

A coligação de pesquisa de reação em cadeia é:

Aidenvironment
Climate Advisers
Profundo

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

Autores:

Gerard Rijk, Profundo
Tim Steinweg, Aidenvironment
Gabriel Thoumi, CFA, FRM, Climate Advisers (Conselheiros de clima)

Este perfil da empresa se baseia no trabalho da Rede Social de Justiça e Direitos Humanos (REDE). Isso inclui um futuro relatório acadêmico, bem como um relatório de trabalho de campo não publicado. Antes da publicação, a análise de risco de sustentabilidade foi compartilhada com a SLC Agrícola. Os comentários foram recebidos por e-mail em 4 de setembro e foram incorporados no texto final.

Fazendas da SLC Agrícola:

Nome	Estado	Ha próprio	Ha plantados
Perdizes	Mato Grosso	28.837	23.329
Paiguás	Mato Grosso	34.257	63.561
Planorte	Mato Grosso	23.439	31.225
Pamplona	Goiás	18.188	20.392
Planalto	Mato Grosso do Sul	17.437	20.503
Planeste	Maranhão	23.326	49.458
Parnaíba	Maranhão	47.213	58.245
Parnaguá	Piauí	23.420	8.315
Paineira	Piauí	12.040	Arrendada para terceiros
Parceiro	Bahia	36.664	11.588
Paladino	Bahia	21.898	19.417
Palmares	Bahia	16.167	24.644
Panorama	Bahia	10.374	21.793
Pioneira	Bahia	19.469	27.973
Piratini	Bahia	25.356	13.377

Fonte: SLC website; SLC Apresentação para investidores; Data sobre a avaliação da carteira de imóveis da SLC Agrícola

SLC Agrícola: O Desmatamento do Cerrado Representa Riscos à Receita e Recursos das Terras Agrícolas

18 de setembro de 2017

A SLC Agrícola é a maior empresa agrícola de capital aberto do Brasil, fundada em 1977, e opera 15 grandes fazendas, espalhadas por seis estados brasileiros - Mato Grosso, Goiás, Bahia, Piauí, Maranhão e Mato Grosso do Sul. Isso inclui atividades na região de Matopiba (que compreende os estados do Maranhão, Tocantins, Piauí e Bahia), às vezes referida como a “mais nova fronteira agrícola” no Brasil. A SLC Agrícola ativamente compra, limpa e transforma terra no bioma do Cerrado para a produção industrializada de soja, milho e algodão. O bioma do Cerrado, uma vasta savana tropical, é uma área ambientalmente sensível, onde as taxas de desmatamento são altas. O WWF e outros reconhecem o Cerrado como a savana biologicamente mais rica do mundo. O Cerrado abriga centenas de espécies ameaçadas de extinção e comunidades tradicionais. Como fonte de rios e vias navegáveis, o Cerrado funciona como uma fonte vital de água para muitas das maiores cidades do Brasil.

