

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
ESCOLA POLITÉCNICA

JOÃO LUCAS PARO SILVA

Análise e avaliação do valor de uma companhia referência no setor do  
agronegócio: SLC Agrícola

SÃO PAULO  
2024



JOÃO LUCAS PARO SILVA

Análise e avaliação do valor de uma companhia referência no setor do  
agronegócio: SLC Agrícola

Trabalho de formatura apresentado à Escola  
Politécnica da Universidade de São Paulo -  
USP, como requisito para obtenção do diploma  
de Engenheiro de Produção

SÃO PAULO

2024



JOÃO LUCAS PARO SILVA

Análise e avaliação do valor de uma companhia referência no setor do  
agronegócio: SLC Agrícola

Trabalho de formatura apresentado à Escola  
Politécnica da Universidade de São Paulo -  
USP, como requisito para obtenção do diploma  
de Engenheiro de Produção

Orientador: Prof. Doutor Erik Eduardo Rego

SÃO PAULO

2024

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo ou pesquisa, desde que citada a fonte

## AGRADECIMENTOS

Ao meu pai, Flavio, por ser meu maior exemplo de dedicação, foco e sucesso.

À minha mãe, Simoni, pela confiança e apoio nos momentos de dificuldade.

Ao meu irmão, Francisco José, por ser não apenas um irmão, mas um amigo leal, e um exemplo de perseverança, com quem sempre pude contar em todas as fases da minha vida. Te amo e sou grato por cada momento compartilhado com você.

À minha namorada, Júlia, pelo amor, carinho e suporte, que tornaram essa jornada mais leve.

Ao meu tio, Muca, que junto do meu pai sempre me inspirou a sonhar grande e a acreditar que não há limites para o que uma pessoa focada pode alcançar.

Aos meus amigos da Escola Politécnica, pelo companheirismo durante os anos de faculdade.

Ao Prof. Dr. Erik Eduardo Rego, pela orientação e suporte durante a elaboração deste trabalho.



## **RESUMO**

O presente trabalho tem como finalidade a avaliação do valor de uma das principais empresas do setor agrícola no Brasil, a SLC Agrícola. Para esse propósito, inicialmente foi realizada uma revisão bibliográfica dos principais tópicos de contabilidade e de métodos de avaliação de empresas. Depois, foi realizada um estudo setorial do agronegócio para o entendimento das dinâmicas de operação das organizações, com foco naquelas que envolviam as principais culturas plantadas pela companhia analisada. Após, foi elaborada uma análise sólida do histórico financeiro e econômico da SLC Agrícola. Com o embasamento sobre dados do setor e da empresa, foram realizadas projeções financeiras e uma série de premissas foram estimadas. A partir de tais informações, foi utilizado o método de construção de um modelo de fluxo de caixa descontado combinado com uma avaliação por múltiplos para o valor das terras agrícolas da empresa, com o objetivo de obter o “valor justo” da companhia. O resultado da avaliação visa direcionar a decisão de investidores com perspectiva de longo prazo sobre a compra dos papéis listados da SLC Agrícola.

**Palavras-chave:** Agronegócio. SLC Agrícola. Fluxo de caixa descontado. Avaliação de empresas.



## **ABSTRACT**

To achieve this purpose, a literature review was initially conducted, encompassing key topics in accounting and methods of corporate valuation. Subsequently, a sectoral study in agribusiness was undertaken to understand the operational dynamics of organizations, with a focus on the main crops cultivated by the analyzed company. Following this, a comprehensive analysis of the financial and economic history of SLC Agrícola was conducted. Based on sectoral and corporate data, financial projections were developed, and various assumptions were established. With this information, the method of constructing a discounted cash flow model was employed, combined with a valuation based on multiples for the company's agricultural land value, aiming to determine the "fair value" of the company. The result of this evaluation is intended to guide the decision-making process of long-term perspective investors regarding the purchase of SLC Agrícola's listed shares.

**Keywords:** Agribusiness. SLC Agrícola. Discounted cash flow. Corporate valuation.



## LISTA DE FIGURAS

Figura 1	Retorno do título do Tesouro Norte-Americano de 10 anos (em %) .....	34
Figura 2	Cálculo do Ke .....	39
Figura 3	Cálculo do Kd .....	39
Figura 4	Participação das culturas na receita líquida da SLC Agrícola (em R\$ mil e %) .	44
Figura 5	Evolução da área agricultável per capita contra o crescimento da população (em bilhões de pessoas) .....	45
Figura 6	Produção mundial de grãos por país (em milhões de toneladas) .....	45
Figura 7	Distribuição nacional dos principais estados produtores de grãos (em ranking de importância na produção total nacional) .....	47
Figura 8	Evolução histórica absoluta da área, produção e produtividade de soja no Brasil (em mil hectares, toneladas e kg/ha) .....	48
Figura 9	5 maiores grupos agrícolas do Brasil (em mil hectares) .....	49
Figura 10	Índice de sazonalidade da soja (1997 - 2017) .....	55
Figura 11	Análise da cotação da soja (2021 – 2023, em R\$ por saca) .....	55
Figura 12	Indicador Cepea/ESALQ algodão (2017 – 2024, em R\$/libra-peso) .....	56
Figura 13	Indicador do milho ESALQ (2020 – 2023, em R\$ por saca) .....	57
Figura 14	Capacidade de armazenagem de grãos e produção de soja e milho (em % e milhões de toneladas) .....	61
Figura 15	Pesquisa sobre infraestrutura de armazenagem (em %, com mais de 1000 produtores ouvidos) .....	61
Figura 16	Capacidade de armazenagem por região da safra 2022/23 (em milhões de toneladas) .....	62
Figura 17	Demonstração de resultados do exercício (DRE) da SLC Agrícola (em milhares de reais) .....	65
Figura 18	Margens e taxas de crescimento da SLC Agrícola (em %) .....	65

Figura 19	Dívida líquida/EBITDA da SLC Agrícola (em # e em milhões de reais) .....	66
Figura 20	Balanço patrimonial (BP) da SLC Agrícola (em milhares de reais) .....	67
Figura 21	Demonstração de fluxo de caixa (DFC) da SLC Agrícola (em milhares de reais)	69
Figura 22	Principais margens da SLC Agrícola (em %) .....	70
Figura 23	ROIC e ROE históricos da SLC Agrícola (em %) .....	70
Figura 24	Histórico de capital circulante líquido e liquidez corrente da SLC Agrícola (em milhões de reais) .....	71
Figura 25	Cronograma de amortização da dívida bruta da SLC Agrícola (em milhões de reais) .....	72
Figura 26	Distribuição histórica dos produtos na composição da receita líquida (em %) ...	75
Figura 27	Histórico de vendas de sacas de 200 mil sementes (em milhares de sacas) .....	75
Figura 28	Distribuição por faturamento e rentabilidade na safra 2023/24 da SLC Agrícola (em %) .....	77
Figura 29	Calendário agrícola para a SLC (em meses) .....	79
Figura 30	Receita líquida trimestral (em milhões de reais) .....	80
Figura 31	Níveis de produtividade da soja, algodão e milho da SLC Agrícola (em kg/ha) .	81
Figura 32	Histórico de área plantada total da SLC Agrícola (em milhares de ha) .....	83
Figura 33	ROIC histórico da SLC Agrícola (em %) .....	84
Figura 34	Montante total de receitas provenientes dos clientes (valores em %) .....	86
Figura 35	Categorização dos principais fornecedores da SLC Agrícola .....	86
Figura 36	Estimativa de cálculo da participação de mercado da SLC Agrícola para o algodão em pluma .....	89
Figura 37	Estimativa de cálculo da participação de mercado da SLC Agrícola para a soja.	89
Figura 38	Organograma societário da SLC Agrícola .....	90
Figura 39	Diretoria Executiva da SLC Agrícola .....	91

Figura 40	Avaliação histórica de terras da SLC Agrícola .....	93
Figura 41	Histórico de valor líquido dos ativos da SLC Agrícola .....	93
Figura 42	Portfólio de terras da SLC Agrícola .....	94
Figura 43	Histórico de parque de máquinas e capacidade de armazenamento da SLC Agrícola (em toneladas e quantidade) .....	95
Figura 44	Evolução do portfólio de terras da SLC (em milhões de reais) .....	96
Figura 45	Portfólio histórico de terras da SLC (em mil hectares) .....	100
Figura 46	Projeção de áreas arrendadas da SLC (em mil hectares) .....	101
Figura 47	Projeção de área disponível total da SLC (em mil hectares) .....	102
Figura 48	Projeção de distribuição de culturas (em %) .....	103
Figura 49	Áreas totais de plantio por cultura 1 <sup>a</sup> safra (em mil hectares) .....	103
Figura 50	Áreas totais de plantio por cultura 2 <sup>a</sup> safra (em mil hectares) .....	104
Figura 51	Produtividade projetada de cada uma das culturas (em kg/ha) .....	105
Figura 52	Produção projetada de cada uma das culturas (em mil ton) .....	105
Figura 53	Projeção dos preços das commodities e da taxa de câmbio (em USD/bushel para a soja e milho e USDC/lb para o algodão e BRL/kg para o caroço de algodão) .....	106
Figura 54	Projeção da taxa de câmbio, inflação americana e brasileira (em BRL/USD) ..	107
Figura 55	Projeção da comercialização das culturas da SLC (em mil ton) .....	108
Figura 56	Projeção de receita por cultura (em BRL MM) .....	108
Figura 57	Projeção de receita total e crescimento anual (em BRL BI e %) .....	109
Figura 58	Projeção de COGS por cultura e taxa de crescimento anual (em BRL BI e %)	110
Figura 59	Projeção de COGS por hectare por cultura (em BRL 000/ha e %) .....	110
Figura 60	Distribuição percentual dos custos para o algodão (em %) .....	111
Figura 61	Distribuição percentual dos custos para a soja (em %) .....	111
Figura 62	Distribuição percentual dos custos para o milho (em %) .....	111

Figura 63	Projeção dos custos variáveis com correlação com commodities - sementes (em BRL 000/ha) .....	112
Figura 64	Projeção dos custos variáveis com correlação com commodities - fertilizantes (em BRL 000/ha) .....	113
Figura 65	Projeção dos custos variáveis com correlação com commodities - defensivos (em BRL 000/ha) .....	113
Figura 66	Projeção dos custos variáveis com correlação com o IPCA para o algodão (em BRL 000/ha) .....	114
Figura 67	Projeção dos combustíveis e lubrificantes com correlação com o CPI e custos fixos correlacionados com o IPCA para o algodão (em BRL 000/ha) .....	114
Figura 68	Projeção de despesas com vendas (em BRL 000 e %) .....	115
Figura 69	Projeção de despesas gerais e administrativas (em BRL 000 e %) .....	115
Figura 70	Projeção de SG&A (em BRL MM e %) .....	116
Figura 71	Projeção de receitas e despesas financeiras, sem juros de arrendamento (em BRL MM) .....	117
Figura 72	Projeção de imposto de renda (em BRL MM e %) .....	117
Figura 73	Evolução do capital de giro (em BRL MM) .....	118
Figura 74	Projeção de CAPEX e de PP&E (em BRL MM) .....	119
Figura 75	Projeção de depreciação (em BRL MM e %) .....	120
Figura 76	Projeção de depreciação por cultura (em BRL MM) .....	121
Figura 77	Projeção de dívidas e alavancagem (em BRL MM) .....	121
Figura 78	Projeção de dividendos (em BRL MM e %) .....	122
Figura 79	Projeção de premissas de arrendamento (em BRL/saca, sacas, k hectares) ..	123
Figura 80	Projeção de pagamento de arrendamento, amortização e juros (em BRL MM)	123
Figura 81	Projeção de amortização referente ao arrendamento por cultura (em BRL MM)	124

Figura 82	Projeção de arrendamentos (em BRL MM) .....	125
Figura 83	Projeção de lucro bruto e margem bruta (em BRL MM e %) .....	125
Figura 84	Projeção de lucro operacional e margem operacional (em BRL MM e %) ..	126
Figura 85	Projeção de lucro líquido e margem líquida (em BRL MM e %) .....	126
Figura 86	Projeção de ativos circulantes (em BRL 000) .....	127
Figura 87	Projeção de ativos não circulantes (em BRL 000) .....	127
Figura 88	Projeção de passivos circulantes (em BRL 000) .....	128
Figura 89	Projeção de passivos não circulantes (em BRL 000) .....	129
Figura 90	Projeção de patrimônio líquido consolidado (em BRL 000) .....	129
Figura 91	Projeção de FCFF (em BRL 000) .....	129
Figura 92	Premissas para cálculo do valor da empresa (em %) .....	130
Figura 93	Cálculo do valor por ação da SLC Agrícola .....	130
Figura 94	Análise de sensibilidade de crescimento e de WACC para a SLC Agrícola	131
Figura 95	Diferença de receita entre cenários (impacto do El Niño, em BRL BI) .....	131
Figura 96	Distribuição indicada pelo software para a taxa de crescimento .....	132
Figura 97	Distribuição indicada pelo software para o risco Brasil .....	133
Figura 98	Distribuição indicada pelo software para o risco de mercados de capitais ...	133
Figura 99	Distribuição indicada pelo software para a taxa livre de risco .....	134
Figura 100	Distribuição indicada pelo software para o beta desalavancado do setor ....	134
Figura 101	Distribuição das faixas de valor por ação para a SLC Agrícola .....	135
Figura 102	Sensibilidade do resultado em relação às premissas (em %) .....	136

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

BP	–	Balanço patrimonial
DCF	–	Discounted Cash Flow (ou fluxo de caixa descontado, em português)
DRE	–	Demonstrativo de resultado do exercício
EBITDA	–	Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization (ou LAJIDA, na sigla em português)
EV	–	Enterprise Value (ou valor da firma, em português)
FCFE	–	Free cash flow to equity (ou fluxo de caixa livre para o acionista, em português)
FCFF	–	Free cash flow to firm (ou fluxo de caixa livre para a empresa, em português)
HA	–	Hectares
JV	–	Joint venture (associação de sociedades, em inglês)
Ke	–	Custo de capital próprio
Kd	–	Custo de capital de terceiros (custo de dívida)

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	22
1.1 Justificativa de escolha do tema.....	22
1.2 Objetivos.....	23
1.3 Metodologia.....	24
2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	24
2.1 Contabilidade.....	25
2.2 Métodos de desempenho.....	29
2.3 Métodos de avaliação de empresas.....	30
3 CONHECIMENTO GERAL DO SETOR .....	44
3.1 Panorama global.....	44
3.2 Formação de preços e influência do câmbio.....	51
3.3 Sazonalidade dos preços e estratégias de estocagem.....	53
3.4 Insumos agrícolas.....	58
3.5 Armazenagem.....	59
3.6 Diferencial entre as empresas do agronegócio: controle de custos, produtividade e gestão de risco.....	63
4 CONHECIMENTO GERAL DA EMPRESA.....	64
4.1 Dados da empresa.....	64
4.2 Indicadores econômicos.....	69
4.3 Objetivos da companhia.....	73
4.4 Missão, visão e valores da companhia.....	74
4.5 Portfólio de produtos e serviços.....	74
4.6 Distribuição por essencialidade econômica.....	76
4.7 Distribuição por faturamento e rentabilidade.....	77
4.8 Sazonalidade.....	78
4.9 Diferenciais e vantagens competitivas.....	80
4.10 Carteira de clientes e de fornecedores.....	84
4.11 Principais concorrentes por linha de produtos.....	88
4.12 Participação de mercado.....	88

4.13 Composição acionária e ligações societárias (grupo econômico).....	89
4.14 Qualidade do quadro administrativo e funcional.....	91
4.15 Capacidade instalada e ociosa.....	92
4.16 Análise dos investimentos da empresa.....	95
4.17 Análise ESG.....	96
4.18 Possíveis frentes alternativas de expansão no futuro.....	98
<b>5 PROJEÇÕES.....</b>	<b>100</b>
5.1 Projeção das terras da SLC Agrícola.....	100
5.2 Projeção de receita da SLC Agrícola.....	104
5.3 Projeção de COGS.....	109
5.4 Projeção de SG&A e resultado financeiro.....	114
5.5 Projeção de imposto de renda.....	117
5.6 Projeção de capital de giro.....	118
5.7 Projeção de PP&E e de depreciação.....	119
5.8 Projeção de dívidas e pagamento de dividendos.....	121
5.9 Projeção de arrendamento.....	122
5.10 Projeção da DRE.....	125
5.11 Projeção do balanço patrimonial.....	127
5.12 Projeção de FCFF.....	129
5.13 Resultado do valor da empresa por ação.....	130
5.14 Análise de sensibilidade.....	131
<b>6 CONCLUSÕES.....</b>	<b>136</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>138</b>



# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Justificativa de escolha do tema

O agronegócio é um dos setores com maior relevância para a economia brasileira desde os tempos coloniais e, em 2023, a participação do agronegócio no PIB nacional foi de 23,8%<sup>1</sup>, sendo representado no mercado de capitais nacional por 11 empresas de agricultura que possuem papéis negociados na B3 (de acordo com a classificação setorial fornecida pela companhia). Logo, dada a relevância econômica desse setor para o país, a produção de estudos, análises e avaliações econômicas relacionadas ao setor é importante, uma vez que contribui para a difusão de conhecimento acerca do agronegócio e pode ajudar possíveis investidores que visam alocar seu capital em empresas do ramo.

Dessa maneira surge a justificativa para a realização deste trabalho, com a intenção de realizar uma avaliação da empresa escolhida, a SLC Agrícola, em termos de uma visão de investimento de longo prazo, sob a perspectiva de um investidor com olhar para as vantagens competitivas da companhia. Assim, com uma avaliação completa da empresa, seus fundamentos, seus riscos, seu potencial de lucro e crescimento, sua estrutura de custos e sua administração, o presente material irá avaliar se um investimento nas ações da empresa possui potencial de retorno de capital no futuro, ou não.

A SLC Agrícola é uma das maiores empresas produtoras de soja, milho e algodão do país (tendo semeado 654,5 mil hectares na safra 2023/24<sup>2</sup>), além de ser detentora da SLC Sementes (produtora e comercializadora de sementes de soja e algodão) e ainda criadora de gado em algumas de suas propriedades. Fundada em 1977, com sede em Porto Alegre (RS), a companhia possuía, na safra 2021/22, 22 fazendas localizadas em 7 estados brasileiros (que totalizavam 671,946 hectares). Foi uma das primeiras empresas do setor agrícola a ter ações negociadas em bolsa de valores no país e, atualmente, possui um sistema de produção moderno que utiliza tecnologia de ponta no manejo de suas plantações. O resultado desse uso intensivo de tecnologia e inovação no campo pode ser evidenciado pela produtividade superior das lavouras da SLC Agrícola em comparação com a média nacional, dado que na safra de 2021/22,

---

<sup>1</sup> CEPEA ESALQ, cuja metodologia engloba todo o agronegócio (insumos agropecuários, agropecuária, agroindústria e agrosserviços), além de considerar conjuntamente as evoluções de volume e preços reais, de acordo com o site do CEPEA.

Difere dessa forma do cálculo do IBGE, que considera a evolução de volume da agropecuária (“dentro da porteira”).

<sup>2</sup> RI SLC Agrícola

a colheita de soja ficou em 3.994 kg/há, ou ainda 31,9% superior à média nacional<sup>3</sup>, de acordo com o RI da companhia.

Mais especificamente, a empresa SLC Agrícola realizou seu IPO em 2007 e apresentou uma valorização de seus papéis de mais de 480% desde a abertura de capital (até abril de 2024, considerando apenas o preço das ações, contra 160% de variação do IPCA no período, de acordo com a Calculadora do Cidadão, do Banco Central). As ações da empresa possuíam (em 2024) um volume médio de negociação diário de 2,91 milhões de ações (de um total de 439,8 milhões de ações em circulação, o que resulta em 0,66% de ações em negociação diariamente). Seu modelo de negócios segue uma linha que opta, na maioria dos casos, em ser “asset-light”<sup>4</sup>, dado que o foco estratégico da empresa é na operação agrícola, e não na valorização imobiliária de seus ativos (as fazendas), o que faz com que a empresa utilize arrendamentos para sua operação.

Deste modo, a avaliação proposta para a SLC Agrícola é baseada em um modelo de fluxo de caixa descontado para as operações agrícolas da empresa, com foco nos fundamentos da empresa para determinar sua geração de caixa no futuro, levando em conta a estratégia da SLC Agrícola de operar tanto em terras próprias quanto arrendadas.

## 1.2 Objetivos

O objetivo principal do presente trabalho é realizar o cálculo do valor da empresa SLC Agrícola e, consequentemente, determinar o valor justo de suas ações listadas na B3 (BVMF:SLCE3), por meio de uma análise fundamentalista de avaliação. Esta análise visa combinar o valor das operações agrícolas da companhia e o valor imobiliário de suas propriedades agrícolas. A empresa objeto de estudo é uma das maiores produtoras brasileiras de soja, algodão e milho (tendo cultivado 654,5 mil hectares na safra 2023/24, como mencionado anteriormente), além de ser uma grande proprietária de terras agrícolas no país (a empresa possuía, na safra 2023/24, 233,2 mil hectares de terras próprias<sup>5</sup>).

Ademais, o trabalho terá como objetivo a compreensão do funcionamento do setor do agronegócio, buscando entender sua sazonalidade intrínseca, seus principais desafios, seus

<sup>3</sup> Conab

<sup>4</sup> É um modelo de negócios que visa gastar pouco capital em ativos fixos para a companhia. É uma estratégia em que a empresa busca operar sobre os ativos de terceiros (reduz a proporção de ativos fixos no balanço da empresa). No caso da SLC, pode ser ilustrado pelo foco cada vez maior de operações em terras arrendadas, que dispensam o grande investimento inicial de capital para a compra da terra e assim, torna o negócio mais flexível e escalável.

<sup>5</sup> RI SLC Agrícola

riscos, suas dinâmicas competitivas e o funcionamento dos valores imobiliários das propriedades agrícolas. Esse entendimento será focado nas culturas agrícolas mais relevantes para a SLC Agrícola, com enfoque na estrutura de custos dessas culturas, na produtividade e principais doenças e pragas dessas culturas (soja, milho e algodão).

### **1.3 Metodologia**

Primeiramente, para a realização deste Trabalho, foi necessária uma pesquisa técnica para fornecer toda a base para o início das análises. Esta pesquisa técnica, focada em contabilidade e nas teorias de avaliação de empresas, se encontra na revisão bibliográfica.

Depois de obtidos estes fundamentos necessários, foi realizada uma segunda abordagem de coleta de informações sobre o setor em que a SLC Agrícola se encontra (agronegócio) e a respeito da empresa em si, tais como: informações financeiras e econômicas da companhia, seu plano de negócios e suas projeções de crescimento e investimentos para o futuro. Além disso, foram utilizados diversos relatórios acerca do setor produzidos por analistas de bancos nacionais e estrangeiros, com a finalidade de compreender melhor o cenário do agronegócio brasileiro e da SLC.

O cálculo do valor justo da empresa irá se basear em dois métodos de avaliação de empresas, sendo o primeiro deles o modelo de fluxo de caixa descontado, que visa trazer à valor presente o valor dos fluxos de caixa futuros esperados pela companhia, por meio de uma taxa de desconto adequada que reflete os riscos do investimento em questão. Adicionalmente a este método, será utilizado o método de avaliação por múltiplos, que se baseia em transações comparáveis anteriores com a finalidade de obtenção do valor da empresa analisada.

O motivo da utilização de dois métodos está no fato de que, dado que o Trabalho busca a obtenção do valor justo das ações da empresa SLC Agrícola, o uso dos dois métodos será importante para comparar o valor entre eles (do valor obtido por meio do modelo de fluxo de caixa descontado e da metodologia de avaliação por meio de múltiplos de empresas comparáveis) e verificar divergências.

## **2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA**

Para calcular o valor justo das ações da empresa em questão, a revisão bibliográfica aqui descrita visa embasar conceitos essenciais de contabilidade e finanças, além dos principais

métodos de avaliação de empresas conhecidos. A justificativa para a revisão acerca de conceitos de contabilidade está no fato de que os métodos de avaliação de empresas que serão utilizados dependem fortemente de demonstrativos financeiros da companhia analisada (como a análise do desempenho histórico da empresa e a realização de projeções de receitas para a SLC Agrícola).

Assim, foram utilizadas renomadas obras como: Contabilidade Básica, de José Carlos Marion; Valuation, Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações, de Aswath Damodaran.

## **2.1 Contabilidade**

### **Demonstrativos financeiros**

O foco principal será nos três principais demonstrativos financeiros na revisão bibliográfica, no caso o Balanço Patrimonial, o Demonstrativo do Resultado do Exercício e o Demonstrativo de Fluxo de Caixa. De acordo com Damodaran (2012) estes três documentos são essenciais e básicos para a avaliação de empresas, dado que: o Balanço Patrimonial resume os ativos da empresa e a origem do capital que financiou estes ativos, o Demonstrativo do Resultado do Exercício compila as operações da companhia e suas receitas e despesas durante um período específico e o Demonstrativo de Fluxo de Caixa condensa as entradas e saídas de caixa da empresa.

#### **Balanço Patrimonial (BP)**

O Balanço Patrimonial é um relatório que apresenta importantes informações financeiras de uma empresa em uma determinada data. É assim considerado uma “fotografia” da situação da companhia em uma data específica (por exemplo, ao final de um ano). Este demonstrativo é dividido em duas partes, na qual uma delas indica os ativos da empresa em questão e, a outra parte, mostra seus passivos.

Segundo Marion (2016), um ativo pode ser entendido como algo que gera riqueza, enquanto um passivo, por outro lado, traz a ideia de uma obrigação (seja esta obrigação com terceiros, ou com os próprios sócios da empresa). Ainda sob a perspectiva do autor, o Balanço Patrimonial constitui a mais importante demonstração financeira de uma empresa, por indicar

a “saúde” financeira e econômica em um certo período fixo. Para detalhar um pouco mais sobre os principais pontos deste demonstrativo, temos:

- **Ativo:** Trata-se do conjunto de bens e direitos, que direta ou indiretamente proporcionam ganhos financeiros para a empresa. Indica aquilo que é propriedade da companhia, sob o qual tem direito de exploração para atividades econômicas.

No contexto do agronegócio, o rebanho bovino de uma fazenda é contabilizado como ativo, já que a empresa é proprietária do gado (o mesmo ocorre com máquinas agrícolas próprias utilizadas na lavoura, por exemplo).

De acordo com Marion (2016), na maioria dos casos os ativos são contabilizados no Balanço Patrimonial de acordo com seu preço de aquisição ou de fabricação (custo histórico ou valor original).

- **Passivo:** Em relação ao passivo de uma organização, este representa as obrigações exigíveis da companhia, ou seja, são as dívidas que serão cobradas em algum momento futuro (muitas vezes estas dívidas possuem garantias atreladas aos ativos da própria empresa, caso o pagamento na data de vencimento não ocorra). Indicam aqueles recursos que são financiados por terceiros (e não pela própria companhia), sejam eles instituições financeiras como bancos, ou ainda fornecedores, funcionários, entre outros. O passivo no Balanço Patrimonial faz referência ao capital obtido com terceiros para financiar as operações da empresa e sua análise resulta na situação de endividamento de uma organização.

- **Patrimônio Líquido:** Já o Patrimônio Líquido representa o capital próprio da empresa, aplicado pelos sócios no início das operações (ou em aportes subsequentes) para o funcionamento da organização (esse capital irá receber o nome de Capital Social dentro do Patrimônio Líquido). Segundo Marion (2016), diferentemente do passivo, este capital não possui a característica da exigibilidade, já que este capital não será cobrado em um momento futuro.

A semelhança com o passivo está no fato de que este capital também visa o financiamento das operações da companhia, porém ele não advém de terceiros, mas sim dos próprios sócios (proprietários) da empresa.

- **Expressão fundamental:** A principal função do Balanço Patrimonial é relacionar a origem do capital investido na companhia e suas aplicações no contexto operacional da empresa. Segundo Marion (2016) o próprio nome do demonstrativo decorre deste fato,

dado que o Balanço Patrimonial deve respeitar a igualdade: Ativo (bens e direitos) = Passivo (obrigações exigíveis) + Patrimônio Líquido.

Dessa forma, todo o capital da empresa deve passar pelo Passivo ou pelo Patrimônio Líquido da empresa (lado direito do Balanço Patrimonial). Já as aplicações desse capital são registradas no lado esquerdo do Balanço, nos Ativos. Assim, a expressão “balanço” advém deste equilíbrio entre a origem e a aplicação do capital em uma organização.

### **Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)**

A Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) é um documento em que são evidenciadas as receitas e despesas de uma companhia em um intervalo de tempo (este intervalo pode ser um ano ou um trimestre, por exemplo). Sobre sua estrutura, segundo Marion (2016) ele é realizado de forma dedutiva (vertical), em que primeiro são destacadas as receitas e delas são subtraídas as despesas, obtendo-se ao final, o lucro ou prejuízo da companhia no período.

Neste demonstrativo as receitas e despesas são separados em diversos grupos, para facilitar a análise e posterior tomada de decisões que o envolvam, tais como grupos de impostos, diferentes tipos de lucros e uma variedade de custos, despesas e deduções.

Ainda sobre sua estrutura, o autor explica que a DRE começa com a apuração da Receita Bruta da empresa, dela devem ser deduzidos os impostos e taxas sobre vendas e as devoluções (vendas canceladas), apurando assim a Receita Líquida para a companhia. Por sua vez, da Receita Líquida é deduzido o Custo de Mercadoria Vendida (ou do serviço), obtendo o Lucro Bruto, que ainda não considera as despesas administrativas e com as vendas.

Após essa conta, sobre o Lucro Bruto são retiradas as despesas mencionadas acima (administrativas e de vendas), também denominadas despesas operacionais, já que são essenciais para o funcionamento adequado das operações da companhia. A diferença entre o Lucro Bruto e dessas despesas origina o Lucro Operacional. A partir deste Lucro Operacional é adicionado o resultado financeiro (que deriva das receitas e das despesas financeiras), além daquelas despesas e receitas não diretamente relacionadas com o negócio da empresa, obtendo-se assim o Lucro Antes do Imposto de Renda.

Por fim, é contabilizada a tributação sobre este Lucro, sendo majoritariamente composta pelo Imposto de Renda e pela Contribuição Social. Após essa subtração, chega-se ao Lucro Líquido da companhia, que, segundo Marion (2016), é a sobra líquida à disposição dos proprietários da empresa (não se trata, porém, do caixa disponível aos acionistas, como será detalhado depois na Demonstração de Fluxo de Caixa).

Depois de elaborado o Demonstrativo do Resultado do Exercício (DRE) é possível obter inúmeros indicadores financeiros sobre a empresa em questão, especialmente as margens (como a margem líquida, por exemplo), que também serão detalhados depois (importantes para analisar diferentes empresas dentro de um mesmo setor).

Apesar de não ser obrigatório, inúmeras DREs apresentam uma linha adicional que não é exigida por lei, indicando o Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (ou EBITDA, na sigla em inglês). Essa conta demonstra (teoricamente) a capacidade de geração de caixa diretamente relacionada ao negócio da empresa, justamente por indicar o Lucro obtido antes de despesas financeiras, contas não relacionadas à principal atividade da empresa, impostos que deverão ser pagos e sobre a depreciação e amortização.

### **Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC)**

Sob a perspectiva de Marion (2016), apesar do Demonstrativo de Fluxo de Caixa ser o preferido dos analistas em países como nos EUA, no Brasil, é muitas vezes desprezado (um fato que corrobora este ponto de vista é que este demonstrativo passou a ser obrigatório apenas a partir de 2008 no Brasil). É essencial para o planejamento financeiro das empresas por contabilizar a efetiva entrada e saída de caixa da companhia, permitindo a realização de projeções futuras.

O DFC é dividido em (considerando o modelo indireto):

- **Fluxo de Caixa das Operações:**

O fluxo de caixa das operações parte do Lucro Líquido, obtido ao final da DRE e é composto majoritariamente por dois ajustes: (i) a adição da depreciação e da amortização (por se tratar de um evento “não-caixa”), (ii) cálculo do investimento em capital de giro (variações positivas nos ativos da companhia diminuem a posição de caixa, enquanto variações positivas nos passivos da companhia aumentam). Para exemplificar, um aumento de estoque (variação positiva nos ativos) em um período pressupõe que a empresa teve de pagar por este estoque, logo sua posição de caixa é diminuída.

- **Fluxo de Caixa de Investimentos:**

Já o fluxo de caixa de investimentos considera os investimentos realizados pela companhia, também conhecidos como “Capital Expenditure”, em inglês. Como exemplo, o capital investido para a construção de uma nova unidade fabril da companhia seria incluído nesta conta.

- **Fluxo de Caixa de Financiamentos:**

Por fim, o fluxo de caixa de financiamentos considera as dívidas contraídas pela empresa, além de aportes de capital e pagamentos de dividendos aos acionistas. Por exemplo, o aporte de capital advindo de um IPO seria considerado neste item.

Ao final destas três etapas, é possível obter a posição de caixa da companhia no período em análise, além de permitir sua projeção para os anos futuros e verificar se em algum momento ela precisará de um aporte por escassez de capital (e assim se planejar melhor e escolher qual a melhor estratégia de financiamento, seja ela por meios próprios ou por terceiros). A falta de capacidade de previsibilidade de projeção de fluxos de caixa, segundo Marion (2016), é uma das principais razões de falências das empresas.

## **Capital de giro**

O capital de giro é considerado a quantidade necessária de capital para sustentar a operação de uma empresa durante um ciclo de operação. Ele pode ser definido como a subtração do passivo circulante do ativo circulante. Os ativos circulantes englobam linhas como caixa, estoques, recebíveis e aplicações financeiras de curto prazo. Já o passivo circulante, abrange itens como contas a pagar para fornecedores e empréstimos de curto prazo.

Muito utilizada em modelos financeiros, a necessidade de capital de giro (ou NCG) pode ser definida como:

$$NCG = Ativo\ circulante\ operacional - Passivo\ circulante\ operacional \quad (1)$$

Ou ainda:

$$NCG = Contas\ a\ receber + Estoques - Contas\ a\ pagar \quad (2)$$

### **2.2 Métodos de desempenho**

Existem inúmeras métricas para avaliação do desempenho de uma empresa a partir de seus demonstrativos contábeis, que diferem no cálculo da saúde financeira da companhia e sob o ponto de vista de análise (acionistas, credores ou ambos).

O retorno sobre os ativos da empresa (ROA), ou “return over assets”, em inglês. Pode ser considerada uma medida de análise da rentabilidade da empresa a partir de seus ativos. É dado pela fórmula:

$$ROA = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}} \quad (3)$$

Já o retorno sobre patrimônio (ROE), ou “return over equity”, em inglês. Pode ser considerada uma medida de capacidade da empresa de gerar valor com base nos recursos que possui (sob o ponto de vista dos acionistas). É calculado pela fórmula:

$$ROE = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido}} \quad (4)$$

Outra métrica financeira muito utilizada é o retorno sobre o capital investido (ROIC), ou “return over invested capital”, em inglês. Avalia a capacidade de geração de dinheiro em relação ao capital investido na companhia, seja por meio de capital próprio, ou de terceiros (dívidas). Dessa forma, é uma métrica que analisa a partir do ponto de vista da firma como um todo (acionistas e credores). O ROIC pode ser mensurado da seguinte maneira:

$$ROIC = \frac{\text{Lucro operacional depois dos impostos (NOPAT)}}{\text{Capital investido}} (N) \quad (5)$$

Nessa fórmula, o NOPAT é calculado a partir do EBIT, por meio da fórmula (em que “t” representa a alíquota de impostos):

$$NOPAT = EBIT * (1 - t) \quad (6)$$

Enquanto o capital investido representa a soma entre o patrimônio líquido da companhia e sua dívida líquida (dívida total subtraída do caixa da empresa).

### **2.3 Métodos de avaliação de empresas**

#### **Fluxo de caixa descontado**

O método de avaliação de empresas por meio do fluxo de caixa descontado (ou ainda, “discounted cash flow”, em inglês, também conhecido pela sigla DCF) se baseia na projeção

de fluxos de caixa de uma empresa no futuro, trazidos a valor presente por meio de uma taxa de desconto. Essa taxa de desconto deve refletir o risco dos fluxos de caixa futuros (empresas com um risco maior devem ter uma taxa de desconto maior e, consequentemente, um valor no presente menor).

De acordo com Damodaran (2012), o método de fluxo de caixa descontado é a base para os outros tipos de avaliação de empresas (as avaliações relativas), já que visa descobrir o valor intrínseco da companhia, baseado em seus fundamentos. É esperado que no futuro o preço de mercado de uma companhia se aproxime do seu valor intrínseco, quando calculado de maneira correta e coerente.

## **Fluxos de caixa**

Existem dois tipos principais de fluxos de caixa possíveis de serem calculados para a avaliação do valor da empresa por meio do método de fluxo de caixa descontado: o fluxo de caixa livre para a firma (também conhecido pela sigla em inglês, FCFF) e o fluxo de caixa livre para o acionista (da mesma forma que o anterior, conhecido por FCFE). Esses dois tipos irão fornecer valores para a avaliação da organização desejada sob diferentes óticas, sendo que o primeiro (FCFF) fornece o valor da empresa tanto para os acionistas, quanto para os credores. Por um outro lado, o segundo (FCFE), gera a avaliação apenas considerando os acionistas.

O FCFF, de acordo com Damodaran (2012) pode ser calculado por meio da fórmula:  $FCFF = \text{Lucro operacional antes das despesas financeiras e depois dos impostos} - \text{Variações no capital circulante líquido} - \text{Investimentos (CAPEX)} + \text{Depreciação no período}$ . Os dois últimos chamados de despesas de capital líquidas.

Já o FCFE pode ser calculado da seguinte maneira:  $FCFE = \text{Lucro Líquido} - \text{Variações no capital circulante líquido} - \text{Investimentos (CAPEX)} + \text{Depreciação no período} + \text{Endividamento líquido do período}$ .

Na previsão destes fluxos de caixa futuros da empresa analisada, ainda segundo Damodaran (2012), existem três pontos críticos que devem ser levados em consideração: o crescimento de receita, as margens-alvo e a capacidade de sobrevivência.

Acerca do crescimento de receita, a principal variável será a taxa de crescimento do faturamento da companhia. Essa taxa pode ser derivada de uma extração dos dados do passado da própria empresa, ou a partir dos dados de outras empresas do mesmo ramo, ou ainda de previsões futuras de tamanho de mercado e da respectiva fatia de participação de organização analisada.

Sobre as margens-alvo, o cerne será o cálculo da lucratividade da empresa no futuro, levando em consideração reinvestimentos que a empresa pode vir a precisar (que pode ser obtido ao se realizar uma análise dos concorrentes), despesas e custos, até que a empresa obtenha uma reputação de “madura”, sem muitas variações em suas respectivas margens.

Já sobre a capacidade de sobrevivência da empresa, deve-se levar em consideração o risco dela não ser viável economicamente no futuro (por exemplo, grande parte das empresas em setores comumente mais arriscados, tais como o de computação, tendem a se tornar obsoletas, enquanto algumas acabam por dominar o mercado).

### **Valores nominais e reais**

Outra consideração relevante é a modelagem da taxa de crescimento, de desconto e dos números gerais da empresa projetados em termos reais ou nominais. Caso o modelo tenha sido feito em termos reais (após o ajuste da inflação), o crescimento esperado na perpetuidade deve ser menor do que em termos nominais (que considera os preços vigentes), devido ao efeito da inflação:

$$\text{Taxa de crescimento nominal} = \text{Taxa de crescimento real} + \text{taxa de inflação esperada} \quad (7)$$

### **Taxa de desconto (CAPM)**

O custo de capital de uma empresa pode ser considerado como o retorno esperado para um investimento de risco equivalente (pode ser próprio, quando se refere aos acionistas, ou de terceiros, quando faz menção aos credores).

Com a finalidade de calcular o retorno esperado de um investimento (ou sua taxa de desconto em um modelo de fluxo de caixa descontado), é comum ser utilizado o modelo de “capital asset pricing model” (ou CAPM), especialmente para ações. O modelo financeiro é uma ferramenta que visa calcular a taxa de retorno esperada para um ativo, baseado pela soma de uma taxa livre de risco e de um prêmio pelo risco assumido:

$$\text{Retorno esperado} = \text{Taxa livre de risco} + \text{Prêmio pelo risco} \quad (8)$$

Esse modelo visa conciliar os dois tipos diferentes de riscos definidos por Damodaran (2012): os riscos inerentes à empresa e os riscos sistemáticos do mercado que podem afetar a

empresa. Mais especificamente, esse modelo é baseado na taxa livre de risco, na correlação do ativo (ou sensitividade) em relação ao mercado (prêmio de risco do mercado de ações ou “equity risk premium”, em inglês). Essa correlação em relação ao mercado é também conhecida como “beta” de um ativo. O Modelo do CAPM tradicional (descrito acima) é normalmente utilizado para empresas atuantes nos Estados Unidos da América, assim, no cálculo do prêmio pelo risco da SLC Agrícola, deve ser realizado um ajuste. Uma das abordagens mais utilizadas do CAPM considera que deve ser levado em conta o risco do país no qual a empresa está inserida:

$$\text{Prêmio pelo risco} = (\text{Beta} * \text{Risco do mercado}) + \text{Risco do país} \quad (9)$$

Neste trabalho, serão utilizados os dados do mercado americano para o cálculo do custo de capital para a SLC Agrícola. Essa escolha de uso de dados dos Estados Unidos da América se baseia no fato da economia americana ser mais desenvolvida em relação à brasileira (com maior maturidade) e possuírem um mercado de capitais mais vigoroso (um mercado financeiro mais eficiente, sendo um padrão de referência global).

Além disso, os EUA têm uma grande base de dados financeiros disponíveis para análises (taxas históricas de retorno de títulos de governos, ações e informações específicas sobre diversos setores da economia. Depois de realizados os cálculos com os números para os EUA, foram realizados ajustes para o cálculo da taxa em Reais (com considerações específicas do mercado local brasileiro, como a taxa de inflação).

### **Taxa livre de risco**

Por definição, não existe um ativo que possua um retorno sem um risco associado. Dessa forma, segundo Damodaran (2012), a melhor aproximação para um ativo que teoricamente teria um risco mínimo de inadimplência (assim podendo ser considerado um ativo livre de risco) seriam títulos governamentais, uma vez que a chance de um governo não honrar um de seus títulos, é muito pequena (apesar de existirem exemplos de calote por parte de inúmeros governos), além do fato do governo controlar a impressão de dinheiro em seu território soberano. Segundo o autor, além de não possuir risco de inadimplência, um ativo livre de risco deve satisfazer a condição de não possuir risco de reinvestimento, uma vez que não é possível estimar com certeza qual sua taxa de retorno.

É comum no mercado financeiro os títulos do Tesouro Norte-Americano de 10 anos serem considerados ativos com taxa livre de risco (dada a segurança monetária do Dólar e protagonismos dos Estados Unidos da América na economia global). A taxa livre de risco é igual ao retorno esperado desse título governamental.

No modelo de avaliação da SLC Agrícola, o retorno desse título será adotado como taxa livre de risco. No dia 25 de março, a taxa era de 4.2%, com a média dos últimos 10 anos em 2.3%, como pode ser verificado na Figura 1:

Figura 1 – Retorno do título do Tesouro Norte-Americano de 10 anos (em %)



Fonte: U.S. Department of Treasury (2024)

## Beta

O beta, de acordo com Damodaran (2012) indica uma medida de risco relativo de um ativo em relação a um mercado (ativos que possuem um beta acima de 1 estão mais expostas aos riscos de mercado do que um ativo que possua um beta abaixo de 1). Assim, ele funciona como um indicador de risco relativo. Pode ser definido como o risco adicional causado por um ativo em uma carteira diversificada.

Para determinar o valor do beta, existem duas abordagens amplamente conhecidas, uma se baseia na análise de dados passados, a outra, no beta fundamental:

### Beta baseado em dados históricos

O beta de uma ação de companhias de capital aberto é calculado a partir da análise da variação da ação em relação ao mercado no passado (nesse caso, um índice de mercado, como

o S&P 500). O valor do beta é obtido a partir da inclinação (coeficiente angular) da regressão dos retornos gerados pela ação em relação ao índice escolhido para representar o mercado.

Além da obtenção do beta para uma única ação, é possível calcular o beta médio do setor, a partir do cálculo individual do beta para inúmeras empresas do mesmo setor (que sejam comparáveis a empresa em análise), para assim obter a média desses números, que representa o beta médio do setor no qual a empresa está inserida. Caso a empresa possua operações em mais de um setor, pode-se optar pelo beta médio ponderado entre esses setores de atuação (de acordo com a representatividade de cada um dos negócios para a receita da companhia). Em mercados com pouca liquidez, tais como o brasileiro, o cálculo histórico do beta de uma ação possui limitações, não sendo assim o mais recomendado.

O cálculo do beta médio do setor costuma ser mais utilizado, juntamente com a metodologia do beta fundamental, já que, analisando dentro do campo da Estatística, a primeira forma de cálculo está sujeita a erros, dada a análise de dados passados (pode conter ruídos ou distorções nas informações). Dessa forma, a segunda maneira é mais confiável (uma vez que a média de vários betas diminui o efeito dos possíveis erros).

## Beta fundamental

De acordo com Damodaran (2012), existem três fatores determinantes para o seu cálculo:

- **Tipo de negócio:** Está relacionado ao fato do produto ou serviço oferecido pela companhia ser considerado essencial ou não para a economia (elasticidade de seus produtos ou serviços). É esperado que produtos menos essenciais sofram uma maior volatilidade nas vendas em períodos de dificuldade econômica (possuem maior elasticidade), o que implicam em um maior risco e, assim, deve ser refletido no cálculo do beta da empresa.
- **Alavancagem operacional:** Diz respeito a proporção dos custos operacionais da empresa (entre custos fixos e custos variáveis). Uma vez que o aumento dos custos fixos causa uma maior imprevisibilidade do lucro da companhia, essa estrutura de custos deve influenciar o beta. Dessa forma, empresas que possuam uma maior proporção de custos fixos devem ter riscos associados maiores.
- **Alavancagem financeira:** Leva em conta a proporção de capital financiado por terceiros e por acionistas da empresa (estrutura de capital da companhia). Caso essa proporção seja maior para o capital de terceiros (ou seja, a empresa possua mais dívidas), a despesa financeira da empresa será maior (que é classificada como uma

despesa fixa). Assim, empresas com maior alavancagem financeira (maior dívida), possuem mais custos fixos e, assim, maior risco financeiro. Esse maior risco deve ser levado em consideração no cálculo do beta.

A análise do beta por meio desses três fatores permite a obtenção do beta alavancado para a empresa, a partir do beta não alavancado do setor (por meio do cálculo histórico do beta individual de empresas comparáveis, como descrito na primeira abordagem). Por fim, após todas essas considerações, o cálculo do beta deve ser feito da seguinte maneira:

$$\beta_{alav.} = \left\{ \beta_{não\ alavancado} * \left[ 1 + (1 - t) * \frac{Dívida}{Patrimônio\ líquido} \right] \right\} \quad (10)$$

Na fórmula, “ $\beta$  alav.” representa o beta alavancado da empresa, enquanto “ $\beta$  não alav.” representa o beta não alavancado do setor, “ $t$ ” diz respeito à alíquota de impostos no país no qual a empresa analisada está inserida e “Dívida/Patrimônio líquido” representa a estrutura de capital da companhia (proporção entre capital financiado por terceiros e o patrimônio investido pelos acionistas).

