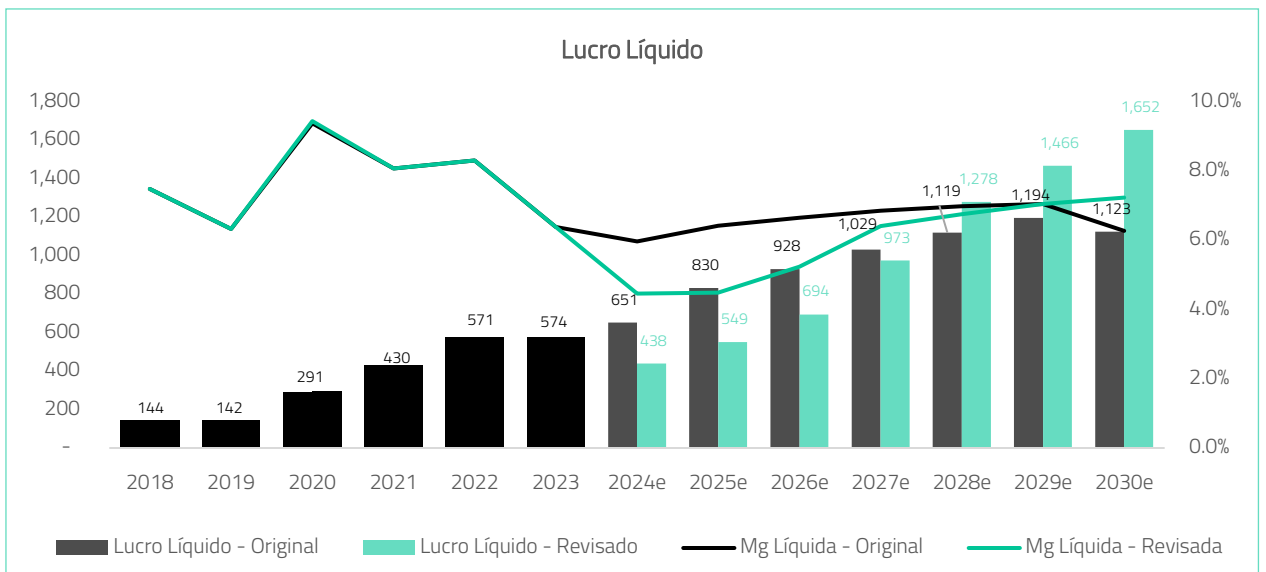
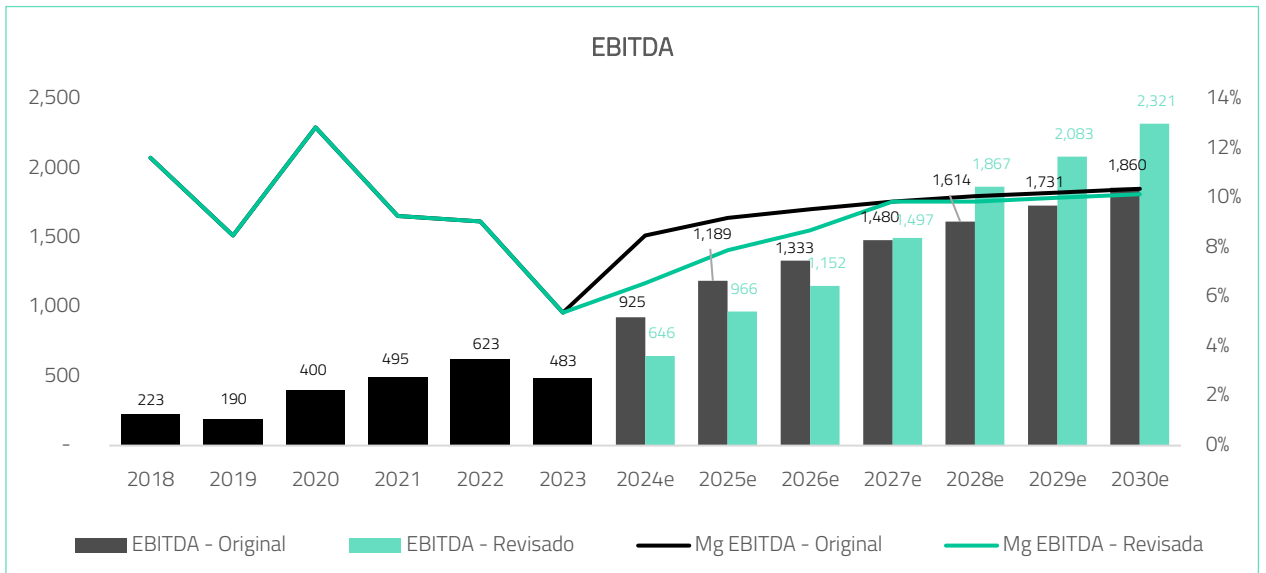
- **Varejo Agrícola:** Reduzimos a premissa de margem bruta do segmento em decorrência de (i) uma margem menor no MT do que esperávamos (-3 p.p versus RS para -6% p.p), (ii) um maior crescimento de lojas no MT do que projetávamos anteriormente vide o plano de crescimento divulgado que amplia o mix de loja no MT para os próximos anos.
- **Indústria:** Aumento da margem bruta versus o inicialmente projetado em decorrência (i) da operação de Vera-MT apresentar margens brutas mais altas dado o *basis* de originação do grão (vale lembrar que esse efeito positivo é depois compensado por despesas de frete mais altas do que nas operações industriais do RS); e (ii) início da planta de etanol de milho a partir de 2026 que possui margens mais altas que as de esmagamento de soja.
- **Grãos:** Redução na margem bruta e na receita projetada em função de um crescimento menor na originação de milho no MT no mix de grãos negociados (dado o consumo projetado da planta de etanol de milho).
- **SG&A/RL:** Aumento das despesas com frete derivado de uma expectativa de maior volume de farelo de soja, grãos e etanol que serão transportados a partir da operação no MT que como comentamos possui frete mais caro.