Principais conclusões

- **A SLC Agrícola possui um modelo de negócios diversificado, que busca produzir valor tanto da produção de commodities como da valorização de terras.** A SLC Agrícola possui 323 mil hectares (ha), dos quais 86.765 ha são mantidos pelo joint venture de imóveis SLC LandCo. O modelo de negócios da SLC LandCo é focado na aquisição e transformação da savana no Cerrado em terras agrícolas produtivas. O processo de transformação requer a limpeza das florestas do Cerrado.
- **Desde 2011, a SLC Agrícola expandiu seu landbank com 99.531 ha. A SLC Agrícola comprou e ampliou fazendas na região de Matopiba.** Essas fazendas continham extensas áreas de savanas não desenvolvidas no Cerrado. De acordo com a sua estratégia de ganho imobiliário, a SLC Agrícola transformou terras não desenvolvidas em terras agrícolas.
- **De 2011 a 2017, a SLC Agrícola limpou um total de 39.887 ha de terra de sua vegetação original.** Por mais de 30 mil hectares, esta vegetação é classificada como floresta de Cerrado pelo Ministério do Meio Ambiente do Brasil. Essas áreas também foram reconhecidas por seu alto valor de biodiversidade pela Mesa Redonda sobre Soja Responsável (RTRS). A SLC indica que outros 42 mil hectares ainda estão sendo desenvolvidos. As fazendas da SLC estão localizadas em áreas onde a apropriação ilegal de terras ('grilagem') é comum, e parceiros comerciais da SLC Agrícola têm enfrentado acusações legais.
- **A SLC enfrenta o risco potencial de perder o acesso aos clientes e uma sobrevalorização da sua carteira de terrenos resultante de seus impactos de sustentabilidade.** Pelo menos 20% da receita da SLC Agrícola vem de clientes com compromissos públicos de desmatamento zero. Embora o interesse do mercado em commodities de terras recentemente desmatadas seja reduzido, a cobertura da vegetação não parece ser um fator nos modelos de avaliação da terra.
- **A SLC corre o risco de perder metade dos lucros caso seus principais clientes exercer pressão sobre os problemas de desmatamento.** No entanto, o preço das

ações da SLC Agrícola, que agora tem um desconto de 49% em relação ao Valor Patrimonial Líquido, tem potencial de aumento de confiança crescente se a empresa se comprometer a desmatamento zero.

SLC Agrícola

A SLC (Empresa Schneider Logemann) Agrícola é a maior empresa agrícola de capital aberto no Brasil, fundada em 1977, inicialmente como produtora de tratores. Hoje, ela trabalha com soja, algodão e milho, e opera 15 grandes fazendas, espalhadas por seis estados brasileiros - Mato Grosso, Goiás, Bahia, Piauí, Maranhão e Mato Grosso do Sul. A SLC Agrícola possui um total de 323 mil hectares. Algumas de suas terras são usadas para cultivar duas culturas por ano. Incluindo esta segunda safra, plantou 394 mil hectares, dos quais 230.142 com soja.

A SLC Agrícola possui um modelo de negócios diversificado. Suas três linhas de negócios incluem:

- Produção agrícola em terras próprias e desenvolvidas: a SLC cultiva principalmente soja, algodão e milho utilizando agricultura industrial e de precisão.
- Produção agrícola em terras arrendadas: a empresa também arrenda terras de proprietários vizinhos para maximizar o uso de sua capacidade de produção instalada.
- Aquisição de terras brutas para transformação e venda: através da sua subsidiária SLC LandCo, uma parceria com o fundo de participações privadas Valiance, a SLC visa capturar a valorização imobiliária das terras recém-adquiridas.

A SLC Agrícola está listada na BM & FBOVESPA, com um flutuador livre de 49%. 51 por cento das suas ações são detidas pelo Grupo SLC, controlado pela família Logemann.

A SLC Agrícola é membro da Mesa Redonda sobre Soja Responsável (RTRS), a iniciativa de diversas partes interessadas, que promove produção, processamento e comercialização responsáveis de soja. Em 2011, a SLC Agrícola recebeu certificação RTRS para duas de suas fazendas, totalizando 34.600 ha.

SLC LandCo

Em 2012, a SLC Agrícola firmou uma parceria de longo prazo com o fundo de participações privadas britânico Valiance Asset Management Limited para formar a SLC LandCo. Como parte do acordo, a Valiance comprometeu injeções de capital de US\$ 239 milhões em troca de uma participação de 49,4% na SLC LandCo. Até hoje, a Valiance só adquiriu uma participação de 18,77 por cento, equivalente a US\$ 53 milhões.