Segundo Copeland et al. (2010), para o cálculo desse beta não alavancado do setor (em mercados maduros), primeiro devem ser selecionadas companhias comparáveis com a analisada, realizar o cálculo do beta alavancado dessas companhias por meio do método histórico e com a mediana desse grupo de números obtido, usar a fórmula seguinte:

$$\beta_{não\ alav.\ do\ setor} = \frac{\beta_{alav.\ das\ comparáveis}}{\left[ 1 + (1 - t) * \left( \frac{Dívida\ das\ comparáveis}{Patrimônio\ líquido\ das\ comparáveis} \right) \right]} \quad (11)$$

Porém, segundo Assaf Neto et al. (2008), uma vez que o mercado brasileiro não é maduro como o dos EUA e o IBOVESPA ser concentrado em uma pequena quantidade de papéis, a medição do beta tomando como base o mercado brasileiro não é recomendada (a limitação do mercado brasileiro também é explicada pela baixa quantidade de companhias comparáveis dentro dos setores de atuação). Uma alternativa comumente realizada no mercado financeiro é a utilização dos valores de beta disponíveis no site do professor Damodaran. Os cálculos do professor referem-se a empresas no mercado norte-americano, refletindo o risco dos setores nas quais estão inseridas. É importante lembrar que o cálculo do WACC será realizado em termos nominais em dólar, que depois serão ajustados para termos nominais em reais por meio do diferencial de inflação.

No caso da SLC Agrícola, foi utilizado o valor de beta não alavancado do setor agrícola calculado por Damodaran (intitulado no site como, “farming/agriculture”), que depois foi alavancado para os dados da empresa:

$$\text{Beta não alavancado} = 0.74 \quad (12)$$

Assim, realizando o cálculo para o beta alavancado da empresa (com dados de 2023), temos:

$$\beta \text{ alav.} = \left\{ 0.74 * \left[ 1 + (1 - 0.256) * \frac{4,393,379}{5,241,866} \right] \right\}^6 \quad (10)$$

$$\text{Beta alavancado} = 1.20 \quad (13)$$

### Risco do mercado (ERP) e risco do país

Segundo Damodaran (2012), para que o risco de mercado seja mensurado, uma alternativa possível seria a comparação do retorno de uma carteira de ativos (como ações componentes de um índice) em relação com o retorno dos títulos públicos em um mesmo intervalo de tempo (essa diferença entre os retornos seria o prêmio de risco de mercado, ou “equity risk premium”, em inglês). Essa abordagem é eficiente para países com mercados maduros e diversificados, tais como os EUA. Em teoria, o prêmio de mercado seria a diferença entre o retorno esperado do mercado de ações e a taxa livre de risco (representada pelos títulos governamentais).

Um dos métodos mais utilizados no mercado financeiro diz respeito ao método do risco de ativo, que se baseia em cálculos realizados pelo próprio Damodaran. Ele é baseado nos retornos históricos dos mercados acionários sobre os títulos considerados livres de risco (funcionando bem para mercados maduros e diversificados, como o dos EUA). Para mercados como o brasileiro, que não são grandes e diversificados, Damodaran (2012) argumenta que o cálculo do prêmio de risco de mercado deve ser iniciado com o prêmio de um mercado maduro (tal como o ERP dos EUA) e um ajuste deve ser feito para refletir o risco específico do país em

---

<sup>6</sup> Os números são referentes ao ano de 2023 disponibilizados pelo RI da SLC Agrícola em seu ITR do 4 trimestre de 2023 (R\$1,4 bilhões de empréstimos e financiamentos circulantes, R\$3,0 bilhões de empréstimos e financiamentos não circulantes e R\$5,2 bilhões de patrimônio líquido). O valor da tributação (25,6%) é uma média dos últimos 3 anos do imposto pago pela companhia.

que a companhia se encontra (por meio da adição do risco do país). Assim, será utilizado à média de retorno do mercado acionário americano como referência, calculada e disponível no site do professor Damodaran.

Esse risco geográfico é um risco adicional que deve ser computado no cálculo do custo de capital ( $Ke$ ), uma vez que países com economias mais instáveis e arriscadas demandam um prêmio maior por parte do investidor. É comum no mercado financeiro a utilização de valores calculados pelo professor Damodaran para os valores de riscos dos países. De acordo com Damodaran (2012), seu método de cálculo se baseia em três componentes, tais como os “spreads” de inadimplência (fornecidos por empresas avaliadoras de risco) e a volatilidade do mercado acionário em relação à volatilidade dos títulos de dívida do país em questão.

Neste trabalho, serão utilizados os valores calculados pelo professor Damodaran para o risco do mercado e para o risco país, disponíveis em seu site ( $ERP = 4.6\%$  e risco do Brasil =  $4.4\%$ ).

### **Custo de capital para os acionistas ( $Ke$ )**

O custo de capital para os acionistas (“cost of equity”, em inglês, ou ainda,  $Ke$ ), refere-se a taxa de retorno esperada pelos acionistas da companhia, é calculado por meio do CAPM.

É importante levar em consideração que a equação apresentada para o custo de capital seguindo a metodologia enunciada por Damodaran (2012) provê o  $Ke$  em termos nominais do dólar americano (que será utilizado na avaliação da SLC Agrícola). Dessa forma, deve ser realizado um ajuste para o valor utilizado no Brasil (para obter o  $Ke$  em termos nominais em real). Esse ajuste também é conhecido como diferencial de inflação, por meio da equação:

$$Diferencial = \left[ \frac{(1 + \text{Inflação brasileira})}{(1 + \text{Inflação americana})} \right] - 1 \quad (14)$$

No caso da SLC Agrícola:

$$\text{Prêmio pelo risco (nominal em USD)} = (1.15 * 4.6\%) + 4.4\% \quad (15)$$

O que resulta em 14.1%. Após o diferencial de inflação (com o US CPI de longo prazo em 2.1% e o IPCA de longo prazo em 3.5%)<sup>7</sup>, o Ke para a SLC Agrícola em termos nominais em Reais é de 15.7% (os dados utilizados da SLC Agrícola são do fechamento do ano de 2023, com o valor da tributação de 25,6% já explicado no cálculo do Beta alavancado).

Figura 2 – Cálculo do Ke

Componentes	Unidade	Fonte	Valores
Risk free (US10Y)	[%]	U.S. Department of Treasury	4.2%
Unlevered beta (farming/agriculture)	[#]	Damodaran	0.74
Debt	[BRL 000]	SLC Agrícola	4,393,379
Equity	[BRL 000]	SLC Agrícola	5,241,866
Tax rate	[%]		25.6%
Levered beta	[#]		1.20
Equity risk premium (US)	[%]	Damodaran	4.6%
Brazil risk premium	[%]	Damodaran	4.4%
Nominal Ke (US)	[%]		14.1%
US CPI (US - long term)	[%]	Statista	2.1%
Real Ke	[%]		11.8%
Brazil CPI (IPCA- long term)	[%]	Boletim Focus	3.5%
<b>Cost of equity (Nominal Ke in Reais)</b>	[%]		<b>15.7%</b>

Fonte: U.S. Department of Treasury, Damodaran, RI SLC Agrícola, Statista e Boletim Focus

### Custo da dívida (Kd)

O custo da dívida (“cost of debt”, em inglês, ou também, Kd), é o custo médio ponderado das dívidas da empresa. É possível de ser calculado a partir das informações de taxas de juros e do montante total de cada uma das dívidas de uma companhia em seus demonstrativos financeiros principais. De acordo com Damodaran (2012), são três os fatores que influenciam as taxas de juros das dívidas de empresas (e assim, no cálculo do Kd): a taxa livre de risco, uma vez que, caso seja aumentada, o Kd das empresas também será intensificado, a chance de inadimplência da companhia em si, e a vantagem fiscal do local onde estão inseridas.

Para a SLC Agrícola, o custo de dívida é de 12.6%, considerando o valor atual das dívidas da empresa.

Figura 3 – Cálculo do Kd

---

<sup>7</sup> De acordo com a plataforma Statista e do Boletim Focus, respectivamente.

Dívidas	Unidade	Tipo	Taxa efetiva	Valor
Finame - BNDES	[%] and [BRL 000]	Pré-fixada	6.1%	20,038
Crédito Rural	[%] and [BRL 000]	Pré-fixada	10.2%	31,553
Crédito Rural	[%] and [BRL 000]	CDI	12.5%	1,850,034
Capital de Giro	[%] and [BRL 000]	CDI	12.8%	1,760,322
Financiamento à Exportação	[%] and [BRL 000]	CDI	12.8%	731,432
Kd (pre-tax)	[%]		12.6%	

Fonte: RI SLC Agrícola

### Custo médio ponderado de capital (WACC, em inglês)

O custo médio ponderado de capital, ou WACC, na sigla em inglês, representa o custo médio de financiamento das operações da companhia, tanto sob a ótica dos acionistas, quanto sob dos credores, refletindo o risco do negócio como um todo, depois de impostos. O WACC é a taxa de desconto utilizada em modelos de fluxo de caixa descontado que realizam as projeções por meio dos fluxos de caixa livres para a firma (FCFF, em inglês) e representa o retorno demandado por todas as fontes de capital para financiarem a companhia. Segundo Damodaran (2012), essa taxa de desconto deve ser utilizada para a avaliação do valor da firma como um todo, uma vez que representa a taxa sob a ótica tanto dos acionistas, quanto dos credores.

A fórmula do WACC, é uma média ponderada, que leva em conta a proporção da composição patrimonial da empresa (estrutura de capital da companhia), entre acionistas e credores, e seus respectivos custos diferentes, o custo de capital para os acionistas (Ke) e o custo de dívida (Kd).

Um ajuste deve ser levado em conta para o custo de dívida, dado que, como as despesas com juros de dívidas de uma empresa são dedutíveis de impostos, o custo líquido de dívida deve ser considerado (para isso, o Kd deve ser multiplicado por 1 subtraído da alíquota de imposto que incide sobre a companhia, no caso, de 25,6%). O cálculo da alíquota de imposto foi obtido a partir da média dos últimos três anos reportados pela companhia (de 2021 até 2023, como já comentado). Assim, o custo de dívida da fórmula é a taxa após impostos.

$$WACC = Ke * \left[ \frac{Patrimônio}{Dívida + Patrimônio} \right] + \left\{ Kd * \left[ \frac{Dívida}{Dívida + Patrimônio} \right] * (1 - t) \right\} \quad (16)$$

Para a SLC Agrícola, primeiro foi considerada a estrutura de capital da empresa (foi utilizada a estrutura de capital atual da companhia: Dívida: 4,4 bilhões de reais; Patrimônio: 5,2 bilhões de Reais):

$$\left[ \frac{\text{Patrimônio}}{\text{Dívida} + \text{Patrimônio}} \right] = 54,4\%; \left[ \frac{\text{Dívida}}{\text{Dívida} + \text{Patrimônio}} \right] = 45,6\% \quad (17)$$

Assim, o WACC para a empresa é 12,8%.

### **Perpetuidade e valor terminal**

Após o período de projeção dos fluxos de caixa em um futuro mais previsível, o exercício de estimativa desses fluxos torna-se complicado e impreciso pela distância temporal com o período em que a avaliação da empresa está sendo feita. No caso da SLC Agrícola, a projeção será de 10 anos, uma vez que a companhia está realizando uma transição para um modelo de arrendamento de terras, também conhecido como “asset-light”<sup>8</sup>. Dessa forma, para que o valor na perpetuidade reflita esse novo modelo de negócios, será necessário utilizar o fluxo de caixa esperado para daqui 10 anos, com a premissa de que em 10 anos a empresa já tenha realizado essa transição de forma consolidada, com a maior parte de sua operação agrícola advinda de terras arrendadas (além de ser considerado um período de tempo adequado de projeção pelo mercado financeiro). Logo, em 10 anos é esperado que a SLC Agrícola possua um fluxo de caixa razoável de ser considerado para o cálculo da perpetuidade (o que não seria razoável em um período de apenas 5 anos no futuro). Assim, uma solução para este problema é assumir que, após um certo período, a empresa em questão irá assumir uma taxa constante de crescimento (menor do que aquela observada nos anos anteriores) e essa taxa será sustentada na perpetuidade. Esse modelo é conhecido como modelo de crescimento estável.

Sob a perspectiva de Damodaran (2012), depois desse marco temporal de crescimento constante, os fluxos de caixa que serão trazidos a valor presente recebem o nome de valor terminal (uma tentativa de cálculo da perpetuidade da companhia no presente). Para que se estabeleça esse marco, a partir do qual grandes mudanças na estrutura dos fluxos de caixa não são esperadas e nem um crescimento tão significativo (dado que a empresa atingiu uma estabilidade e maturidade dos fluxos), deve-se analisar por quanto tempo a empresa será capaz de sustentar uma alta taxa de crescimento, até entrar em um período de maior estabilidade. Essa tarefa é feita analisando-se o tamanho atual da companhia, sua participação de mercado, seu histórico de crescimento e o retorno sobre capital. Porém, a análise mais importante diz respeito à força e à sustentabilidade das vantagens competitivas da empresa, que, segundo Greenwald

---

<sup>8</sup> De acordo com o Relatório Integrado da empresa dos últimos anos, disponíveis em seu RI, o foco é que o modelo de negócios seja predominantemente “asset-light” para o futuro.

et al. (2005), são as barreiras de entrada que impedem que novos concorrentes roubem parcelas de mercado da companhia e, assim, permitem a manutenção de altas taxas de crescimento e de retorno sobre o capital. Normalmente, esse período de alto crescimento varia entre 5 a 10 anos no mercado financeiro. Dessa forma, o valor terminal dos fluxos de caixa, depois de estabelecidos os parâmetros, é:

$$\text{Valor terminal no ano } t = \frac{\text{Fluxo de caixa no ano } t + 1}{(\text{taxa de desconto} - \text{crescimento})} \quad (18)$$

O modelo de crescimento estável possui algumas limitações importantes, tais como a estimativa de crescimento da companhia, que deve ser menor ou igual o crescimento da economia na qual a empresa está inserida (no caso da SLC Agrícola, deve ser menor ou igual o crescimento da economia brasileira). A taxa de desconto que deve ser utilizada na fórmula é o WACC.

Além disso, no cálculo do valor terminal, é comum que o reinvestimento de capital da empresa seja igual ao seu valor de depreciação e amortização, para que a empresa nem cresça infinitamente, nem desapareça no futuro (uma vez que o cálculo diz respeito à perpetuidade).

## Múltiplos

O método de avaliação por múltiplos é considerado uma análise relativa do valor da empresa, uma vez que parte de dados externos para avaliar seu valor intrínseco. Para iniciar a análise, devem ser selecionadas companhias de capital aberto comparáveis com o segmento de atuação da empresa analisada. Existem duas abordagens comuns dentro dessa metodologia:

- **Múltiplos de negociação de companhias comparáveis:** Fundamentado no estudo de múltiplos de negociação de empresas de capital aberto que sejam semelhantes à companhia em análise.
- **Múltiplos de transações precedentes:** Baseado em transações passadas de companhias semelhantes à companhia em análise.

Segundo Damodaran (2012), para que uma companhia seja considerada comparável com a empresa em análise, esta deve apresentar: potencial de crescimento semelhante, margem LAJIDA e margem líquida próximas e mesma grandeza de receita. Além disso, devem apresentar riscos e geração de caixa similares e, preferencialmente, estarem situadas no mesmo setor.

Em relação à primeira abordagem, de múltiplos de negociação de companhias comparáveis, depois de escolhidas as empresas, deve ser realizado um levantamento de seus principais múltiplos, e analisar a média e mediana desses valores. A partir desses números, são realizadas comparações com a companhia em análise.

Os principais múltiplos utilizados são:

- **VF/Receita:** representa a fração entre o valor da firma e a receita da companhia em um determinado período. Normalmente é utilizado como múltiplo para empresas que ainda não possuem um estágio de maturidade avançado (como startups que não possuem lucro líquido), sendo uma alternativa viável de análise relativa.
- **VF/LAJIDA:** representa a fração entre o valor da firma e o LAJIDA da empresa (Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização, ou EBITDA, na sigla em inglês) em um determinado período. Normalmente, é comum no mercado financeiro o uso de projeções de LAJIDA para a mensuração desse múltiplo, em especial para empresas que apresentam grande expectativa de crescimento, ou que estejam vivenciando dificuldades no período específico da análise.
- **Preço/Lucro:** fração entre o preço da ação da empresa e o lucro por ação da mesma gerado em um período específico. Assim como o LAJIDA, o lucro líquido utilizado para o cálculo desse múltiplo também pode ser o projetado para os próximos anos.
- **Preço/Valor patrimonial líquido:** fração entre o preço da ação da empresa e o valor patrimonial líquido por ação da empresa, ou NAV, na sigla em inglês (valor dos ativos subtraídos do valor dos passivos da companhia). Esse múltiplo é bastante comum no setor agrícola, uma vez que leva em consideração o caixa da empresa, seu capital de giro e seus ativos imobilizados.

Existem inúmeras críticas em relação ao método de avaliação por múltiplos, sendo duas as principais:

- **Chance de erro na seleção das companhias comparáveis para a realização da análise:** Existe a possibilidade de erro por parte do condutor da análise de selecionar empresas que não sejam comparáveis com a companhia em questão (por exemplo, empresas que não possuam um mesmo potencial de crescimento ou mesmo risco). Uma vez que não são comparáveis, a comparação deixa de ser válida.
- **Erro do mercado em relação à precificação das companhias comparáveis:** Um outro tipo de problema que pode invalidar a análise relativa não diz respeito ao fato da escolha ruim das empresas comparáveis, mas sim ao evento no qual o mercado estaria

avaliando esse grupo de empresas de maneira irracional. Dessa forma, qualquer análise relativa também deixaria de ser válida.

### 3 CONHECIMENTO GERAL DO SETOR

Tendo em vista que a SLC Agrícola está inserida no setor do agronegócio (como já comentado, um dos setores com maior relevância para a economia brasileira com 23,8% de participação do agronegócio no PIB nacional, em 2023) ser notadamente grande e com inúmeras frentes produtivas, a análise setorial deste trabalho terá como foco as principais culturas agrícolas plantadas pela empresa (no caso, algodão, soja e milho, como pode-se observar na figura abaixo).

Figura 4 – Participação das culturas na receita líquida da SLC Agrícola (em R\$ mil e %)

(R\$ mil)	2022	Participação	2023	Participação
<b>Receita Líquida</b>	<b>7,373,034</b>	<b>100%</b>	<b>7,230,583</b>	<b>100%</b>
Algodão em pluma	2,930,972	40%	2,189,209	30%
Caroço de algodão (caroço + semente)	402,920	5%	349,283	5%
Soja (comercial + semente)	3,092,736	42%	3,055,726	42%
Milho	710,473	10%	846,036	12%
Rebanho bovino	110,862	2%	121,007	2%
Outros	130,696	2%	61,390	1%
Resultado de hedge	(5,625)	0%	607,932	8%

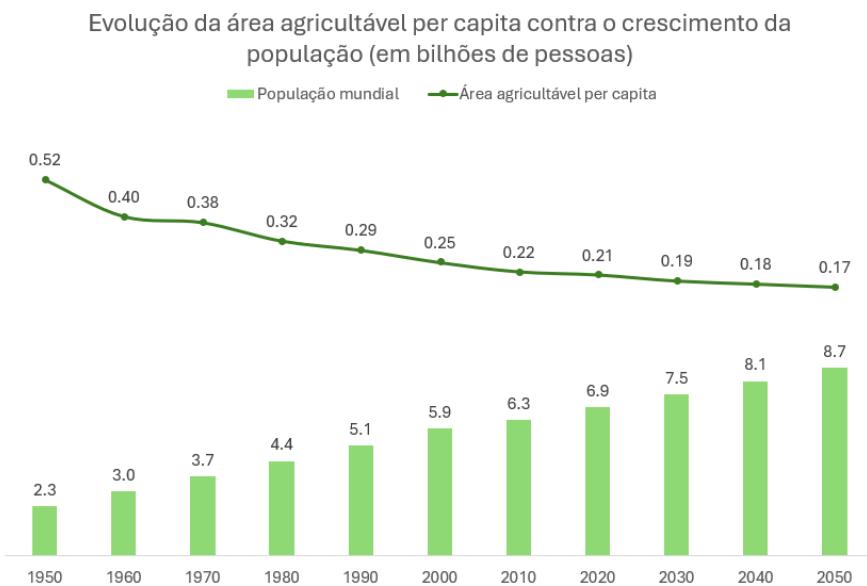
Fonte: SLC Agrícola RI – <https://ri.slcaagrícola.com.br/informações-financeiras/central-de-resultados/>, elaborado pelo autor

#### 3.1 Panorama global

Os três focos produtivos da SLC (soja, milho e algodão) possuem grande relevância para a economia brasileira, já que o país além de ser um dos maiores produtores mundiais desses produtos, é também um de seus principais exportadores, evidenciando assim a competitividade do agronegócio brasileiro e a importância do país na oferta global dessas commodities. A oferta global de commodities é de suma importância para a sustentabilidade da população humana (tanto para a alimentação, quanto para a vestimenta e para a geração de energia), que cresce a taxas maiores do que as áreas agricultáveis disponíveis no globo. O gráfico abaixo evidencia a necessidade do avanço da produtividade da agricultura para a manutenção da população,

especialmente pela queda da área agricultável per capita (assim, o agronegócio deverá ser cada vez mais produtivo para sustentar mais pessoas, com menos terras disponíveis).

Figura 5 – Evolução da área agricultável per capita contra o crescimento da população (em bilhões de pessoas)



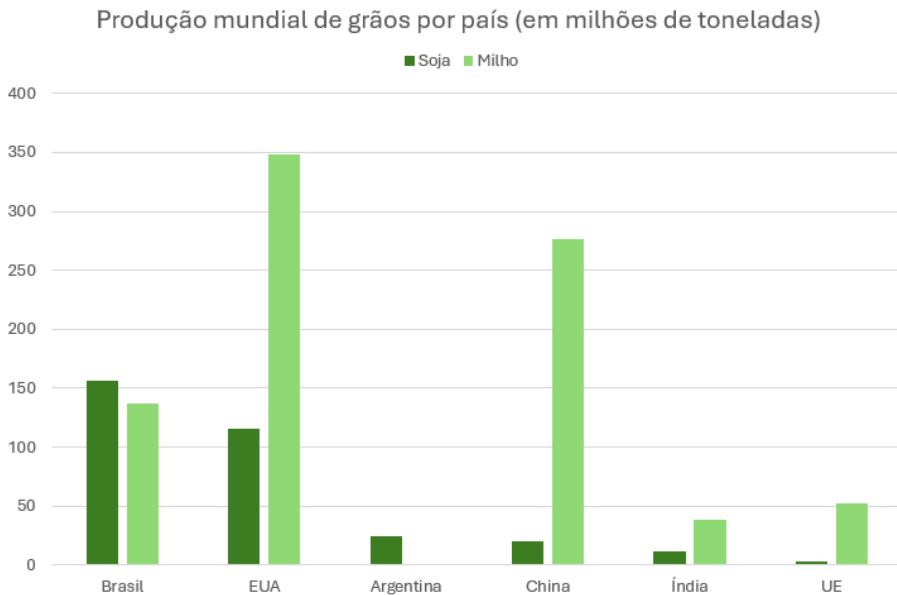
Fonte: SLC Agrícola RI, World Bank e Frase Mackenzie's – <https://ri.slcagricola.com.br/a-companhia/nosso-desafio/>, elaborado pelo autor

O Brasil liderou em 2023 a produção de soja no mundo, seguido dos EUA e da Argentina. Já para a produção de milho, o país ficou em terceiro lugar. A soja tem grande importância no mercado mundial, majoritariamente para a produção de ração animal e na fabricação de óleos vegetais. A maior parte da produção de milho também é destinada para a alimentação animal (cerca de 70%)<sup>9</sup>. Assim, fica claro a importância dessas duas commodities para a alimentação dos animais (na avicultura, suinocultura e na pecuária) e assim, a relevância na manutenção da população mundial, uma vez que grande parte da dieta alimentar depende desses seres vivos. De acordo com estudos, para a produção de 1 kg de carne bovina e suína, são necessários 7 kg e 4 kg de grãos, respectivamente, para alimentar os animais<sup>10</sup>.

Figura 6 – Produção mundial de grãos por país (em milhões de toneladas)

<sup>9</sup> Embrapa

<sup>10</sup> RI SLC Agrícola



Fonte: USDA, Agroadvance (2023) – <https://agroadvance.com.br/blog-6-maiores-produtores-de-soja-do-mundo/> e <https://agroadvance.com.br/blog-5-maiores-produtores-de-milho-do-mundo/#:~:text=Enquanto%20os%20Estados%20Unidos%20lideram,cereal%2C%20ultrapassando%20os%20Estado%20Unidos,>, elaborado pelo autor

O Brasil, além de ser o maior produtor de soja do mundo, é também o maior exportador do planeta tanto da oleaginosa, quanto do milho (superou os EUA a partir de 2022<sup>11</sup>).

Em relação ao algodão, a concentração da oferta desse produto é notável, dado que 70% de sua produção mundial está concentrada em apenas 5 países. Por ordem de volume de produção, tem-se: Índia, China, EUA, Brasil e Paquistão. Já para a comercialização da pluma (produto de grande importância para a SLC Agrícola), os EUA e o Brasil lideram a oferta mundial.<sup>12</sup> O Brasil é o segundo maior exportador de algodão do planeta, com a previsão de exportar 11,8 milhões de fardos na safra 2023/24 (ante 12,3 dos EUA, o maior exportador global da commodity)<sup>13</sup>.

A produção do algodão em plumas é importante matéria-prima para a indústria têxtil, que valoriza a commodity de acordo com a qualidade em que é oferecida. O caroço de algodão é um subproduto dessa cultura (após a retirada da pluma nas algodoeiras) e tem grande utilidade na alimentação de ruminantes, graças a boa qualidade nutricional que oferece. Logo, assim como a soja e o milho, o algodão também é relevante para a produção de ração animal.

Quanto a localização da produção dessas três commodities no território brasileiro, referentes aos dados da safra 2022/23, em relação à soja, os três principais estados produtores

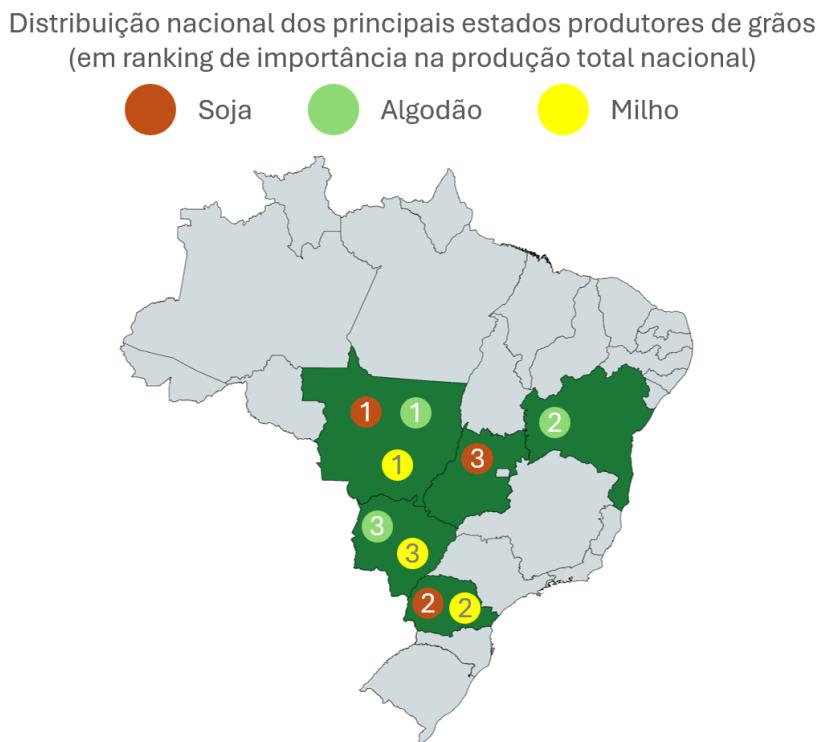
<sup>11</sup> Agroadvance

<sup>12</sup> Basf Agriculture

<sup>13</sup> Poder360

foram: Mato Grosso, Paraná e Goiás (com 46, 22 e 18 milhões de toneladas produzidas, respectivamente)<sup>14</sup>. Já em relação ao algodão, tem-se: Mato Grosso, Bahia e Mato Grosso do Sul. Finalmente, para o milho: Mato Grosso, Paraná e Mato Grosso do Sul.<sup>15</sup> Logo, é evidente a importância do bioma do Cerrado presente na região Centro-Oeste do Brasil para os principais produtos da SLC Agrícola, uma vez que a maior parte dos maiores produtores estão localizados nessa região. Abaixo, o mapa facilita a visualização da relação entre os principais estados produtores.

Figura 7 – Distribuição nacional dos principais estados produtores de grãos (em ranking de importância na produção total nacional)



Fonte: Embrapa (2024) – <https://www.embrapa.br/grandes-contribuicoes-para-a-agricultura-brasileira/graos>, elaborado pelo autor

O protagonismo brasileiro na produção e exportação dessas culturas foi possível com o avanço das fronteiras agrícolas para a região central do país (o Cerrado) e com a aplicação de alta tecnologia de plantio, manejo, irrigação e colheita. A união do conhecimento científico com o agronegócio permitiu, a partir da década de 1970, além da expansão do plantio para áreas previamente impróprias para o cultivo (devido aos altos níveis históricos de acidez das terras

<sup>14</sup> Embrapa

<sup>15</sup> Banco do Nordeste

do Centro-Oeste), o aumento exponencial da produtividade da agricultura brasileira. A adoção desse conjunto de inovações tecnológicas que aproximou o conhecimento científico do campo ficou conhecida como “Revolução Verde”, com o notável aumento do uso de agrotóxicos, fertilizantes, sementes selecionadas, fungicidas e herbicidas. Tal produtividade cresceu 400% entre 1975 e 2020<sup>16</sup>, quando comparadas as taxas de crescimento da produção contra o crescimento dos insumos. Nesse período o aumento do capital aplicado em máquinas, fertilizantes e defensivos foi muito maior do que o capital em forma de terra e mão de obra, criando uma agricultura intensiva em ciência e tecnologia que culminou em um aumento de produtividade não dependente do aumento da ampliação de terras.

O Cerrado brasileiro é um bom bioma para a produção de grãos, dado que possui uma temperatura alta estável ao longo do ano, topografia plana (que favorece a mecanização da produção agrícola), presença de chuvas e disponibilidade de terras para o cultivo. Tais fatores, combinados com o pacote tecnológico de sucesso que permitiu a correção dos solos da região do Cerrado tornaram o bioma um dos mais importantes locais de produção de grãos do planeta.

Além disso, nesse período pode-se destacar as inúmeras políticas governamentais de incentivo à agricultura, como linhas de crédito agrícolas e o desenvolvimento do mercado de capitais no setor. Esse desenvolvimento permitiu um maior acesso ao crédito por parte das empresas, no formato de CRAs, por exemplo, que impulsionaram o desenvolvimento do setor (a própria SLC Agrícola já emitiu esse tipo de certificado em sua história e em 2024 emitiu novamente outro CRA em três séries no valor total de 1 bilhão de reais<sup>17</sup>). Esse tipo de financiamento costuma atrair o investidor pela isenção de imposto de renda (para pessoa física) e é vantajoso para a tomadora de crédito já que, além de ganhar visibilidade no mercado de capitais, são um modo de desintermediação bancária (meio alternativo de financiamento).

Esse aumento de produtividade pode ser evidenciado no gráfico abaixo, que mostra a evolução do plantio de soja no Brasil de 1976 até 2016 (média nacional<sup>18</sup>). A produtividade da soja brasileira era de 1,5 mil kg/ha e, ultimamente, ultrapassou a média de 3,0 mil kg/ha, tornando claro o processo bem-sucedido de aumento de produtividade da cultura no país.

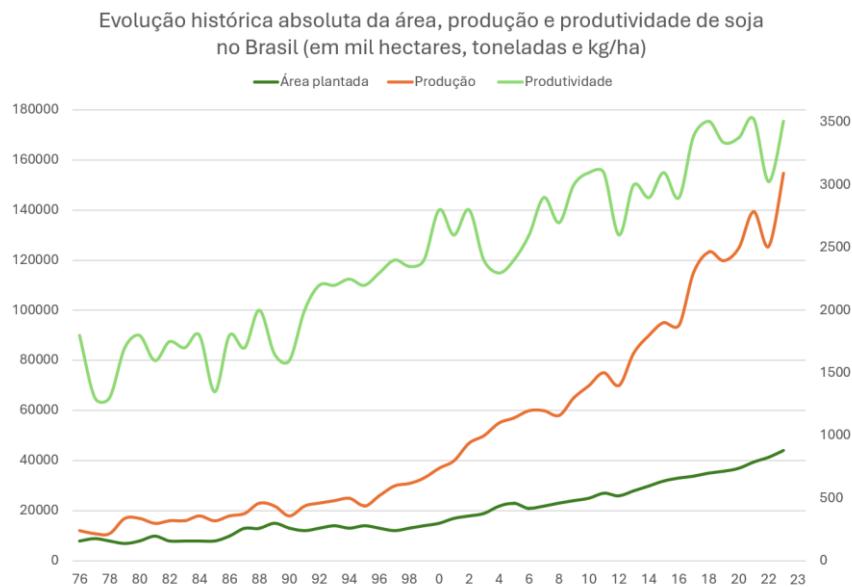
Figura 8 – Evolução histórica absoluta da área, produção e produtividade de soja no Brasil (em mil hectares, toneladas e kg/ha)

---

<sup>16</sup> Ipea

<sup>17</sup> Globo Rural

<sup>18</sup> Conab



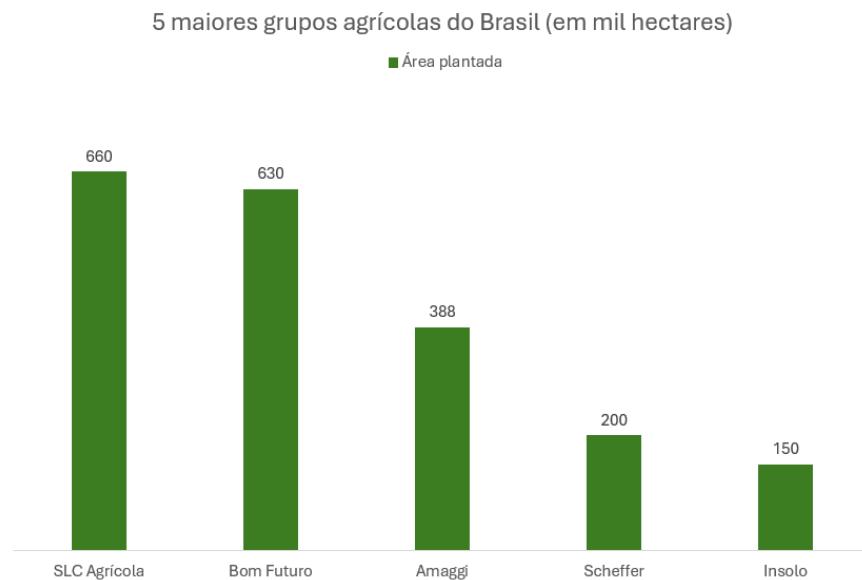
Fonte: Conab (2023) – <https://www.conab.gov.br/info-agro/safras/serie-historica-das-safras/itemlist/category/911-soja>, elaborado pelo autor

### Principais grupos agrícolas do país

Como já comentado, o setor do agronegócio no Brasil é bem diverso e abrange diversas áreas, desde produtores agrícolas, até indústrias (como de suco de laranja) e frigoríficos, dentre muitas outras linhas de negócios. Como o intuito do trabalho é analisar o valor da SLC Agrícola, serão consideradas apenas aquelas empresas focadas no plantio de culturas (especialmente de algodão, soja e milho), assim como a empresa objeto de estudo.

Ao analisar a área plantada em suas fazendas, é possível perceber que estas 5 empresas se destacam no cenário nacional:

Figura 9 – 5 maiores grupos agrícolas do Brasil (em mil hectares)



Fonte: Agrozil (2023) – <https://agrozil.com.br/artigos/lideres-quais-sao-os-5-maiores-grupos-agricolas-do-brasil/>, elaborado pelo autor

Em primeiro lugar, a SLC tornou-se a maior empresa produtora do país ao adquirir a Terra Santa Agro e contava com 660 mil hectares plantados em 2023 (em termos de hectares plantados). A produção da companhia distribui-se em diferentes regiões do país (dentre elas, os estados do Piauí, Maranhão, Bahia, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, Goiás e Minas Gerais).

Em segundo lugar, o grupo Bom Futuro possuía 630 mil hectares plantados e concentra sua produção no Mato Grosso do Sul. É liderado por Eraí Maggi Scheffer. A empresa conta com mais de 40 anos de atuação (quando os irmãos Maggi Scheffer arrendaram uma área agrícola de seu tio, André Maggi, pai de Blairo Maggi, para criarem a empresa em Rondonópolis) e conta com um dos maiores projetos de integração lavoura-pecuária-floresta do mundo, com mais de 109 mil cabeças de gado, além das terras focadas na produção de soja, milho e algodão. Além disso, conta com investimentos na piscicultura (com mais de três mil toneladas de peixes), logística e no setor de energia.

Já em terceiro lugar, o grupo Amaggi contava com 388 mil hectares plantados e é controlado pela família de Blairo Maggi (filho de André Maggi, tio dos proprietários da Bom Futuro), ex-ministro da Agricultura e ex-governador do Mato Grosso. Logo, os donos da Amaggi e do grupo Bom Futuro são primos. Além da produção agrícola de grãos, a Amaggi atua em transporte rodoviário e fluvial de grãos, operações portuárias, geração e comercialização de energia, com unidades e escritórios na Argentina, Holanda, China, Noruega,

Paraguai, Suíça e Singapura. A empresa faz parte da holding André Amaggi Participações, que teve faturamento de R\$ 47,37 bilhões em 2022<sup>19</sup>.

Em quarto lugar encontra-se o Grupo Scheffer, com 200 mil hectares plantados. O Grupo Scheffer se formou a partir de uma empresa familiar, comandada por Elizeu e Carolina Scheffer (Elizeu é parente de Eraí Maggi Scheffer, dono do Grupo Bom Futuro e primo de Blairo Maggi, dono da Amaggi) e atualmente é referência nacional em agricultura regenerativa (que busca produzir ao mesmo tempo em que recupera áreas agrícolas, com uso reduzido de fertilizantes e pesticidas). Foram os donos do Grupo Scheffer que compraram uma parcela relevante da SLC Agrícola em 2024, e tornaram-se a segunda maior acionista depois da família Logemann (fundadora da empresa)<sup>20</sup>. O Grupo também tem expandido suas operações para a Colômbia, aumentando a presença na América Latina.

Por fim, em quinto lugar, encontra-se a Insolo, com 150 mil hectares plantados (a Insolo se formou recentemente, com a compra da Insolo pelo grupo de grãos Terrus, também dono da produtora gigante de ovos, a Granja Faria).

### **3.2 Formação de preços e influência do câmbio**

As commodities agrícolas produzidas pelas empresas do setor são negociadas internacionalmente, e sofrem influência direta das cotações realizadas nas maiores bolsas de valores do mundo. No caso do algodão, seu preço é definido na ICE Futures US (em Nova York), enquanto a cotação da soja e do milho é negociada na bolsa de Chicago, a Chicago Board of Trade (CBOT). Essas cotações são definidas a partir da demanda e da oferta mundial de cada uma das commodities negociadas. Uma vez que a demanda não costuma sofrer mudanças bruscas, a oferta normalmente é a mais relevante na definição desses preços, dado que essa oferta pode ser afetada por mudanças climáticas, conflitos entre países (como a guerra entre Rússia e Ucrânia que afetou o preço mundial dos grãos, já que a Ucrânia deixou de ofertar sua produção no comércio mundial por dificuldades logísticas em meio a guerra), políticas econômicas e negociações entre países. Para a previsão de preços futuros, as empresas agrícolas analisam a intenção de plantio dos países mais relevantes na oferta de determinada commodity, como por exemplo é analisada a intenção de plantio de soja de produtores argentinos para tentar prever um aumento na oferta e uma possível queda de preços do grão no mercado internacional.

---

<sup>19</sup> Globo Rural

<sup>20</sup> Pipeline Valor

Já no caso do algodão, é analisada a demanda de grandes países compradores do produto, como por exemplo é analisada a atividade industrial do segmento têxtil na China (um dos países mais importantes na compra de algodão no globo) para a previsão dos preços futuros.

Tais valores servem de referência para a negociação de contratos de compra e venda de commodities entre as empresas produtoras e seus clientes (majoritariamente tradings internacionais, ao redor do globo). Como os valores dessas commodities são definidos em dólar, empresas agrícolas que exportam seus produtos são afetadas diretamente pelo câmbio entre a moeda nacional do país em que estão inseridas e a moeda americana.

Notadamente, o mercado de compradores de commodities é concentrado em poucas empresas (tradings globais). Dessa forma, os produtores agrícolas são considerados como “tomadores de preço”, já que os preços negociados nos contratos não diferem muito dos preços definidos mundialmente nas bolsas de valores. Isso é em parte explicado pela falta de diferenciação entre os produtos e pela grande quantidade de ofertantes (produtores agrícolas), que diminui a importância individual de cada uma dessas empresas agrícolas.

Além da cotação dos produtos nas bolsas de valores, outro fator que interfere no preço pago aos produtores de commodities é a logística de entrega da produção. Consequentemente, empresas situadas a uma maior proximidade dos portos/indústrias de destino conseguem obter um melhor valor para seus produtos, já que o custo do frete das fazendas até os portos é menor, na maioria dos casos. Ademais, os modais de transporte disponíveis para realizarem esse transporte influencia no preço pago ao produtor, uma vez que afeta diretamente o custo de frete (por exemplo, uma empresa distante dos portos, mas com acesso ao modal de transporte ferroviário pode ter um custo de frete menor do que uma companhia mais próxima ao destino, mas com acesso apenas ao modal rodoviário, notadamente mais caro).

A responsabilidade sobre a entrega física das commodities também é relevante no preço final pago aos produtores. No modelo CIF, o vendedor das commodities deve se responsabilizar pela entrega e arcar com os custos de fretes e seguros (assume, portanto, o risco da entrega). Assim, o preço de venda será maior, uma vez que terá de cobrir esses custos adicionais com transporte. De maneira contrária, no modelo FOB, o comprador é o responsável pelo transporte da mercadoria do produtor até o destino e, nesse caso, uma vez que assume esse risco, o preço pago pelas commodities ao produtor será menor.

Acerca da influência do câmbio no setor do agronegócio é direta, uma vez que a maior parte da produção agrícola no Brasil é destinada à exportação (65,3% da produção de soja em

grão, por exemplo, é destinada ao mercado externo<sup>21</sup>, e essa produção é negociada em dólares). Elevações no valor do dólar tendem a ser benéficos para o setor do agronegócio<sup>22</sup>, já que, apesar de inúmeros custos de insumos dos produtores agrícolas serem importados (e logo, impactados pelo valor do dólar), os ganhos de renda superam tal elevação de custos de insumos.

Para se protegerem das variações cambiais inúmeras empresas agrícolas adotam estratégias de proteção de variação cambial, com o uso de hedges tanto para a fixação de preços para sua produção futura (como pode ser percebido por meio dos gráficos das cotações das commodities, as precificações desses ativos tendem a variar significativamente dentro de curtos espaços de tempo, como dentro do próprio ano, por exemplo), quanto hedges para taxas de câmbio, de forma a garantir uma maior previsibilidade de receitas e de custos, e assim, facilitar o planejamento estratégico agrícola da companhia. O uso desses instrumentos financeiros tem um custo intrínseco atrelado e deve ser feito de maneira que não prejudique os resultados financeiros de forma expressiva (deve existir um “trade-off” entre o custo do derivativo, a previsibilidade de resultados e o possível risco de perda de oportunidade (por exemplo, o preço de uma commodity aumentar quando a empresa já realizou sua fixação)). Caso a produção não seja precificada por meio de valores futuros (com o uso de derivativos financeiros), essa deverá ser vendida no preço conhecido como “spot”, que é a cotação no mercado de curto prazo (preços à vista e com as mercadorias à pronta-entrega).

### **3.3 Sazonalidade dos preços e estratégias de estocagem**

A sazonalidade de preços de commodities agrícolas indica padrões de comportamento do preço dos produtos agrícolas durante o ano. O principal fator que influencia a flutuação de preços, quando a demanda se mantém constante, é a disponibilidade dos produtos, que é maior durante o período de colheita das culturas. Já a principal variável que estabelece o período de colheita é a situação climática de cada uma das regiões (uma vez que, para que grande parte dos produtores possa plantar suas culturas, estes devem esperar a chegada do regime de chuvas em suas fazendas).

Dessa forma, em períodos de colheita, como a oferta dos produtos é maior, seu preço tende a ser menor, enquanto em períodos de plantio, como a oferta de produtos é menor, o preço tende a ser maior.

---

<sup>21</sup> Embrapa

<sup>22</sup> Cepea/USP

Assim, fica claro também que, caso ocorra uma mudança climática anormal em determinado período que afete o período de plantio, a sazonalidade de preços de cada uma das culturas também irá sofrer alterações naquele ano em específico, o que explica a contratação de empresas de previsão climática por parte dos agricultores para se planejarem para as safras futuras.

Outro ponto que pode interferir na sazonalidade de preços é a “quebra de safra”, que é a redução da produção em um período específico (por exemplo, redução da produção da soja no Brasil devido ao calor e chuvas irregulares na região central do país em determinado ano).

Portanto, empresas que possuem infraestrutura de estocagem e trabalham com culturas que permitam a estocagem das commodities sem perda de considerável de qualidade que afete a venda posterior (por meio de um controle de umidade das sementes), podem adiar a comercialização de sua produção com o intuito de capturarem melhores preços no futuro. A estocagem de soja, por exemplo, é recomendada que seja de até um ano para que o custo de armazenagem não se torne muito elevado (uma vez que os mesmos silos utilizados para armazenagem de soja podem ser utilizados para armazenagem de milho), mas algumas empresas conseguem estender esse período para 2 anos por um custo maior<sup>23</sup>. Assim, se a empresa produtora não estiver confortável com os preços vigentes da soja, é viável que espere até 1 ano para comercializar sua produção, caso possua capacidade de estocagem e consiga controlar de maneira eficiente a umidade e temperatura.

Porém, grandes empresas produtoras de soja e milho, tendem a estocar seus produtos por não mais que 1 ano, uma vez que, além de grande parte da produção já ser vendida de maneira antecipada e possuírem maior facilidade de escoamento do que pequenos produtores graças a uma melhor infraestrutura e acesso à capital, o alto volume de produção faz com que os produtos da própria empresa concorram entre si pelo mesmo espaço de armazenagem (dado que o silo que armazena soja é o mesmo que armazena milho, por exemplo). Portanto, a estratégia de estocagem de produtos para posterior venda nessas companhias é possível, mas não com uma flexibilidade muito grande quando comparadas com produtores menores que tenham capacidade de estocagem (que podem, por exemplo, estocar soja por 2 anos).

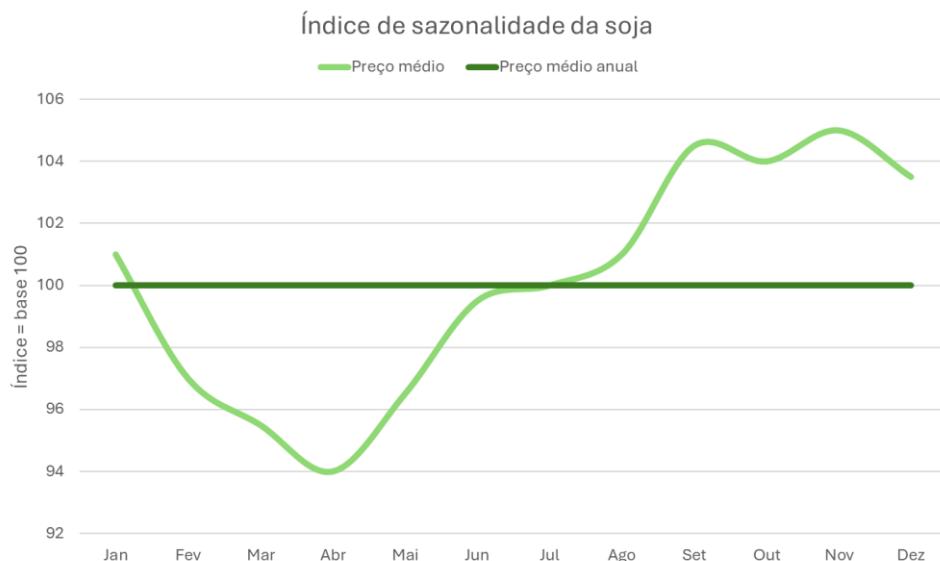
## **Soja**

---

<sup>23</sup> Seed News

O comportamento do preço da soja pode ser analisado mediante Índice de Sazonalidade da Soja<sup>24</sup>, em que a linha verde-escura representa o preço médio do ano, enquanto a linha verde-clara indica os preços médios praticados em cada um dos meses. O índice está de acordo com o calendário agrícola da soja na região central do país (em que a SLC Agrícola está inserida), uma vez que com o avanço da colheita, os preços tendem a ficar mais baixos, por causa da maior oferta da soja, nos primeiros meses do ano, enquanto no período de plantio (nos meses finais do ano), os preços tendem a ser maiores.