Fonte: Dry's, Relações com Investidores

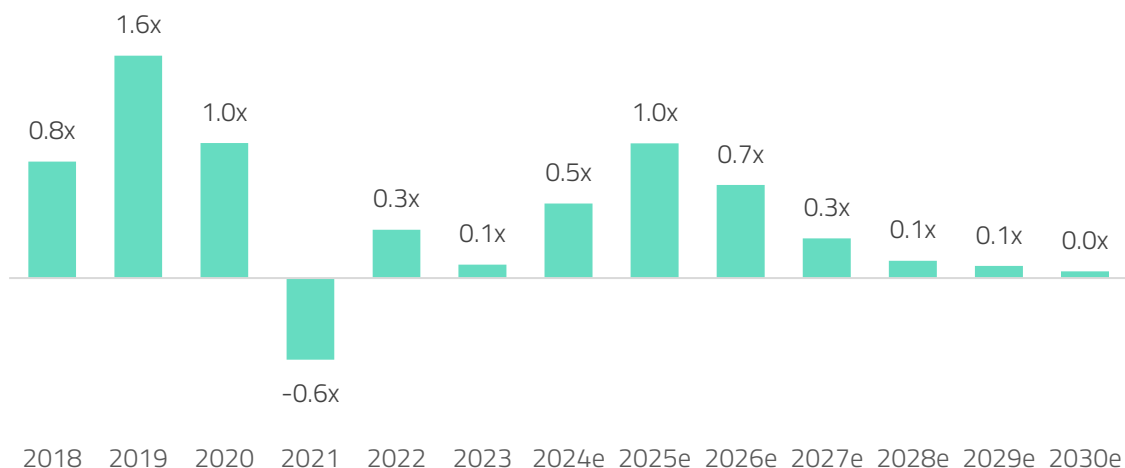


Fonte: Dry's, Relações com Investidores

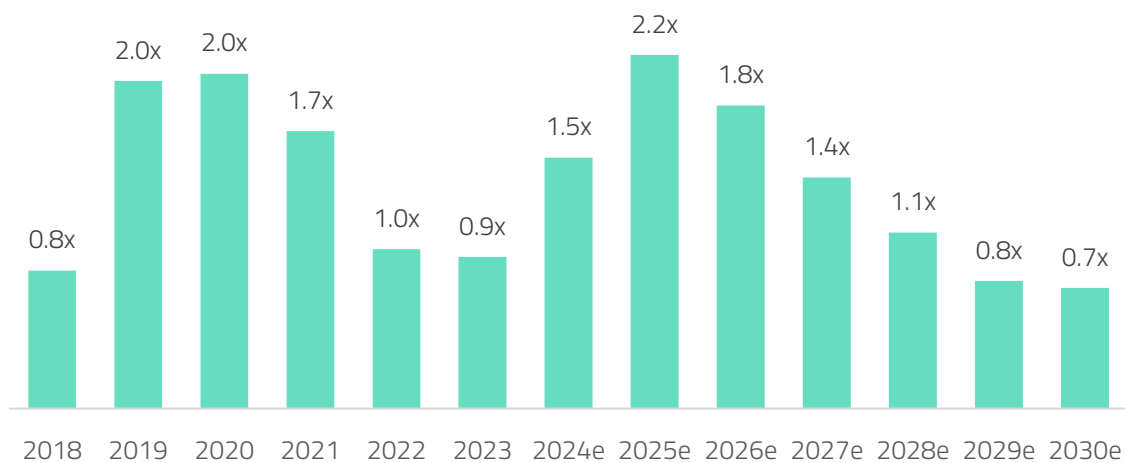


Fonte: Drýs, Relações com Investidores

Alavancagem EoP (Net Debt/EBITDA)



Net Debt/EBITDA - Pico



TIR 3 anos

Soja CEPEA-ESALQ (R\$/saca)

	80.0	95.0	110.0	133.0	140.0	160.0	170.0
30.0	31.7%	36.3%	40.5%	46.4%	48.1%	52.7%	54.9%
40.0	28.4%	33.2%	37.6%	43.7%	45.5%	50.2%	52.5%
50.0	24.9%	30.0%	34.6%	40.9%	42.8%	47.7%	50.0%
Milho CEPEA-ESALQ (R\$/saca)							
62.0	20.4%	25.8%	30.7%	37.5%	39.4%	44.5%	47.0%
75.0	15.2%	21.0%	26.3%	33.5%	35.5%	40.9%	43.5%
85.0	10.8%	17.1%	22.7%	30.2%	32.3%	38.0%	40.7%
95.0	6.0%	12.8%	18.8%	26.8%	29.0%	35.0%	37.8%
105.0	0.7%	8.2%	14.7%	23.2%	25.6%	31.8%	34.7%

Fonte: Drys, Relações com Investidores

DISCLAIMERS

Este material foi desenvolvido pela **Drýs Capital Ltda.** (“**Drýs**”) com caráter meramente informativo e, portanto, não deve ser entendido como oferta, recomendação ou análise de investimento ou ativo, nem tampouco constitui uma oferta de serviço e nem venda de cotas dos fundos sob gestão.

Parte do conteúdo contido nesse documento é relacionado a ativos financeiros investidos pelos fundos de investimento sob gestão da **Drýs**. Ressaltamos que as projeções ou estimativas apresentadas poderão ter origem em simulações ou modelos proprietários, com o risco de