Figura 10 – Índice de sazonalidade da soja (1997 - 2017)

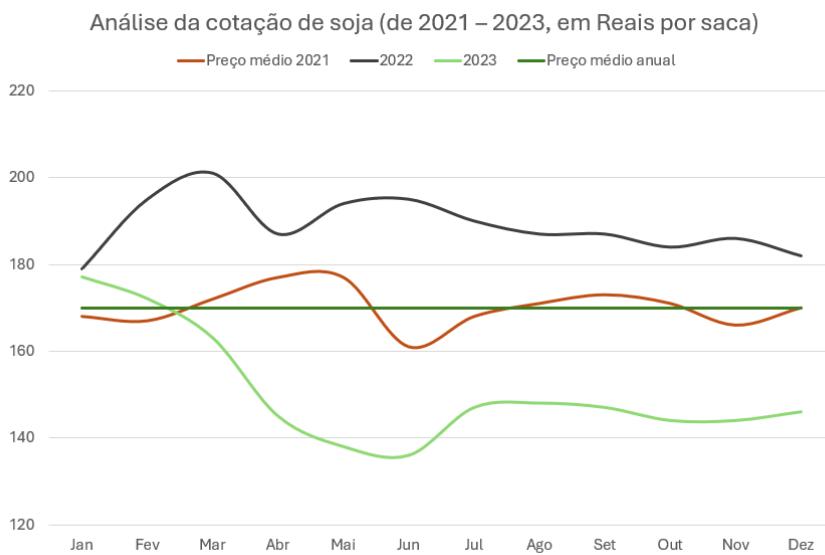


Fonte: Scot Consultoria (2018) e Cepea/Esalq – [www.scotconsultoria.com.br/noticias/artigos/47718/](http://www.scotconsultoria.com.br/noticias/artigos/47718/), elaborado pelo autor

Uma análise mais recente mostra que nos últimos anos tal comportamento de sazonalidade não foi observado para a soja, devido a alguns fatores, como quebras de safra (que podem ser causadas por condições climáticas desfavoráveis) problemas nas cadeias logísticas globais (por consequência da pandemia do COVID-19 e da guerra entre Rússia e Ucrânia) e incertezas econômicas. Nesse período, foram observados recordes históricos de preço para a soja.

Figura 11 – Análise da cotação da soja (2021 – 2023, em R\$ por saca)

<sup>24</sup> Scot Consultoria: Indicador Soja – Cepea/Esalq

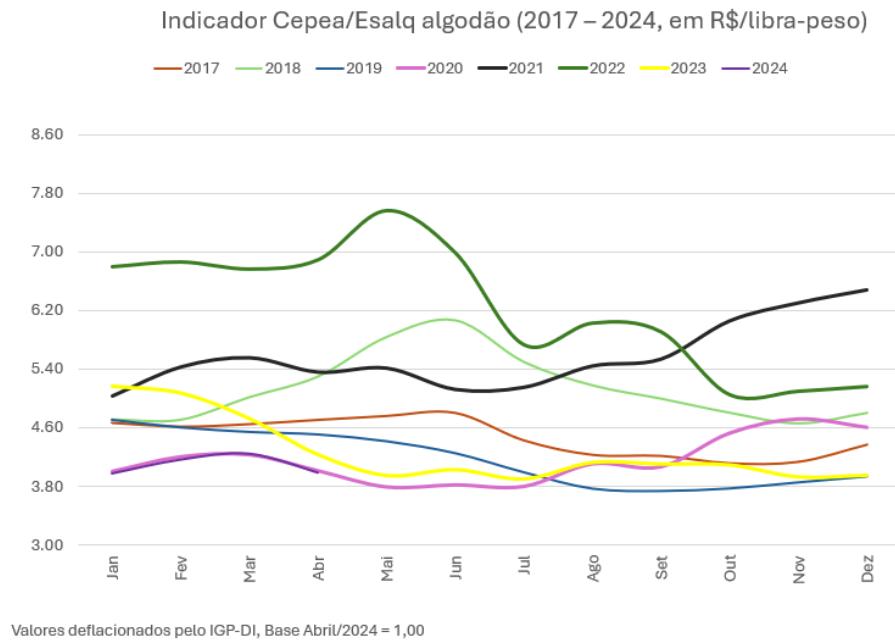


Fonte: Cepea/Esalq – <https://www.cepea.esalq.usp.br/br/indicador/soja.aspx>, elaborado pelo autor

## Algodão

Já sobre o comportamento do preço médio do algodão (considerando a pluma e o caroço, dois produtos diferentes), segue a mesma lógica do comportamento da soja, com os preços médios aumentando nos períodos de plantio (a partir de setembro, com uma menor oferta) e diminuindo perto da época de colheita (como em junho/julho, para algumas áreas do Centro-Oeste do Brasil). O beneficiamento do algodão é o processo responsável pela separação entre o caroço e a pluma e acontece logo após a colheita. Porém, assim como observado com os preços da soja, existem inúmeros fatores que influenciam tal sazonalidade (condições climáticas, quebras de safra), modificando o comportamento da cotação ao longo do ano, o que pode ser observado nos últimos anos, em que a sazonalidade não se mostrou tão presente (ainda que a queda de preços em junho/julho possa ser verificada em alguns desses anos, como mostra o gráfico abaixo).

Figura 12 – Indicador Cepea/ESALQ algodão (2017 – 2024, em R\$/libra-peso)

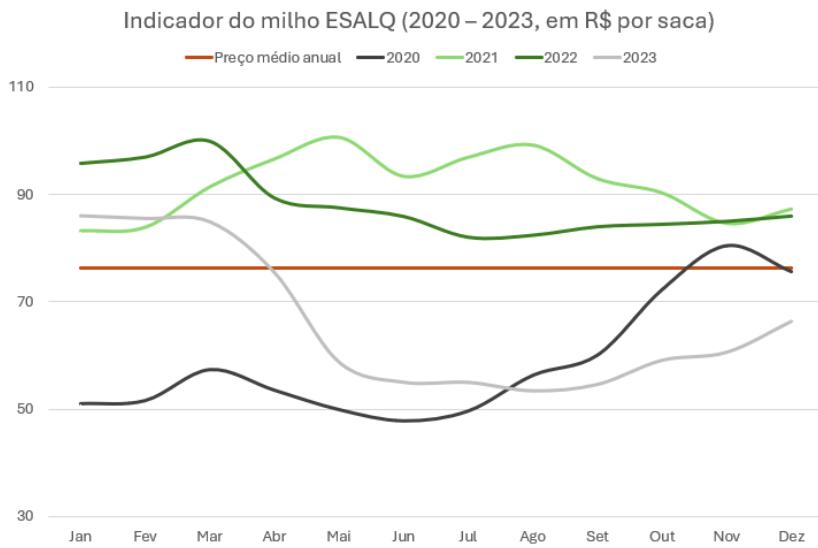


Fonte: Cepea/Esalq – <https://www.cepea.esalq.usp.br/br/indicador/algodao.aspx>, elaborado pelo autor

## Milho

Com relação a sazonalidade dos preços do milho, os meses que proporcionam maiores preços são de outubro a março, enquanto os piores em termos de preço (acompanhando a chegada da colheita) são de abril a setembro. Assim como observado com a soja e com o algodão, algumas variações ocorreram nos últimos anos que afetaram o comportamento sazonal de preços.

Figura 13 – Indicador do milho ESALQ (2020 – 2023, em R\$ por saca)



Fonte: Cepea/Esalq – <https://www.cepea.esalq.usp.br/br/indicador/milho.aspx>, elaborado pelo autor

### 3.4 Insumos agrícolas

Os insumos agrícolas são todos aqueles elementos essenciais para o processo produtivo da agricultura e estão diretamente correlacionados com a produtividade e qualidade das culturas (e no combate às pragas, doenças e ervas daninhas). São considerados insumos os fertilizantes, os defensivos agrícolas e os equipamentos mecânicos (maquinário agrícola, como plantadeiras e colheitadeiras). Podem ter origem biológica (microbiana, animal ou vegetal) ou química/mineral (industrializados ou retirados de jazidas minerais). Esses insumos representam parte importante dos custos agrícolas das lavouras.

Acerca dos adubos ou fertilizantes, estes são importantes para fornecer os nutrientes necessários para o desenvolvimento das lavouras, especialmente quando um dos elementos químicos essenciais está em escassez no solo em que a cultura estiver sendo cultivada (tais como nitrogênio, fósforo, potássio, enxofre, entre outros). Podem ser divididos em fertilizantes orgânicos e minerais, com os primeiros contendo micro-organismos em sua composição que favorecem a reciclagem natural de nutrientes no solo (como o esterco de ruminantes). Já os minerais são desenvolvidos em indústrias e visam, em sua maioria, suprir os macronutrientes necessários para o desenvolvimento das plantas (os mais comuns são os fertilizantes nitrogenados, fosfatados e potássicos, os conhecidos adubos “NPK”).

Por sua vez, os corretivos são aqueles insumos utilizados quando as condições naturais do solo de determinada região não são próprias para a atividade agrícola (visam “corrigir” o

solo para torná-lo fértil, o que explica a origem do nome). São comumente utilizados para reduzir a acidez dos solos e neutralizar a ação tóxica do alumínio (os exemplos mais comuns de corretivos agrícolas utilizados na região do Cerrado brasileiro são o calcário calcítico e a cal virgem).

Em relação aos defensivos agrícolas, estes visam combater pragas, doenças e quaisquer outros seres-vivos considerados danosos para a cultura em questão. Devem ser utilizados de maneira adequada para evitar a contaminação das culturas, dos solos e dos corpos hídricos ao redor da área de aplicação. São considerados defensivos os herbicidas, inseticidas, fungicidas, dentre vários outros. No Brasil, duas empresas se destacam no fornecimento de defensivos agrícolas de origem biológica (bioinsumos), sendo elas a holandesa Koppert e o Grupo Vittia (empresa brasileira).

Sobre as principais culturas produzidas pela SLC Agrícola, existem inúmeras doenças e pragas que necessitam de controle por parte da gestão da empresa para alcançar níveis de produtividade que permitam que a companhia seja rentável. Acerca do milho, as principais pragas são: lagarta-do-cartucho e a cigarrinha do milho, enquanto a ferrugem comum é a principal doença. Já para o algodão, a lagarta-do-cartucho e o bicudo e o pulgão do algodoeiro são as principais pragas (com a ramulária e a murcha de *Fusarium* sendo as doenças mais importantes). Finalmente, para a soja, as principais pragas são a lagarta-da-soja, a também lagarta-do-cartucho e o percevejo-marrom. Ainda em relação à soja, as doenças mais relevantes são a ferrugem asiática e o mofo branco.

A compra desses insumos pelas empresas do agronegócio deve ser planejada de maneira estratégica, uma vez que muitos deles possuem correlação com o dólar, graças a grande quantidade de matéria-prima importada para a fabricação desses insumos. A utilização desses insumos na quantidade e no tipo correto também é essencial, para evitar desperdícios e possíveis contaminações que afetem o meio ambiente (por meio de tecnologias de agricultura de precisão, que permitem essa aplicação localizada no momento e quantidade adequada). O poder de barganha das empresas agrícolas produtoras depende da quantidade de insumos que estas compram das fornecedoras, com a possibilidade de obtenção de melhores preços caso compre em grandes quantidades de maneira recorrente.

### **3.5 Armazenagem**

Um dos principais desafios para o setor de grãos no Brasil é a questão da armazenagem das commodities produzidas. No país, a armazenagem de grãos é insuficiente quando

comparada com a produção total e este cenário tende a piorar para os próximos anos, uma vez que a taxa de crescimento da produção historicamente é maior do que a taxa de crescimento da capacidade de armazenamento. Logo, é gerado um déficit de estocagem que prejudica os produtores nacionais. Para agravar ainda mais o problema, grãos como milho e soja disputam o mesmo local de armazenagem, já que podem ser estocados de maneira semelhante (situação desafiadora especialmente para companhias que realizam duas safras).

Essa falta de capacidade de armazenamento é ruim, uma vez que, como já explicado, os preços de venda dos grãos possuem notável sazonalidade (com os valores mais baixos nas épocas de colheita, graças a maior oferta disponível). Assim, seria mais interessante para os produtores estocarem seus produtos para venderem no momento mais favorável (normalmente no período do plantio da nova safra, onde poderiam aproveitar a alta sazonal do preço).

Porém, o que ocorre na prática é que, pela falta de capacidade de armazenamento os produtores são pressionados a venderem sua produção logo após a colheita, sob condições desfavoráveis de preço, para não perderem seus produtos. Além disso, muitas vezes pela falta de liquidez os produtores não conseguem vender toda a sua produção logo após a realização da colheita e, contra sua vontade, perdem parte de sua produção por conta da perda de qualidade mencionada. Dessa forma, a falta de capacidade de armazenagem reduz o poder de escolha do produtor de quando vender sua produção e pressiona ainda mais os preços das cotações dos grãos.

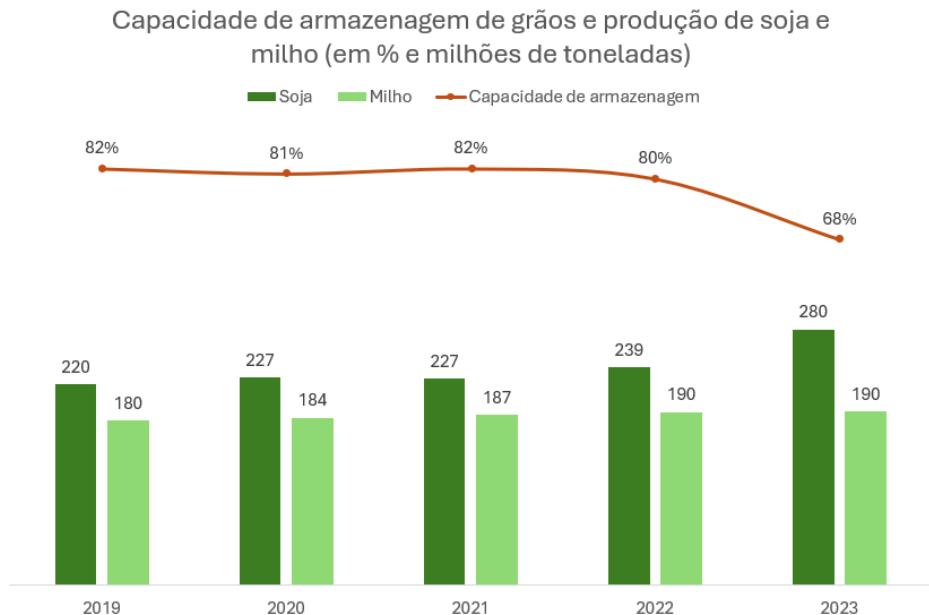
A armazenagem adequada de grãos exige altos investimentos em infraestrutura nas fazendas, dado que além de estocar as commodities, as estruturas de armazenamento devem ser capazes de manter o nível de umidade e temperatura desses grãos, para não perderem a qualidade tanto física, quanto química. Existem majoritariamente 5 tipos de estocagem de grãos no país: silos metálicos, silos de concreto, armazém graneleiro, silos-bolsa e silos-móveis. Cada um deles tem vantagens e desvantagens e devem ser utilizados de acordo com a necessidade de cada produtor.

Comprovando essa situação, a taxa média de crescimento da capacidade de armazenagem no Brasil dos últimos 10 anos foi de 2,3% ao ano, enquanto a produção de milho, por exemplo, teve aumento de 5,6% ao ano no mesmo período<sup>25</sup>. De acordo com o gráfico abaixo, o déficit piorou no ano de 2023, com apenas 68% de capacidade de armazenamento da produção.

---

<sup>25</sup> Revista Cultivar, Conab

Figura 14 – Capacidade de armazenagem de grãos e produção de soja e milho (em % e milhões de toneladas)

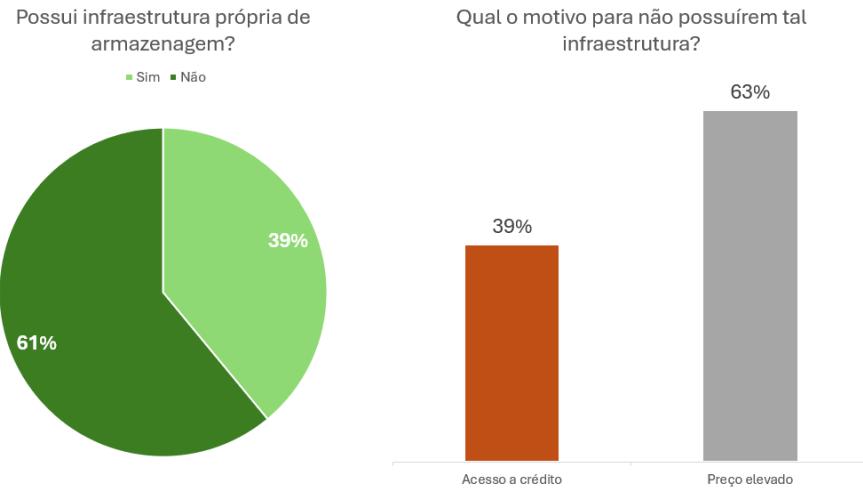


Fonte: Revista Cultivar e Conab – <https://revistacultivar.com.br/artigos/armazenamento-de-graos-no-brasil-entenda-o-problema>, elaborado pelo autor

Um dos principais fatores para o déficit de armazenagem é a combinação do alto custo para a construção da infraestrutura de armazenagem e da falta de acesso dos produtores a linhas de crédito atrativas<sup>26</sup>. Muitos desses produtores fazem uso de serviços terceirizados de para armazenarem sua produção, especialmente de cooperativas.

Figura 15 – Pesquisa sobre infraestrutura de armazenagem (em %, com mais de 1000 produtores ouvidos)

<sup>26</sup> EXAME Agro e CNA



Fonte: EXAME Agro e CNA – <https://exame.com/agro/custo-alto-e-falta-de-credito-travam-investimento-em-armazenagem-de-graos-no-brasil-revela-pesquisa/amp/>, elaborado pelo autor

Ademais, não só falta capacidade de armazenamento no país, como também a capacidade instalada está distribuída de forma desigual entre as diferentes regiões nacionais. Como pode-se perceber pela figura abaixo, que considera apenas os valores da safra 2022/23, a região Centro-Oeste é a que possui o maior déficit de armazenagem, especialmente por ser a maior produtora de grãos do país. Enquanto isso, regiões como o Sudeste e o Sul possuem espaço de armazenagem de sobra, evidenciando a desigualdade de infraestrutura pelo país.

Figura 16 – Capacidade de armazenagem por região da safra 2022/23 (em milhões de toneladas)

Região	Capacidade de armazenagem	Produção de grãos	Déficit/superávit
Centro-Oeste	91414	153677	-41%
Sul	83831	62201	35%
Sudeste	34444	25867	33%
Nordeste	16022	27199	-41%
Norte	8575	15622	-45%

Fonte: Agroadvance e Conab – <https://agroadvance.com.br/blog-armazenamento-de-graos-no-brasil/#:~:text=O%20armazenamento%20de%20gr%C3%A3os%20consiste,com%20a%20distribui%C3%A7%C3%A3o%20e%20log%C3%ADstica.>, elaborado pelo autor

Dessa maneira, é evidente que o crescimento desenfreado da produção de grãos, quando não acompanhado do crescimento da estrutura de armazenagem desses produtos, pode causar problemas para o país. Assim, o investimento nesse tipo de infraestrutura faz sentido, uma vez

que ajuda os produtores a obterem maiores retornos financeiros e flexibilidade de planejamento sobre suas plantações.

### **3.6 Diferencial entre as empresas do agronegócio: controle de custos, produtividade e gestão de risco**

Uma vez que os produtos não apresentam diferenciação entre si (considerando que atendem os padrões estabelecidos de qualidade para venda), são três as principais características relevantes na competição entre as empresas agrícolas: controle de custos de operação, produtividade e a gestão de riscos.

Quanto maior o tamanho da empresa produtora, menores são seus custos unitários, dado que a escala de compra de insumos (como por exemplo, de fertilizantes) faz com que o preço unitário pago seja menor. Isso ocorre já que essas empresas possuem um maior poder de barganha com seus fornecedores, por representarem importante parcela de receita para tais fornecedores.

O uso e a capacidade de implementação de tecnologia e mecanização no campo também fazem com que o custo seja menor, já que com sistemas modernos de aplicação localizada de produtos (como agrotóxicos), a quantidade utilizada desses produtos é menor. Ainda com uma menor quantidade de produtos, o uso de tecnologia faz com que a produtividade das lavouras seja maior, graças a agricultura de precisão (que também reduz o impacto ambiental da atividade agrícola). Por exemplo, a utilização de sistemas de inteligência artificial no campo brasileiro já é uma realidade, com soluções focadas desde a aplicação de produtos, até o monitoramento em tempo real das plantações e na integração da gestão entre diferentes fazendas.

Ainda sobre custos, o custo de financiamento é significativo, uma vez que empresas maiores, por possuírem menor risco de calote para com os bancos (na maior parte das vezes), conseguem obter empréstimos para financiar sua produção a um menor custo (menores taxas de juros), permitindo um crescimento mais acelerado.

Já em relação à produtividade, um dos fatores mais relevantes para as empresas agrícolas é a gestão profissionalizada, tecnicamente capaz e bem estruturada. O capital humano é importante para o planejamento e monitoramento eficiente das operações, além da implementação de estratégias futuras. Uma gestão profissionalizada (normalmente presente nas grandes empresas do agronegócio) é necessária para um melhor controle de custos e alocação do capital, gerando vantagens competitivas sobre os concorrentes.

Ademais, o grande investimento de capital em infraestrutura, tanto de operação nas fazendas, como máquinas agrícolas e silos de armazenamento, quanto de logística de transporte da produção aumentam a produtividade das empresas e reduzem seu custo de produção.

Além desses pontos, a gestão de risco é essencial no setor e pode ser feita de diversas maneiras. Uma delas é por meio de derivativos do mercado futuro (como já explicado, a prática de “hedges”), em que parte da produção é vendida a um preço pré-acordado antes mesmo da colheita e traz, como resultado, uma maior previsibilidade de receita (pela diminuição da volatilidade). Os hedges cambiais também são comuns dentro do setor do agronegócio, como já mencionado (para a proteção contra a volatilidade).

Outra forma de mitigação de riscos é a diversificação da produção em diferentes culturas, em diferentes estados do país. Assim, com a maior variedade de produtos para ofertar, as empresas ficam menos suscetíveis a grandes variações de preços internacionais de commodities específicas. Da mesma forma, como explicado anteriormente, um dos principais fatores que regem a produção agrícola é o clima de uma região. Logo, empresas que possuem fazendas em diferentes latitudes do Brasil estão expostas a diferentes climas e consequentemente, diferentes biomas, reduzindo o risco de sofrerem as consequências de condições climáticas desfavoráveis localizadas. Cada um dos biomas possui vantagens e desvantagens a depender da cultura a ser cultivada, além de diferentes regimes de chuvas, características topográficas e de solo.

A estratégia de investimento em armazenagem estática também é considerada uma forma de mitigação de riscos, assim como já comentado anteriormente.

Em suma, fica evidente que no setor do agronegócio é importante que uma empresa tenha tamanho e escala para se destacar frente aos concorrentes.

## **4 CONHECIMENTO GERAL DA EMPRESA**

### **4.1 Dados da empresa**

#### **Demonstração de resultados do exercício (DRE)**

Na figura abaixo, pode-se observar a Demonstração de resultados do exercício (DRE) para a SLC Agrícola para os últimos 6 anos (logo, pode-se analisar os dados financeiros da

empresa para o período antes e durante a pandemia do COVID-19, que afetou os preços das commodities no mundo).

Figura 17 – Demonstração de resultados do exercício (DRE) da SLC Agrícola (em milhares de reais)

Demonstração do resultado do exercício	[Unidade]	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Receita líquida</b>	[BRL 000]	<b>2,099,177</b>	<b>2,535,905</b>	<b>3,097,547</b>	<b>4,363,210</b>	<b>7,373,034</b>	<b>7,230,583</b>
Algodão em pluma	[BRL 000]	1,088,621	1,212,573	1,697,671	2,087,461	2,930,972	2,189,209
Caroço de algodão	[BRL 000]	80,496	77,154	156,269	348,928	402,920	349,283
Soja	[BRL 000]	875,235	1,036,218	1,291,803	1,673,697	3,092,736	3,055,726
Milho	[BRL 000]	146,151	253,376	383,504	518,078	710,473	846,036
Rebanho bovino	[BRL 000]	-	-	29,528	59,377	110,862	121,007
Outras	[BRL 000]	39,483	72,874	70,379	261,620	130,696	61,390
Resultado de Hedge	[BRL 000]	(130,809)	(116,290)	(531,607)	(585,951)	(5,625)	607,932
<b>Variação do valor justo dos ativos biológicos</b>	[BRL 000]	<b>724,291</b>	<b>504,741</b>	<b>775,534</b>	<b>1,961,159</b>	<b>2,216,676</b>	<b>1,920,465</b>
<b>COGS</b>	[BRL 000]	<b>(1,358,234)</b>	<b>(1,733,206)</b>	<b>(2,051,786)</b>	<b>(2,651,291)</b>	<b>(4,149,364)</b>	<b>(4,414,771)</b>
Algodão em pluma	[BRL 000]	(567,966)	(762,874)	(945,782)	(1,082,365)	(1,763,295)	(1,636,704)
Caroço de algodão	[BRL 000]	(52,980)	(61,257)	(98,128)	(133,245)	(149,063)	(205,002)
Soja	[BRL 000]	(567,844)	(644,331)	(697,641)	(793,574)	(1,461,190)	(1,634,560)
Milho	[BRL 000]	(133,109)	(198,182)	(230,112)	(420,625)	(543,465)	(693,868)
Rebanho Bovino	[BRL 000]	-	-	(25,027)	(53,800)	(119,413)	(143,966)
Outras	[BRL 000]	(36,335)	(66,562)	(55,096)	(167,682)	(112,938)	(100,672)
<b>Realização do valor justo dos ativos biológicos</b>	[BRL 000]	<b>(619,276)</b>	<b>(524,266)</b>	<b>(750,996)</b>	<b>(1,425,434)</b>	<b>(2,237,681)</b>	<b>(2,086,659)</b>
<b>Lucro bruto</b>	[BRL 000]	<b>845,958</b>	<b>783,184</b>	<b>1,070,299</b>	<b>2,247,644</b>	<b>3,131,299</b>	<b>2,620,694</b>
Despesas / receitas operacionais	[BRL 000]	(188,201)	(224,472)	(289,369)	(334,277)	(626,006)	(685,513)
Despesas com vendas	[BRL 000]	(118,674)	(152,972)	(173,964)	(212,559)	(379,664)	(388,859)
Despesas gerais e administrativas	[BRL 000]	(87,533)	(89,324)	(115,452)	(222,496)	(260,230)	(285,152)
Gerais e administrativas	[BRL 000]	(51,573)	(63,236)	(70,058)	(124,286)	(175,815)	(195,892)
Participação nos resultados	[BRL 000]	(35,960)	(26,088)	(45,394)	(98,210)	(84,415)	(89,260)
Honorários da administração	[BRL 000]	(13,981)	(13,827)	(14,716)	(18,953)	(24,374)	(23,608)
Outras receitas (despesas) operacionais	[BRL 000]	31,987	31,651	14,763	134,563	38,262	12,106
<b>EBIT</b>	[BRL 000]	<b>657,757</b>	<b>558,712</b>	<b>780,930</b>	<b>1,913,367</b>	<b>2,505,293</b>	<b>1,935,181</b>
Resultado financeiro	[BRL 000]	(72,676)	(144,050)	(91,751)	(352,557)	(699,468)	(711,276)
Receitas financeiras	[BRL 000]	286,606	203,659	429,678	494,709	846,817	524,182
Despesas financeiras	[BRL 000]	(359,282)	(347,709)	(521,429)	(847,266)	(1,546,285)	(1,235,458)
<b>EBT</b>	[BRL 000]	<b>585,081</b>	<b>414,662</b>	<b>689,179</b>	<b>1,560,810</b>	<b>1,805,825</b>	<b>1,223,905</b>
Imposto de renda e contribuição social	[BRL 000]	(178,580)	(99,621)	(178,231)	(430,051)	(469,092)	(285,925)
Corrente	[BRL 000]	(97,023)	(90,856)	(111,392)	(174,507)	(544,401)	(320,959)
Diferido	[BRL 000]	(81,557)	(8,765)	(66,839)	(255,544)	75,309	35,034
<b>Lucro líquido</b>	[BRL 000]	<b>406,501</b>	<b>315,041</b>	<b>510,948</b>	<b>1,130,759</b>	<b>1,336,733</b>	<b>937,980</b>

Fonte: RI SLC Agrícola – <https://ri.slcagricola.com.br/>, elaborado pelo autor

Ao realizar uma análise mais detalhada dos números do período retratado, percebe-se que a receita líquida demonstrou um crescimento considerável no período (aumento de 244%), que pode ser explicado pelo aumento das terras agricultáveis da companhia, da produtividade de suas fazendas e dos preços das commodities. O lucro líquido também demonstrou um grande crescimento no período (de 121%), ainda que em um menor ritmo do que o crescimento de receita.

No período também a companhia conseguiu manter (em média) suas margens bruta e operacional, com uma piora em sua margem líquida devido ao aumento das despesas financeiras nos últimos anos.

Figura 18 – Margens e taxas de crescimento da SLC Agrícola (em %)

Margens e taxas de crescimento	[Unidade]	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Total
Crescimento da receita líquida	[%]	NA	21%	22%	41%	69%	(2%)	244%
Margem bruta	[%]	40%	31%	35%	52%	42%	36%	
Margem operacional	[%]	31%	22%	25%	44%	34%	27%	
Margem líquida	[%]	19%	12%	16%	26%	18%	13%	
Crescimento do lucro líquido	[%]	NA	(22%)	62%	121%	18%	(30%)	131%

Fonte: RI SLC Agrícola – <https://ri.slcagricola.com.br/>, elaborado pelo autor

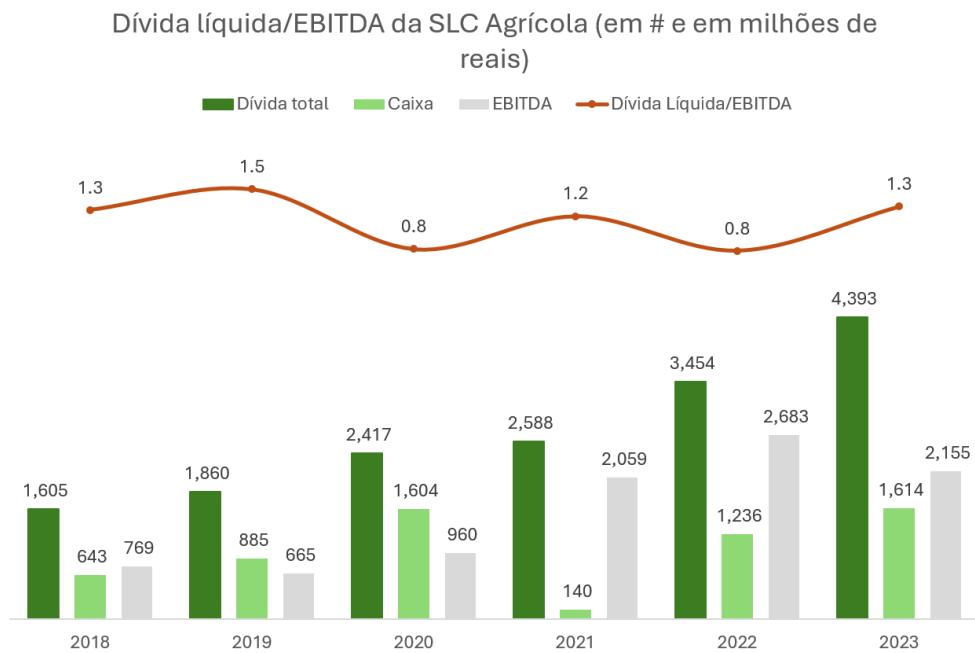
## Balanço patrimonial

Já na figura abaixo, pode-se observar o Balanço patrimonial (BP) histórico para a SLC Agrícola. Em relação aos ativos da companhia, o destaque no período foi o aumento relevante de caixa disponível (com um aumento de 151%), enquanto as contas a receber de clientes permaneceram basicamente estáveis. Os estoques da SLC aumentaram também no intervalo de tempo observado, indicando cada vez mais capacidade de armazenamento dos armazéns da companhia e do uso da estratégia de manutenção da produção nos estoques para espera de melhores condições de venda.

Por fim, ainda sobre os ativos, os ativos de direito de uso, que representam as áreas arrendadas pela empresa, e o imobilizado apresentaram um grande crescimento (de 420% e 58%, respectivamente). Essas duas linhas refletem o aumento da área plantada pela empresa, que avançou consideravelmente nos últimos 6 anos.

Já em relação aos passivos da companhia, é notável o aumento da dívida de curto e longo prazo da companhia (aumento de 91% e 244%), que deterioraram a margem líquida no período, como explicado anteriormente. A obtenção dessas linhas de crédito foi necessária para suportar tanto o aumento de custos que assolou o setor agrícola no período e para financiar a expansão das terras agricultáveis da empresa. Porém, ao realizar uma análise de solvência para a SLC e sua capacidade de honrar suas dívidas, por meio da análise da métrica dívida líquida/EBITDA, amplamente utilizada no mercado financeiro, temos:

Figura 19 – Dívida líquida/EBITDA da SLC Agrícola (em # e em milhões de reais)



Fonte: RI SLC Agrícola – <https://ri.slcagricola.com.br/>, elaborado pelo autor

Assim, percebe-se que a dívida líquida/EBITDA da companhia se manteve estável no período, não demonstrando piora na solvência na empresa, ou em sua capacidade de pagamento de obrigações.

Figura 20 – Balanço patrimonial (BP) da SLC Agrícola (em milhares de reais)

Balanço patrimonial	[Unidade]	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Ativo Circulante</b>	[BRL 000]	<b>2,582,026</b>	<b>3,090,810</b>	<b>4,201,380</b>	<b>5,109,406</b>	<b>7,032,683</b>	<b>7,367,273</b>
Caixa e equivalentes de caixa	[BRL 000]	642,736	884,769	1,604,053	139,780	1,235,775	1,613,703
Contas a receber de clientes	[BRL 000]	131,546	178,405	207,283	147,414	174,291	143,694
Adiantamento a fornecedores	[BRL 000]	8,520	2,443	3,580	29,502	14,924	9,098
Estoques	[BRL 000]	868,522	1,071,354	1,301,082	2,806,365	3,343,980	3,656,261
Ativos biológicos	[BRL 000]	705,390	780,589	891,804	1,690,969	1,799,576	1,488,540
Imposto sobre a renda e contribuição social a recuperar	[BRL 000]	-	-	-	-	1,195	4,455
Tributos a recuperar	[BRL 000]	86,943	41,943	39,447	126,936	138,622	122,781
Títulos a receber	[BRL 000]	66,342	71,657	31,207	21,919	25,852	27,590
Operações com derivativos	[BRL 000]	60,222	34,008	98,587	107,676	272,728	265,314
Créditos com partes relacionadas	[BRL 000]	6	11	8	20	-	1,235
Outras contas a receber	[BRL 000]	5,290	11,412	6,217	23,977	15,012	19,980
Despesas antecipadas	[BRL 000]	5,060	14,030	17,141	14,275	10,183	10,982
Ativos mantidos para venda	[BRL 000]	1,449	189	971	573	545	3,640
<b>Ativo Não Circulante</b>	[BRL 000]	<b>3,173,511</b>	<b>3,867,319</b>	<b>4,388,311</b>	<b>7,756,937</b>	<b>7,835,706</b>	<b>8,489,045</b>
Aplicações Financeiras	[BRL 000]	-	650	663	684	747	1,115
Imposto sobre a renda e contribuição social a recuperar	[BRL 000]	-	-	111,203	-	9,789	11,675
Tributos a recuperar	[BRL 000]	82,895	122,469	20,480	152,690	194,305	222,013
Imposto de renda e contribuição social diferidos	[BRL 000]	17,168	22,517	-	405,662	281,819	254,080
Operações com derivativos	[BRL 000]	8,770	11,328	146,785	183,607	61,677	19,746
Títulos a receber	[BRL 000]	-	5,248	2,700	26,962	31,650	-
Adiantamento a fornecedores	[BRL 000]	46,176	30,241	59,814	74,202	79,805	75,410
Despesas antecipadas	[BRL 000]	2,659	528	437	19	458	1,798
Outros créditos	[BRL 000]	15,643	7,945	13,705	19,770	40,174	49,656
Investimentos	[BRL 000]	-	-	-	1,640	3,618	3,657
Propriedades para investimento	[BRL 000]	209,082	217,010	224,194	333,269	385,817	430,889
Ativo de Direito de uso	[BRL 000]	-	555,031	828,496	3,042,185	2,881,262	2,885,337
Imobilizado	[BRL 000]	2,784,265	2,878,989	2,944,544	3,398,063	3,733,112	4,395,692
Intangível	[BRL 000]	6,853	15,363	35,290	118,184	131,473	137,977
<b>ATIVO TOTAL</b>	[BRL 000]	<b>5,755,537</b>	<b>6,958,129</b>	<b>8,589,691</b>	<b>12,866,343</b>	<b>14,868,389</b>	<b>15,856,318</b>
<b>Passivo Circulante</b>	[BRL 000]	<b>1,890,191</b>	<b>2,043,561</b>	<b>2,337,097</b>	<b>3,831,980</b>	<b>4,589,690</b>	<b>4,040,317</b>
Fornecedores	[BRL 000]	703,564	922,000	870,901	1,009,194	1,564,582	1,258,175
Empréstimos e financiamentos	[BRL 000]	738,712	699,515	377,547	669,735	1,281,537	1,413,552
Imposto sobre a renda e contribuição social a pagar	[BRL 000]	24,656	-	230,867	39,004	159,219	92,829
Impostos, taxas e contribuições diversas	[BRL 000]	63,007	57,510	57,186	57,832	48,469	16,197
Obrigações sociais e trabalhistas	[BRL 000]	63,007	54,572	79,989	148,613	149,756	135,279
Adiantamento de clientes	[BRL 000]	42,163	33,289	68,264	568,043	238,942	354,070
Débitos com partes relacionadas	[BRL 000]	153	125	118	79	2,482	2,539
Operações com derivativos	[BRL 000]	139,866	55,230	358,969	394,582	139,585	113,012
Títulos a pagar	[BRL 000]	11,567	12,273	12,273	93,775	86,102	53,899
Provisões p/ riscos trib., amb.trab. e cíveis	[BRL 000]	2,397	4,121	5,429	32,002	38,257	13,594
Dividendos a pagar	[BRL 000]	91,804	73,759	86,332	269,803	302,370	197,404
Arrendamentos a pagar	[BRL 000]	58,742	225	5,283	15,048	14,146	16,762
Passivo de arrendamento com terceiros	[BRL 000]	-	114,567	162,258	511,932	523,573	298,644
Outras contas a pagar	[BRL 000]	13,560	16,375	21,680	22,338	40,670	74,361
<b>Passivo Não Circulante</b>	[BRL 000]	<b>1,070,593</b>	<b>1,930,147</b>	<b>3,101,536</b>	<b>5,258,287</b>	<b>5,382,267</b>	<b>6,574,135</b>
Empréstimos e financiamentos	[BRL 000]	866,359	1,160,251	2,039,736	1,918,024	2,172,734	2,979,827
Imposto de renda e contrb. social diferidos	[BRL 000]	196,247	247,531	230,802	360,906	443,717	435,872
Operações com derivativos	[BRL 000]	7,932	5,643	58,152	139,966	20,546	21,864
Títulos a pagar	[BRL 000]	-	1,412	706	14,862	14,276	154,056
Outras obrigações	[BRL 000]	55	161	114	73	520	5,217
Passivo de arrendamento com terceiros	[BRL 000]	-	515,149	772,026	2,824,456	2,730,474	2,977,299
<b>Patrimônio Líquido Consolidado</b>	[BRL 000]	<b>2,794,753</b>	<b>2,984,421</b>	<b>3,151,058</b>	<b>3,776,076</b>	<b>4,896,432</b>	<b>5,241,866</b>
Capital social	[BRL 000]	947,522	947,522	947,522	1,512,522	1,512,522	2,012,522
Reserva de capital	[BRL 000]	102,704	97,760	97,504	164,953	168,544	168,704
(-) Ações em tesouraria	[BRL 000]	(36,816)	(64,321)	(52,921)	(116,846)	(280,170)	(57,707)
Reservas de lucros	[BRL 000]	496,797	621,831	978,074	1,174,813	1,891,460	1,395,452
Outros resultados abrangentes	[BRL 000]	1,087,961	1,181,885	970,200	789,306	1,306,441	1,408,087
Participação dos acionistas não controladores	[BRL 000]	196,585	199,744	210,679	251,328	297,635	314,808
<b>PASSIVO TOTAL</b>	[BRL 000]	<b>5,755,537</b>	<b>6,958,129</b>	<b>8,589,691</b>	<b>12,866,343</b>	<b>14,868,389</b>	<b>15,856,318</b>

Fonte: RI SLC Agrícola – <https://ri.slccagrícola.com.br/>, elaborado pelo autor

## Demonstração de fluxo de caixa

Já na figura abaixo, pode-se observar a Demonstração de fluxo de caixa (DFC) histórico para a SLC Agrícola. Percebe-se que, no período, o caixa gerado nas operações cresceu 257% de forma positiva, enquanto que o gasto de capital nas atividades de financiamento aumentou em 347%.

Figura 21 – Demonstração de fluxo de caixa (DFC) da SLC Agrícola (em milhares de reais)

Demonstração do fluxo de caixa	[Unidade]	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Caixa líquido das atividades operacionais</b>	[BRL 000]	<b>407,509</b>	<b>532,161</b>	<b>784,861</b>	<b>435,090</b>	<b>1,991,777</b>	<b>1,852,819</b>
<b>Caixa gerado nas operações</b>	[BRL 000]	<b>787,403</b>	<b>778,746</b>	<b>1,155,649</b>	<b>1,743,771</b>	<b>3,073,066</b>	<b>2,813,813</b>
Lucro líquido (prejuízo) antes do IRPJ/CSLL	[BRL 000]	585,081	414,662	689,179	1,560,810	1,805,825	1,223,905
Depreciação e amortização	[BRL 000]	111,231	105,810	119,686	145,870	177,814	219,688
Resultado nas baixas do ativo imobilizado	[BRL 000]	5,783	(17,811)	8,067	13,246	8,858	44,193
Juros, var. cambial e atual. monetária	[BRL 000]	147,944	143,595	148,785	214,580	319,329	412,180
Remuneração baseada em ações	[BRL 000]	4,442	5,386	6,463	8,901	15,800	18,432
Variação dos ativos biológicos	[BRL 000]	(105,015)	19,515	(24,538)	(535,725)	21,005	166,194
Variação do valor realiz. líq. Produtos agrícolas (VRLPA)	[BRL 000]	-	-	-	-	-	28,924
Provisão ajuste de estoque a valor de mercado	[BRL 000]	-	14	(14)	1,392	71,366	-
Provisão (reversão) part. nos resultados e contingências trab.	[BRL 000]	35,910	26,088	45,590	98,621	85,356	89,157
Provisão p/ perda impostos a recuperar	[BRL 000]	-	-	24,904	(3,780)	13,278	810
Provisão/reversão de créds. liquidação duvidosa	[BRL 000]	-	-	-	-	-	14,389
Valor justo das propriedades para investimento	[BRL 000]	(7,051)	(7,928)	(7,184)	(105,675)	(52,549)	(59,135)
Realização do ajuste a valor presente dos arrendamentos	[BRL 000]	-	-	-	-	280,423	283,004
AVP - Passivo de arrendamento	[BRL 000]	-	47,607	61,106	175,149	-	29,795
Depreciação de direito de uso (IFRS 16)	[BRL 000]	-	43,336	73,663	133,287	310,743	299,542
Outros	[BRL 000]	9,078	(1,528)	9,942	37,095	15,818	42,735
<b>Variações nos ativos e passivos</b>	[BRL 000]	<b>(379,894)</b>	<b>(246,585)</b>	<b>(370,788)</b>	<b>(1,308,681)</b>	<b>(1,081,289)</b>	<b>(960,994)</b>
Contas a receber de clientes	[BRL 000]	36,582	(46,859)	(28,878)	77,916	(26,876)	16,207
Estoques e ativos biológicos	[BRL 000]	(369,341)	(242,580)	(273,792)	(958,924)	(685,879)	(119,647)
Tributos a recuperar	[BRL 000]	(61,085)	5,426	(10,468)	(71,403)	(77,563)	(16,857)
Aplicações financeiras	[BRL 000]	7,361	74,436	55,329	(21)	(63)	(368)
Outras contas a receber	[BRL 000]	4,135	(4,003)	(4,367)	23,611	(19,656)	(31,298)
Adiantamentos a fornecedores	[BRL 000]	12,085	22,012	5,952	(22,556)	10,102	339
Fornecedores	[BRL 000]	267,231	187,493	161,769	(221,475)	434,178	(391,392)
Obrigações fiscais e sociais	[BRL 000]	(68,710)	(53,658)	(63,699)	(109,154)	(136,550)	(252,007)
Obrigações com partes relacionadas	[BRL 000]	147	(33)	(4)	(51)	2,422	58
Operações com derivativos	[BRL 000]	(10,275)	(1,087)	(83,583)	(242,856)	411,830	380,992
Títulos a pagar	[BRL 000]	(5,975)	(705)	-	9,514	(8,259)	(4,221)
Adiantamento de clientes	[BRL 000]	(56,488)	(8,874)	34,975	482,916	(329,101)	115,128
Arrendamentos a pagar	[BRL 000]	21,254	(58,517)	5,058	9,765	50,013	40,434
Outras contas a pagar	[BRL 000]	22,273	(945)	23,860	(8,533)	(376,330)	(274,365)
Imposto de renda e contribuição social pagos	[BRL 000]	(80,106)	(31,839)	(99,255)	(171,484)	(902)	2,616
Juros sobre empréstimos pagos	[BRL 000]	(98,982)	(86,852)	(93,685)	(105,946)	(328,655)	(426,613)
<b>Caixa líquido atividades de investimento</b>	[BRL 000]	<b>(191,781)</b>	<b>(160,300)</b>	<b>(169,846)</b>	<b>(476,195)</b>	<b>(485,813)</b>	<b>(856,414)</b>
Em imobilizado	[BRL 000]	(248,166)	(235,175)	(190,129)	(400,397)	(428,320)	(515,115)
Em intangível	[BRL 000]	(7,404)	(5,746)	(21,654)	(36,007)	(36,433)	(17,069)
Recebimento pela venda de terras	[BRL 000]	63,789	80,621	42,643	17,852	1,643	-
Pagamento devolução terras	[BRL 000]	-	-	(706)	(706)	-	3,352
Aquisição de investimentos em controlada	[BRL 000]	-	-	-	(55,297)	-	(290,000)
Outros investimentos	[BRL 000]	-	-	-	(1,640)	(22,703)	(37,582)
<b>Caixa líquido antes das atividades de financiamento</b>	[BRL 000]	<b>215,728</b>	<b>371,863</b>	<b>615,015</b>	<b>(41,105)</b>	<b>1,505,964</b>	<b>996,405</b>
<b>Caixa líquido atividades de financiamento</b>	[BRL 000]	<b>(314,959)</b>	<b>(54,742)</b>	<b>159,611</b>	<b>1,423,168</b>	<b>(409,969)</b>	<b>(618,477)</b>
Alienação e recompra de ações	[BRL 000]	(75,391)	(37,835)	4,681	(71,233)	(175,533)	(193,762)
Empréstimos e financiamentos tomados	[BRL 000]	1,037,225	1,512,923	1,485,800	1,427,030	2,602,726	3,325,696
Empréstimos e financiamentos pagos	[BRL 000]	(1,065,697)	(1,269,658)	(1,045,083)	(2,154,523)	(1,676,238)	(2,358,100)
Derivativos recebidos	[BRL 000]	-	-	23,690	3,700	(52,199)	(195,367)
Cessão de crédito	[BRL 000]	-	-	-	(191,863)	(39,004)	-
Dividendos pagos/JSCP	[BRL 000]	(211,096)	(181,243)	(179,843)	(205,339)	(558,383)	(628,934)
Arrendamentos pagos	[BRL 000]	-	(78,929)	(129,634)	(230,940)	(511,338)	(568,010)
<b>Aumento (redução) de caixa e equivalentes</b>	[BRL 000]	<b>(99,231)</b>	<b>317,119</b>	<b>774,626</b>	<b>(1,464,273)</b>	<b>1,095,995</b>	<b>377,928</b>
<b>Saldo inicial de caixa e equivalentes</b>	[BRL 000]	<b>611,539</b>	<b>512,308</b>	<b>829,427</b>	<b>1,604,053</b>	<b>139,780</b>	<b>1,235,775</b>
<b>Saldo final de caixa e equivalentes</b>	[BRL 000]	<b>512,308</b>	<b>829,427</b>	<b>1,604,053</b>	<b>139,780</b>	<b>1,235,775</b>	<b>1,613,703</b>

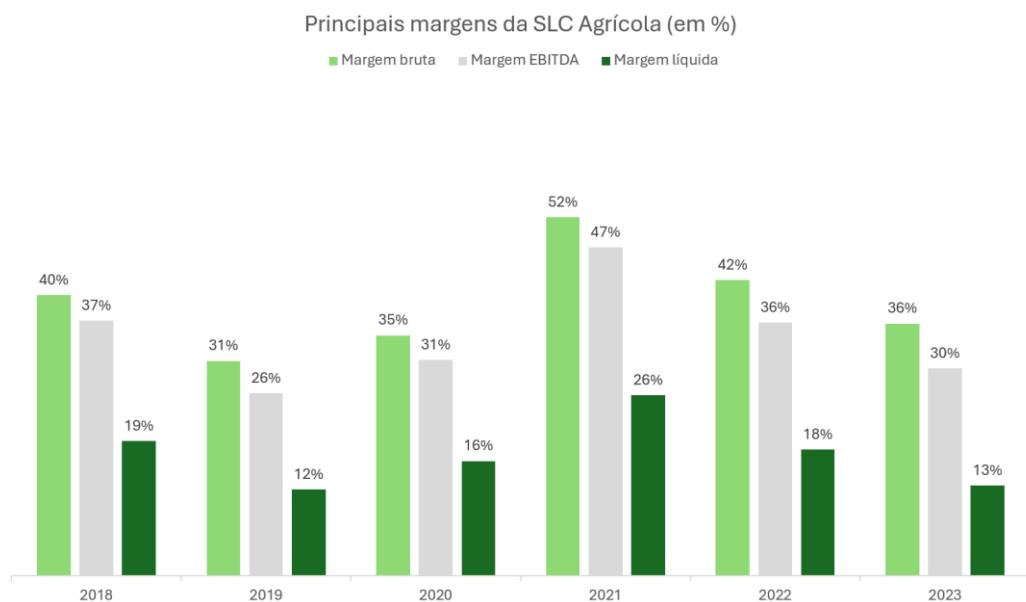
Fonte: RI SLC Agrícola – <https://ri.slccagrícola.com.br/>, elaborado pelo autor

## 4.2 Indicadores econômicos

Ao olhar para as principais margens da SLC Agrícola nas próximas figuras, percebe-se que as margens da empresa oscilam no mesmo sentido da cotação das principais commodities negociadas pela companhia (uma vez que a SLC possui altos custos fixos, o que gera certa alavancagem operacional para a companhia), aumentando com a valorização e diminuindo com

a desvalorização do preço desses ativos (algodão, soja e milho). É notável também nos últimos anos o aumento das despesas financeiras, que prejudicaram a margem líquida.

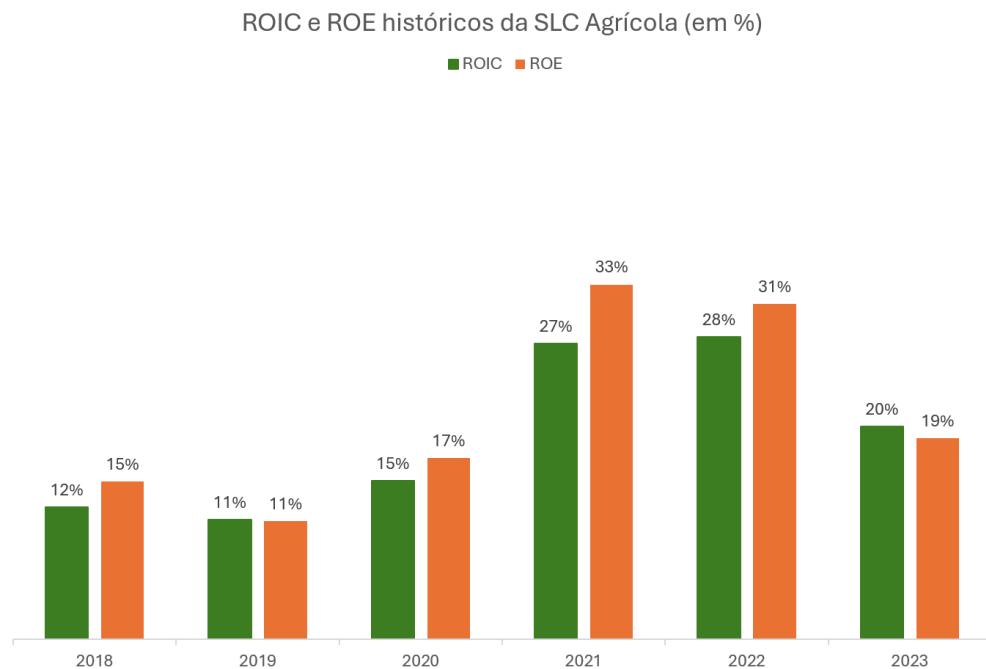
Figura 22 – Principais margens da SLC Agrícola (em %)



Fonte: RI SLC Agrícola – <https://ri.slcapricola.com.br/>, elaborado pelo autor

Na figura abaixo, tem-se o ROIC e o ROE histórico da empresa, ambas medidas de rentabilidade (o primeiro sob a ótica da empresa como um todo, enquanto o segundo sob a ótica de seus acionistas). Ambos apresentaram crescimento até 2021, caindo após esse ano devido à queda no preço das commodities e piora de perspectiva do mercado de agronegócio.

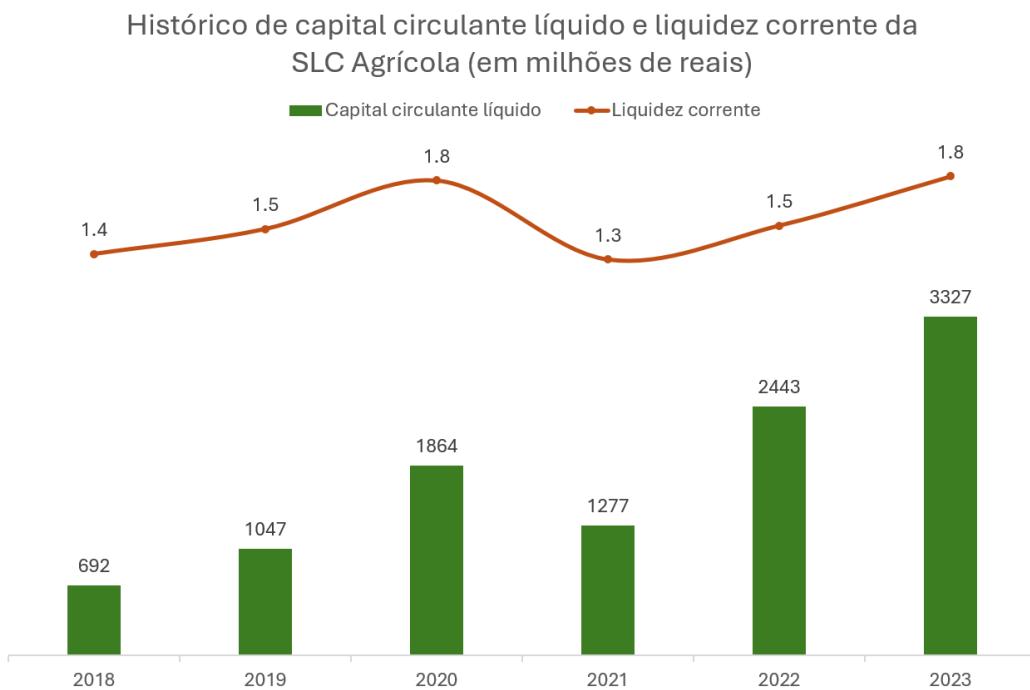
Figura 23 – ROIC e ROE históricos da SLC Agrícola (em %)



Fonte: RI SLC Agrícola – <https://ri.slcagricola.com.br/>, elaborado pelo autor

Já para a avaliação da capacidade da SLC cobrir suas obrigações de curto prazo, pode-se observar na imagem abaixo o cálculo do capital circulante líquido da empresa dos últimos anos.

Figura 24 – Histórico de capital circulante líquido e liquidez corrente da SLC Agrícola (em milhões de reais)



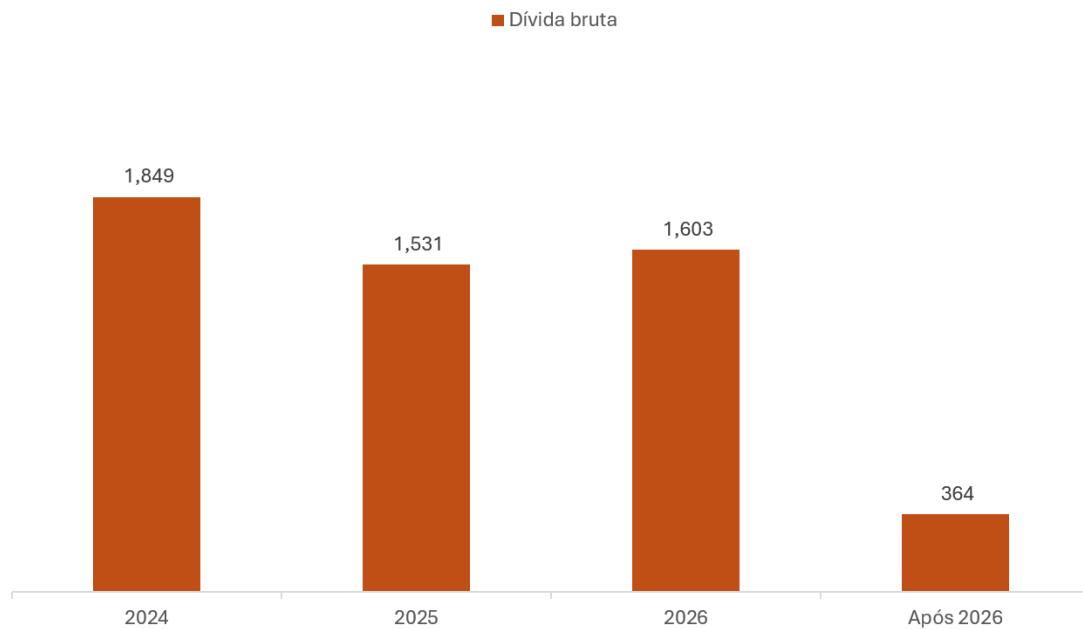
Fonte: RI SLC Agrícola – <https://ri.slcagricola.com.br/>, elaborado pelo autor

É notável a capacidade da SLC Agrícola em honrar suas dívidas de curto prazo, com mais de 3 bilhões de reais de capital circulante líquido, especialmente em momentos como os que antecedem a safra 2024/2025 (com previsão de baixo preço de commodities), que exigem maior solidez e liquidez financeira das companhias atuantes no agronegócio. Assim, de acordo com seu índice de liquidez corrente, para cada um real de dívida de curto prazo, a companhia possui 1,8 reais de ativos circulantes disponíveis para cobrir as obrigações.

Acerca das obrigações da companhia, 99% da dívida está indexada ao CDI e seu cronograma de amortização pode ser verificado na imagem abaixo:

Figura 25 – Cronograma de amortização da dívida bruta da SLC Agrícola (em milhões de reais)

Cronograma de amortização da dívida bruta da SLC Agrícola  
(em milhões de reais)



Fonte: RI SLC Agrícola – <https://ri.slcapricola.com.br/>, elaborado pelo autor

Assim, como grande parte do vencimento da dívida está nos próximos anos, é interessante que a companhia mantenha seus índices de liquidez em patamares elevados (como nos últimos 2 anos).

#### **4.3 Objetivos da companhia**

O atual objetivo da SLC Agrícola, de acordo com os documentos publicados ao mercado, é o de atingir “distância em relação à média” dos players de agricultura no país (em termos de produtividade e eficiência de operações).

A companhia passou por três fases distintas de estratégia desde sua fundação, sendo a primeira delas (da fundação da empresa, em 1977, até seu IPO em 2007) conhecida como “o milagre do Cerrado”, que marcou a formação de seu modelo de negócios, com o uso exclusivo de terras próprias, com uma gradual transformação de terras e enxergando o investimento em terras como reserva de valor.

O segundo período (de 2007 até 2015), intitulado como “janela de arbitragem para conversão de terras”, fez uso do capital levantado no IPO para um crescimento agressivo, fazendo uso da estratégia de arrendamentos de terras para aumentar a área plantada da

companhia e a formação de joint ventures com outras empresas (como já comentado anteriormente).

Por fim, o terceiro período (de 2015 até os dias atuais), possui o foco de diferenciação de outros players, com produtividade e eficiência acima da média de mercado, crescimento majoritariamente baseado na estratégia “asset-light” (já explicada, que se baseia no arrendamento de terras ao invés da compra, gerando maior retorno), construindo uma maior solidez financeira e com protagonismo em ESG no país.

#### **4.4 Missão, visão e valores da companhia**

Em seu site de relação com investidores, a SLC relata que sua missão, ou “sonho grande”, como a própria companhia a intitula, é impactar positivamente as gerações futuras, sendo líder mundial em eficiência no negócio agrícola e respeito ao planeta. A companhia também dá enfoque, no que ela mesmo considera como “desafio da SLC”, no papel da agricultura como solução da alimentação, da vestimenta e da matriz energética da população mundial, enquanto lida com uma quantidade limitada de terras agricultáveis e de disponibilidade de água, fazendo uso de dados da FAO e da ONU para comprovar a missão encarregada ao setor (dado o protagonismo do Brasil na agropecuária mundial e a liderança da SLC dentro do país, segundo a administração da companhia, a missão global também é responsabilidade da SLC Agrícola).

A companhia também lista os seguintes valores como sendo essenciais para sua manutenção: integridade, formação de relações duradouras, paixão pelas atividades e resultados sustentáveis. A SLC Agrícola possui um forte apelo com seus mais de 5000 funcionários, promovendo eventos de integração para garantir a transmissão da cultura da companhia.

Uma forma de avaliar se a companhia realmente coloca em prática os valores que almeja é a avaliação dos prêmios e certificações já concedidos para a SLC, tais como o “Great People Mental Health” e a “Great Place to Work”, mais uma vez evidenciando a preocupação com os funcionários da empresa.

#### **4.5 Portfólio de produtos e serviços**

Como já explicado anteriormente, a SLC Agrícola é focada na produção de algodão, soja e milho, logo, seu portfólio de produtos inclui tais commodities e alguns de seus derivados (como o caroço de algodão). Além disso, a empresa possui (ainda que em menor relevância)

uma parcela de rebanho bovino, especialmente em suas áreas de transformação agrícola, onde fazendas anteriormente dedicadas ao pasto vão sendo convertidas para se tornarem em férteis áreas para plantio das culturas em que a empresa tem maior experiência. Por fim, a empresa estava (em 2024) iniciando a expansão de sua vertical de venda de sementes para outros produtores agrícolas que desejam adquirir produtos que espelhem a qualidade das lavouras da SLC.

De acordo com a figura a seguir, pode-se avaliar a distribuição histórica dos produtos na composição da receita líquida da empresa:

Figura 26 – Distribuição histórica dos produtos na composição da receita líquida (em %)

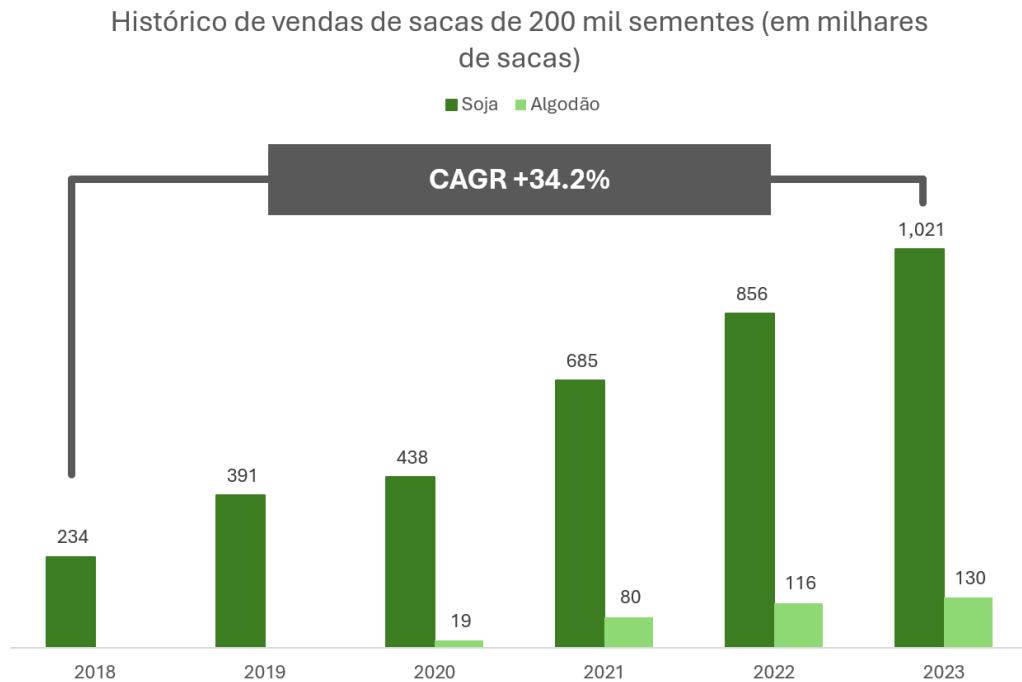
Distribuição dos produtos na composição da receita líquida	[Unidade]	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Algodão em pluma	[%]	52%	48%	55%	48%	40%	30%
Caroço de algodão	[%]	4%	3%	5%	8%	5%	5%
Soja	[%]	42%	41%	42%	38%	42%	42%
Milho	[%]	7%	10%	12%	12%	10%	12%
Rebanho bovino	[%]	0%	0%	1%	1%	2%	2%
Outras	[%]	2%	3%	2%	6%	2%	1%
Resultado de Hedge	[%]	(6%)	(5%)	(17%)	(13%)	(0%)	8%

Fonte: RI SLC Agrícola – <https://ri.slcagricola.com.br/>, elaborado pelo autor

No período, a participação de soja na composição da receita manteve-se estável, enquanto ocorreram pequenas variações nos outros produtos (como um aumento na participação do milho). É interessante destacar que a companhia possui certo grau de flexibilidade para decidir quais culturas irá plantar no futuro, se baseando em projeções de preços futuros no mercado, o que pode fazer com que a participação de cada um deles na receita mude.

A empresa agora com a venda de sementes em seu portfólio de produtos, assim como já mencionado, por meio da SLC Sementes. Tal linha de negócios apresentou um grande crescimento nos últimos anos e pode se tornar uma linha de receita relevante no longo prazo da empresa, como pode ser verificado no gráfico abaixo:

Figura 27 – Histórico de vendas de sacas de 200 mil sementes (em milhares de sacas)



Fonte: RI SLC Agrícola – <https://ri.slccagrícola.com.br/>, elaborado pelo autor

#### 4.6 Distribuição por essencialidade econômica

Para realização da análise da elasticidade da demanda da empresa, é necessária a divisão pelos principais produtos da empresa: algodão, soja e milho.

Em momentos em que a economia nacional passa por crises, o desempenho da empresa não é diretamente afetado, uma vez que a maioria de seus produtos são vendidos para clientes no exterior. Por outro lado, crises nacionais podem influenciar outras variáveis, como taxas de cambio e juros, que afetam sim o comportamento da empresa (explicação desses tópicos encontra-se mais abaixo).

Já em relação à economia mundial, essa influência tende a ser maior nos resultados da SLC Agrícola. Nesse sentido, a elasticidade da demanda das três commodities tende a ser baixa (não mudando severamente com flutuações no preço), uma vez que são insumos essenciais em diversas indústrias básicas, tais como a de alimentos (soja e milho) e a de tecidos. O algodão possui uma maior elasticidade em relação à soja e ao milho, uma vez que em momentos de preços mais altos, o consumo de roupas e tecidos no geral tendem a diminuir mais do que o consumo de alimentos (produzidos direta ou indiretamente com soja e milho). É importante ressaltar que esses últimos dois produtos são indispensáveis para a produção de ração animal, sendo assim uma parte da cadeia de produção das principais proteínas animais, como carne de

boi e de frango. Assim, mesmo em momentos de crise, que afetam a quantidade de proteína consumida pela população mundial, essa mudança na demanda não é muito intensa (sendo mais diretamente afetada pela quantidade de pessoas no mundo, do que pela situação econômica propriamente dita).

A análise sobre como as principais variáveis macroeconômicas tendem a impactar o negócio da empresa já foi feita na parte setorial, de forma resumida, o aumento da taxa de câmbio tende a favorecer a empresa, uma vez sua receita aumenta, já que seus produtos (commodities) são negociadas em dólar. Apesar de uma parcela dos custos também estar atrelada ao dólar, o aumento na receita supera o aumento de custos.

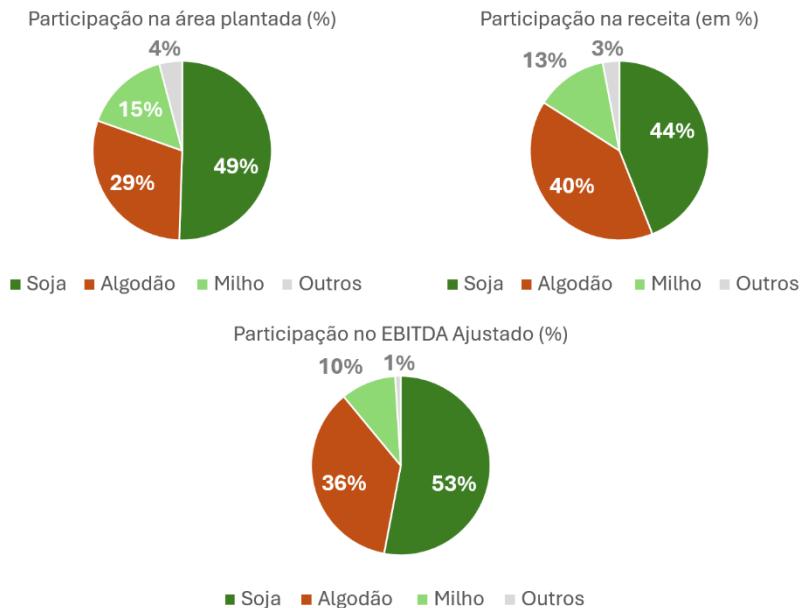
Já o aumento das taxas de juros tende a piorar o desempenho, uma vez que o custo de financiamento fica maior, dificultando assim a expansão das operações (com compras de terras, por exemplo) e a amortização das dívidas da SLC. O aumento na renda, por sua vez, tende a ajudar empresas agrícolas, dado que o consumo é diretamente proporcional à renda, assim a demanda por produtos tanto alimentícios quanto têxteis (SLC é uma grande produtora de algodão) cresce com a melhora da renda (comportamento semelhante é esperado com o aumento do PIB de um país, uma vez que períodos de crescimento aumentam a demanda por commodities graças ao desenvolvimento maior da economia).

#### **4.7 Distribuição por faturamento e rentabilidade**

Como já comentado, os principais produtos da SLC advêm das culturas de soja, algodão e milho (além de uma pequena parte da receita ser resultado do rebanho bovino e de outras culturas menores, tais como braquiara, estilosante, gergelim, milheto, sorgo e trigo), que apresentam números de produtividade maiores do que os players nacionais e maiores do que a média global.

Na figura abaixo pode-se analisar a distribuição desses segmentos na composição da receita e sua respectiva rentabilidade (por meio da análise da participação no EBITDA Ajustado da empresa). É notável a participação de 29% na área plantada de algodão, mas participação de 40% na receita total da companhia. A figura também mostra que as outras culturas (sem considerar as 3 principais) são ainda irrigadoras na composição do faturamento da empresa, sendo usadas para rotação de culturas, testes e outros objetivos secundários.

Figura 28 – Distribuição por faturamento e rentabilidade na safra 2023/24 da SLC Agrícola (em %)



Fonte: RI SLC Agrícola – <https://ri.slcapricola.com.br/>, elaborado pelo autor

#### 4.8 Sazonalidade

O faturamento da SLC Agrícola possui uma sazonalidade intrínseca ao setor no qual a empresa está inserida, o do agronegócio, que já foi explicado. As atividades da empresa estão intimamente ligadas com os ciclos das lavouras das culturas em suas fazendas, assim, os resultados da SLC variam durante os períodos de plantio, manejo, colheita dentro da safra. Por exemplo, os picos de estoque da companhia normalmente estão localizados no primeiro trimestre do ano (para cobrir as vendas na entressafra de algodão, soja e milho), além do vencimento do prazo de pagamento de alguns insumos agrícolas, gerando menores receitas e maiores custos no primeiro semestre de cada ano (período que exige maior intensidade de capital de giro).

Para explicar melhor, o sistema “safra” é conhecido pelo plantio das culturas de soja e algodão no período em que as primeiras chuvas são esperadas (na região do Cerrado, onde a SLC atua, normalmente esse período de chegada das chuvas abrange os meses de setembro até dezembro). Pela questão da chuva, as maiores produtividades são esperadas durante a safra. A companhia costuma plantar as culturas de algodão e soja em seu sistema de safra.

Por outro lado, a “segunda safra”, ou “safrinha”, como é popularmente conhecida, possui uma menor produtividade esperada, uma vez que ocorre após a safra (quando as condições de pluviosidade não são as mais recomendadas para o plantio, assim como no período

da safra). Em áreas que possuem uma quantidade muito reduzida de chuvas, a segunda safra ainda pode ser praticada caso exista irrigação por pivôs. A SLC costuma plantar algodão e milho em sua segunda safra, sobre as áreas de soja precoce (que tem ciclo reduzido em número de dias). Uma das vantagens desse sistema, além do aumento da produção total, é a reciclagem e manutenção de nutrientes no solo, além da proteção do mesmo contra processos erosivos (uma vez que um solo descoberto tem maior probabilidade de sofrer processos de erosão e lixiviação).

Já a entressafra faz menção ao período entre o final de uma safra e o início de uma nova lavoura, usada comumente pelas empresas agrícolas para o planejamento da safra seguinte.

O calendário agrícola depende principalmente de dois fatores: da cultura a ser cultivada e da região em que as fazendas se encontram. Abaixo podemos ver um resumo para as culturas de algodão, milho e soja, de acordo com a estratégia de produção da SLC Agrícola para o centro-oeste brasileiro.

Figura 29 – Calendário agrícola para a SLC (em meses)

	Safra		Segunda safra (sobre áreas de soja precoce)	
	Algodão	Soja	Algodão	Milho
Plantio	Janeiro Fevereiro	Janeiro Fevereiro	Janeiro Fevereiro	Janeiro Fevereiro
Colheita	Março	Março	Março	Março
Manejo	Abril	Abril	Abril	Abril
Manejo + colheita	Maio	Maio	Maio	Maio
	Junho	Junho	Junho	Junho
	Julho	Julho	Julho	Julho
	Agosto	Agosto	Agosto	Agosto
	Setembro Outubro	Setembro Outubro	Setembro Outubro	Setembro Outubro
	Novembro	Novembro	Novembro	Novembro
	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro

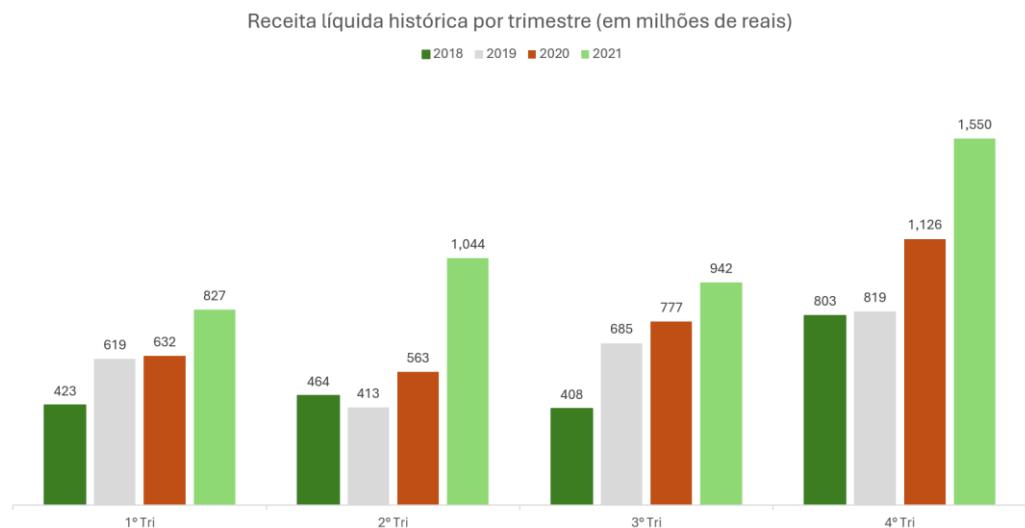
Fonte: RI SLC Agrícola (2024) – [www.ri.slcagricola.com.br](http://www.ri.slcagricola.com.br), elaborado pelo autor

É importante ressaltar que a empresa não necessariamente segue tal cronograma para todas as suas fazendas, uma vez que, como explicado, o calendário agrícola é muito dependente do regime de chuvas e das demais condições climáticas, que variam de região para região. Dado que a SLC possui inúmeras fazendas em diferentes regiões do país, os períodos de plantio podem variar.

Assim, graças ao calendário agrícola da soja, do milho e do algodão e ao período para o beneficiamento do algodão, que impede que toda a produção esteja disponível para venda no período da colheita, são ocasionadas flutuações nos estoques da companhia (com o pico desses estoques normalmente no primeiro e no segundo trimestre, uma vez que a SLC Agrícola tenta

segurar seus estoques para vender no segundo semestre, onde são observados melhores preços, ocasionando assim menores receitas trimestrais no primeiro semestre de cada ano). Além disso essa flutuação gera uma maior necessidade de capital de giro nesse período, pelo vencimento do pagamento dos insumos da safra (que ocasionam uma menor geração de caixa). A variação de receita entre os trimestres, com o primeiro semestre de cada ano apresentando menor receita, pode ser observada no gráfico abaixo.

Figura 30 – Receita líquida trimestral (em milhões de reais)



Fonte: RI SLC Agrícola (2024) – [www.ri.slcagricola.com.br](http://www.ri.slcagricola.com.br), elaborado pelo autor

Nos últimos dois anos esse padrão histórico de um pior primeiro semestre foi afetado por fortes alterações dos preços das commodities em questão e por mudanças negativas na produtividade da empresa (especialmente afetando o resultado obtido com a venda da soja e, no caso do algodão, fez a empresa segurar parte de seus estoques para vendê-lo a um preço mais atrativo de 2023 para 2024, diminuindo a receita do segundo semestre de 2023). Tal estratégia de estocagem foi explicada na análise setorial.

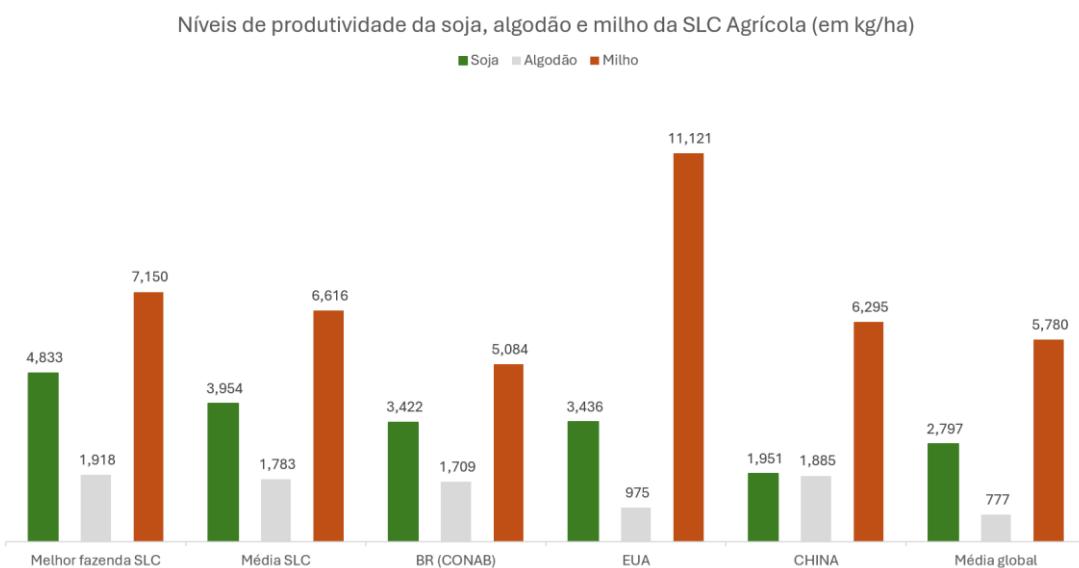
#### **4.9 Diferenciais e vantagens competitivas**

A análise das vantagens competitivas da SLC Agrícola será realizada levando em conta a estrutura de análise proposta por Greenwald et al. (2005), que considera que existem

verdadeiramente três tipos de vantagens competitivas: de oferta, de demanda e de economias de escala. A companhia no ramo agrícola apresenta inúmeras vantagens competitivas de categoria mais importante: as de economia de escala.

O primeiro grande diferencial de escala (vantagem de economia de escala) está na diluição dos custos fixos de toda a equipe administrativa da empresa. Com uma quantidade relevante de funcionários administrativos nas áreas de suporte ao plantio propriamente realizado nas fazendas (tais como as áreas de venda de commodities, logística para insumos e escoamento da produção, compras de insumos, financeira, entre outras) a SLC consegue diluir esse custo fixo com sua escala de produção nacional de produtos agrícolas, obtendo assim uma vantagem relevante contra players menores que não possuem uma capacidade grande de suporte e planejamento para suas atividades (enquanto paga um custo menor por toneladas de produtos produzidos do que players médios e pequenos). Essa grande capacidade de execução e planejamento da empresa é refletida em seus níveis de produtividade, que podem ser analisados na figura abaixo (que evidenciam a qualidade da produção da SLC, uma vez que figura entre as melhores do mundo).

Figura 31 – Níveis de produtividade da soja, algodão e milho da SLC Agrícola (em kg/ha)



Fonte: RI SLC Agrícola – <https://ri.slcagricola.com.br/>, elaborado pelo autor

Em relação à soja, a média da SLC é 16% maior do que a média nacional e 41% maior do que à média global. Já em relação ao algodão, a média da SLC é 4% maior do que a média

nacional e 129% maior do que a média no mundo. Por fim, em relação ao milho a média da empresa é 30% maior do que a média nacional e 14% do que a global.

Outro ponto relevante é a diluição dos custos fixos de armazenamento (que é extremamente relevante para uma operação mais rentável, como explicado na análise setorial da empresa), uma vez que a SLC consegue consolidar seus estoques em grandes tipos de armazéns (tais como silos) em regiões estratégicas que conectam suas inúmeras fazendas, diluindo o custo fixo total de armazenamento enquanto garante que uma parcela relevante de sua produção seja condicionada para uma venda futura (buscando melhores preços de frete/mercado).

Assim como proposto por Greenwald et al. (2005), outra vantagem relevante diz respeito à obtenção de matéria prima a preços mais baixos do que a concorrência (vantagem de oferta), no que o autor classifica como vantagens de entrada na cadeia de produção. A SLC possui um poder de barganha relevante com seus fornecedores de insumos, tais como empresas de adubo/fertilizantes, inseticidas, máquinas agrícolas, sementes, pacotes tecnológicos, entre outros. Dado que ela representa um cliente importante na carteira dessas empresas (uma vez que adquire grandes quantidades dos produtos ofertados), a SLC consegue melhores condições de preço e entrega de vários insumos indispensáveis para a produção. Assim, quando comparada com outros players, a companhia consegue comprar insumos de ótima qualidade, enquanto paga um preço menor por produto.

Outra vantagem competitiva atrativa da companhia diz respeito ao fácil acesso ao mercado de capitais, que garante que a companhia levante capital para expansão/manutenção de suas operações de forma mais fácil quando comparada aos concorrentes e a menores taxas de juros (por apresentar menor risco de calote). A proximidade da companhia com o mercado de capitais é antiga no Brasil (foi uma das primeiras empresas agrícolas a terem o capital aberto no mundo, como explicado no início do trabalho). A relação da SLC com o mercado permite ainda que a companhia faça uso de formas alternativas de levantamento de capital, tal como a emissão de CRAs e investimentos de PE. Com isso, a companhia consegue financiar suas operações e sua expansão a taxas de juros menores que seus concorrentes, permitindo uma expansão ainda maior, que por sua vez aumenta as vantagens de economia de escala da empresa (já explicadas) em uma espécie de círculo virtuoso.

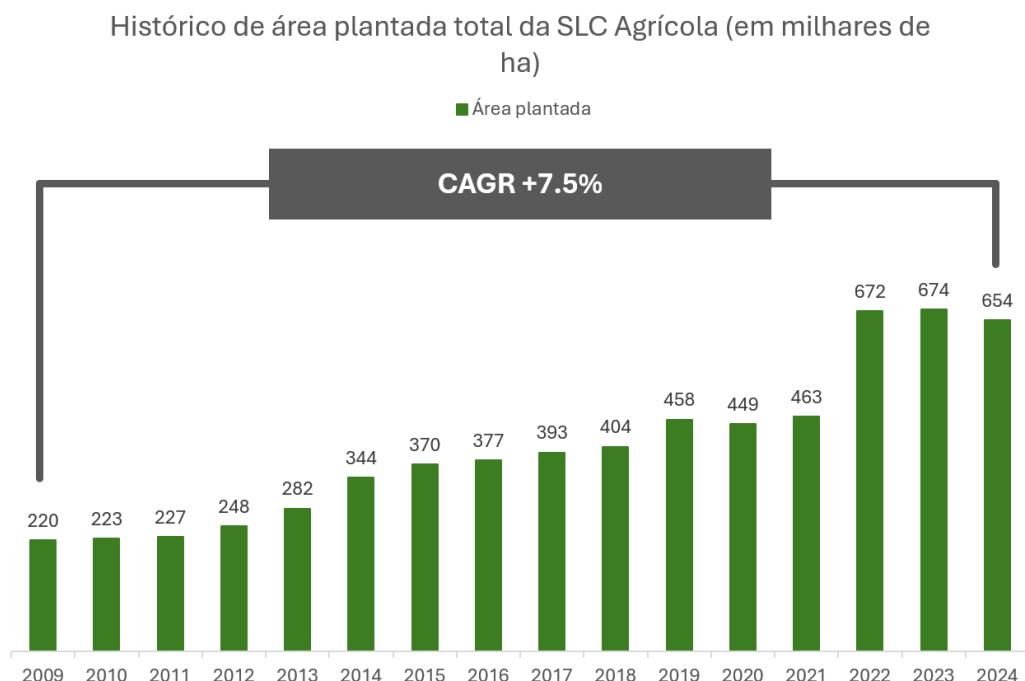
Em relação ao milho e à soja a empresa não possui poder de barganha com grande parte dos clientes da SLC, uma vez que, como explicado na análise setorial, por se tratar de um mercado de commodities (em que os produtos não possuem diferenciação relevante), as tradings não pagam prêmios pelo fato do tamanho da SLC. Porém, tal cenário é diferente

quando analisado o mercado de algodão, que preza pela qualidade do produto (em que a SLC é destaque no país). Dessa forma, por ofertar uma grande quantidade de algodão de qualidade diferenciada, pode-se afirmar que a empresa possui certo poder de barganha com seus clientes em relação à venda de algodão.

Ainda segundo o autor, vantagens de “catividade de clientes” podem ser diferenciais para empresas, especialmente se o custo de troca dos produtos ofertados para os clientes for alto, “prendendo-os” dentro do ecossistema da empresa, como ocorre com várias empresas de tecnologia. Em uma menor escala, a nova vertical de sementes da SLC Agrícola, a SLC Sementes, pode vir a criar tal catividade com os clientes da empresa, graças a qualidade das sementes oferecidas pela empresa e por sua garantia (além da presença nacional, facilitando o escoamento das vendas das sementes).. Dessa maneira, seria criada uma vantagem de demanda para a SLC Agrícola.

De acordo com Greenwald et al. (2005), para análise da efetividade das vantagens competitivas, é necessário observar se no período de atuação da empresa houve aumento da participação de mercado da empresa e aumento nas métricas de retorno. Uma vez que dados de participação de mercado são difíceis para setores como de agricultura primária, pode-se fazer uma estimativa se houve aumento de participação pela análise da área plantada pela empresa.

Figura 32 – Histórico de área plantada total da SLC Agrícola (em milhares de ha)

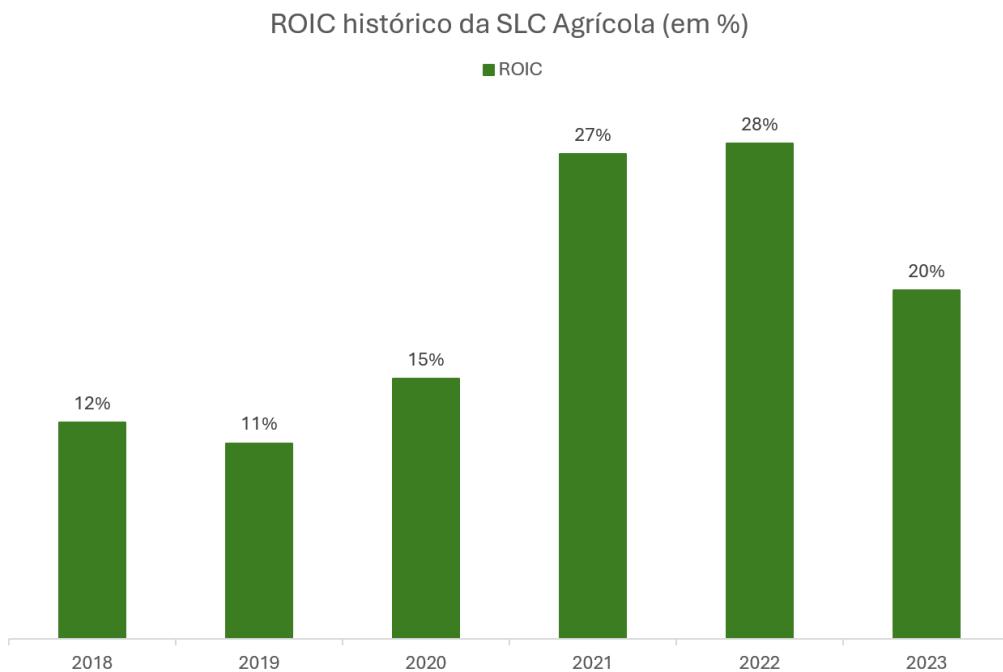


Fonte: RI SLC Agrícola – <https://ri.slcaagrícola.com.br/>, elaborado pelo autor

Claramente, a área plantada da companhia teve uma grande expansão no período, com um CAGR de 7.5% em 16 anos, demonstrando que a companhia possivelmente possui vantagens competitivas.

Ao analisar o ROIC da SLC, outra medida proposta por Greenwald et al. (2005) para verificação de vantagens competitivas de uma empresa, tem-se que tal métrica financeira da empresa cresceu no todo, ao longo dos últimos 6 anos, atingindo seus valores máximos juntamente com as máximas históricas dos preços das commodities, como pode ser avaliado na figura abaixo.

Figura 33 – ROIC histórico da SLC Agrícola (em %)



Fonte: RI SLC Agrícola – <https://ri.slcaagrícola.com.br/>, elaborado pelo autor

#### **4.10 Carteira de clientes e de fornecedores**

##### **Clientes**

Os principais clientes da SLC Agrícola são tradings internacionais, uma vez que o mercado de clientes compradores de commodities agrícolas é concentrado em poucas empresas,

que adquirem quantidades enormes dos produtos. Assim, o poder de barganha desses clientes é alto, já que, além do fato de existirem poucos compradores, existem muitos produtores de commodities (que tornam o mercado dos produtores extremamente competitivo).

Dessa forma, como os produtos não possuem diferenciação entre si e muitas vezes a responsabilidade pelo transporte desses produtos fica à cargo dos compradores, o ponto mais relevante que influencia no preço pago aos produtores das commodities é o custo logístico de obtenção dos produtos (por exemplo, um produtor venderá a saca de soja produzida em sua fazenda no interior do Cerrado por um preço menor do que um agricultor que produz a mesma saca de soja em sua propriedade mais perto do porto de Santos).

Com um foco maior nos clientes para as principais commodities produzidas pela SLC, temos:

- Soja: Maior parte da produção é vendida às tradings, para exportação (99% na safra 2021/22, que compram a soja tanto para exportação, quanto para esmagamento no Brasil, de acordo com o RI da SLC Agrícola). A sobra é vendida para indústrias nacionais de esmagamento. Grande parcela dessa soja comercializada fica sob a responsabilidade de transporte, seja para os portos ou para as indústrias, por parte do cliente (ou seja, “a retirar” nas propriedades produtivas da SLC Agrícola). Logo, as distâncias que influenciam os preços do transporte dos produtos é um fator muito relevante na definição de preços por parte dos clientes no caso da soja (que realizam o transporte por meio do modal rodoviário, ferroviário e fluvial);
- Algodão: Diferentemente da soja, a SLC é responsável pela maior parte do transporte do produto até os portos ou indústrias (por meio do modal rodoviário), por meio da contratação de transportadoras que possuam os padrões de qualidade exigidos pela companhia. Na safra 2020/21, de acordo com o RI da empresa, 99% do algodão em pluma comercializado foi direcionado para exportação. Já o caroço do algodão é normalmente comercializado no mercado interno para indústrias esmagadoras;
- Milho: Na safra 2021/22, de acordo com a empresa, 84% do milho produzido foi vendido com destino ao mercado externo (por meio de tradings) e o restante foi comercializado para o mercado interno (para empresas produtoras de alimento e ração animal).

A figura abaixo exemplifica a concentração dos clientes ao longo dos anos, uma vez que uma única empresa, a Cargill Agrícola S.A., foi responsável por 31% da receita líquida da companhia.