divergir significativamente dos resultados reais, sendo obtidas a partir de dados estatísticos, modelos probabilísticos e metodologias proprietárias, com base em fatos e resultados financeiros obtidos de fontes públicas, ou através de relatórios e análises contratados. Como tal, eventuais estimativas ou projeções contidas nesse documento servem somente para contextualizar o processo de decisão de investimentos da Gestora e não expressam, em nenhum momento, promessa ou garantia de retorno ou resultado do portfólio ou de ativos individuais.

Ainda, apesar do cuidado na obtenção e manuseio das informações apresentadas, a **Drýs** não declara ou garante a integridade, confiabilidade ou exatidão das informações, as quais podem inclusive serem modificadas sem comunicação, eximindo-se de quaisquer responsabilidades por prejuízos diretos ou indiretos que venham a ocorrer pelo seu uso.

O conteúdo deste documento não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da **Drýs** através de seus representantes.

Para dúvidas ou esclarecimentos adicionais sobre metodologia, modelos ou de métricas e estimativas relativas às empresas ou ativos investidos contidos nesse material, entrar em contato através do e-mail contato@dryscapital.com.br



EQUITAS

Drýs
CAPITAL



Drýs Capital

Rua Funchal - n. 375
Conjuntos 151 e 152
CEP. 04551-060
Vila Olímpia - São Paulo

Drýs
CAPITAL