Figura 34 – Montante total de receitas provenientes dos clientes (valores em %)

	2021	2022	2023
Cargill Agrícola S.A.	19%	40%	31%
Louis Dreyfus Company Suisse S.A.	0%	15%	0%
Bunge Alimentos S.A.	12%	10%	0%
Omnicotton, INC	11%	0%	0%
Outros	59%	35%	69%

Fonte: RI SLC Agrícola (2024) – [www.ri.slcagricola.com.br](http://www.ri.slcagricola.com.br), elaborado pelo autor

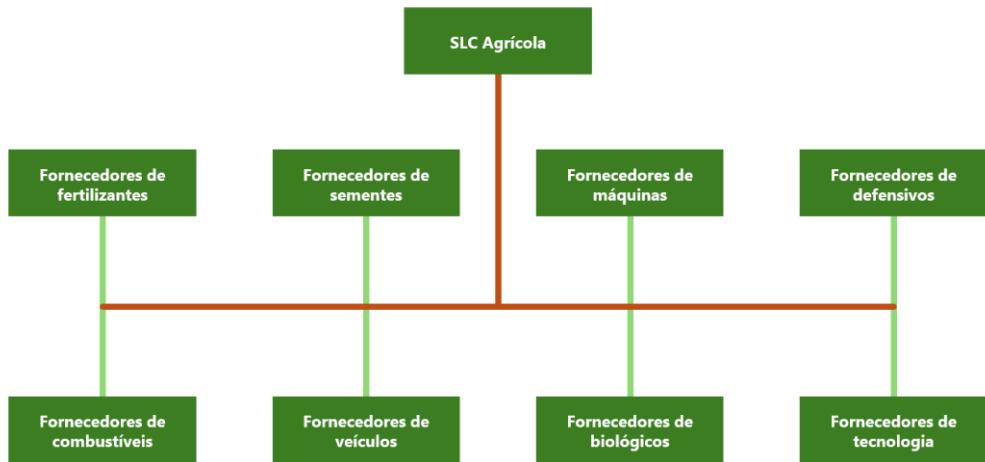
Por outro lado, a concentração de clientes em grandes tradings internacionais e indústrias reduz o risco de inadimplência, pela notável capacidade de pagamento dessas empresas.

## Fornecedores

Assim como já comentado na análise setorial, os fornecedores da SLC são os players que fornecem insumos para a empresa. São considerados insumos agrícolas: os fertilizantes, os defensivos agrícolas e os equipamentos mecânicos (maquinário agrícola, como plantadeiras e colheitadeiras). Assim, como já comentado, os defensivos e fertilizantes podem ter origem biológica (microbiana, animal ou vegetal) ou química/mineral (industrializados ou retirados de jazidas minerais). São importantes na composição do custo de produção da SLC Agrícola.

A figura abaixo busca simplificar e categorizar os tipos de fornecedores da empresa:

Figura 35 – Categorização dos principais fornecedores da SLC Agrícola



Fonte: RI SLC Agrícola (2024) – [www.ri.slcagricola.com.br](http://www.ri.slcagricola.com.br), elaborado pelo autor

A SLC, por ser uma das maiores empresas do ramo no país, possui grande capacidade de negociação com sua base de fornecedores, garantindo vantagens em relação aos concorrentes em termos de preço, condições de pagamento e frete para suas unidades<sup>27</sup> (preços diferenciados em razão do grande volume de compras para sustentar a escala de operação da SLC).

De acordo com a administração da empresa, os principais fornecedores são empresas de: fertilizantes, defensivos agrícolas, sementes, combustíveis e lubrificantes.

Mais especificamente, as maiores parceiras que vendem insumos para a SLC são: Cibra, Eurochem (FTO e Heringer), Fertipar, Galvani, Mosaic, Timac e Yara. A compra de defensivos agrícolas (herbicidas, fungicidas e inseticidas) é feito no mercado interno, com as empresas de defensivos: Adama, Basf, Bayer, Corteva, FMC, Ihara, Sumitomo, Syngenta e UPL.

Dentre as de defensivos biológicos, tem-se: AgBiTech, Ballagro, Biotrop, Koppert, Simbiose, Solubio, TopBio. Importante destacar que a SLC possui iniciativas de fabricação própria em suas fazendas de defensivos biológicos, visando reduzir a utilização de defensivos químicos para se adequar a práticas internacionais de sustentabilidade.

Além disso, todas as fornecedoras de sementes da companhia (uma vez que além da produção própria a empresa ainda compra sementes no mercado) são cadastradas e registradas no Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento.

É importante destacar que a companhia visa pela transparência com seus fornecedores e apenas mantém relações comerciais com as empresas que seguem estritamente todas as

<sup>27</sup> Estadão

normas estabelecidas pelo governo, o que reforça o posicionamento ESG da companhia no início de sua cadeia produtiva.

#### **4.11 Principais concorrentes por linha de produtos**

Assim como já analisado na parte setorial, a companhia não concorre diretamente com outras empresas, uma vez que o mercado global das commodities (em que a SLC atua) possui inúmeros players e nenhum deles detém influência para alterar significativamente o preço dos itens comerciados. Por outro lado, pode-se dizer que a “concorre” com outros países na busca de uma melhor produtividade por hectare e que a atividade econômica de grandes produtores (em conjunto) de outros países que possuem destaque na produção de certas commodities influenciam o ambiente competitivo que a SLC se encontra.

Dessa maneira, em relação ao milho, a SLC possui como principal “concorrente” os EUA e a Argentina, que possuem melhor produtividade que as fazendas da empresa. Sob a mesma ótica, no caso do algodão, seriam a China e os EUA (é importante destacar que a qualidade do algodão é um fator de diferenciação, logo a SLC concorre com as empresas desses países que produzem apenas tipos de algodão de maior qualidade). Por fim, para a soja, seriam os EUA e a Argentina. Logo, caso a produção das principais empresas produtoras de algodão na Índia aumentasse (novamente, em conjunto), a SLC poderia sentir os efeitos no Brasil.

Caso a análise de concorrência se resuma apenas a grandes empresas do agronegócio brasileiro que atuam no mesmo ramo, as principais concorrentes seriam a Amaggi, Bom Futuro, Grupo Scheffer e Insolo, assim como já comentado.

#### **4.12 Participação de mercado**

Como comentado na análise setorial da companhia, a participação de mercado da companhia é difícil de ser mensurada, uma vez que o setor agrícola é extremamente pulverizado por todo o país, os produtos vendidos serem commodities (sem diferenciação) e possuir uma grande quantidade de produtores.

Mesmo assim, para se ter uma ideia, considerando apenas as exportações de algodão em pluma (em toneladas), uma estimativa do cálculo foi feita na imagem abaixo para o produto em questão:

Figura 36 – Estimativa de cálculo da participação de mercado da SLC Agrícola para o algodão em pluma

Participação de mercado	[Unidade]	Algodão em pluma
Safra	[data]	2023/2024
Exportações brasileiras	[ton]	2,700,000
Produção da SLC	[ton]	296,855
Percentual da produção voltada para o exterior	[%]	96%
Participação de mercado	[%]	11%

Fonte: RI SLC Agrícola (2024) e Ministério da Agricultura e Pecuária (MAPA) – [www.ri.slcagricola.com.br](http://www.ri.slcagricola.com.br) e <https://shorturl.at/I4DLb>, elaborado pelo autor

Já para a soja produzida no Brasil, tem-se o cálculo equivalente:

Figura 37 – Estimativa de cálculo da participação de mercado da SLC Agrícola para a soja

Participação de mercado	[Unidade]	Soja
Safra	[data]	2023/2024
Exportações brasileiras	[ton]	147,350,000
Produção da SLC	[ton]	1,048,349
Participação de mercado	[%]	0.7%

Fonte: RI SLC Agrícola (2024) e IBGE – [www.ri.slcagricola.com.br](http://www.ri.slcagricola.com.br) e <https://shorturl.at/DeAFg>, elaborado pelo autor

É importante ressaltar que apesar de não possuir uma participação relevante no todo (quando considerada a produção de soja e milho, por exemplo), a SLC é uma das maiores empresas produtoras de algodão, soja e milho do país, juntamente com Amaggi, Bom Futuro e Grupo Scheffer, assim como já explicado na análise setorial.

#### 4.13 Composição acionária e ligações societárias (grupo econômico)

A composição acionária da SLC Agrícola tem duas divisões importantes: de um lado, a família Logemann, fundadora da empresa e do Grupo SLC (que detém a empresa SLC Máquinas, uma rede de concessionárias da marca John Deere), detém 55,1% das ações da companhia, sendo assim sua controladora. De outro lado, a maior parte do restante das ações está em livre circulação na B3.

Vale ressaltar que em 2024 a família Scheffer, tradicional família com negócios no agronegócio brasileiro (dona de 215 mil hectares de terra no Brasil<sup>28</sup>), adquiriu 5,37% das ações em livre circulação, criando um bloco que representam um mesmo interesse.

---

<sup>28</sup> Brazil Journal

O total de ações emitidas pela companhia é de 443.329.716, de acordo com o RI da SLC Agrícola.

Figura 38 – Organograma societário da SLC Agrícola



Fonte: RI SLC Agrícola (2024) – [www.ri.slcagricola.com.br](http://www.ri.slcagricola.com.br), elaborado pelo autor

Essa estrutura econômica é eficiente, uma vez que garante o controle e estabilidade das tomadas de decisões por parte da Família Logemann, uma das mais respeitadas famílias do agronegócio brasileiro, com décadas de experiência em gestão profissionalizada e uma das pioneiras em aplicação de tecnologia de ponta no campo brasileiro<sup>29</sup>, enquanto mantém parte das ações em circulação no mercado (podendo recomprá-las ou usá-las como garantia para a tomada de empréstimos, para elencar algumas das vantagens).

Em relação à SLC Agrícola, a empresa possui algumas joint ventures com outras empresas, sendo elas:

- SLC LandCo: Empresa criada pela SLC Agrícola para capturar os ganhos imobiliários com a compra e desenvolvimento de terras (correção do solo, abertura de áreas e construção de infraestrutura). A SLC possui 81,2% da SLC LandCo e o fundo de private equity inglês Valiance é detentor dos 18,8% de participação restantes. A SLC opera e arrenda as terras da LandCo quando estas já estão ideais para o plantio.

<sup>29</sup> Bloomberg Línea

- SLC – Penido / Fazenda Pioneira: Companhia criada com o foco em operações agrícolas (produção agrícola), em que a SLC Agrícola possui 50% do capital e o Grupo Roncador possui os 50% restantes. A JV opera as terras arrendadas da fazenda do Grupo Soares Penido e dividem os lucros e investimentos necessários. A JV tem um período pré-estabelecido de 15 anos e a SLC ganha uma remuneração pela gestão das fazendas.
- SLC – MIT: Empresa também criada com o foco na produção agrícola (e não no investimento em terras, como a LandCo). A SLC possui 50,1% da participação e a Mitsui&Co (um dos maiores grupos empresariais do Japão), os 49,9% restantes. Operam duas fazendas arrendadas (uma na BA, de propriedade da Mitsui&Co, e outra no MT, de propriedade da SLC Agrícola). A JV tem um período pré-estabelecido de 99 anos e a SLC também ganha uma remuneração pela gestão.
- SLC – Agropecuária Rica S.A. (Grupo RZK): Empresa criada com o nome de Fazenda Preciosa tem a finalidade de produção agrícola no Mato Grosso. A SLC possui 55% da participação e a Agropecuária Rica S.A., os 45% restantes. A área conta com 11.282,25 hectares agricultáveis e potencial de 21.837 (ao levar em conta a segunda safra).

#### **4.14 Qualidade do quadro administrativo e funcional**

A análise do quadro administrativo da empresa, por ser composto de pessoas, implica na avaliação das pessoas responsáveis pela administração da companhia. Como não existe um método objetivo de avaliação da qualidade de pessoas, a alternativa escolhida foi pela análise de certos pontos: anos de experiência na companhia, formação educacional e experiências anteriores à empresa.

Em primeiro plano, a diretoria executiva da SLC Agrícola (eleitos pelos membros do Conselho de Administração) é formada por 6 pessoas, cada uma delas com um mandato de 2 anos, podendo estar aptos à reeleição. Tal diretoria é responsável pela organização interna da companhia e pelas operações diárias. A composição da diretoria pode ser verificada na imagem abaixo:

Figura 39 – Diretoria Executiva da SLC Agrícola

<b>Diretoria Executiva</b>	
<b>Membros</b>	<b>Cargo</b>
Aurélio Pavinato	Diretor presidente
Ivo Marco Brum	Diretor financeiro e de relações com investidores
Gustavo Lunardi	Diretor de suprimentos, mecanização e sementes
Álvaro Luiz Dilli Gonçalves	Diretor de recursos humanos, sustentabilidade e TI
Leonardo Mattheus de Celini	Diretor de operações
Roberto Acauan de Araújo Júnior	Diretor de vendas e novos negócios

Fonte: RI SLC Agrícola (2024) – [www.ri.slcagricola.com.br](http://www.ri.slcagricola.com.br), elaborado pelo autor

Acerca de alguns desses cargos, o senhor Aurélio Pavinato, diretor presidente desde 2012, é graduado em Engenharia Agronômica pela Universidade Federal de Santa Maria (UFSM) com mestrado e doutorado em Ciência do Solo pela universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e está na SLC Agrícola há mais de 30 anos. Já concluiu diversos cursos, tais como o OPM – Owner President Manager, na Harvard Business School e pós-graduação pela Kellogg School of Management de Chicago.

Já o senhor Ivo Marco Brum, diretor financeiro e de relações com investidores desde 2010, é graduado em Ciências Contábeis pela PUC/RS, possui MBA pela FGV, possui cursos pela Kellogg School of Management de Chicago. Já foi diretor administrativo e de compliance do grupo NSG Capital e está na companhia há 24 anos.

O senhor Gustavo Lunardi, diretor de compras e negócios de sementes que está na empresa desde 2009 (ex-diretor de operações), é graduado em Engenharia Agronômica pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), possui MBA pela ESPM e FGV, possui cursos pela Kellogg School of Management de Chicago. Antes da SLC foi diretor comercial na Societé de Manutention e Entrêposage de Grains, com sede em Lille, França, no setor de exportação de commodities agrícolas. Por fim, o senhor Leonardo Celini, diretor de operações desde 2021, já trabalhou com diversas grandes empresas do agronegócio, tendo sido diretor de produção da Scheffer. Está na companhia há 13 anos.

Portanto, a qualidade do quadro administrativo da SLC pode ser considerada muito competente para as atividades nas quais a empresa se propõe a fazer, com profissionais experientes, com boa formação e com um tempo relevante de atuação dentro da empresa (importante especialmente em termos de cultura da companhia).

A companhia conta ainda com um Conselho de Administração com 6 membros e um Conselho Fiscal (com 3 membros).

#### **4.15 Capacidade instalada e ociosa**

Uma maneira indireta de analisar a capacidade instalada da SLC Agrícola, que conta com uma grande quantidade de ativos de alto valor (os quais possuem um valor observável relativamente fácil de ser medido em termos de mercado), tais como terras e instalações (infraestrutura), é olhar para o valor de suas terras próprias e para o valor líquido de seus ativos (infraestrutura).

Para o valor das terras, a companhia conta com uma consultoria independente (Delloite Touche Tohmatsu Ltda.), que anualmente mensura o valor das terras da companhia. É possível observar na imagem abaixo a avaliação histórica de terras da SLC Agrícola, explicitando que a companhia possuía 201,398 hectares agricultáveis próprios em 2024 (o detalhamento de cada uma das fazendas e suas respectivas áreas totais será feito ainda neste tópico).

Figura 40 – Avaliação histórica de terras da SLC Agrícola

Avaliação de terras Delloite	[Unidade]	2021	2022	2023	2024
Valor das terras	[BRL]	<b>6,940,710,000</b>	<b>9,352,470,000</b>	<b>10,928,340,000</b>	<b>11,591,470,000</b>
Taxa de crescimento anual	[%]	75%	35%	17%	6%
Adição de terras agricultáveis + Reserva Legal	[ha]			<b>12,473.88</b>	-
Redução	[ha]			(852.00)	(9,545.00)
<b>Valor médio por hectare agricultável</b>	[BRL]	<b>35,693</b>	<b>48,229</b>	<b>52,895</b>	<b>57,555</b>
<b>Hectares agricultáveis próprios</b>	[ha]	<b>194,456</b>	<b>193,918</b>	<b>206,604</b>	<b>201,398</b>
Taxa de crescimento anual	[%]	NA	(0%)	7%	(3%)

Fonte: RI SLC Agrícola (2024) – [www.ri.slcagricola.com.br](http://www.ri.slcagricola.com.br), elaborado pelo autor

Para a análise do valor líquido dos ativos, foi utilizada a taxa de 11% de imposto para a venda de terras (taxa recomendada pela companhia e praticada no mercado brasileiro). Na imagem abaixo, que inclui, além das terras, as benfeitorias e instalações da SLC (escritórios, silos, galpões etc.) é possível perceber a valorização da capacidade instalada da empresa.

Figura 41 – Histórico de valor líquido dos ativos da SLC Agrícola

	[Unidade]	2021	2022	2023	2024
Fazendas SLC Agrícola	[BRL MM]	4,800	6,559	7,830	8,282
Fazendas SLC LandCo	[BRL MM]	1,360	2,164	1,919	2,054
<b>Valor total terras próprias</b>	<b>[BRL MM]</b>	<b>6,160</b>	<b>8,723</b>	<b>9,749</b>	<b>10,336</b>
Taxa de imposto considerada (venda fictícia)	[%]	11%	7%	11%	11%
Crédito relativo à prejuízo fiscal	[BRL MM]	-	441	321	217
<b>Infraestrutura (excl. terras)</b>	<b>[BRL MM]</b>	<b>1,138</b>	<b>1,684</b>	<b>2,189</b>	<b>2,230</b>
Contas a receber (excl. derivativos)	[BRL MM]	33	280	147	250
Estoques	[BRL MM]	1,121	2,862	3,472	2,728
Ativos biológicos	[BRL MM]	1,727	1,677	1,378	1,927
Caixa e aplicações financeiras	[BRL MM]	1,197	1,020	1,528	1,773
<b>Subtotal</b>	<b>[BRL MM]</b>	<b>11,376</b>	<b>16,687</b>	<b>18,784</b>	<b>19,461</b>
Fornecedores	[BRL MM]	379	901	1,179	762
Dívida relativa a compra de terras	[BRL MM]	-	-	161	166
Adiantamento de clientes	[BRL MM]	-	-	334	429
Dívida bruta ajustada pelo resultado das operações com derivativos	[BRL MM]	2,502	2,999	4,298	4,817
<b>Subtotal</b>	<b>[BRL MM]</b>	<b>2,881</b>	<b>3,900</b>	<b>5,972</b>	<b>6,174</b>
<b>Valor líquido dos ativos</b>	<b>[BRL MM]</b>	<b>8,495</b>	<b>12,787</b>	<b>12,812</b>	<b>13,287</b>
Ações	[#]	193,068,182	212,408,638	443,343,343	443,343,343
<b>Valor líquido dos ativos por ação</b>	<b>[BRL MM]</b>	<b>44,00</b>	<b>60,20</b>	<b>28,90</b>	<b>29,97</b>

Fonte: RI SLC Agrícola (2024) – [www.ri.slcaagrícola.com.br](http://www.ri.slcaagrícola.com.br), elaborado pelo autor

É possível perceber que o valor da infraestrutura da empresa aumentou em 96% no período, e, diferentemente do valor das terras, não foi causada pela valorização dos ativos já existentes, mas pela compra e construção de novas instalações.

Para uma visão mais detalhada acerca do portfólio de terras da empresa (a SLC operava 22 fazendas em 2024), tem-se a imagem abaixo, com o detalhe de que a área própria já inclui reservas legais e a SLC possui 81,23% da SLC LandCo (além disso, as áreas arrendadas também foram incluídas uma vez que a companhia possui instalações próprias nessas áreas também):

Figura 42 – Portfólio de terras da SLC Agrícola

Safra 2023/2024							
Fazenda	Estado	[Unidade]	Própria	SLC LandCo	Arrendada	Sociedades	
Pamplona	[ha]	GO e MG	18,063			7,438	
Pantanal	[ha]	MS				26,051	
Planalto	[ha]	MS	15,006			1,632	
Pampeira	[ha]	MT				18,036	
Piracema	[ha]	MT				10,654	
Pirapora	[ha]	MT				11,363	
Próspera	[ha]	MT				16,897	
Planorte	[ha]	MT	23,454				
Paiaguás	[ha]	MT	28,038			17,319	
Perdizes	[ha]	MT	28,847	13,276		4,360	
Pioneira	[ha]	MT				19,755	
Panorama	[ha]	BA		10,373		14,248	
Paladino	[ha]	BA				21,917	
Paysandu	[ha]	BA	18,715			21,815	
Piratini	[ha]	BA			25,355		
Palmares	[ha]	BA	16,190		858	15,474	
Parceiro	[ha]	BA	27,487		3,680	6,967	
Parnaíba	[ha]	MA	26,126			15,450	
Palmeira	[ha]	MA			10,200	18,229	
Planeste	[ha]	MA			23,041	18,209	
Parnaguá	[ha]	PI	19,237				
Paineira	[ha]	PI	12,031				
<b>Total</b>	<b>[ha]</b>		<b>233,194</b>	<b>86,783</b>	<b>224,142</b>	<b>41,672</b>	

Fonte: RI SLC Agrícola (2024) – [www.ri.slcaagrícola.com.br](http://www.ri.slcaagrícola.com.br), elaborado pelo autor

É importante destacar que a empresa, em acordo com as normas rígidas normas ambientais, possuía 112,7 mil hectares de Reserva Legal e Áreas de Proteção Permanente (APPs), distribuídas entre as terras próprias da companhia.

Ainda sobre a capacidade instalada da empresa, a SLC conta com 20 modernas unidades de recebimento de grãos (com infraestrutura para segregação e armazenagem, com temperatura e aeração controladas).

O armazenamento total da companhia é em torno de 1,028,220 toneladas de grãos e 190,000 toneladas de algodão, que, assim como explicado na análise setorial, conferem uma grande vantagem competitiva para a empresa em relação aos concorrentes. O parque de máquinas da empresa e sua capacidade de armazenamento podem ser melhor analisados na figura abaixo:

**Figura 43 – Histórico de parque de máquinas e capacidade de armazenamento da SLC Agrícola (em toneladas e quantidade)**

Parque de máquinas e capacidade de armazenagem	[Unidade]	2021	2022	2023
Grãos	[ton]	1.054.920	1.054.920	1.028.220
Percentual da produção <sup>10</sup>	[%]	61%	43%	56%
Algodão	[%]	190.447	190.447	190.447
Percentual da produção <sup>10</sup>	[ton]	72%	62%	52%
Maquinário (quantidade)	[Unidade]	2021	2022	2023
Tratores	[#]	350	338	329
Colheitadeiras de grãos	[#]	217	254	258
Colheitadeiras de algodão	[#]	103	127	126
Plantadeiras	[#]	297	276	272
Pulverizadores autopropelidos	[#]	206	200	207

Fonte: RI SLC Agrícola (2024) – [www.ri.slcagricola.com.br](http://www.ri.slcagricola.com.br), elaborado pelo autor

#### **4.16 Análise dos investimentos da empresa**

Uma das formas mais palpáveis de se analisar os investimentos feitos pela SLC Agrícola (uso de seu capital) está na avaliação do valor de suas terras ao longo do tempo.

É possível notar na imagem abaixo que, considerando as “mesmas fazendas” (ou seja, aquelas que a SLC possui em seu portfólio no momento de seu IPO, em 2007), a valorização do valor desses ativos foi de aproximadamente 850% no período, o que indica que a empresa utilizou e investiu bem seu capital (ainda mais quando comparado com o desempenho do CDI acumulado do período descontado do Imposto de Renda). É importante ressaltar que os valores apresentados são baseados nas avaliações independentes da Delloite, como já explicado anteriormente no trabalho.

Figura 44 – Evolução do portfólio de terras da SLC (em milhões de reais)



Fonte: RI SLC Agrícola (2024) – [www.ri.slcagricola.com.br](http://www.ri.slcagricola.com.br), elaborado pelo autor

#### 4.17 Análise ESG

Para a análise ESG da companhia, optou-se por elencar os principais projetos da SLC voltados para questões sustentáveis (tanto nos quesitos ambientais, quanto sociais e de governança), com informações que podem ser encontradas no último Relatório Integrado<sup>30</sup> da empresa.

- **Gestão ambiental com foco em dados e indicadores mensuráveis:** De acordo com a administração da SLC, o cuidado com o meio ambiente e com as terras da companhia é essencial para a manutenção das atividades econômicas no longo prazo, uma vez que a produção da empresa depende da qualidade de seus solos. A gestão da performance ambiental da empresa é direcionada na obtenção de dados e indicadores quantificáveis (e não apenas qualitativos), para uma maior objetividade e avaliação. A SLC publica todos os seus dados de consumo de água, de geração de resíduos (da destinação deles também), consumo de combustíveis e energia consumida, atestando o compromisso da empresa com a transparência dos dados para uma melhor gestão ambiental.

<sup>30</sup> Relatório Integrado 2023

- **Política de desmatamento zero:** A SLC possui mais de 112 mil hectares de mata nativa preservada (o que corresponde a 35,2% das terras da empresa) e estipulou uma política em 2021 de não desmatar terras com vegetação nativa para expansão das operações agrícolas. O percentual de terras preservadas é maior do que o exigido em legislação (20% para o bioma do Cerrado). 14 fazendas da empresa são certificadas pela Norma 14001 e são avaliadas por auditores independentes. A empresa conta com várias certificações em suas linhas de negócio (no caso da soja e do milho, é a maior empresa do mundo com o certificado RTRS, no caso do algodão, a SLC possui o certificado BCI, de rastreabilidade do algodão). É importante destacar que toda a comercialização é feita com base na produção própria (a empresa não funciona como revendedora ou intermediária de terceiros para a venda de commodities).
- **Agricultura regenerativa:** A empresa possui duas fazendas com certificação RENEAGRI (sendo a maior área certificada em soja e algodão das Américas). Esse método visa conservar e proteger o solo, por meio da preservação da biodiversidade de micro-organismos e redução no uso de fertilizantes e defensivos químicos (agricultura de baixo impacto), com técnicas como: plantio direto, biodefensivos, aplicação localizada de produtos. O uso de biodefensivos já representa 15% (considerando a safra 2022/2023) do pacote de defensivos da empresa, que conta também com 15 biofábricas em suas fazendas para a fabricação de defensivos naturais. Outra técnica utilizada é o cultivo de plantas de cobertura em áreas em que a 2ª safra não é viável (uso para proteção do solo).
- **Utilização racional de água:** Da área plantada da companhia, 96,2% são lavouras de sequeiro (sem irrigação, dependentes do regime de chuvas). A companhia possui inúmeros softwares e ferramentas para a maximizar a aplicação de água nos 3,8% de área irrigada (e divulga seus números de consumo, como já explicado anteriormente).
- **Enriquecimento florestal:** A SLC Agrícola possui um projeto de formação de florestas em suas fazendas, dos quais 535 hectares já foram beneficiados (mais de 16,000 mudas de árvores nativas do Cerrado já foram plantadas nas fazendas da empresa). No mesmo contexto do reflorestamento, a SLC conta com 3.962 hectares de Integração Lavoura-Pecuária (ILP), com aumento da fixação de carbono no solo. Além desse sistema a empresa conta ainda com a Integração Lavoura-Pecuária-Floresta (ILPF), com 300 hectares nessa modalidade.

- **Gestão de pessoas:** Assim como no âmbito ambiental, a companhia trata a gestão de seus funcionários com seriedade, uma vez que a SLC possui 5,757 empregados fixos que dependem do sucesso da empresa. Uma das principais abordagens é o desenvolvimento de seus funcionários por meio de treinamentos concedidos pela empresa e por terceiros. Por exemplo, a companhia estabeleceu a meta de possuir 100% de seus empregados com Ensino Fundamental completo até 2028 com o programa Educação de Jovens e Adultos (mais de 1,4 mil colaboradores da SLC já haviam participado do programa). Seus colaboradores possuem em média 60 horas de treinamento. A companhia divulga para o mercado inúmeros dados sobre sua força produtiva, como distribuição por região, gênero, tipo de contrato, faixa etária, média de horas de capacitação. Outro destaque é que a empresa foi considerada pelo quarto ano consecutivo (de acordo com ranking GPTW) entre as melhores empresas do agronegócio para se trabalhar.
- **Governança:** Uma medida para incentivar a implantação das medidas ambientais e sociais por parte da empresa foi o estabelecimento de 6,3% da remuneração da diretoria atrelada ao cumprimento das metas. Outro destaque de governança é a presença da empresa no Novo Mercado, que exige o mais alto nível de governança corporativa.

Por fim, a companhia foi citada em 2024 em um relatório da ONG britânica Earthsight<sup>31</sup> acerca de desmatamento e grilagem. A ONG afirma que a empresa está ajudando com a destruição do bioma do Cerrado e que as terras da empresa perderam 40 mil hectares de vegetação nativa nos últimos anos. Do lado da SLC, a empresa, por meio de um comunicado legal, afirmou que segue toda a legislação ambiental brasileira de forma rígida e não transgrediu leis (evidenciando também que a responsabilidade da preservação das áreas de reserva legal e de preservação permanente são de responsabilidade do dono das terras e não do arrendatário). Sobre as multas conferidas a empresa, a SLC afirma que recorreu da decisão e aguarda tramitação.

#### **4.18 Possíveis frentes alternativas de expansão no futuro**

Existem inúmeras frentes de expansão alternativas para a SLC para os próximos anos, ou seja, aquelas que não se enquadram na expansão baseada em novos arrendamentos, como

---

<sup>31</sup> Earthsight

impõe a diretriz atual da empresa, nem simplesmente em estratégias que visam aumentar a produtividade das plantações. Porém a análise será feita apenas sobre as quais o autor considera que sejam mais factíveis, tanto pelo histórico e perfil da companhia, quanto pelas condições e previsões de mercado (sem ordem de probabilidade):

- **Retomada da estratégia de compra de terras:** Com a queda do preço das commodities, muitos agricultores podem acabar pressionados a pagarem suas dívidas de curto prazo e estarem dispostos a vender parte de suas terras a preços descontados, o que pode vir a ser uma oportunidade para a SLC aumentar sua área própria de terras em regiões que possuam sinergias com suas fazendas.
- **Diversificação internacional:** Assim como fez uma das concorrentes da SLC, o Grupo Scheffer (que realizou investimentos em terras na Colômbia), a companhia pode optar por aumentar sua diversificação e diminuir o risco político ao investir em outros países da América do Sul (como na Bolívia ou na Paraguai, que possuem preços de terra mais baixos que o Brasil).
- **Verticalização em certas linhas de produto:** A companhia pode ainda verticalizar a cadeia de alguns de seus produtos, como para a produção de etanol com o milho (comum nos EUA). Dessa forma a SLC teria grande acesso à matéria-prima, por ser uma das maiores produtoras de milho do país.
- **Diversificação para outras culturas:** Outra possível expansão seria a expansão para outras culturas, como para a citricultura (como a laranja e o limão, que estão se expandindo cada vez mais para o Centro Oeste do país, por investimentos de grandes empresas como a Cutrale<sup>32</sup>). Tal estratégia diversificaria o portfólio da empresa deixando-a menos propensa a oscilações nos preços de poucas commodities.
- **Investimentos em transportes:** Por fim, a companhia pode ainda investir em infraestrutura de transportes (como ferrovias, infraestrutura de caminhões, etc), com a finalidade de ter mais controle sobre o escoamento de seus produtos (final da cadeia) e abaixar os custos de frete.
- **Investimentos em startups:** Por meio da SLC Ventures (braço da SLC voltado à aceleração e ao investimento em empresas inovadoras), a empresa pode ajudar no desenvolvimento de novos produtos que além de ajudarem na produção própria podem possivelmente serem revendidos para terceiros (caso a SLC tenha uma parte do capital

---

<sup>32</sup> Forbes

dessas empresas por meio de um investimento precoce, pode se beneficiar do crescimento).

## 5 PROJEÇÕES

A avaliação de do valor justo de mercado da empresa foi realizado de acordo com o método de fluxo de caixa descontado, como proposto no início do trabalho. A ausência de uma avaliação por múltiplos de mercado se deve à falta de empresas comparáveis no Brasil com a SLC Agrícola. As outras empresas agrícolas abertas em bolsa não possuem o mesmo foco na produção de commodities e suas concorrentes diretas (por exemplo, Amaggi, Bom Futuro e Grupo Scheffer) são empresas privadas não abertas em bolsa. Antigamente, existia uma concorrente aberta em bolsa no país, a Terra Santa, mas ela foi comprada pela SLC em 2021<sup>33</sup>. O múltiplo de avaliação de tal transação também não deve ser tomado como base para a SLC Agrícola, uma vez que se deu durante a pandemia (em que os preços agrícolas passaram por anormalidades) e principalmente pela disputa judicial envolvendo acionistas minoritários contra os antigos controladores da Terra Santa, em que os primeiros afirmam que a empresa foi vendida por motivos pessoais e abaixo de seu valor justo<sup>34</sup>. Dessa maneira, a avaliação da SLC foi baseada apenas no método de DCF.

### 5.1 Projeção das terras da SLC Agrícola

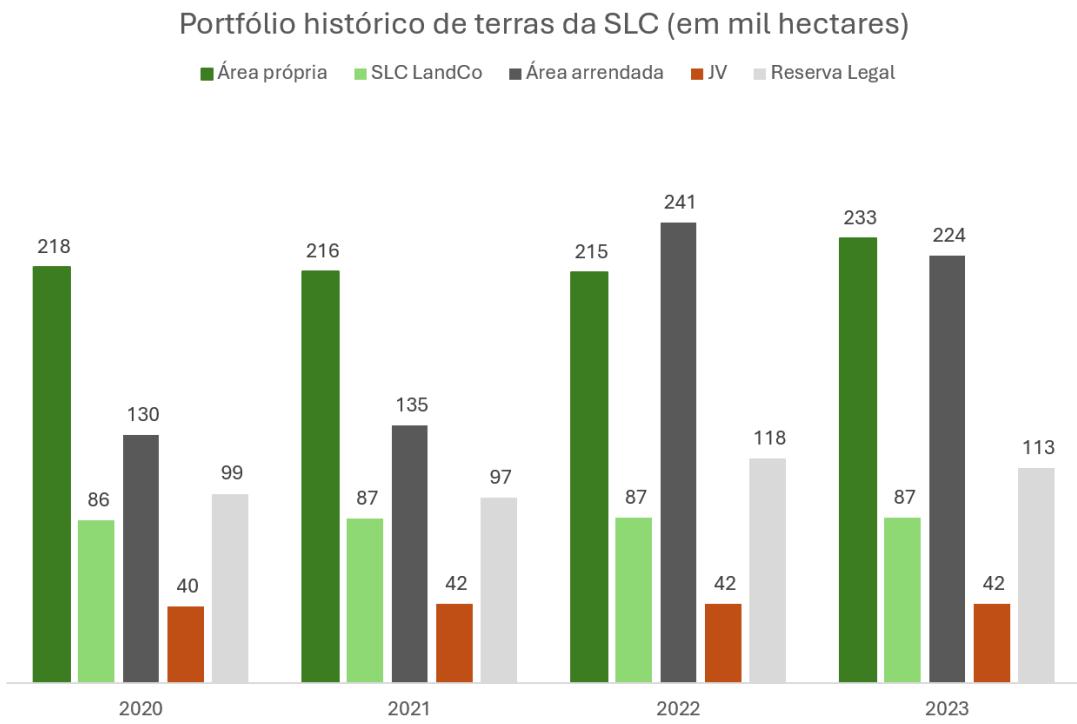
O modelo financeiro da empresa é sustentado principalmente pelas premissas que dizem respeito ao tamanho da área plantada pela SLC. Para isso, foram feitas projeções para cada um dos tipos de terra em que a companhia opera: áreas próprias, áreas da SLC LandCo, terras arrendadas e áreas de joint-ventures (também foi considerada a parcela referente às Reservas Ambientais e áreas de APP). Para os últimos dois anos de operação da companhia, o portfólio de terras pode assim ser representado:

Figura 45 – Portfólio histórico de terras da SLC (em mil hectares)

---

<sup>33</sup> Exame

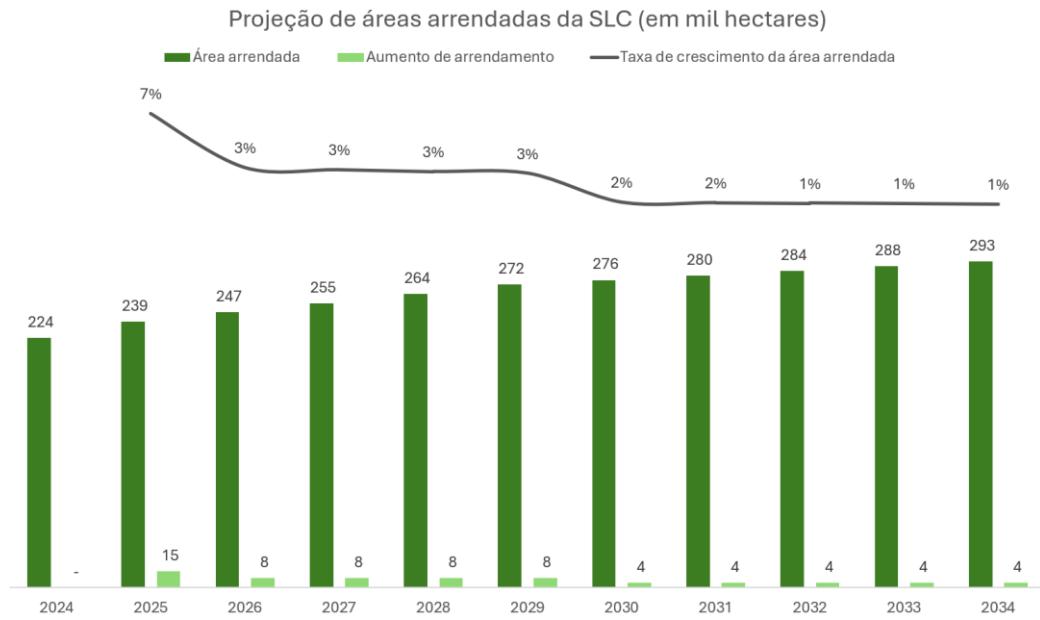
<sup>34</sup> AG Feed



Fonte: RI SLC Agrícola (2024) – [www.ri.slcagricola.com.br](http://www.ri.slcagricola.com.br), elaborado pelo autor

Com base no histórico, foi feita a projeção futura de portfólio de terras da SLC Agrícola, com crescimento focado no aumento dos arrendamentos, em linha com a atual estratégia da empresa (dessa forma, não foi estimado um incremento de terras próprias (o aumento referente às joint-ventures já foi anunciado pela SLC para os próximos anos e, por isso, são considerados). Em relação ao aumento do arrendamento em si, a projeção se inicia no ano de 2026, uma vez que a própria empresa disponibiliza as expectativas de arrendamento até 2025. A partir de 2026, é estimado que a SLC irá apresentar um aumento de áreas arrendadas de acordo com a média histórica de aumento/diminuição dos anos de 2017 até 2021 (2022 e 2023 são desconsiderados devido à compra da Terra Santa Agrícola pela empresa, que distorceu o histórico de arrendamento). O número obtido foi de um aumento de 8.288 hectares arrendados por ano. Esse valor é mantido até 2029, onde depois é diminuído pela metade, para 4.144 hectares de aumento por ano (devido à expectativa de menor crescimento da empresa após esse ano, até o último ano projetado, 2034).

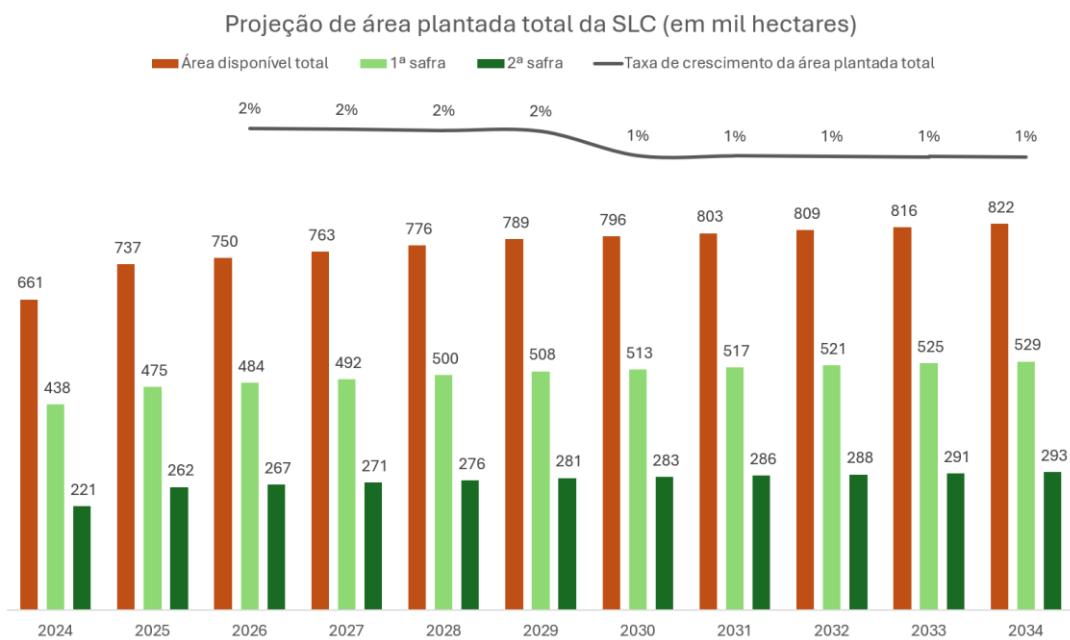
Figura 46 – Projeção de áreas arrendadas da SLC (em mil hectares)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Logo, foi possível obter qual a área disponível para o plantio em primeira e segunda safra (levando em conta como premissa futura o valor histórico de utilização de 58% da área total arrendada disponível com possibilidade de plantio de segunda safra). Assim, foi possível obter a área disponível total para a empresa até o ano de 2034, com a manutenção das áreas próprias, áreas da LandCo e de joint-ventures, como pode ser verificado na imagem abaixo:

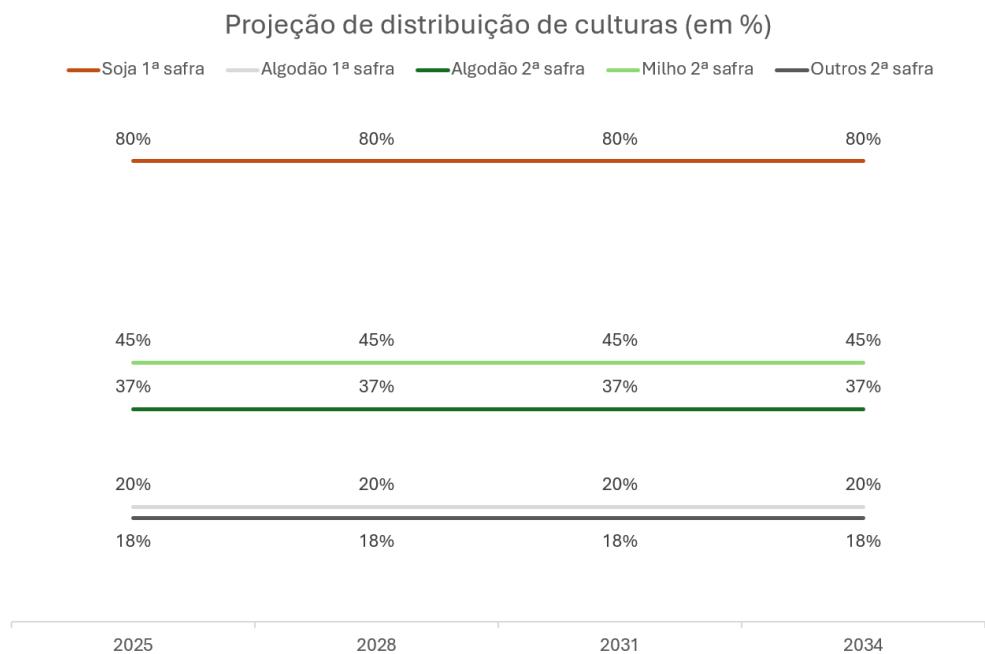
**Figura 47 – Projeção de área disponível total da SLC (em mil hectares)**



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Com a estimativa das áreas totais disponíveis, foi projetada a distribuição das áreas por cultura (entre soja, algodão e milho). A cultura de milho foi considerada apenas na modalidade de segunda safra, assim como no histórico da empresa. Já a soja foi considerada apenas como plantio em primeira safra. Por fim, o algodão foi projetado em ambas as safras. A empresa possui como diretriz a melhor distribuição de suas terras entre tais culturas, com a finalidade de gerar mais retorno para os acionistas, enquanto considera riscos inerentes a cada uma das culturas. Dessa forma, foi utilizado como premissa de distribuição de culturas até 2034 o valor projetado pela empresa para a safra 2024/25. Assim, o percentual de soja sobre a área de 1<sup>a</sup> safra foi de 80% e de algodão 1<sup>a</sup> safra de 20%. Já para a 2<sup>a</sup> safra, a área de algodão foi de 37% e de milho foi de 45% (os restantes 18% foram considerados como outras culturas, podendo ser inclusive áreas de cobertura). Tal premissa pode ser verificada na imagem abaixo:

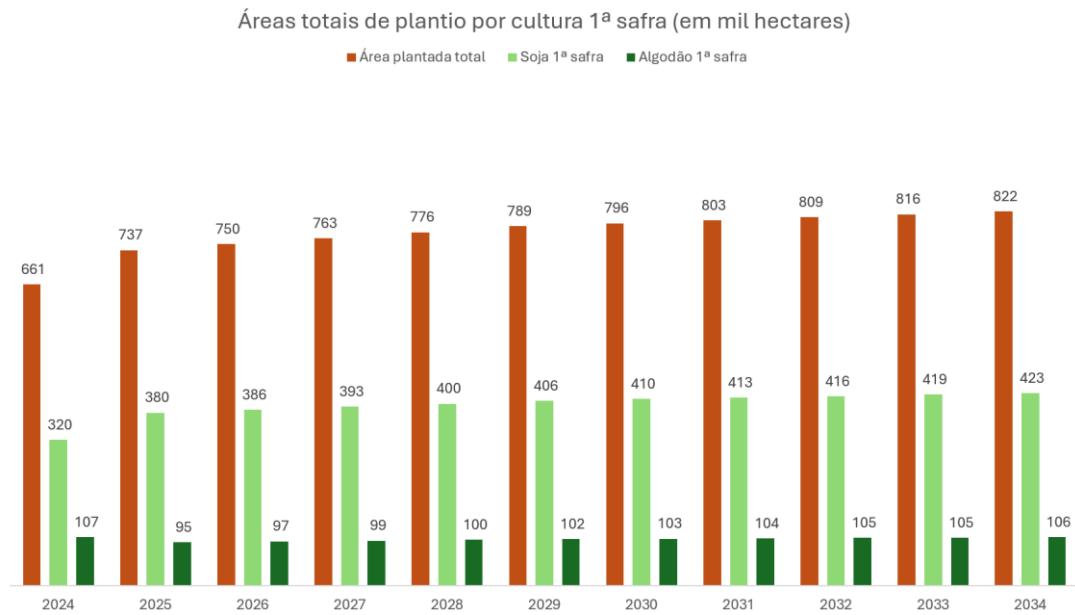
Figura 48 – Projeção de distribuição de culturas (em %)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

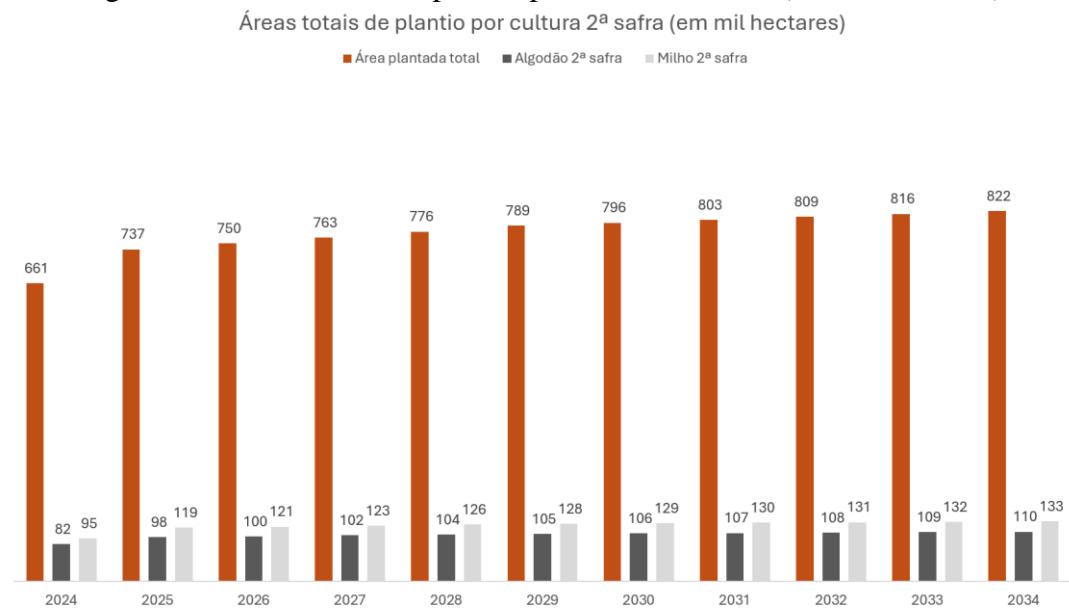
Logo, foi multiplicada a distribuição das culturas pelas áreas de terra disponíveis, obtendo as áreas totais de plantio por cultura.

Figura 49 – Áreas totais de plantio por cultura 1<sup>a</sup> safra (em mil hectares)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Figura 50 – Áreas totais de plantio por cultura 2<sup>a</sup> safra (em mil hectares)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

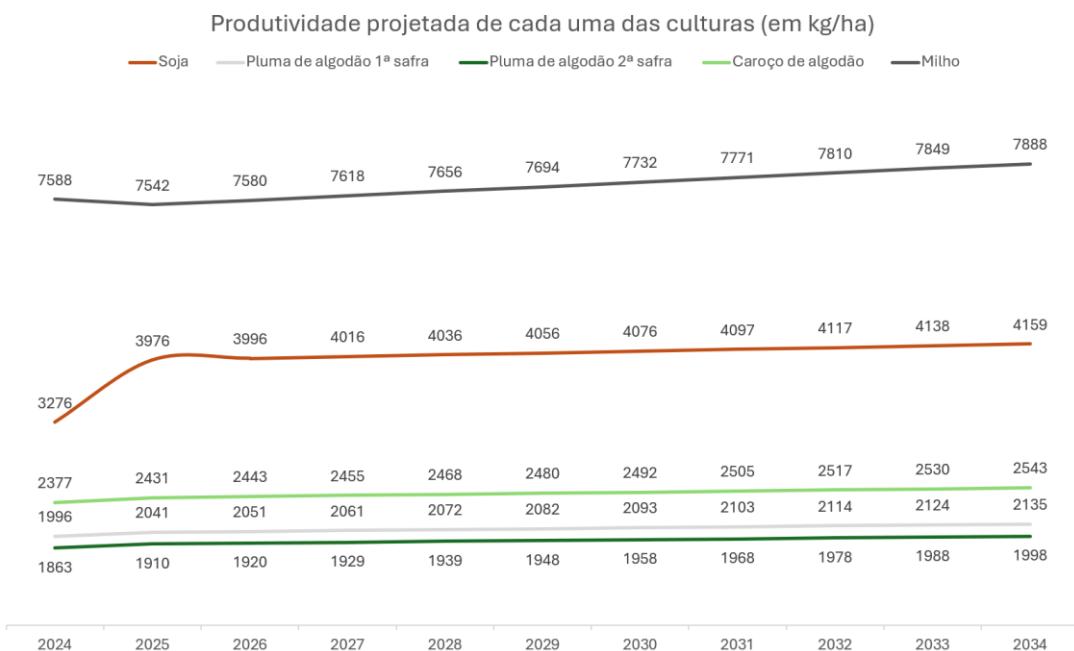
## 5.2 Projeção de receita da SLC Agrícola

Uma vez de posse com as projeções de área plantada de cada uma das culturas até 2034 por parte da SLC Agrícola, foi estimada a produtividade de cada uma delas para a obtenção da produção total de cada uma das commodities. É importante ressaltar que as áreas dedicadas a outras culturas (sem ser a soja, algodão e milho) foram desconsideradas para o cálculo da

receita, uma vez que a SLC não divulga suas projeções para tais áreas (nem sequer o que irá plantar nessas terras e muito menos a produtividade esperada). Essa premissa é razoável uma vez que essas áreas não são destinadas ao ganho de receita propriamente dito, mas sim a proteção da terra em locais onde não é possível realizar a modalidade 2<sup>a</sup> safra das três culturas foco da empresa.

A premissa do aumento de produtividade no longo prazo foi de 0,5% para as culturas. Tal valor foi obtido a partir de conversas com especialistas do mercado para tais commodities e é considerado conservador quando comparado com o histórico dos últimos 30 anos do Brasil, como já mostrado na análise setorial. Assim, a partir do último valor projetado para a safra de 2024/25 pela SLC Agrícola (já recuperado dos efeitos do El Niño, que afetou a produção da safra 2023/24).

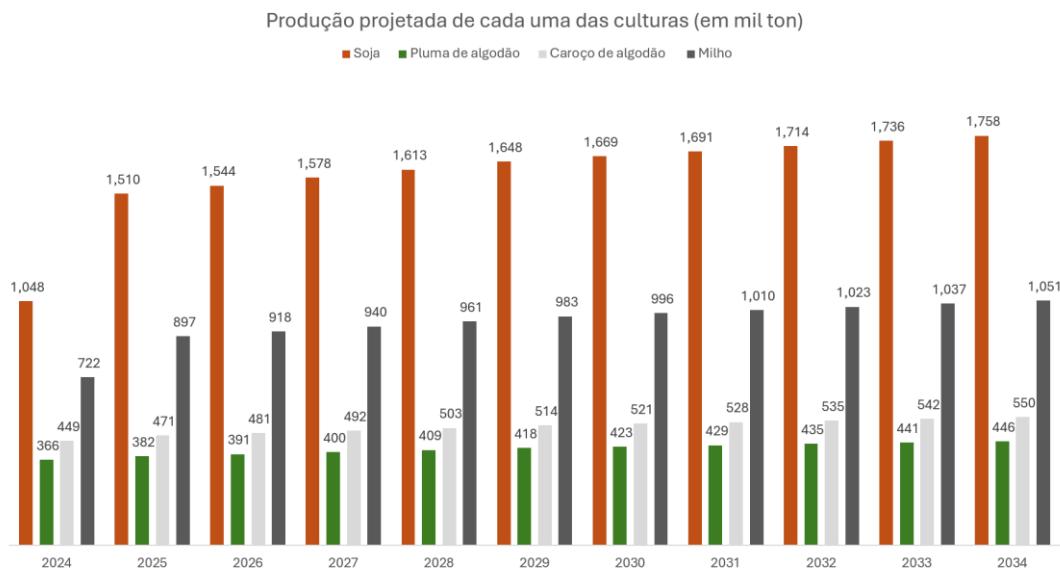
Figura 51 – Produtividade projetada de cada uma das culturas (em kg/ha)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Assim, ao multiplicar a produtividade pelas áreas projetadas plantadas foi possível obter a produção total em toneladas para cada uma das culturas, como pode ser observado no gráfico abaixo:

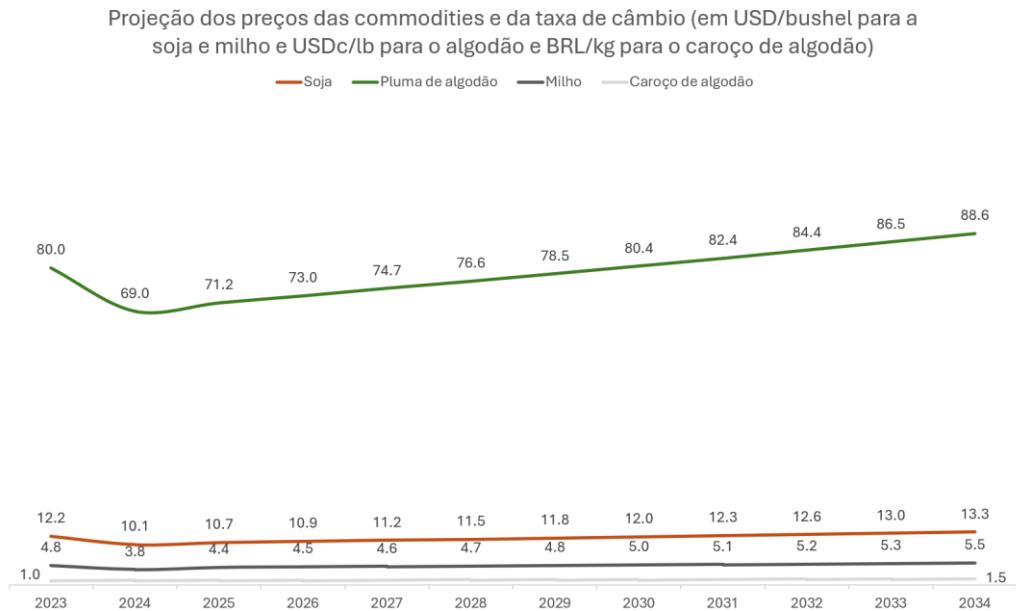
Figura 52 – Produção projetada de cada uma das culturas (em mil ton)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Portanto, para obter a receita gerada para a companhia com tais commodities, foi necessário a projeção dos preços das commodities e da conversão para o câmbio brasileiro (Real). Para isso, a premissa foi a de que os preços desses produtos iriam aumentar de acordo com a taxa de inflação dos Estados Unidos, CPI, uma vez que essas commodities são negociadas em dólares e os preços são globalizados, além do fato da SLC vender seus produtos em dólar para o mercado externo. Para os valores de taxas de câmbio, foram utilizadas as premissas de longo prazo do Itaú BBA (disponíveis na internet), assim como para os valores do CPI. Já para o caroço de algodão, foi considerada a taxa de inflação nacional para sua projeção, uma vez que esse produto é majoritariamente vendido no mercado interno. Dessa forma, pode-se observar no gráfico abaixo o preço das commodities projetado.

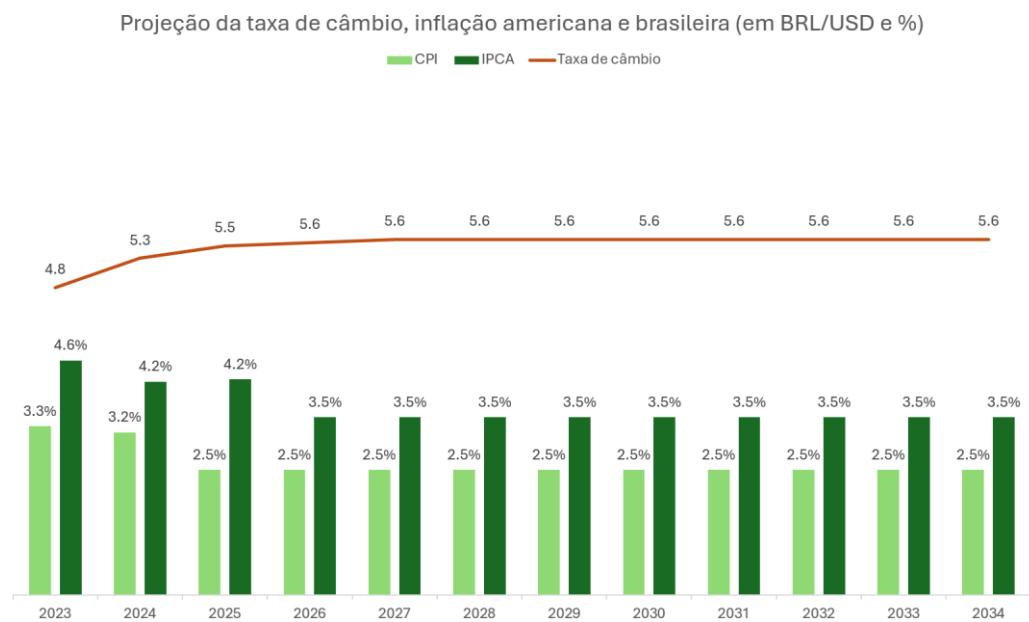
Figura 53 – Projeção dos preços das commodities e da taxa de câmbio (em USD/bushel para a soja e milho e USDC/lb para o algodão e BRL/kg para o caroço de algodão)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

No gráfico abaixo, é possível observar a taxa de câmbio considerada como premissa, além da inflação americana (CPI) e da brasileira (IPCA).

Figura 54 – Projeção da taxa de câmbio, inflação americana e brasileira (em BRL/USD e %)

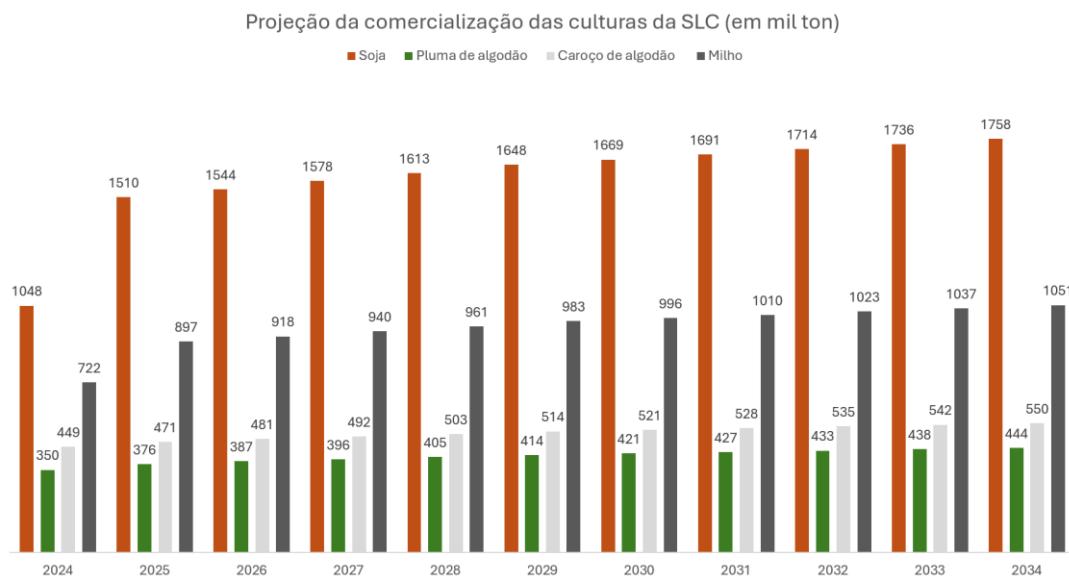


Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Por fim, para a obtenção da receita, foi necessária a projeção a respeito da comercialização dos produtos, dado que, como já explicado na análise setorial, uma das

vantagens competitivas da SLC Agrícola é sua capacidade de armazenagem. Essa característica permite que a empresa atrasse a venda de sua produção para capturar expectativas de maiores preços no futuro. Assim, esse atraso foi apenas considerado para o algodão, uma vez que os valores históricos de comercialização dessa cultura estavam disponíveis (historicamente a SLC, para o algodão, em média, vende 60% de sua produção no mesmo ano e 40% no ano seguinte). As premissas de comercialização podem ser analisadas no gráfico abaixo.

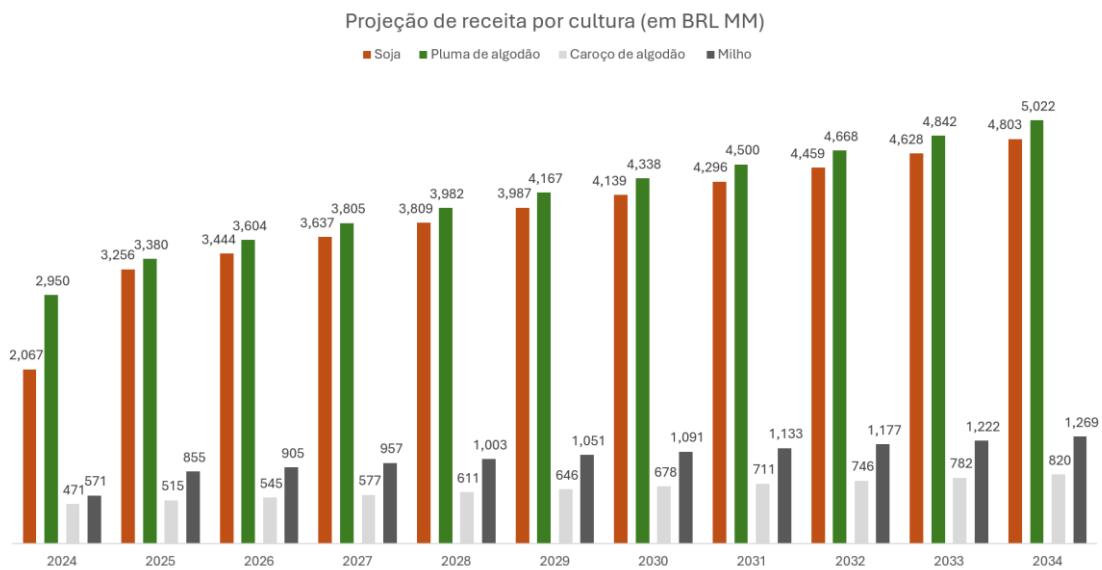
Figura 55 – Projeção da comercialização das culturas da SLC (em mil ton)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

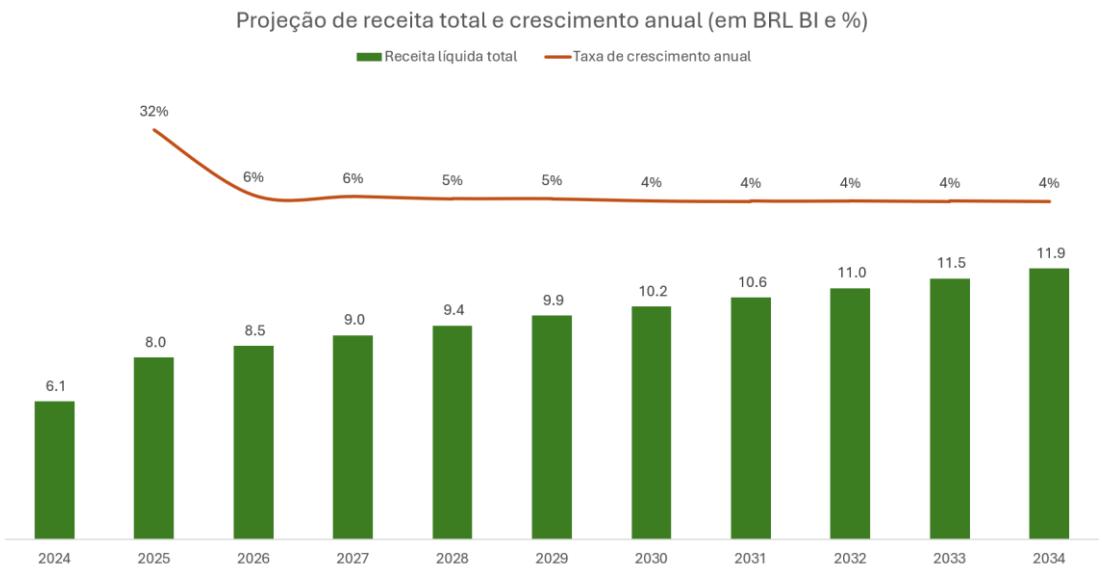
Portanto, de posse de todos esses dados, foi possível obter a receita de cada uma das culturas para a SLC Agrícola, além de sua receita total, como pode ser observado nos gráficos abaixo.

Figura 56 – Projeção de receita por cultura (em BRL MM)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Figura 57 – Projeção de receita total e crescimento anual (em BRL BI e %)

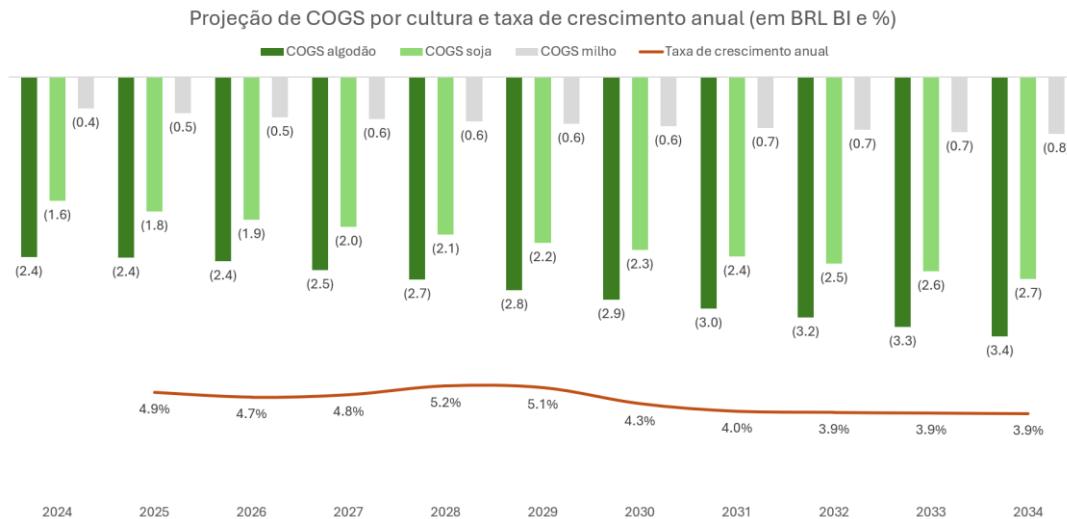


Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

### 5.3 Projeção de COGS

A projeção de COGS para a SLC Agrícola foi dividida em suas três principais culturas: soja, milho e algodão. Os valores totais de COGS de cada uma delas podem ser observados nos gráficos abaixo.

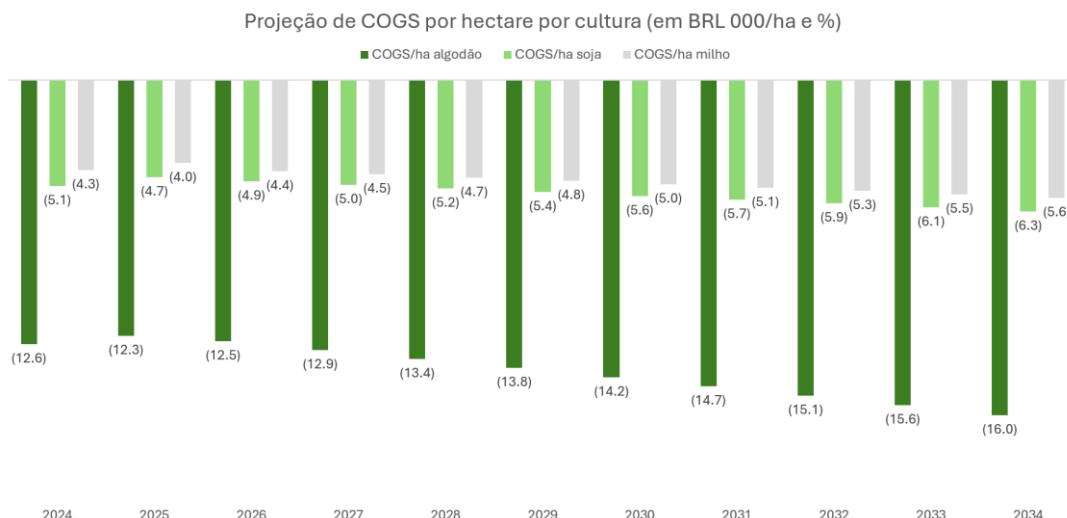
Figura 58 – Projeção de COGS por cultura e taxa de crescimento anual (em BRL BI e %)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Para a obtenção desses valores totais foi necessário projetar o custo estimado por hectare de cada uma das culturas e depois multiplicar pela área projetada de plantio de cada uma delas (conforme estimativa já comentada anteriormente). No gráfico abaixo pode-se analisar os valores de custo por hectare de cada uma das culturas.

Figura 59 – Projeção de COGS por hectare por cultura (em BRL 000/ha e %)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

A obtenção desses dados de custo por hectare foi feita a partir da distribuição de custos percentuais oferecidas pela própria SLC, como pode ser observado nas imagens abaixo. Depois, de posse do custo total por cultura, foi possível realizar a multiplicação entre esses dados e assim obter os valores absolutos por linhas de custo para cada uma das culturas.

Figura 60 – Distribuição percentual dos custos para o algodão (em %)

Distribuição dos custos para o algodão		2021/22	2022/23
Sementes	[%]	11%	9%
Fertilizantes	[%]	26%	25%
Defensivos	[%]	20%	24%
Pulverização aérea	[%]	2%	2%
Combustíveis e lubrificantes	[%]	4%	4%
Mão-de-obra	[%]	1%	1%
Beneficiamento	[%]	8%	9%
Manutenção de máquinas e implementos	[%]	4%	4%
Outros	[%]	6%	6%
Custos variáveis	[%]	82%	83%
 Mão-de-obra	[%]	7%	6%
Depreciações e amortizações	[%]	4%	4%
Depreciação do direito de uso - arrendamentos	[%]	5%	5%
Outros	[%]	2%	3%
Custos fixos	[%]	19%	17%
 Total	[%]	100%	100%

Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Figura 61 – Distribuição percentual dos custos para a soja (em %)

Distribuição dos custos para a soja		2021/22	2022/23
Sementes	[%]	16%	12%
Fertilizantes	[%]	19%	15%
Defensivos	[%]	21%	19%
Pulverização aérea	[%]	1%	2%
Combustíveis e lubrificantes	[%]	5%	5%
Mão-de-obra	[%]	1%	1%
Beneficiamento	[%]	2%	4%
Manutenção de máquinas e implementos	[%]	4%	4%
Outros	[%]	8%	15%
Custos variáveis	[%]	77%	75%
 Mão-de-obra	[%]	8%	8%
Depreciações e amortizações	[%]	6%	6%
Depreciação do direito de uso - arrendamentos	[%]	7%	9%
Outros	[%]	3%	3%
Custos fixos	[%]	23%	25%
 Total	[%]	100%	100%

Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

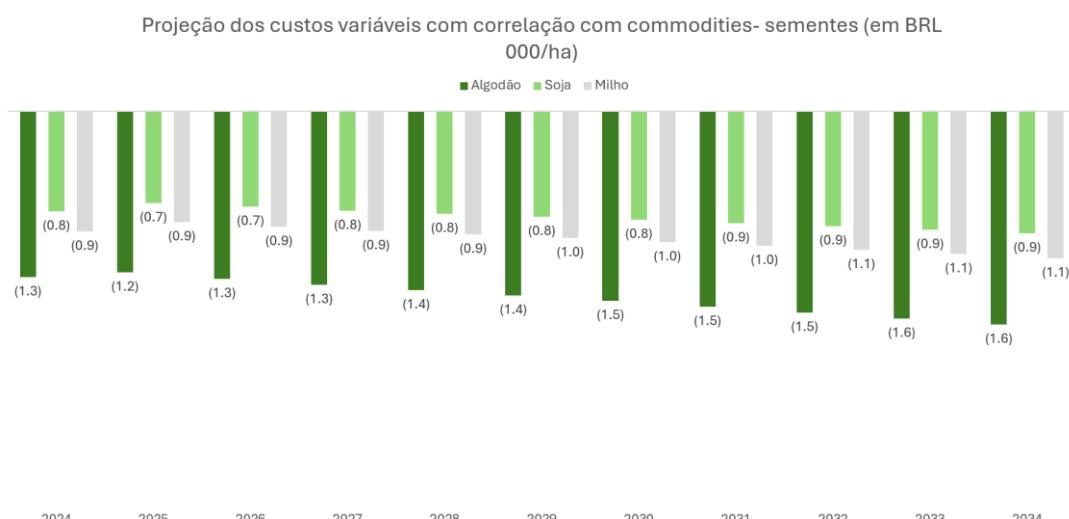
Figura 62 – Distribuição percentual dos custos para o milho (em %)

* Distribuição dos custos para o milho	2021/22	2022/23
Sementes	16%	18%
Fertilizantes	19%	37%
Defensivos	21%	13%
Pulverização aérea	1%	1%
Combustíveis e lubrificantes	5%	5%
Mão-de-obra	1%	0%
Beneficiamento	2%	2%
Manutenção de máquinas e implementos	4%	3%
Outros	8%	3%
<b>Custos variáveis</b>	<b>77%</b>	<b>82%</b>
 Mão-de-obra	8%	6%
Depreciações e amortizações	6%	4%
Depreciação do direito de uso - arrendamentos	7%	6%
Outros	3%	2%
<b>Custos fixos</b>	<b>23%</b>	<b>18%</b>
 <b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

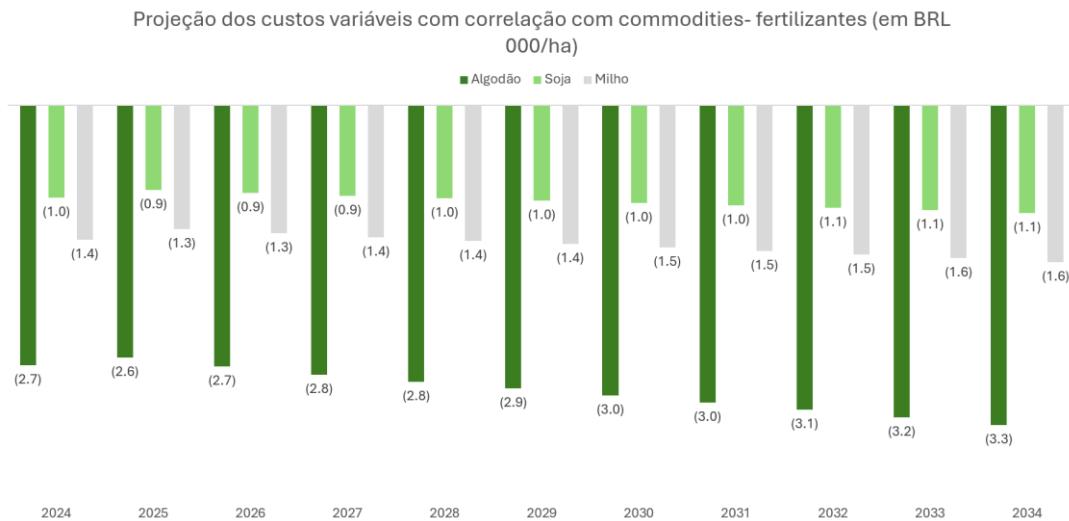
Assim, para as projeções, os custos foram classificados da seguinte forma: custos variáveis com correlação com o preço das commodities, custos variáveis com correlação com o IPCA, custos variáveis com correlação com o CPI e, finalmente, em custos fixos correlacionados com o IPCA. A partir dessa divisão, cada uma das linhas de custos das imagens acima foi projetada com base em suas respectivas correlações (por exemplo, os custos por hectare correlacionados com o IPCA foram aumentados de acordo com a premissa de IPCA utilizada). Esse racional foi utilizado para cada uma das culturas. Abaixo estão os cálculos citados para as linhas de custo relacionadas aos preços das commodities.

Figura 63 – Projeção dos custos variáveis com correlação com commodities - sementes (em BRL 000/ha)



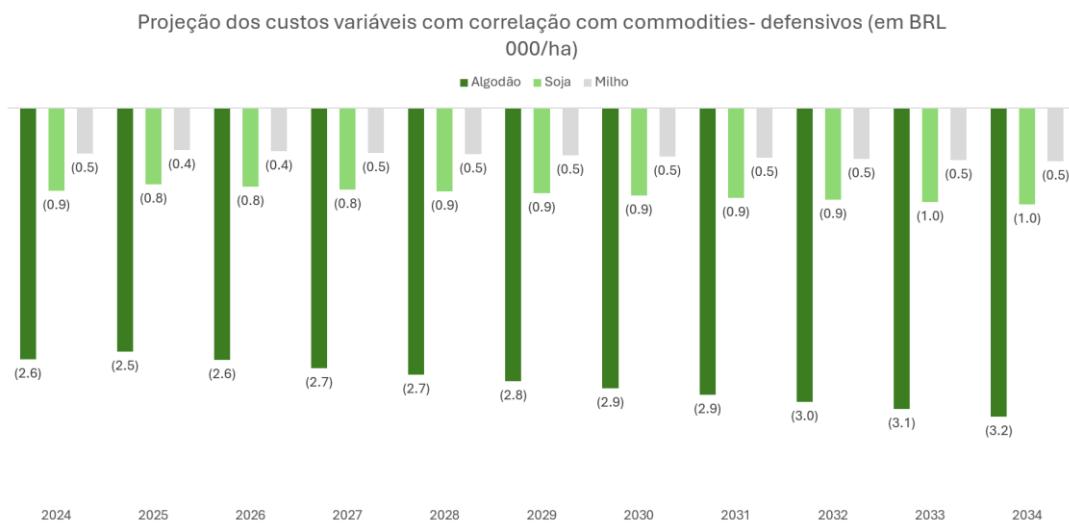
Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Figura 64 – Projeção dos custos variáveis com correlação com commodities - fertilizantes (em BRL 000/ha)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

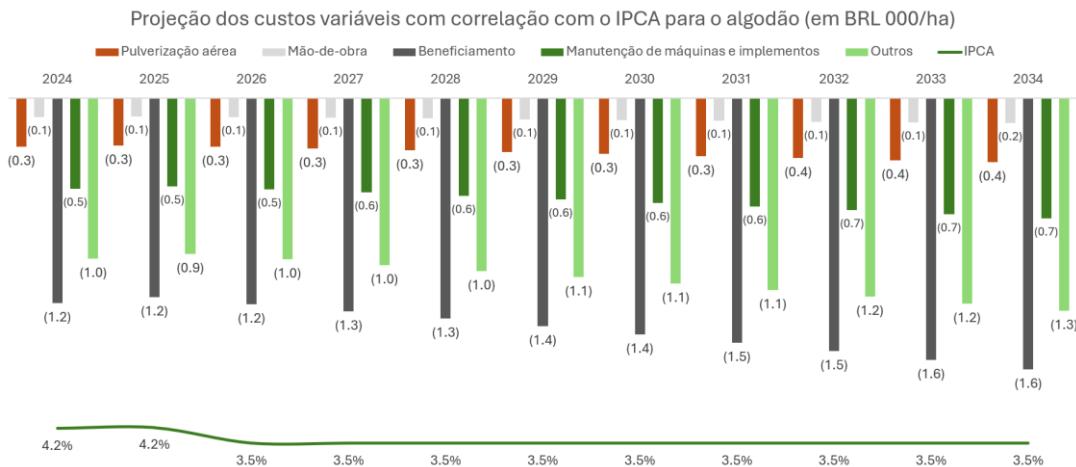
Figura 65 – Projeção dos custos variáveis com correlação com commodities - defensivos (em BRL 000/ha)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

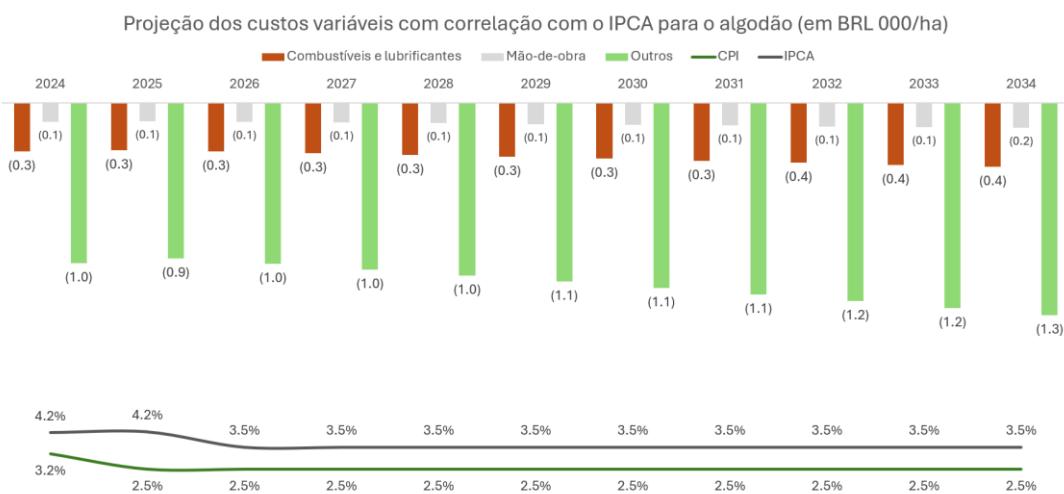
Para as outras linhas de custo, por questão de organização, serão explicitadas aqui apenas as linhas relacionadas ao algodão, porém os cálculos foram também realizados para a soja e para o milho.

Figura 66 – Projeção dos custos variáveis com correlação com o IPCA para o algodão (em BRL 000/ha)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Figura 67 – Projeção dos combustíveis e lubrificantes com correlação com o CPI e custos fixos correlacionados com o IPCA para o algodão (em BRL 000/ha)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

#### 5.4 Projeção de SG&A e resultado financeiro

A projeção de SG&A foi separada em duas, uma para as despesas com vendas e outra para as despesas gerais e administrativas. A partir do valor histórico de percentual da receita

líquida para cada um dos itens desses dois tópicos, foi estimado que tal representatividade seria mantida até 2034 (premissa razoável, considerando que o valor histórico dos últimos anos se manteve estável), como pode ser observado nas imagens abaixo.

Figura 68 – Projeção de despesas com vendas (em BRL 000 e %)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>Despesas com vendas</b>	[BRL 000] <b>(386,836)</b>	[BRL 000] <b>(323,908)</b>	[BRL 000] <b>(428,524)</b>	[BRL 000] <b>(455,059)</b>	[BRL 000] <b>(480,708)</b>	[BRL 000] <b>(503,748)</b>	[BRL 000] <b>(527,743)</b>
Frete	[BRL 000] <b>(125,083)</b>	[BRL 000] <b>(104,841)</b>	[BRL 000] <b>(138,493)</b>	[BRL 000] <b>(147,029)</b>	[BRL 000] <b>(155,280)</b>	[BRL 000] <b>(162,691)</b>	[BRL 000] <b>(170,410)</b>
Armazenagem	[BRL 000] <b>(61,574)</b>	[BRL 000] <b>(51,610)</b>	[BRL 000] <b>(68,175)</b>	[BRL 000] <b>(72,377)</b>	[BRL 000] <b>(76,439)</b>	[BRL 000] <b>(80,087)</b>	[BRL 000] <b>(83,887)</b>
Comissões	[BRL 000] <b>(29,263)</b>	[BRL 000] <b>(24,528)</b>	[BRL 000] <b>(32,400)</b>	[BRL 000] <b>(34,397)</b>	[BRL 000] <b>(36,328)</b>	[BRL 000] <b>(38,061)</b>	[BRL 000] <b>(39,867)</b>
Classificação de produtos	[BRL 000] <b>(2,495)</b>	[BRL 000] <b>(2,091)</b>	[BRL 000] <b>(2,762)</b>	[BRL 000] <b>(2,933)</b>	[BRL 000] <b>(3,097)</b>	[BRL 000] <b>(3,245)</b>	[BRL 000] <b>(3,399)</b>
Despesas com exportação	[BRL 000] <b>(42,687)</b>	[BRL 000] <b>(35,779)</b>	[BRL 000] <b>(47,264)</b>	[BRL 000] <b>(50,177)</b>	[BRL 000] <b>(52,992)</b>	[BRL 000] <b>(55,522)</b>	[BRL 000] <b>(58,156)</b>
Royalties	[BRL 000] <b>(111,901)</b>	[BRL 000] <b>(93,793)</b>	[BRL 000] <b>(123,898)</b>	[BRL 000] <b>(131,534)</b>	[BRL 000] <b>(138,916)</b>	[BRL 000] <b>(145,546)</b>	[BRL 000] <b>(152,451)</b>
Outros	[BRL 000] <b>(15,856)</b>	[BRL 000] <b>(13,290)</b>	[BRL 000] <b>(17,556)</b>	[BRL 000] <b>(18,638)</b>	[BRL 000] <b>(19,684)</b>	[BRL 000] <b>(20,623)</b>	[BRL 000] <b>(21,602)</b>
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>Percentual da receita líquida</b>	[%] <b>(5,3%)</b>	[%] <b>(5,4%)</b>					
Frete	[%] <b>(1,7%)</b>						
Armazenagem	[%] <b>(0,9%)</b>						
Comissões	[%] <b>(0,4%)</b>						
Classificação de produtos	[%] <b>(0,0%)</b>						
Despesas com exportação	[%] <b>(0,6%)</b>						
Royalties	[%] <b>(1,5%)</b>						
Outros	[%] <b>(0,2%)</b>						
	2030	2031	2032	2033	2034		
<b>Despesas com vendas</b>	[BRL 000] <b>(548,961)</b>	[BRL 000] <b>(570,184)</b>	[BRL 000] <b>(592,195)</b>	[BRL 000] <b>(615,021)</b>	[BRL 000] <b>(638,693)</b>		
Frete	[BRL 000] <b>(177,235)</b>	[BRL 000] <b>(184,063)</b>	[BRL 000] <b>(191,143)</b>	[BRL 000] <b>(198,486)</b>	[BRL 000] <b>(206,100)</b>		
Armazenagem	[BRL 000] <b>(87,247)</b>	[BRL 000] <b>(90,608)</b>	[BRL 000] <b>(94,093)</b>	[BRL 000] <b>(97,708)</b>	[BRL 000] <b>(101,456)</b>		
Comissões	[BRL 000] <b>(41,464)</b>	[BRL 000] <b>(43,061)</b>	[BRL 000] <b>(44,718)</b>	[BRL 000] <b>(46,435)</b>	[BRL 000] <b>(48,217)</b>		
Classificação de produtos	[BRL 000] <b>(3,535)</b>	[BRL 000] <b>(3,671)</b>	[BRL 000] <b>(3,813)</b>	[BRL 000] <b>(3,959)</b>	[BRL 000] <b>(4,111)</b>		
Despesas com exportação	[BRL 000] <b>(60,485)</b>	[BRL 000] <b>(62,815)</b>	[BRL 000] <b>(65,231)</b>	[BRL 000] <b>(67,737)</b>	[BRL 000] <b>(70,336)</b>		
Royalties	[BRL 000] <b>(158,557)</b>	[BRL 000] <b>(164,665)</b>	[BRL 000] <b>(170,999)</b>	[BRL 000] <b>(177,568)</b>	[BRL 000] <b>(184,380)</b>		
Outros	[BRL 000] <b>(22,467)</b>	[BRL 000] <b>(23,332)</b>	[BRL 000] <b>(24,230)</b>	[BRL 000] <b>(25,161)</b>	[BRL 000] <b>(26,126)</b>		
	2030	2031	2032	2033	2034		
<b>Percentual da receita líquida</b>	[%] <b>(5,4%)</b>						
Frete	[%] <b>(1,7%)</b>						
Armazenagem	[%] <b>(0,9%)</b>						
Comissões	[%] <b>(0,4%)</b>						
Classificação de produtos	[%] <b>(0,0%)</b>						
Despesas com exportação	[%] <b>(0,6%)</b>						
Royalties	[%] <b>(1,5%)</b>						
Outros	[%] <b>(0,2%)</b>						
	2030	2031	2032	2033	2034		
<b>Despesas gerais e administrativas</b>	[BRL 000] <b>(283,129)</b>	[BRL 000] <b>(217,571)</b>	[BRL 000] <b>(288,011)</b>	[BRL 000] <b>(305,674)</b>	[BRL 000] <b>(323,106)</b>	[BRL 000] <b>(338,586)</b>	[BRL 000] <b>(354,711)</b>
Gastos com pessoal	[BRL 000] <b>(87,572)</b>	[BRL 000] <b>(73,401)</b>	[BRL 000] <b>(96,931)</b>	[BRL 000] <b>(102,937)</b>	[BRL 000] <b>(106,713)</b>	[BRL 000] <b>(113,902)</b>	[BRL 000] <b>(119,306)</b>
Honorários de terceiros	[BRL 000] <b>(22,579)</b>	[BRL 000] <b>(18,925)</b>	[BRL 000] <b>(25,000)</b>	[BRL 000] <b>(26,541)</b>	[BRL 000] <b>(28,030)</b>	[BRL 000] <b>(29,348)</b>	[BRL 000] <b>(30,761)</b>
D&A	[BRL 000] <b>(23,781)</b>	-	-	-	-	-	-
Despesas com viagens	[BRL 000] <b>(5,232)</b>	[BRL 000] <b>(4,385)</b>	[BRL 000] <b>(5,793)</b>	[BRL 000] <b>(6,150)</b>	[BRL 000] <b>(6,805)</b>	[BRL 000] <b>(7,128)</b>	[BRL 000] <b>(7,413)</b>
Manutenção de software	[BRL 000] <b>(17,447)</b>	[BRL 000] <b>(16,000)</b>	[BRL 000] <b>(19,000)</b>	[BRL 000] <b>(20,532)</b>	[BRL 000] <b>(21,454)</b>	[BRL 000] <b>(22,719)</b>	[BRL 000] <b>(23,797)</b>
Propaganda e publicidade	[BRL 000] <b>(7,639)</b>	[BRL 000] <b>(6,939)</b>	[BRL 000] <b>(8,451)</b>	[BRL 000] <b>(8,927)</b>	[BRL 000] <b>(9,476)</b>	[BRL 000] <b>(9,989)</b>	[BRL 000] <b>(10,569)</b>
Despesas de comunicação	[BRL 000] <b>(7,192)</b>	-	-	-	-	-	-
Aluguéis	[BRL 000] <b>(44,452)</b>	[BRL 000] <b>(37,323)</b>	[BRL 000] <b>(42,929)</b>	[BRL 000] <b>(5,233)</b>	[BRL 000] <b>(5,527)</b>	[BRL 000] <b>(5,791)</b>	[BRL 000] <b>(6,045)</b>
Contingências tributárias, trabalhistas e ambientais	[BRL 000] <b>.84</b>	[BRL 000] <b>(450)</b>	[BRL 000] <b>(550)</b>	[BRL 000] <b>(372)</b>	[BRL 000] <b>(559)</b>	[BRL 000] <b>(548)</b>	[BRL 000] <b>(540)</b>
Energia elétrica	[BRL 000] <b>(.29)</b>	[BRL 000] <b>(192)</b>	[BRL 000] <b>(254)</b>	[BRL 000] <b>(269)</b>	[BRL 000] <b>(284)</b>	[BRL 000] <b>(298)</b>	[BRL 000] <b>(312)</b>
Impostos e taxas diretas	[BRL 000] <b>(2,813)</b>	[BRL 000] <b>(2,358)</b>	[BRL 000] <b>(3,115)</b>	[BRL 000] <b>(3,307)</b>	[BRL 000] <b>(3,492)</b>	[BRL 000] <b>(3,659)</b>	[BRL 000] <b>(3,832)</b>
Contribuições e doações	[BRL 000] <b>(10,145)</b>	[BRL 000] <b>(8,503)</b>	[BRL 000] <b>(11,233)</b>	[BRL 000] <b>(11,925)</b>	[BRL 000] <b>(12,594)</b>	[BRL 000] <b>(13,195)</b>	[BRL 000] <b>(13,821)</b>
Outros	[BRL 000] <b>(6,880)</b>	[BRL 000] <b>(5,747)</b>	[BRL 000] <b>(7,618)</b>	[BRL 000] <b>(8,087)</b>	[BRL 000] <b>(8,541)</b>	[BRL 000] <b>(8,949)</b>	[BRL 000] <b>(9,373)</b>
Participação nos resultados	[BRL 000] <b>(89,250)</b>	[BRL 000] <b>(74,816)</b>	[BRL 000] <b>(98,830)</b>	[BRL 000] <b>(104,921)</b>	[BRL 000] <b>(110,809)</b>	[BRL 000] <b>(116,097)</b>	[BRL 000] <b>(121,606)</b>
	2030	2031	2032	2033	2034		
<b>Percentual da receita líquida</b>	[%] <b>(3,9%)</b>	[%] <b>(3,4%)</b>	[%] <b>(3,4%)</b>	[%] <b>(3,4%)</b>	[%] <b>(3,4%)</b>		
Gastos com pessoal	[%] <b>(1,2%)</b>						
Honorários de terceiros	[%] <b>(0,3%)</b>						
D&A	[%] <b>(0,3%)</b>	[%] <b>0,0%</b>	[%] <b>0,0%</b>	[%] <b>0,0%</b>	[%] <b>0,0%</b>		
Despesas com viagens	[%] <b>(0,1%)</b>						
Manutenção de software	[%] <b>(0,2%)</b>						
Propaganda e publicidade	[%] <b>(0,1%)</b>						
Despesas de comunicação	[%] <b>(0,1%)</b>						
Aluguéis	[%] <b>(0,1%)</b>						
Contingências tributárias, trabalhistas e ambientais	[%] <b>0,0%</b>	[%] <b>(0,0%)</b>	[%] <b>(0,0%)</b>	[%] <b>(0,0%)</b>	[%] <b>(0,0%)</b>		
Energia elétrica	[%] <b>(0,0%)</b>						
Impostos e taxas diretas	[%] <b>(0,0%)</b>						
Contribuições e doações	[%] <b>(0,1%)</b>						
Outros	[%] <b>(0,1%)</b>						
Participação nos resultados	[%] <b>(1,2%)</b>						
	2030	2031	2032	2033	2034		
<b>Honorários da Administração</b>	[BRL 000] <b>(23,608)</b>	[BRL 000] <b>(19,788)</b>	[BRL 000] <b>(26,139)</b>	[BRL 000] <b>(27,750)</b>	[BRL 000] <b>(29,307)</b>	[BRL 000] <b>(30,706)</b>	[BRL 000] <b>(32,163)</b>
Percentual da receita líquida	[%] <b>(0,3%)</b>						
Outras receitas (despesas) operacionais	[BRL 000] <b>12,106</b>	[BRL 000] <b>10,147</b>	[BRL 000] <b>13,404</b>	[BRL 000] <b>14,230</b>	[BRL 000] <b>15,029</b>	[BRL 000] <b>15,746</b>	[BRL 000] <b>16,493</b>
Percentual da receita líquida	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%		

Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Figura 69 – Projeção de despesas gerais e administrativas (em BRL 000 e %)

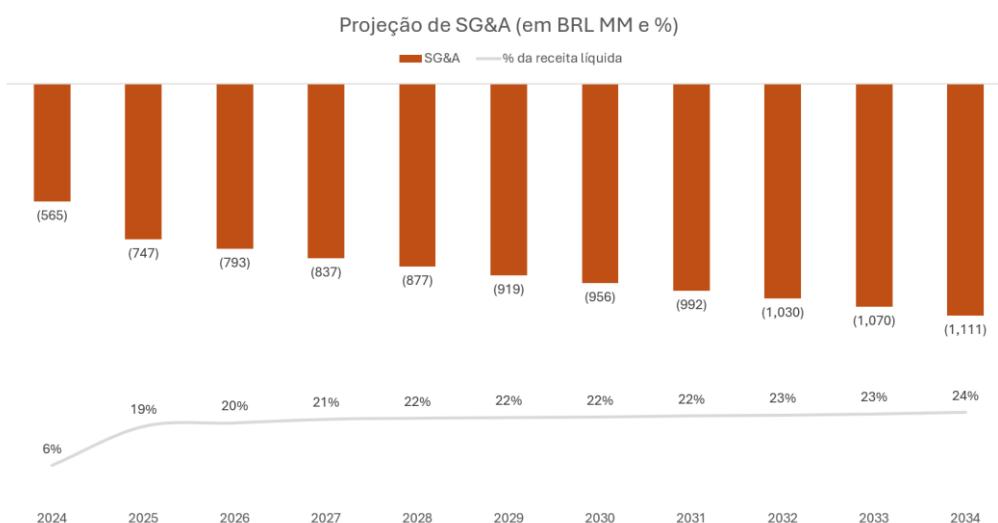
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
<b>Despesas gerais e administrativas</b>	[BRL 000] <b>(283,129)</b>	[BRL 000] <b>(217,571)</b>	[BRL 000] <b>(288,011)</b>	[BRL 000] <b>(305,674)</b>	[BRL 000] <b>(323,106)</b>	[BRL 000] <b>(338,586)</b>	[BRL 000] <b>(354,711)</b>	[BRL 000] <b>(369,035)</b>	[BRL 000] <b>(383,315)</b>	[BRL 000] <b>(398,133)</b>	[BRL 000] <b>(413,512)</b>	[BRL 000] <b>(429,449)</b>
Gastos com pessoal	[BRL 000] <b>(87,572)</b>	[BRL 000] <b>(73,401)</b>	[BRL 000] <b>(96,931)</b>	[BRL 000] <b>(102,937)</b>	[BRL 000] <b>(106,713)</b>	[BRL 000] <b>(113,902)</b>	[BRL 000] <b>(119,306)</b>	[BRL 000] <b>(124,046)</b>	[BRL 000] <b>(128,864)</b>	[BRL 000] <b>(133,821)</b>	[BRL 000] <b>(138,962)</b>	[BRL 000] <b>(144,293)</b>
Honorários de terceiros	[BRL 000] <b>(22,579)</b>	[BRL 000] <b>(18,925)</b>	[BRL 000] <b>(25,000)</b>	[BRL 000] <b>(26,541)</b>	[BRL 000] <b>(28,030)</b>	[BRL 000] <b>(29,348)</b>	[BRL 000] <b>(30,761)</b>	[BRL 000] <b>(31,993)</b>	[BRL 000] <b>(33,226)</b>	[BRL 000] <b>(34,504)</b>	[BRL 000] <b>(35,829)</b>	[BRL 000] <b>(37,204)</b>
D&A	[BRL 000] <b>(23,7</b>											

	[BRL 000]	2030	2031	2032	2033	2034
<b>Despesas gerais e administrativas</b>						
Gastos com pessoal	[BRL 000]	(369,035)	(383,315)	(398,133)	(413,512)	(429,449)
Honorários de terceiros	[BRL 000]	(124,084)	(128,864)	(133,821)	(138,962)	(144,293)
D&A	[BRL 000]	(31,993)	(33,226)	(34,504)	(35,829)	(37,204)
Despesas com viagens	[BRL 000]	(7,413)	(7,699)	(7,995)	(8,302)	(8,621)
Manutenção de software	[BRL 000]	(24,750)	(25,703)	(26,692)	(27,717)	(28,781)
Propaganda e publicidade	[BRL 000]	(10,816)	(11,232)	(11,664)	(12,112)	(12,577)
Despesas de comunicação	[BRL 000]	(10,192)	(10,585)	(10,992)	(11,414)	(11,852)
Aluguéis	[BRL 000]	(6,308)	(6,551)	(6,803)	(7,065)	(7,336)
Contingências tributárias, trabalhistas e ambientais	[BRL 000]	(599)	(608)	(628)	(659)	(681)
Energia elétrica	[BRL 000]	(324)	(337)	(350)	(363)	(377)
Impostos e taxas diretas	[BRL 000]	(3,986)	(4,139)	(4,299)	(4,464)	(4,635)
Contribuições e doações	[BRL 000]	(14,375)	(14,929)	(15,503)	(16,098)	(16,716)
Outros	[BRL 000]	(9,749)	(10,124)	(10,514)	(10,917)	(11,336)
Participação nos resultados	[BRL 000]	(126,476)	(131,348)	(136,401)	(141,641)	(147,075)
<b>Percentual da receita líquida</b>						
Gastos com pessoal	[%]	(3.6%)	(3.6%)	(3.6%)	(3.6%)	(3.6%)
Honorários de terceiros	[%]	(1.2%)	(1.2%)	(1.2%)	(1.2%)	(1.2%)
D&A	[%]	(0.3%)	(0.3%)	(0.3%)	(0.3%)	(0.3%)
Despesas com viagens	[%]	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Manutenção de software	[%]	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)
Propaganda e publicidade	[%]	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)
Despesas de comunicação	[%]	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)
Aluguéis	[%]	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)
Contingências tributárias, trabalhistas e ambientais	[%]	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)
Energia elétrica	[%]	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)
Impostos e taxas diretas	[%]	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)
Contribuições e doações	[%]	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)
Outros	[%]	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)
Participação nos resultados	[%]	(1.2%)	(1.2%)	(1.2%)	(1.2%)	(1.2%)
<b>Honorários da administração</b>	[BRL 000]	(33,451)	(34,740)	(36,076)	(37,462)	(38,899)
<b>Percentual da receita líquida</b>	[%]	(0.3%)	(0.3%)	(0.3%)	(0.3%)	(0.3%)
<b>Outras receitas (despesas) operacionais</b>	[BRL 000]	17,154	17,814	18,500	19,210	19,947
<b>Percentual da receita líquida</b>	[%]	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Assim, o valor total de SG&A foi assim projetado no modelo financeiro, como pode ser analisado na imagem abaixo.

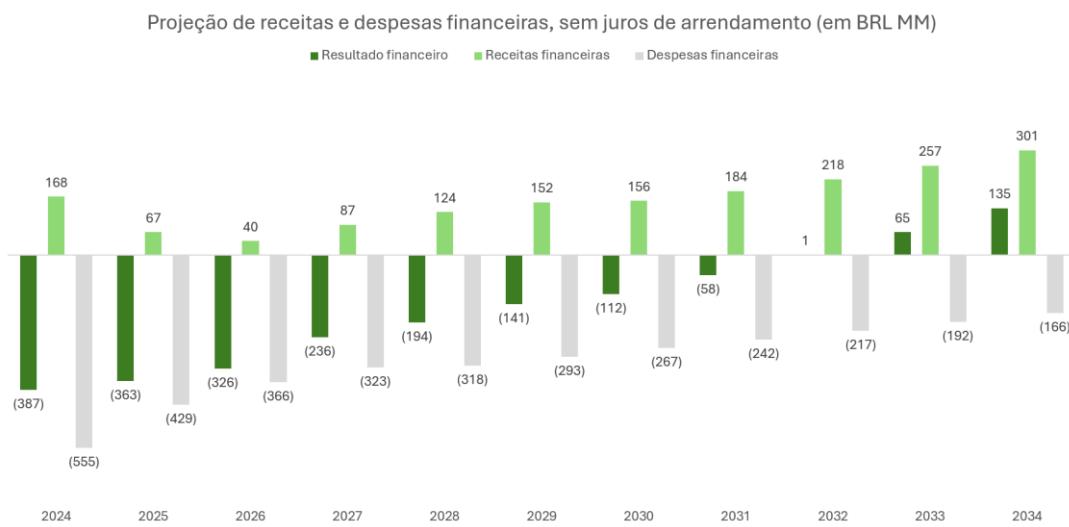
Figura 70 – Projeção de SG&A (em BRL MM e %)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Por sua vez, o resultado financeiro da empresa pode ser verificado no gráfico abaixo. As receitas financeiras foram consideradas como sendo referentes ao rendimento do caixa da empresa (considerando um rendimento de 100% do CDI projetado), enquanto as despesas financeiras se referem aos juros da dívida. Os juros de arrendamento são considerados para o cálculo do lucro antes dos impostos e estão detalhados nas projeções referentes ao arrendamento. A mudança no perfil do gráfico é devido à diminuição da dívida e do aumento do caixa por parte da SLC Agrícola.

Figura 71 – Projeção de receitas e despesas financeiras, sem juros de arrendamento (em BRL MM)

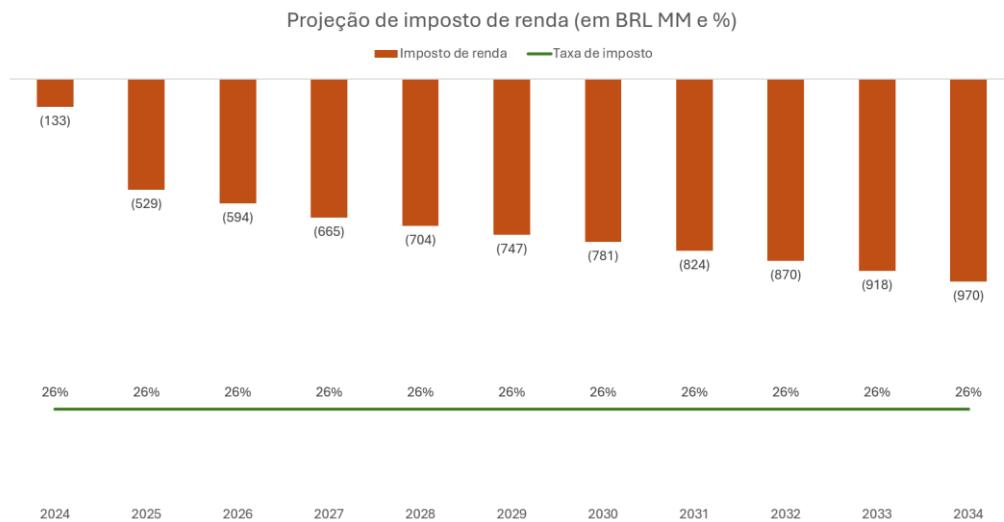


Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

## 5.5 Projeção de imposto de renda

No modelo financeiro, a projeção da taxa de imposto de renda se baseou na taxa histórica de 26% para a empresa, como pode ser observado abaixo.

Figura 72 – Projeção de imposto de renda (em BRL MM e %)

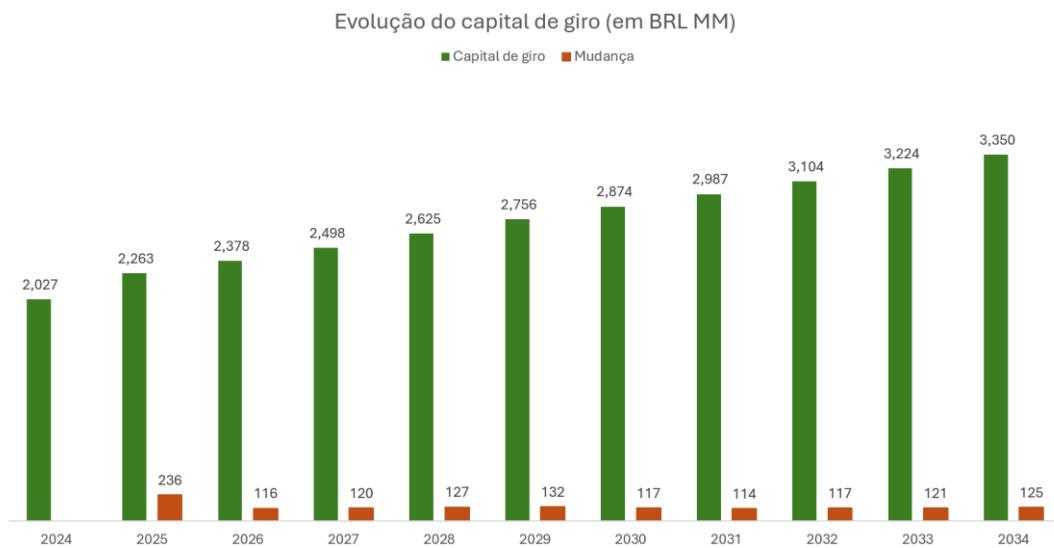


Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

## 5.6 Projeção de capital de giro

As projeções de capital de giro foram realizadas mediante a premissa futura dos dias das linhas projetadas (por exemplo, dos dias de recebíveis para o cálculo dos recebíveis, relacionados com a receita). Isso também foi feito para os passivos, relacionados com o COGS da companhia. Assim, 18 linhas do balanço patrimonial foram projetadas dessa maneira, com a premissa conservadora de manutenção da métrica histórica dos “dias” até o ano de 2034. Dessa forma, pode-se observar no gráfico abaixo o capital de giro e a mudança no capital de giro (mudança essa que terá influência sobre o fluxo de caixa da empresa).

Figura 73 – Evolução do capital de giro (em BRL MM)



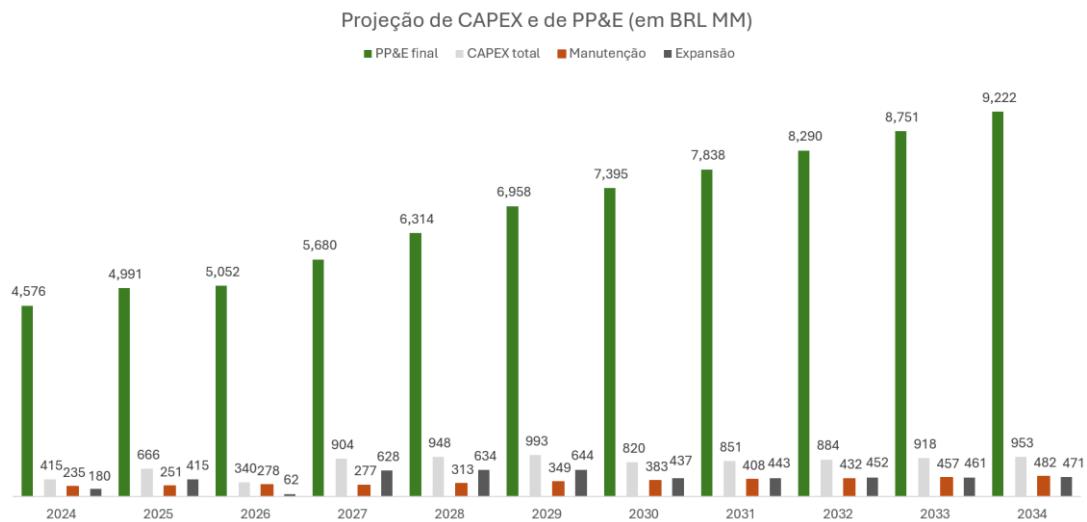
Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

## 5.7 Projeção de PP&E e de depreciação

Para a projeção do PP&E, o CAPEX total foi projetado como um percentual da receita líquida, além de ter sido dividido em dois: manutenção e expansão. Nos três primeiros anos esse valor considerado foi de 4% (sem considerar a compra da SLC LandCo), depois retorna para os valores médios históricos (10%) e nos anos finais é levemente diminuído para 8%. O CAPEX de manutenção visa compensar os gastos de depreciação (sem incluir a amortização dos contratos de arrendamento), enquanto o de expansão contempla o aumento das operações (como a recém-divulgada compra da parcela minoritária da SLC LandCo da Valiance<sup>35</sup>). A premissa de CAPEX e a evolução de PP&E podem ser analisados no gráfico abaixo.

Figura 74 – Projeção de CAPEX e de PP&E (em BRL MM)

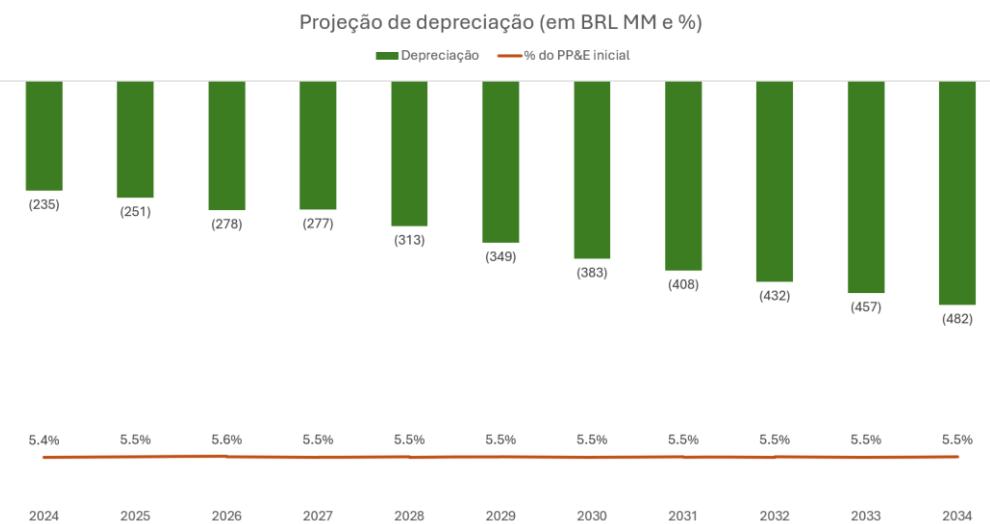
<sup>35</sup> CNN Brasil



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Já para a projeção de depreciação da SLC, foi utilizado o valor histórico de % do PP&E inicial de 5,5%, que depois foi sendo atualizado pela média histórica, como pode ser visto no gráfico abaixo.

Figura 75 – Projeção de depreciação (em BRL MM e %)

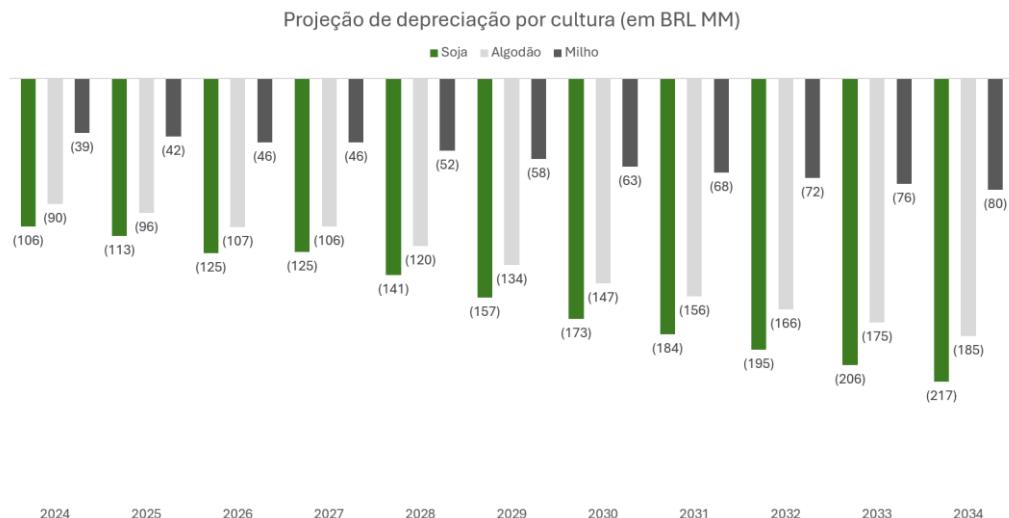


Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Depois, essa depreciação foi distribuída entre as culturas da SLC Agrícola. De acordo com os valores históricos fornecidos pela empresa, o algodão é responsável por 38% da

depreciação, enquanto a soja é responsável por 45% e o milho por 17%. Assim, a distribuição de tal depreciação, que foi embutida no COGS da SLC, foi a seguinte.

Figura 76 – Projeção de depreciação por cultura (em BRL MM)

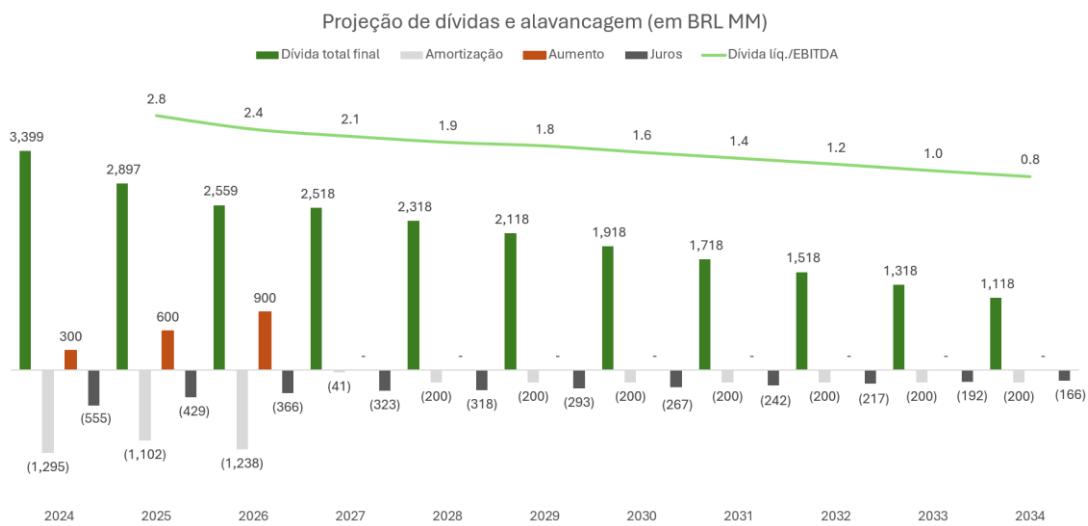


Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

## 5.8 Projeção de dívidas e pagamento de dividendos

No modelo financeiro, a projeção das dívidas da empresa seguiu os cronogramas de amortização previstos para a dívida atuais da empresa, as taxas de juros médias projetadas (12,6%, baseada nos contratos das dívidas e nas projeções futuras) e a necessidade de tomada de dívidas para manutenção da liquidez da companhia quando necessário. Para a divisão entre dívidas de curto e longo prazo, foi utilizada a proporção histórica de 32% para a de curto prazo e o restante (68%) para a de maior vencimento, como pode ser observado abaixo.

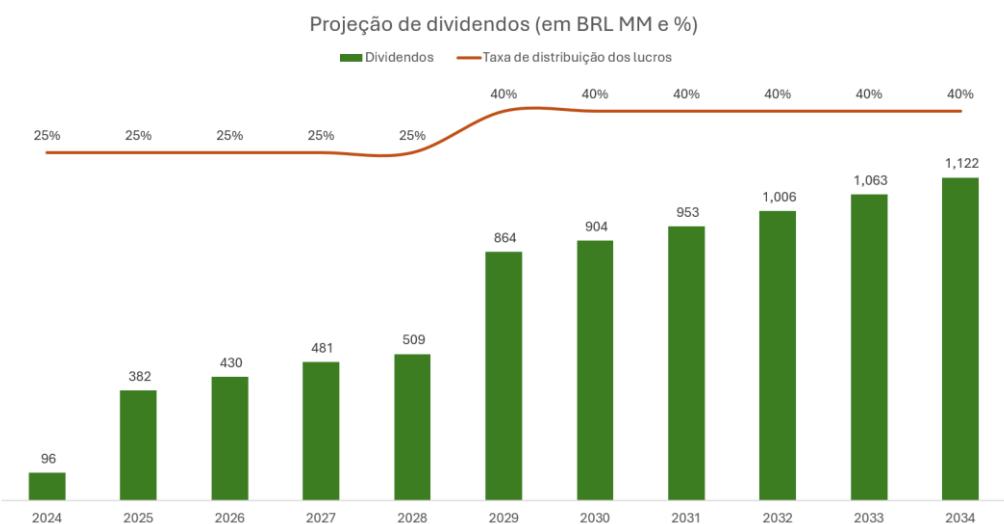
Figura 77 – Projeção de dívidas e alavancagem (em BRL MM)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Em relação ao pagamento de dividendos, a taxa de distribuição dos lucros foi estabelecida em 25% para os próximos anos e depois aumentada para 40% a partir de 2029, como pode ser observado abaixo.

Figura 78 – Projeção de dividendos (em BRL MM e %)

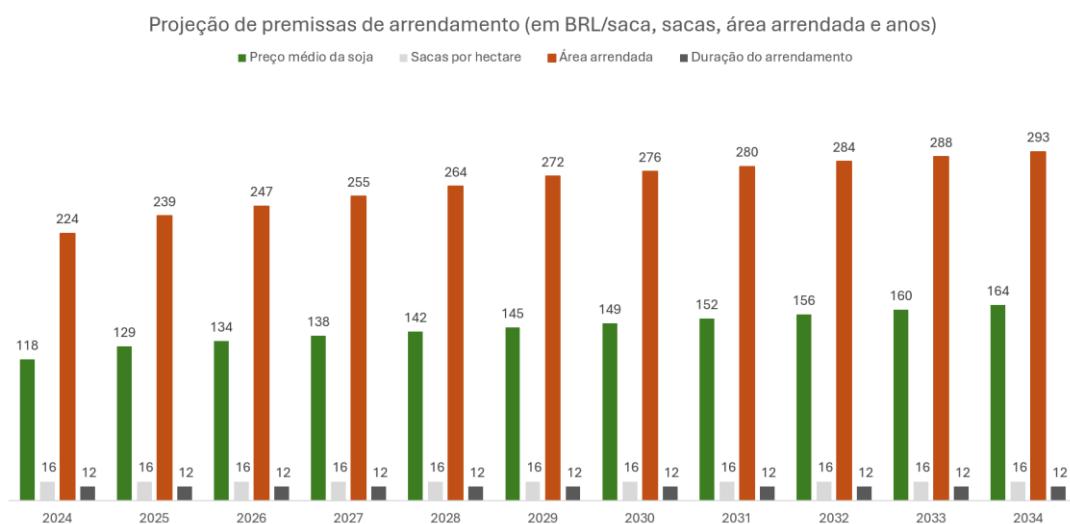


Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

## 5.9 Projeção de arrendamento

A premissa de arrendamento foi baseada no aumento de área dessa modalidade (já comentada), na quantidade de sacas de soja pagas por hectare arrendado (o qual foi projetado de 16 sacas por hectare, a partir de conversas com executivos de mercado), no preço da soja (já comentado também) e pela duração do arrendamento (baseada na média histórica de duração dos contratos da SLC, de 12 anos), como pode ser observado abaixo.

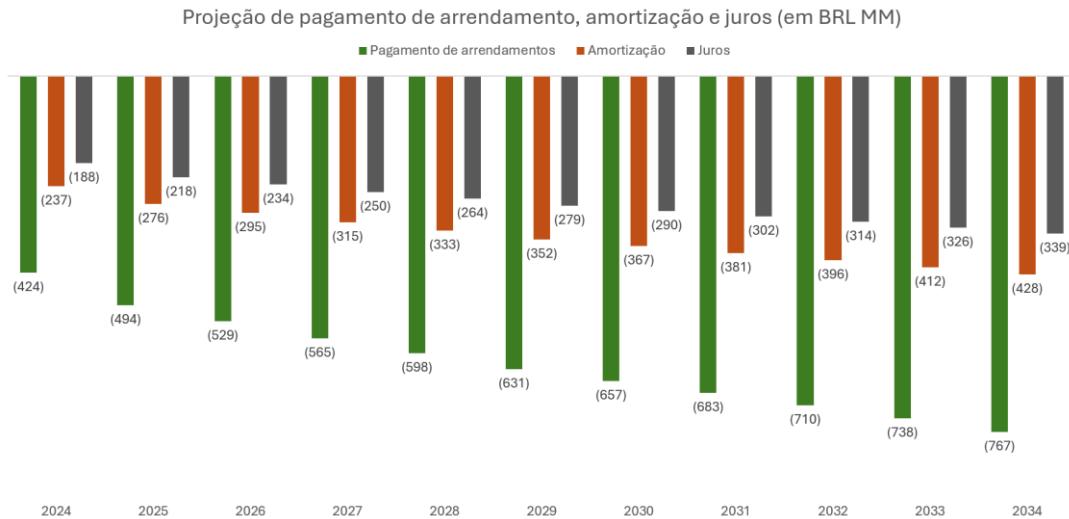
Figura 79 – Projeção de premissas de arrendamento (em BRL/saca, sacas, k hectares e anos)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Por sua vez, a projeção de arrendamento seguiu as normas estabelecidas pelo IFRS-16, em que os custos de arrendamento devem ser separados em amortização e parcela referente a juros, influenciando no EBITDA da empresa. A divisão foi feita com base no valor histórico de % da parcela referente a juros (parcela de 44% para juros e 56% para amortização).

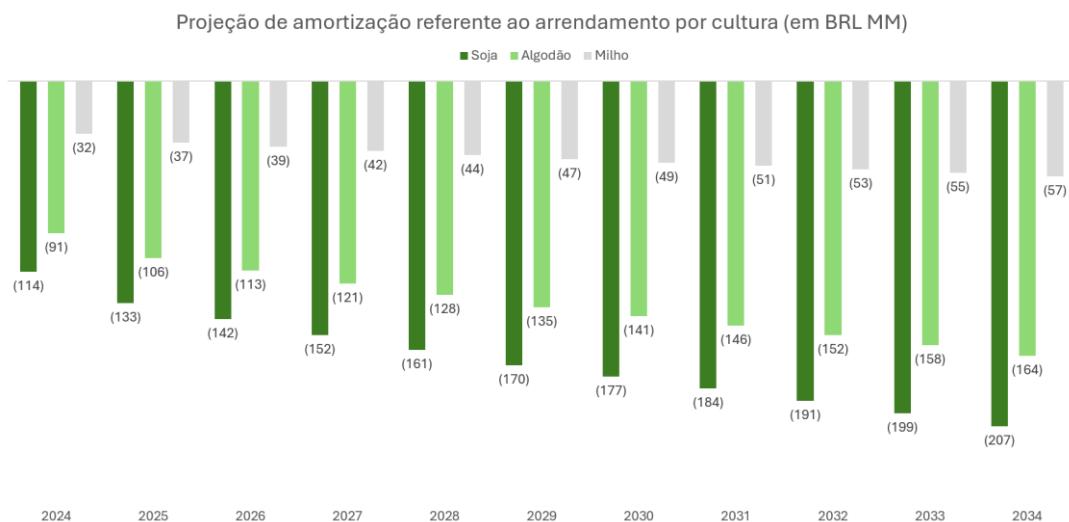
Figura 80 – Projeção de pagamento de arrendamento, amortização e juros (em BRL MM)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Além disso, a amortização referente aos arrendamentos foi distribuída entre as principais culturas da empresa e embutidas no COGS, de acordo com a distribuição histórica divulgada pela própria empresa, de 48% para a soja, 38% para o algodão e 13% para o milho.

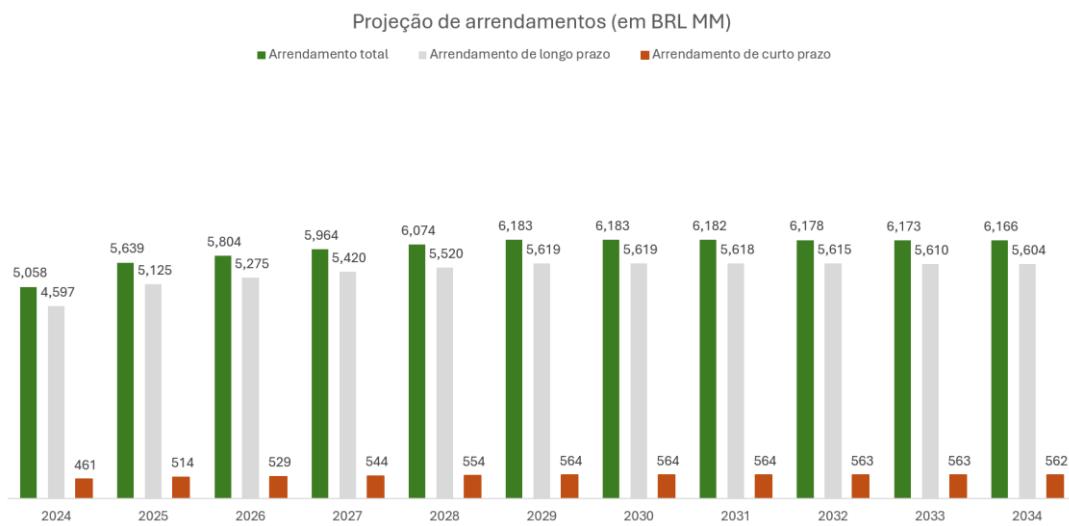
Figura 81 – Projeção de amortização referente ao arrendamento por cultura (em BRL MM)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Por fim, o arrendamento foi distribuído entre curto e longo prazo com base nos valores históricos de 9% e 91%.

Figura 82 – Projeção de arrendamentos (em BRL MM)

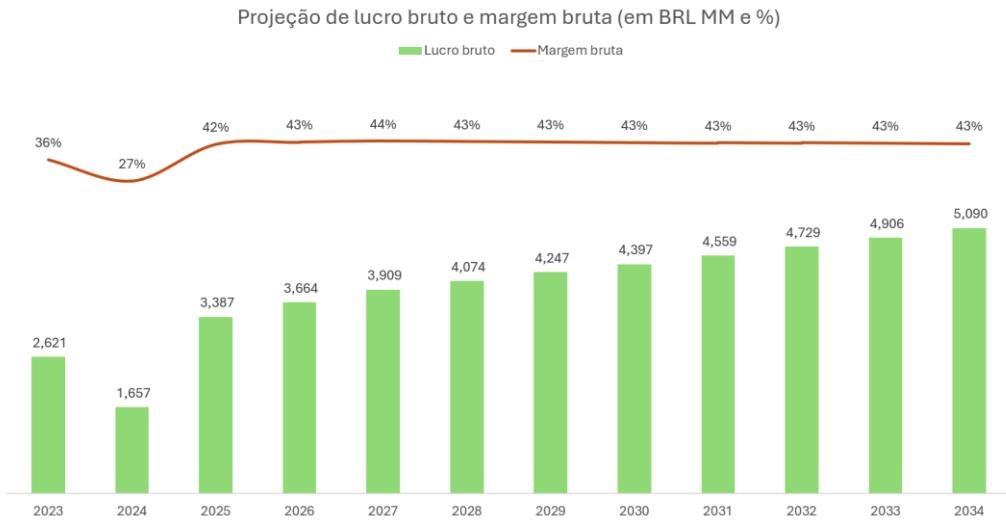


Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

### 5.10 Projeção da DRE

Nos gráficos abaixo, destacam-se linhas importantes da DRE projetada da companhia e suas respectivas margens. É importante ressaltar que os piores resultados relacionados ao ano de 2024 se devem ao El Niño e suas consequências (como já explicado anteriormente, que reduziu a produtividade e aumentou os custos dos setores agrícolas).

Figura 83 – Projeção de lucro bruto e margem bruta (em BRL MM e %)



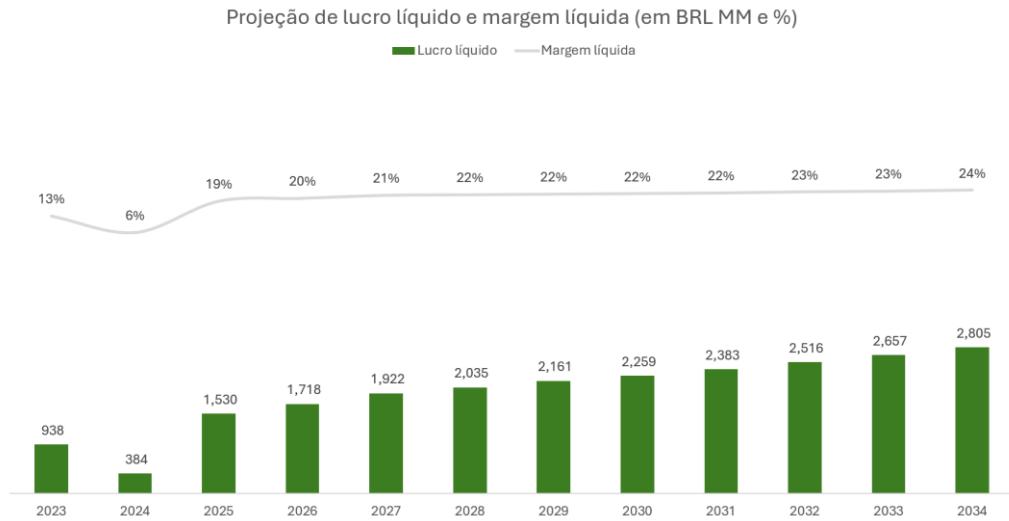
Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Figura 84 – Projeção de lucro operacional e margem operacional (em BRL MM e %)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Figura 85 – Projeção de lucro líquido e margem líquida (em BRL MM e %)



Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

## 5.11 Projeção do balanço patrimonial

As linhas do balanço que não foram detalhadas nos itens acima foram consideradas como constantes até 2034, como pode ser observado nas imagens abaixo.

Figura 86 – Projeção de ativos circulantes (em BRL 000)

Balanço Patrimonial	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ativo Circulante	[BRL 000]	<b>6,287,787</b>	<b>6,403,954</b>	<b>7,163,490</b>	<b>7,798,716</b>	<b>8,354,069</b>
Caixa e equivalentes de caixa	[BRL 000]	640,589	416,776	956,780	1,360,550	1,661,626
Contas a receber de clientes	[BRL 000]	120,441	159,100	168,905	178,384	186,898
Adiantamento a fornecedores	[BRL 000]	7,626	10,073	10,694	11,294	11,833
Estoques	[BRL 000]	3,646,893	3,825,603	4,004,229	4,196,144	4,414,903
Ativos biológicos	[BRL 000]	<b>1,488,540</b>	<b>1,488,540</b>	<b>1,488,540</b>	<b>1,488,540</b>	<b>1,488,540</b>
Imposto sobre a renda e contribuição social a recuperar	[BRL 000]	4,455	4,455	4,455	4,455	4,455
Tributos a recuperar	[BRL 000]	102,912	135,944	144,323	152,422	159,697
Títulos a receber	[BRL 000]	23,125	30,548	32,431	34,251	35,885
Operações com derivativos	[BRL 000]	222,380	293,759	311,864	329,365	345,085
Créditos com partes relacionadas	[BRL 000]	1,235	1,235	1,235	1,235	1,235
Outras contas a receber	[BRL 000]	16,747	22,122	23,486	24,803	25,987
Despesas antecipadas	[BRL 000]	9,205	12,159	12,909	13,633	14,284
Ativos mantidos para venda	[BRL 000]	<b>3,640</b>	<b>3,640</b>	<b>3,640</b>	<b>3,640</b>	<b>3,640</b>
Balanço Patrimonial	2030	2031	2032	2033	2034	
Ativo Circulante	[BRL 000]	<b>9,205,338</b>	<b>9,802,118</b>	<b>10,461,195</b>	<b>11,186,918</b>	<b>11,983,608</b>
Caixa e equivalentes de caixa	[BRL 000]	2,014,940	2,385,671	2,812,697	3,298,544	3,846,699
Contas a receber de clientes	[BRL 000]	203,606	211,449	219,583	228,018	236,766
Adiantamento a fornecedores	[BRL 000]	12,891	13,388	13,903	14,437	14,991
Estoques	[BRL 000]	4,843,157	5,036,488	5,234,608	5,439,294	5,651,338
Ativos biológicos	[BRL 000]	<b>1,488,540</b>	<b>1,488,540</b>	<b>1,488,540</b>	<b>1,488,540</b>	<b>1,488,540</b>
Imposto sobre a renda e contribuição social a recuperar	[BRL 000]	4,455	4,455	4,455	4,455	4,455
Tributos a recuperar	[BRL 000]	173,974	180,675	187,625	194,833	202,307
Títulos a receber	[BRL 000]	39,093	40,599	42,161	43,781	45,460
Operações com derivativos	[BRL 000]	375,935	390,416	405,434	421,009	437,160
Créditos com partes relacionadas	[BRL 000]	1,235	1,235	1,235	1,235	1,235
Outras contas a receber	[BRL 000]	28,311	29,401	30,532	31,705	32,921
Despesas antecipadas	[BRL 000]	15,561	16,160	16,782	17,427	18,095
Ativos mantidos para venda	[BRL 000]	<b>3,640</b>	<b>3,640</b>	<b>3,640</b>	<b>3,640</b>	<b>3,640</b>

Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Figura 87 – Projeção de ativos não circulantes (em BRL 000)

		2024	2025	2026	2027	2028	2029
		[BRL 000]					
<b>Ativo Não Circulante</b>		10,638,971	11,852,632	12,313,382	13,351,039	14,359,298	15,391,514
Aplicações Financeiras	[BRL 000]	1,115	1,115	1,115	1,115	1,115	1,115
Imposto sobre a renda e contribuição social a recuperar	[BRL 000]	11,675	11,675	11,675	11,675	11,675	11,675
Tributos a recuperar	[BRL 000]	222,013	222,013	222,013	222,013	222,013	222,013
Imposto de renda e contribuição social diferidos	[BRL 000]	254,080	254,080	254,080	254,080	254,080	254,080
Operações com derivativos	[BRL 000]	19,746	19,746	19,746	19,746	19,746	19,746
Títulos a receber	[BRL 000]	-	-	-	-	-	-
Adiantamento a fornecedores	[BRL 000]	75,410	75,410	75,410	75,410	75,410	75,410
Despesas antecipadas	[BRL 000]	1,798	1,798	1,798	1,798	1,798	1,798
Outros créditos	[BRL 000]	49,656	49,656	49,656	49,656	49,656	49,656
		635,493	635,493	635,493	635,493	635,493	635,493
Investimentos	[BRL 000]	3,657	3,657	3,657	3,657	3,657	3,657
Propriedades para investimento	[BRL 000]	430,889	430,889	430,889	430,889	430,889	430,889
Ativo de Direito de uso	[BRL 000]	4,855,328	5,654,033	6,053,184	6,462,984	6,836,836	7,225,164
PP&E	[BRL 000]	4,575,627	4,990,583	5,052,182	5,680,039	6,314,446	6,958,334
Intangível	[BRL 000]	137,977	137,977	137,977	137,977	137,977	137,977
		10,003,478	11,217,139	11,677,889	12,715,546	13,723,805	14,756,021
<b>ATIVO TOTAL</b>	[BRL 000]	16,926,758	18,256,586	19,476,873	21,149,755	22,713,367	24,050,950
		2030	2031	2032	2033	2034	
		[BRL 000]					
<b>Ativo Não Circulante</b>		16,118,571	16,862,368	17,624,707	18,406,891	19,209,574	
Aplicações Financeiras	[BRL 000]	1,115	1,115	1,115	1,115	1,115	
Imposto sobre a renda e contribuição social a recuperar	[BRL 000]	11,675	11,675	11,675	11,675	11,675	
Tributos a recuperar	[BRL 000]	222,013	222,013	222,013	222,013	222,013	
Imposto de renda e contribuição social diferidos	[BRL 000]	254,080	254,080	254,080	254,080	254,080	
Operações com derivativos	[BRL 000]	19,746	19,746	19,746	19,746	19,746	
Títulos a receber	[BRL 000]	-	-	-	-	-	
Adiantamento a fornecedores	[BRL 000]	75,410	75,410	75,410	75,410	75,410	
Despesas antecipadas	[BRL 000]	1,798	1,798	1,798	1,798	1,798	
Outros créditos	[BRL 000]	49,656	49,656	49,656	49,656	49,656	
		635,493	635,493	635,493	635,493	635,493	
Investimentos	[BRL 000]	3,657	3,657	3,657	3,657	3,657	
Propriedades para investimento	[BRL 000]	430,889	430,889	430,889	430,889	430,889	
Ativo de Direito de uso	[BRL 000]	7,515,613	7,815,977	8,126,565	8,447,701	8,779,715	
PP&E	[BRL 000]	7,394,941	7,838,376	8,290,126	8,751,174	9,221,843	
Intangível	[BRL 000]	137,977	137,977	137,977	137,977	137,977	
		15,483,078	16,226,875	16,989,214	17,771,398	18,574,081	
<b>ATIVO TOTAL</b>	[BRL 000]	25,323,909	26,664,486	28,085,902	29,593,809	31,193,182	

Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Figura 88 – Projeção de passivos circulantes (em BRL 000)

R\$ (mil)		2024	2025	2026	2027	2028	2029
		[BRL 000]					
<b>Passivo Circulante</b>		3,877,302	3,872,720	3,883,087	3,996,264	4,069,251	4,146,658
Fornecedores	[BRL 000]	1,254,951	1,316,448	1,377,916	1,443,957	1,519,235	1,597,155
Empréstimos e financiamentos	[BRL 000]	1,093,499	931,997	823,322	810,195	745,846	681,497
Imposto sobre a renda e contribuição social a pagar	[BRL 000]	92,591	97,128	101,664	106,536	112,090	117,839
Impostos, taxas e contribuições diversas	[BRL 000]	16,156	16,947	17,738	18,589	19,558	20,561
Obrigações sociais e trabalhistas	[BRL 000]	134,932	141,545	148,154	155,254	163,348	171,726
Adiantamento de clientes	[BRL 000]	353,163	370,469	387,767	406,352	427,536	449,464
Débitos com partes relacionadas	[BRL 000]	2,539	2,539	2,539	2,539	2,539	2,539
Operações com derivativos	[BRL 000]	112,722	118,246	123,767	129,699	136,461	143,460
Títulos a pagar	[BRL 000]	53,761	56,395	59,029	61,858	65,083	68,421
Provisões p/ riscos trib., amb.trab. e cíveis	[BRL 000]	13,559	14,224	14,888	15,601	16,415	17,257
Dividendos a pagar	[BRL 000]	197,404	197,404	197,404	197,404	197,404	197,404
Arrendamentos a pagar	[BRL 000]	16,719	17,538	18,357	19,237	20,240	21,278
Passivo de arrendamento com terceiros	[BRL 000]	461,135	514,035	529,105	543,702	553,706	563,662
Outras contas a pagar	[BRL 000]	74,170	77,805	81,438	85,341	89,790	94,396
R\$ (mil)		2030	2031	2032	2033	2034	
		[BRL 000]					
<b>Passivo Circulante</b>		4,199,790	4,247,828	4,298,491	4,352,807	4,411,229	
Fornecedores	[BRL 000]	1,666,604	1,733,132	1,801,308	1,871,744	1,944,711	
Empréstimos e financiamentos	[BRL 000]	617,147	552,798	488,449	424,100	359,751	
Imposto sobre a renda e contribuição social a pagar	[BRL 000]	122,963	127,872	132,902	138,099	143,482	
Impostos, taxas e contribuições diversas	[BRL 000]	21,455	22,311	23,189	24,096	25,035	
Obrigações sociais e trabalhistas	[BRL 000]	179,193	186,346	193,677	201,250	209,095	
Adiantamento de clientes	[BRL 000]	469,008	487,730	506,916	526,738	547,272	
Débitos com partes relacionadas	[BRL 000]	2,539	2,539	2,539	2,539	2,539	
Operações com derivativos	[BRL 000]	149,698	155,674	161,797	168,124	174,678	
Títulos a pagar	[BRL 000]	71,396	74,246	77,166	80,184	83,310	
Provisões p/ riscos trib., amb.trab. e cíveis	[BRL 000]	18,007	18,726	19,462	20,223	21,012	
Dividendos a pagar	[BRL 000]	197,404	197,404	197,404	197,404	197,404	
Arrendamentos a pagar	[BRL 000]	22,203	23,090	23,998	24,936	25,908	
Passivo de arrendamento com terceiros	[BRL 000]	563,672	563,528	563,222	562,747	562,094	
Outras contas a pagar	[BRL 000]	98,500	102,432	106,461	110,624	114,937	

Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Figura 89 – Projeção de passivos não circulantes (em BRL 000)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
	[BRL 000]					
Passivo Não Circulante		<b>7,519,382</b>	<b>7,706,310</b>	<b>7,627,456</b>	<b>7,745,313</b>	<b>7,709,394</b>
Empréstimos e financiamentos	[BRL 000]	2,305,142	1,964,688	1,735,597	1,707,925	1,572,274
Imposto de renda e contrb. social diferidos	[BRL 000]	435,872	435,872	435,872	435,872	435,872
Operações com derivativos	[BRL 000]	21,864	21,864	21,864	21,864	21,864
Títulos a pagar	[BRL 000]	154,056	154,056	154,056	154,056	154,056
Outras obrigações	[BRL 000]	5,217	5,217	5,217	5,217	5,217
Passivo de arrendamento com terceiros	[BRL 000]	4,597,231	5,124,613	5,274,851	5,420,379	5,520,110
	2030	2031	2032	2033	2034	
	[BRL 000]					
Passivo Não Circulante		<b>7,537,445</b>	<b>7,400,359</b>	<b>7,261,662</b>	<b>7,121,275</b>	<b>6,979,118</b>
Empréstimos e financiamentos	[BRL 000]	1,300,973	1,165,322	1,029,671	894,020	758,370
Imposto de renda e contrb. social diferidos	[BRL 000]	435,872	435,872	435,872	435,872	435,872
Operações com derivativos	[BRL 000]	21,864	21,864	21,864	21,864	21,864
Títulos a pagar	[BRL 000]	154,056	154,056	154,056	154,056	154,056
Outras obrigações	[BRL 000]	5,217	5,217	5,217	5,217	5,217
Passivo de arrendamento com terceiros	[BRL 000]	5,619,464	5,618,029	5,614,982	5,610,246	5,603,739

Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Figura 90 – Projeção de patrimônio líquido consolidado (em BRL 000)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
	[BRL 000]					
Patrimônio Líquido Consolidado		<b>5,530,073</b>	<b>6,677,556</b>	<b>7,966,330</b>	<b>9,408,178</b>	<b>10,934,722</b>
Capital social	[BRL 000]	2,012,522	2,012,522	2,012,522	2,012,522	2,012,522
Reserva de capital	[BRL 000]	168,704	168,704	168,704	168,704	168,704
(-) Ações em tesouraria	[BRL 000]	(57,707)	(57,707)	(57,707)	(57,707)	(57,707)
Reservas de lucros	[BRL 000]	1,683,659	2,831,142	4,119,916	5,561,764	7,088,308
Outros resultados abrangentes	[BRL 000]	1,408,087	1,408,087	1,408,087	1,408,087	1,408,087
Participação dos acionistas não controladores	[BRL 000]	314,808	314,808	314,808	314,808	314,808
<b>PASSIVO TOTAL</b>	[BRL 000]	<b>16,926,758</b>	<b>18,256,586</b>	<b>19,476,873</b>	<b>21,149,755</b>	<b>22,713,367</b>
	2030	2031	2032	2033	2034	
	[BRL 000]					
Patrimônio Líquido Consolidado		<b>13,586,674</b>	<b>15,016,299</b>	<b>16,525,749</b>	<b>18,119,726</b>	<b>19,802,836</b>
Capital social	[BRL 000]	2,012,522	2,012,522	2,012,522	2,012,522	2,012,522
Reserva de capital	[BRL 000]	168,704	168,704	168,704	168,704	168,704
(-) Ações em tesouraria	[BRL 000]	(57,707)	(57,707)	(57,707)	(57,707)	(57,707)
Reservas de lucros	[BRL 000]	9,740,260	11,169,885	12,679,335	14,273,312	15,956,422
Outros resultados abrangentes	[BRL 000]	1,408,087	1,408,087	1,408,087	1,408,087	1,408,087
Participação dos acionistas não controladores	[BRL 000]	314,808	314,808	314,808	314,808	314,808
<b>PASSIVO TOTAL</b>	[BRL 000]	<b>25,323,909</b>	<b>26,664,486</b>	<b>28,085,902</b>	<b>29,593,809</b>	<b>31,193,182</b>

Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

## 5.12 Projeção de FCFF

Para a realização do método de Fluxo de Caixa Descontado, optou-se pelo FCFF (como já explicado, o fluxo de caixa livre para a firma). A projeção desse fluxo no modelo financeiro pode ser verificada abaixo.

Figura 91 – Projeção de FCFF (em BRL 000)

	[Unidade]	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>FCFF</b>							
(-) EBIT	[BRL 000]	1,095,769	2,643,862	2,875,791	3,076,374	3,200,739	3,331,951
(-) EBIT x taxa de imposto	[BRL 000]	(281,483)	(679,160)	(738,738)	(790,264)	(822,212)	(855,918)
(=) NOPAT	[BRL 000]	<b>814,286</b>	<b>1,964,702</b>	<b>2,137,053</b>	<b>2,286,110</b>	<b>2,378,528</b>	<b>2,476,033</b>
(+) D&A	[BRL 000]	472,258	526,998	573,556	591,807	646,658	701,075
(+/-) WC	[BRL 000]	100,919	(235,960)	(115,561)	(119,749)	(126,945)	(131,628)
(-) Capex	[BRL 000]	(415,420)	(666,231)	(339,968)	(904,491)	(947,662)	(992,624)
(=) Free Cash Flow to Firm	[BRL 000]	972,044	<b>1,589,510</b>	<b>2,255,080</b>	<b>1,853,676</b>	<b>1,950,578</b>	<b>2,052,857</b>
Data	[data]	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	30/12/2028	30/12/2029
Ano	[x]	0.17	1.17	2.17	3.17	4.17	5.17
Net Present Value	[BRL 000]	<b>953,021</b>	<b>1,384,144</b>	<b>1,744,139</b>	<b>1,273,369</b>	<b>1,190,104</b>	<b>1,112,453</b>

<b>SLC Agrícola</b>		[Unidade]	2030	2031	2032	2033	2034	Perpetuidade
<b>FCFF</b>								
(-) EBIT	[BRL 000]	3,445,979	3,570,406	3,702,313	3,840,029	3,983,121	42,781,271	
(-) EBIT x taxa de imposto	[BRL 000]	(885,209)	(917,172)	(951,057)	(986,433)	(1,023,191)	(14,545,632)	
(-) NOPAT	[BRL 000]	2,560,769	2,653,234	2,751,256	2,853,595	2,959,930	28,235,639	
(+) D&A	[BRL 000]	749,523	788,915	828,489	868,809	910,591	10,237,032	
(+/-) WC	[BRL 000]	(117,056)	(113,519)	(116,733)	(120,735)	(125,112)	(1,343,788)	
(-) Capex	[BRL 000]	(819,626)	(851,198)	(883,942)	(917,898)	(953,112)	(10,237,032)	
(=) Free Cash Flow to Firm	[BRL 000]	2,373,611	2,477,432	2,579,070	2,683,771	2,792,296	26,891,851	
Data	[data]	30/12/2030	30/12/2031	29/12/2032	29/12/2033	29/12/2034	29/12/2034	
Ano	[x]	6.17	7.17	8.16	9.16	10.16	10.16	
Net Present Value	[BRL 000]	1,142,440	1,059,075	979,563	905,349	836,629	8,057,351	

Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Esses valores de FCFF foram calculados de acordo com as 3 principais premissas de crescimento na perpetuidade (g), WACC (custo de capital) e taxa de imposto na perpetuidade (t).

Figura 92 – Premissas para cálculo do valor da empresa (em %)

Taxa de crescimento (g)	[%]	3%
WACC	[%]	13%
Taxa de imposto na perpetuidade	[%]	34%

Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

### 5.13 Resultado do valor da empresa por ação

Assim, ao somar os valores presentes de tais fluxos de caixa e realizar os ajustes referentes à dívida líquida (pós IFRS-16), foi possível obter o Equity Value para a SLC Agrícola e seu valor justo por ação.

Figura 93 – Cálculo do valor por ação da SLC Agrícola

FCFF antes da perpetuidade	[BRL MM]	12,580
Valor terminal	[BRL MM]	8,057
<b>Enterprise Value</b>	<b>[BRL MM]</b>	<b>20,638</b>
Dívida líquida	[BRL MM]	2,756
Arrendamento	[BRL MM]	5,058
<b>Dívida Líquida IFRS-16</b>	<b>[BRL MM]</b>	<b>7,814</b>
<b>Equity Value</b>	<b>[BRL MM]</b>	<b>12,823</b>
Quantidade de ações	[MM]	443.3
<b>Valor por ação</b>	<b>[BRL]</b>	<b>28.93</b>
Valor por ação atual	[BRL]	17.28
<i>Upside</i>	[%]	67%

Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

É relevante notar que, de acordo com tais cálculos, 39% do valor da empresa se encontra na perpetuidade e 61% nos anos anteriores.

### 5.14 Análise de sensibilidade

É importante que seja feita uma análise de sensibilidade para avaliação de cenários não mensurados nas previsões do modelo, para identificação de riscos quanto ao valor justo da SLC Agrícola. A figura abaixo mostra uma dessas análises, que visa variar tanto o crescimento da companhia na perpetuidade (g), quanto o custo de capital (WACC). É importante notar que mesmo no caso em que o crescimento é considerado em 2% e o custo de capital em 15%, o valor da companhia ainda seria maior do que o preço de mercado no momento de realização da análise.

Figura 94 – Análise de sensibilidade de crescimento e de WACC para a SLC Agrícola

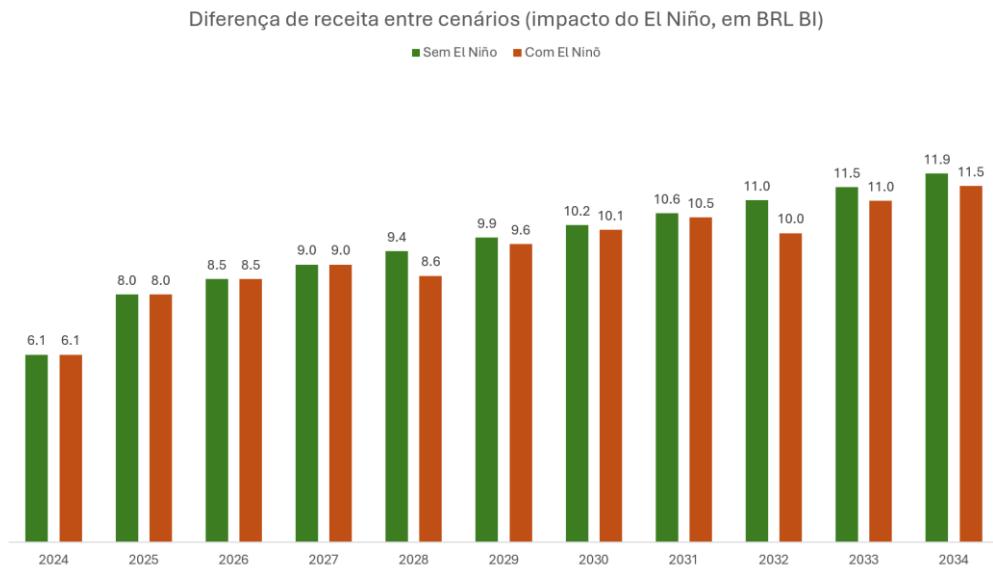
		Crescimento na perpetuidade (g)				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	11.0%	34.8	36.2	37.8	39.6	41.7
	12.0%	29.6	30.6	31.8	33.1	34.6
	13.0%	25.3	26.1	27.0	27.9	29.0
	14.0%	21.7	22.3	23.0	23.7	24.6
	15.0%	18.7	19.2	19.7	20.3	20.9

Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Outra variação importante que deve ser realizada para uma análise de sensibilidade mais completa deve ser o impacto em relação ao El Niño, fenômeno que acontece de 2 a 7 anos e impacta diretamente nas atividades agrícolas no Brasil. O principal impacto causado é a diminuição da produtividade por hectare das culturas.

Para a análise, foi considerado que o El Niño iria se repetir de 4 em 4 anos, causando reduções de produtividade semelhantes àquelas causadas na safra 2023/2024 (tomando como base as projeções de plantio no cenário base do modelo). Dessa forma, é considerado que o fenômeno aconteça nas safras de 2027/28, e 2031/32. Na figura abaixo é possível perceber a diferença de receita entre o cenário base e o cenário que considera a presença do fenômeno.

Figura 95 – Diferença de receita entre cenários (impacto do El Niño, em BRL BI)



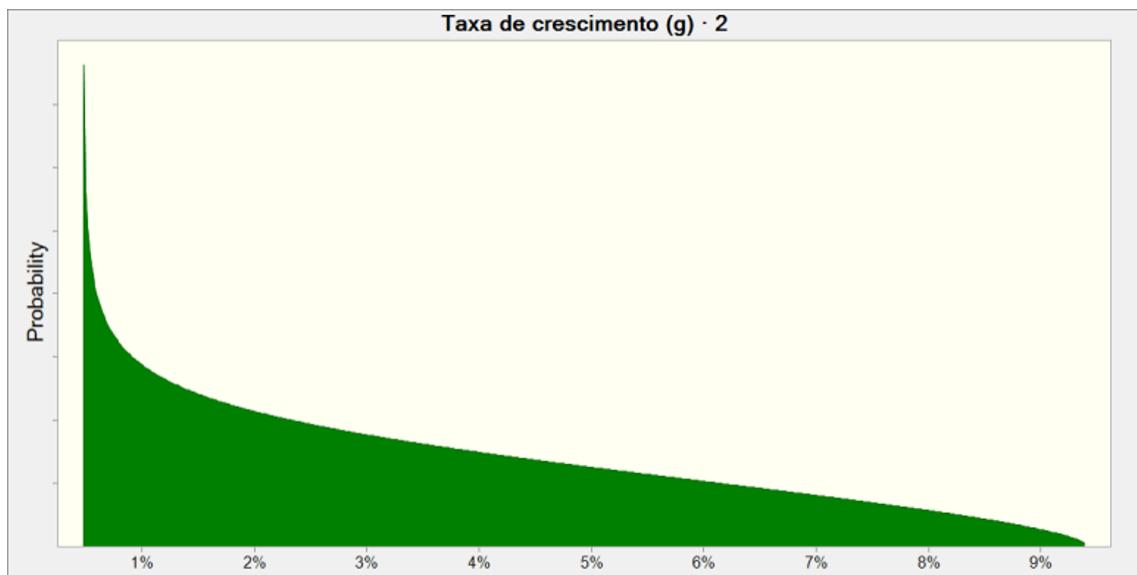
Fonte: Modelo financeiro, elaborado pelo autor

Com esse cenário, o valor por ação da empresa seria de 24,82 contra 28,83 no cenário base (uma valorização de 44% contra 67% considerando os valores negociados durante a realização do trabalho).

Depois, para tornar a análise de sensibilidade mais robusta, foi utilizado o software Crystal Ball da Oracle, que permite criar simulações de Monte Carlo que modelam a probabilidade de diferentes cenários (diferentes valores por ação da SLC Agrícola) ao sensibilizar algumas das premissas que mais influenciam no resultado, sendo elas: taxa de crescimento (g), prêmio de risco de mercado de capitais (US), taxa livre de risco (US10Y), prêmio de risco Brasil, beta desalavancado do setor (agricultura) e a ocorrência ou não de El Niño (pode ocorrer a cada dois ou sete anos, afetando a produtividade da empresa).

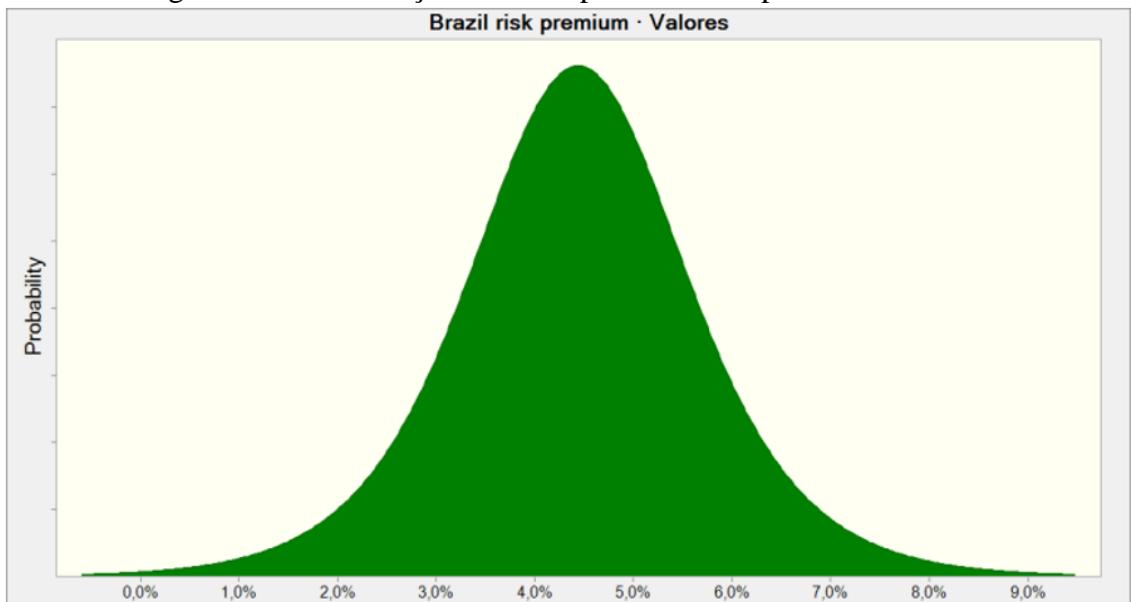
Para isso, foram utilizados bases de dados (algumas com dados desde 1980 até 2024) para cada uma dessas variáveis, e o próprio software indicava qual a distribuição que melhor representava essa base de dados, como pode ser observado nas figuras abaixo. No caso do El Niño, foi utilizado um condicional de “sim ou não”, juntamente com uma fórmula que restringia seu acontecimento entre dois a sete anos (da mesma forma que ocorre na natureza).

Figura 96 – Distribuição indicada pelo software para a taxa de crescimento



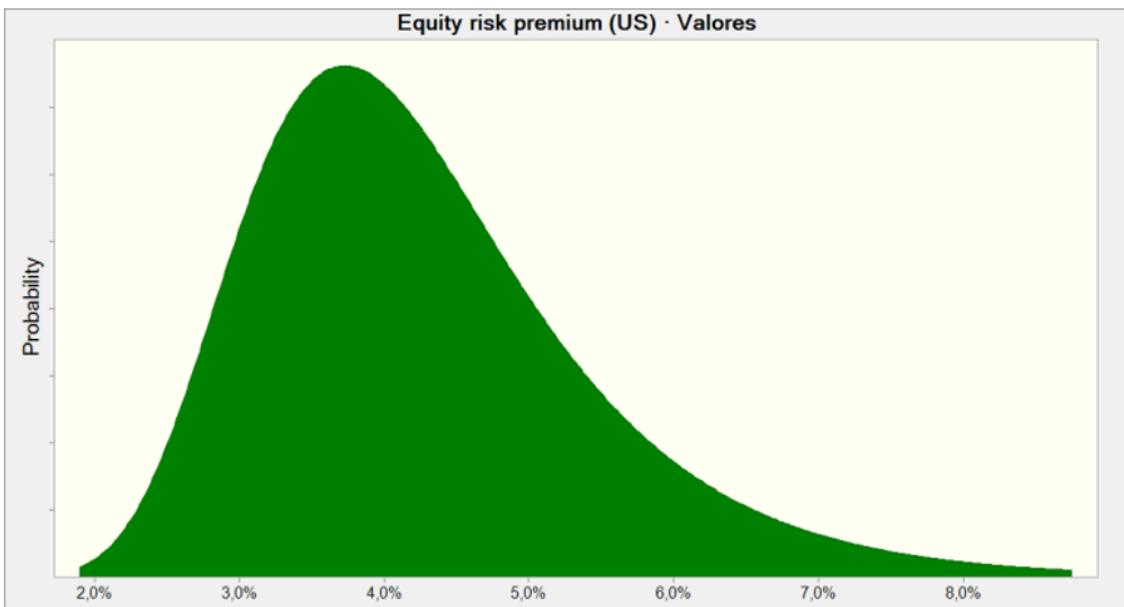
Fonte: Crystal Ball e modelo financeiro, elaborado pelo autor

Figura 97 – Distribuição indicada pelo software para o risco Brasil



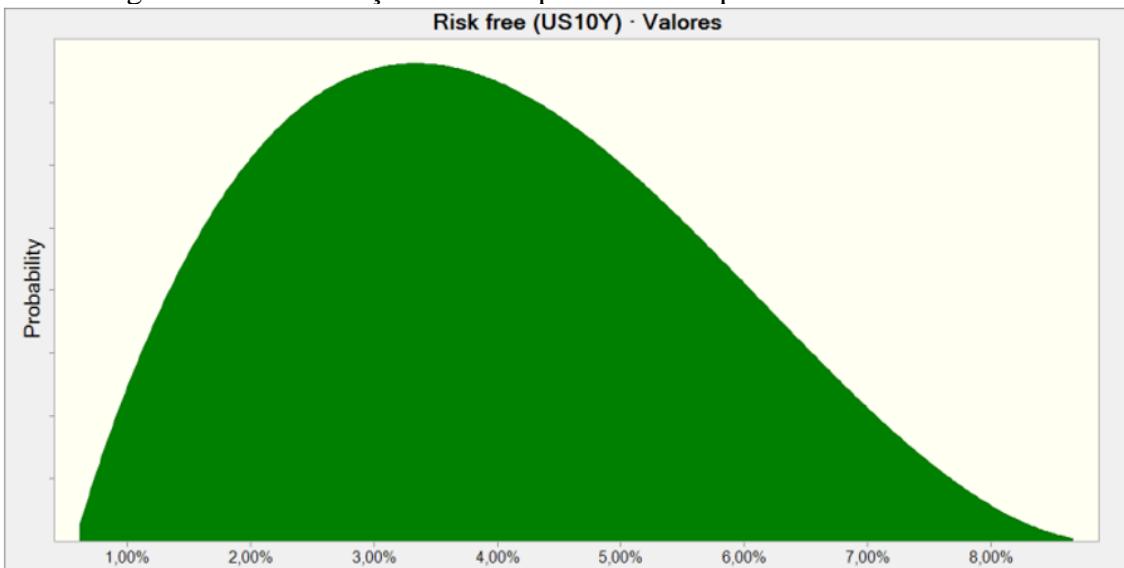
Fonte: Crystal Ball e modelo financeiro, elaborado pelo autor

Figura 98 – Distribuição indicada pelo software para o risco de mercados de capitais



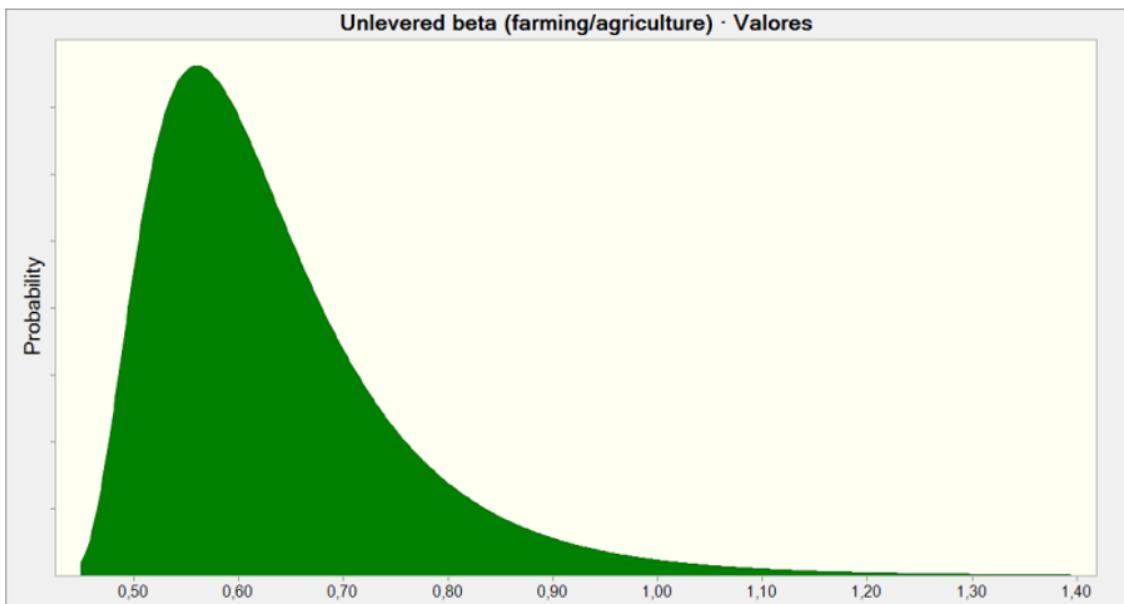
Fonte: Crystal Ball e modelo financeiro, elaborado pelo autor

Figura 99 – Distribuição indicada pelo software para a taxa livre de risco



Fonte: Crystal Ball e modelo financeiro, elaborado pelo autor

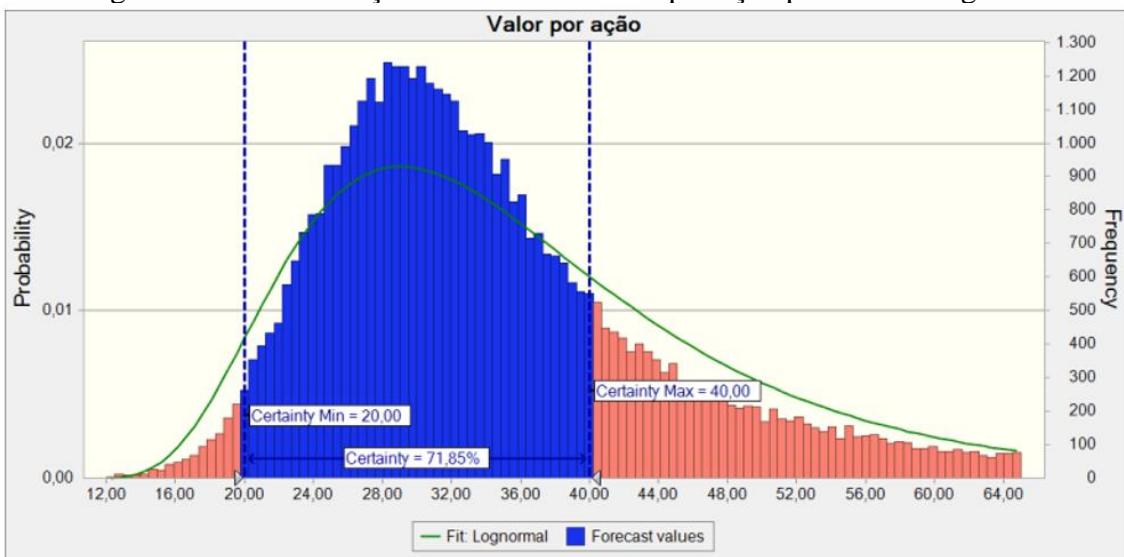
Figura 100 – Distribuição indicada pelo software para o beta desalavancado do setor



Fonte: Crystal Ball e modelo financeiro, elaborado pelo autor

Assim, de posse dessas informações, o software avaliava diferentes cenários, cruzando essas distribuições e avaliando qual seria o valor por ação da SLC Agrícola. O resultado depois de 50.000 simulações foi um gráfico que indicava a frequência desses valores em diferentes faixas de preço, mostrando a probabilidade de diferentes cenários, como pode ser observado abaixo. É interessante notar que aproximadamente 72% dos casos se encontram entre 20 e 40 reais por ação.

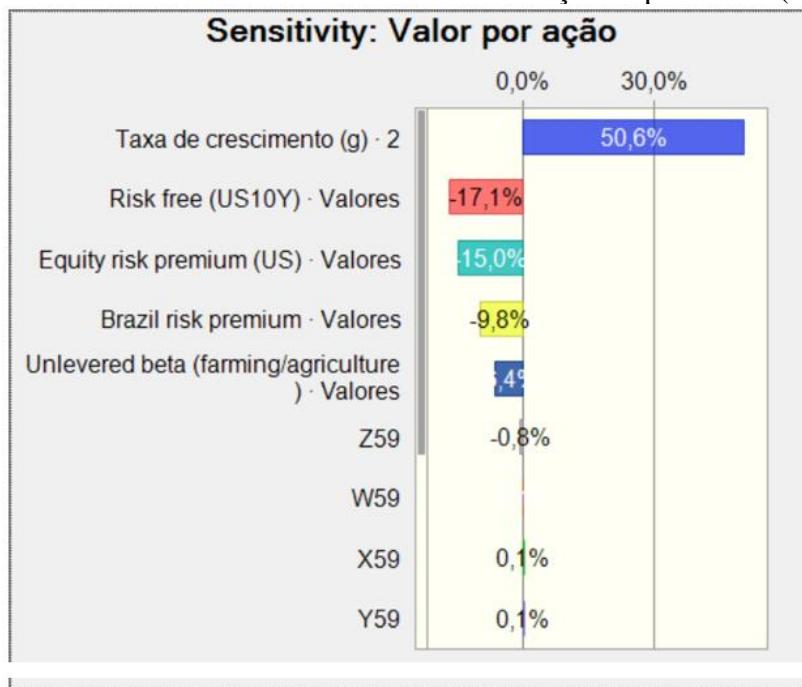
Figura 101 – Distribuição das faixas de valor por ação para a SLC Agrícola



Fonte: Crystal Ball e modelo financeiro, elaborado pelo autor

Por fim, o software também indica quais as premissas que mais afetam o valor por ação da SLC Agrícola, como pode ser observado abaixo, no qual a taxa de crescimento na perpetuidade é a mais importante para o valor da ação, como era esperado.

Figura 102 – Sensibilidade do resultado em relação às premissas (em %)



Fonte: Crystal Ball e modelo financeiro, elaborado pelo autor

## 6 CONCLUSÃO

O trabalho teve como objetivo a avaliação do valor da SLC Agrícola por meio de uma análise fundamentalista, de acordo com o método de fluxo de caixa descontado. A empresa possui protagonismo global no setor do agronegócio, com sólido histórico de crescimento e retorno. A escolha desse método foi feita após levantamento das principais maneiras de avaliação de empresas na literatura. Depois, para a realização do modelo financeiro com as projeções de fluxos de caixa futuros foi necessário um estudo sistêmico do setor agrícola no país e entendimento profundo das dinâmicas da SLC Agrícola.

A identificação de vantagens competitivas foi parte essencial do trabalho para a definição das premissas para a empresa, sendo elas: economia de escala (diluição de custos fixos de administração, gestão de lavouras e custos de armazenamento, o que garante um custo por hectare menor do que seus concorrentes), vantagens no início da cadeia produtiva (graças ao poder de barganha da empresa com fornecedores, dado o volume de compras, o custo de

obtenção de matéria-prima é menor quando comparado aos concorrentes), acesso ao mercado de capitais (sólido histórico de operações financeiras e emissão de títulos de dívida) e vantagens de catividade de clientes (considerando a cultura de algodão, que possui clientes que prezam por uma maior qualidade e rastreabilidade que atenda demandas sustentáveis. Também pode ser estimado que a vertical de sementes da empresa irá criar o mesmo tipo de vantagem).

A análise financeira da empresa contou com a projeção dos três demonstrativos mais importantes: DRE, Balanço Patrimonial e Demonstrativo de Fluxo de Caixa, que mostram que o crescimento previsto para a empresa é sustentável e factível (muito por conta das fortes vantagens competitivas da SLC Agrícola), com premissas baseadas em expectativas de mercado e no plano estratégico da companhia.

Após a estimativa dos fluxos de caixa futuros, estes foram calculados à valor presente com a finalidade de obtenção do valor da companhia, por meio de uma taxa de desconto (WACC). Por fim, foi realizada uma análise de sensibilidade para verificação de cenários não presentes no modelo base.

A principal conclusão do trabalho é de que a escolha de investimento em ações da SLC Agrícola está mais relacionada com a decisão de exposição direta ao setor do agronegócio brasileiro, do que em dinâmicas internas da empresa. Isso pode ser afirmado uma vez que a companhia é uma das únicas opções de empresas que possui ativos imobiliários rurais próprios e os opera, além de arrendar ativos de terceiros, enquanto entrega uma das melhores produtividades por hectare do mundo nas culturas cultivadas, com um custo por hectare bem abaixo da média. Além disso a empresa possui uma boa estrutura de governança, rígidas práticas ambientais que visam a sustentabilidade, bom histórico de alocação de capital e uma trajetória de crescimento de área plantada e ROIC que atestam suas vantagens competitivas supracitadas. A estratégica de balanceamento entre áreas próprias e arrendadas se mostrou certeira nos últimos anos, uma vez que diminui a necessidade de grandes investimentos de capital para financiar a expansão da empresa (caso fosse feita somente pela compra de terras próprias), permite um maior investimento na lavoura em si e aumenta o retorno médio da empresa.

## REFERÊNCIAS

**CEPEA ESALQ/USP. PIB do agronegócio brasileiro.** Disponível em: <https://www.cepea.esalq.usp.br/br/pib-do-agronegocio-brasileiro.aspx#:~:text=No%20entanto%2C%20as%20baixas%20consecutivas,8%25%20do%20PIB%20do%20Pa%C3%ADs>. Acesso em 05 de abril de 2024.

**B3. Classificação setorial.** Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/classificacao-setorial/](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/classificacao-setorial/). Acesso em 05 de abril de 2024.

**Bloomberg Línea. A força do agro no PIB: quem são os maiores produtores do país e seus planos.** Disponível em: <https://www.bloomberglinea.com.br/2022/06/02/a-forca-do-agro-no-pib-quem-sao-os-5-maiores-produtores-do-pais-e-seus-planos/>. Acesso em 14 de maio de 2024.

**Conab.** Disponível em: <https://www.conab.gov.br/ultimas-noticias/5157-com-novo-recorde-producao-de-graos-na-safra-2022-23-chega-a-322-8-milhoes-de-toneladas#:~:text=Diante%20do%20cen%C3%A1rio%20favor%C3%A1vel%2C%20a,j%C3%A1%20registrada%20na%20s%C3%A9rie%20hist%C3%B3rica>. Acesso em 14 de maio de 2024.

**Banco Central. Calculadora do Cidadão.** Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/CALCIDADAOPublico/corrigirPorIndice.do?method=corrigirPorIndice>. Acesso em 14 de maio de 2024.

**U.S. Department of Treasury. Interest Rate Statistics.** Disponível em: <https://home.treasury.gov/policy-issues/financing-the-government/interest-rate-statistics>. Acesso em 16 de maio de 2024.

**Statista. Projected annual inflation rate in the United States from 2010 to 2028.** Disponível em: <https://www.statista.com/statistics/244983/projected-inflation-rate-in-the-united-states/>. Acesso em 16 de maio de 2024.

**Focus. Relatório de mercado.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>. Acesso em 16 de maio de 2024.

**SLC AGRÍCOLA RI. Quem somos.** Disponível em: <https://ri.slcagricola.com.br/a-companhia/quem-somos/>. Acesso em 06 de abril de 2024.

**YAHOO FINANCE. Cotação SLC Agrícola (SLCE3).** Disponível em: <https://br.financas.yahoo.com/quote/SLCE3.SA/>. Acesso em 07 de abril de 2024.

**SLC Agrícola. Relatório Integrado.** Disponível em: [https://www.slcagricola.com.br/ri2019/pdf/SLCRelatorioIntegrado2019\\_3.pdf](https://www.slcagricola.com.br/ri2019/pdf/SLCRelatorioIntegrado2019_3.pdf). Acesso em 17 de maio de 2024.

Brazil Journal. **Negócios.** Disponível em: <https://braziljournal.com/slc-deveria-valer-pelo-menos-o-dobro-dizem-os-scheffer-que-compraram-5-da-empresa/>. Acesso em 21 de maio de 2024.

SLC Agrícola RI, World Bank e Frase Mackenzie's. **Nosso desafio.** Disponível em: <https://ri.slcagricola.com.br/a-companhia/nosso-desafio/>. Acesso em 06 de junho de 2024.

Bloomberg Línea. **Família ergue império agro de R\$ 4,5 bi no Brasil com impulso de 935% da ação.** Disponível em: <https://www.bloomberglinea.com.br/2023/05/10/familia-ergue-imperio-agro-de-r-45-bi-no-brasil-com-impulso-de-935-da-acao/>. Acesso em 21 de maio de 2024.

Seed News. **Por que é tão difícil armazenar soja por mais de 1 ano?** Disponível em: <https://seednews.com.br/artigos/3685-porque-e-tao-dificil-armazenar-soja-por-mais-de-1-ano?-edicao-setembro-2021>. Acesso em 23 de maio de 2024.

Scot Consultoria. **Nós ganhamos é na compra: a sazonalidade da soja.** Disponível em: <https://www.scotconsultoria.com.br/noticias/artigos/47718/>. Acesso em 23 de maio de 2024.

Agroadvance. **6 maiores produtores de soja do mundo.** Disponível em: <https://agroadvance.com.br/blog-6-maiores-produtores-de-soja-do-mundo/>. Acesso em 02 de junho de 2024.

Agroadvance. **Quem são e quanto produzem os 5 maiores produtores de milho do mundo?** Disponível em: <https://agroadvance.com.br/blog-5-maiores-produtores-de-milho-do-mundo/#:~:text=Enquanto%20os%20Estados%20 Unidos%20lideram,cereal%2C%20ultrapassando%20os%20Estado%20 Unidos.> Acesso em 02 de junho de 2024.

Embrapa. **Importância socioeconômica.** Disponível em: <https://www.embrapa.br/agencia-de-informacao-tecnologica/cultivos/milho/pre-producao/socioeconomia/importancia-socioeconomica#:~:text=A%20import%C3%A2ncia%20econ%C3%B4mica%20do%20milho,cerca%20de%2070%25%20no%20mundo.> e <https://www.embrapa.br/soja/cultivos/soja1/dados-economicos> Acesso em 02 de junho de 2024.

Basf Agriculture. **Quem são os 5 maiores produtores mundiais de algodão?** Disponível em: <https://agriculture.bASF.com.br/pt/conteudos/cultivos-e-sementes/algodao/5-maiores-produtores-algodao.html><https://www.bloomberglinea.com.br/2023/05/10/familia-ergue-imperio-agro-de-r-45-bi-no-brasil-com-impulso-de-935-da-acao/>. Acesso em 02 de junho de 2024.

Banco do Nordeste. **Milho e Algodão.** Disponível em: [https://www.bnB.gov.br/s482-dspace/bitstream/123456789/1520/1/2022\\_CDS\\_262.pdf](https://www.bnB.gov.br/s482-dspace/bitstream/123456789/1520/1/2022_CDS_262.pdf) e [https://www.bnB.gov.br/s482-dspace/bitstream/123456789/910/1/2021\\_CDS\\_182.pdf](https://www.bnB.gov.br/s482-dspace/bitstream/123456789/910/1/2021_CDS_182.pdf). Acesso em 02 de junho de 2024.

Ipea. **Produtividade na agricultura brasileira cresceu 400% entre 1975 e 2020.** Disponível em: [https://portalantigo.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=39310#:~:text=Produtividade%20na%20agricultura%20brasileira%20cresceu%20400%25%20entre%201975%20e%202020&text=O%20Instituto%20de%20Pesquisa%20Econ%C3%B4mica,\(PTF\)%20na%20agricultura%20brasileira..](https://portalantigo.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=39310#:~:text=Produtividade%20na%20agricultura%20brasileira%20cresceu%20400%25%20entre%201975%20e%202020&text=O%20Instituto%20de%20Pesquisa%20Econ%C3%B4mica,(PTF)%20na%20agricultura%20brasileira.) Acesso em 02 de junho de 2024.

Conab. **Soja: séries históricas.** Disponível em: <https://www.conab.gov.br/info-agro/safras/serie-historica-das-safras/itemlist/category/911-soja>. Acesso em 03 de junho de 2024.

Poder360. **Brasil deve se tornar o maior exportador de algodão no mundo.** Disponível em: <https://www.poder360.com.br/economia/brasil-deve-se-tornar-o-maior-exportador-de-algodao-no-mundo/>. Acesso em 02 de junho de 2024.

Revista Cultivar e Conab. **Armazenamento de grãos no Brasil: entenda o problema.** Disponível em: <https://revistacultivar.com.br/artigos/armazenamento-de-graos-no-brasil-entenda-o-problema>. Acesso em 05 de junho de 2024.

Agroadvance e Conab. **Armazenamento de grãos no Brasil.** Disponível em: <https://agroadvance.com.br/blog-armazenamento-de-graos-no-brasil/#:~:text=O%20armazenamento%20de%20gr%C3%A3os%20consiste,com%20a%20distribui%C3%A7%C3%A3o%20e%20log%C3%ADstica..>. Acesso em 05 de junho de 2024.

Agrozil. **5 maiores grupos agrícolas do Brasil.** Disponível em: <https://agrozil.com.br/artigos/lideres-quais-sao-os-5-maiores-grupos-agricolas-do-brasil/>. Acesso em 10 de junho de 2024.

Pipeline Valor. **Por que a família Scheffer decidiu virar acionista da SLC Agrícola?** Disponível em: <https://pipelinevalor.globo.com/negocios/noticia/por-que-a-familia-scheffer-decidiu-virar-acionista-da-slc-agricola.ghtml>. Acesso em 10 de junho de 2024.

Globo Rural. **A estratégia da Amaggi para diversificar seus negócios.** Disponível em: <https://globorural.globo.com/negocios/noticia/2024/02/a-estrategia-da-amaggi-para-diversificar-seus-negocios.ghtml>. Acesso em 10 de junho de 2024.

EXAME Agro e CNA. **Custo alto e falta de crédito travam investimento em armazenagem no Brasil, revela pesquisa.** Disponível em: <https://exame.com/agro/custo-alto-e-falta-de-credito-travam-investimento-em-armazenagem-de-graos-no-brasil-revela-pesquisa/amp/>. Acesso em 25 de junho de 2024.

Cepea/USP. **Agronegócio e o dólar.** Disponível em: <https://www.cepea.esalq.usp.br/br/opiniao-cepea/agronegocio-e-o-dolar.aspx>. Acesso em 25 de junho de 2024.

Embrapa. **Soja em números.** Disponível em: <https://www.embrapa.br/soja/cultivos/soja1/dados-economicos>. Acesso em 25 de junho de 2024.

Globo Rural. **SLC fará nova oferta de CRA no valor de R\$ 1 bilhão.** Disponível em: <https://globorural.globo.com/negocios/noticia/2024/05/slc-fara-nova-oferta-de-cra-no-valor-de-r-1-bilhao.ghtml>. Acesso em 25 de junho de 2024.

Estadão. **Com maior poder de barganha SLC minimiza alta no custo agrícola.** Disponível em: <https://www.estadao.com.br/economia/com-maior-poder-de-barganha-slc-minimiza-alta-no-custo-agricola/>. Acesso em 20 de agosto de 2024.

Forbes. **Cutrale investirá R\$ 500 milhões em laranja no MS, diz governo.** Disponível em: <https://forbes.com.br/forbesagro/2024/03/cutrale-investira-r-500-milhoes-em-laranja-no-ms-diz-governo/>. Acesso em 28 de agosto de 2024.

SLC Agrícola. **Relatório Integrado 2023.** Disponível em: [https://www.slcagricola.com.br/ri2023/assets/pdf/SLC\\_Agricola\\_RI\\_2023.pdf](https://www.slcagricola.com.br/ri2023/assets/pdf/SLC_Agricola_RI_2023.pdf). Acesso em 03 de setembro de 2024.

EarthSight. **Crimes na moda.** Disponível em: <https://www.earthsight.org.uk/crimes-na-modas>. Acesso em 03 de setembro de 2024.

CNN Brasil. **SLC Agrícola compra participação em controlada indireta por R\$ 525 milhões.** Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/negocios/slc-agricola-compra-participacao-em-controlada-indireta-por-r-525-milhoes/#:~:text=A%20SLC%20Agr%C3%A9cola%20fechou%20acordo,gr%C3%A3os%20e%20oleaginosas%20do%20Brasil>. Acesso em 10 de outubro de 2024.

Exame. **SLC Agrícola compra Terra Santa em negócio avaliado em R\$ 753 milhões.** Disponível em: <https://exame.com/agro/slc-agricola-compra-terra-santa-em-negocio-avaliado-r-753-milhoes/>. Acesso em 10 de outubro de 2024.

AG Feed. **“Maior escândalo que já vi”, diz investidor que contesta majoritários na Terra Santa.** Disponível em: <https://agfeed.com.br/financas/maior-escandalo-que-ja-vi-diz-investidor-que-contesta-majoritarios-na-terra-santa/#>. Acesso em 10 de outubro de 2024.

DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset.** 3<sup>rd</sup> ed. New Jersey: John Wiley & Sons, c2012.

MARION, José. **Contabilidade Básica.** 10th ed. São Paulo: Atlas, c2009.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F.; ARAÚJO, M.. **Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil.** São Paulo: Revista de Administração, 43(1), 72-83, c2008.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J.. **Measuring and Managing the Value of Companies.** 5<sup>th</sup> ed. New York: John Wiley & Sons, c2010.

GREENWALD, B.; KAHN, J.. **Competition Demystified.** 1<sup>st</sup> ed. London: Penguin Books, c2005.