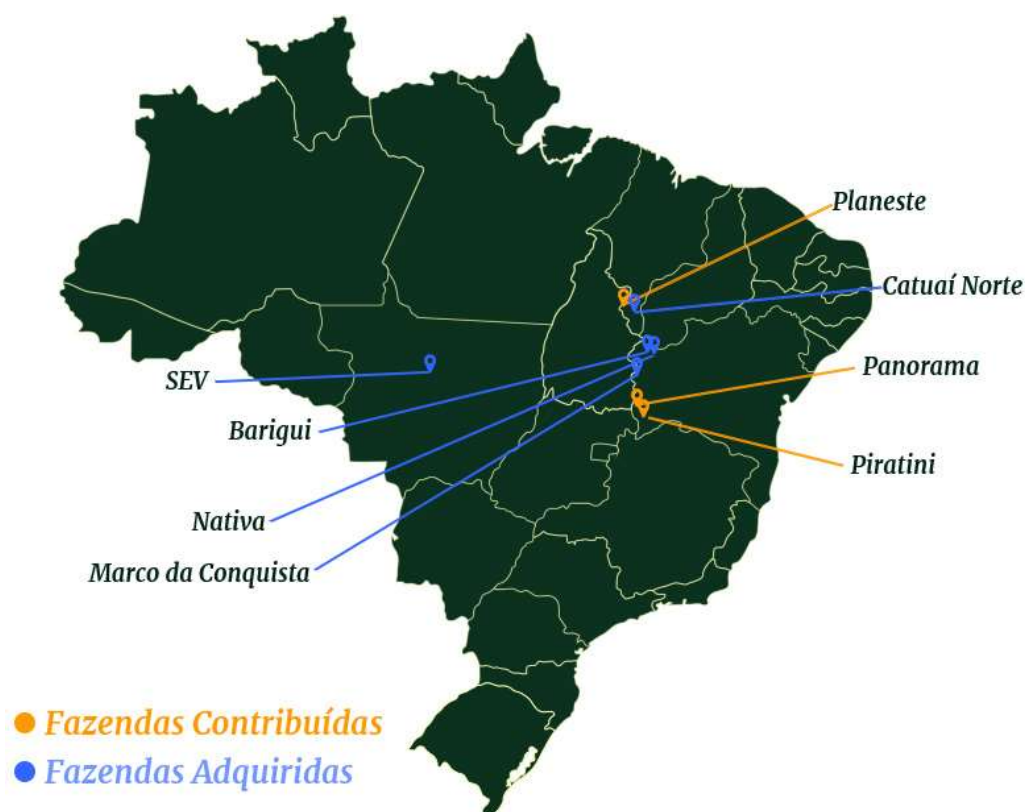
Conforme mostrado na Figura 1 (abaixo), a carteira da SLC LandCo é de 86.765 ha. A SLC LandCo tem como objetivo “monetizar o valor de sua carteira de terra e adicionar novas terras agrícolas produtivas através da transformação da terra”. A carteira de terrenos da SLC LandCo inclui partes de fazendas na região de Matopiba (incluindo os estados do Maranhão, Tocantins, Piauí e Bahia), bem como uma fazenda em Mato Grosso (Figura 2 abaixo). Matopiba às vezes é referida como a “mais nova fronteira agrícola” no Brasil. Esta área originalmente consistia em pastagens de savana com rica biodiversidade, além de ser o lar de comunidades tradicionais.

Figura 1. Propriedades da SLC LandCo Fonte: Relatório Anual da SLC 2016.

Nome da fazenda	Estado	Área total (ha)	Área na Carteira da SLC LandCo (ha)
Perdizes	Mato Grosso	42.145	13.288

Panorama	Bahia	24.626	10.374
Piratini	Bahia	30.286	25.355
Palmares	Bahia	32.320	5.434
Parnaíba	Maranhão	68.010	10.200
Planeste	Maranhão	38.916	23.325
Parceiro	Bahia/Piauí	42.189	3.680
Total		278.492	86.765

Figura 2: Locais das fazendas da SLC LandCo. Fonte: SLC Agrícola.



A carteira de terras da SLC LandCo inclui terrenos que não estão em produção. Três das fazendas em sua carteira incluem 20 a 30 por cento de terras não desenvolvidas:

- Panorama: 25,4 %
- Piratini: 30,0 %
- Planeste 20,7 %

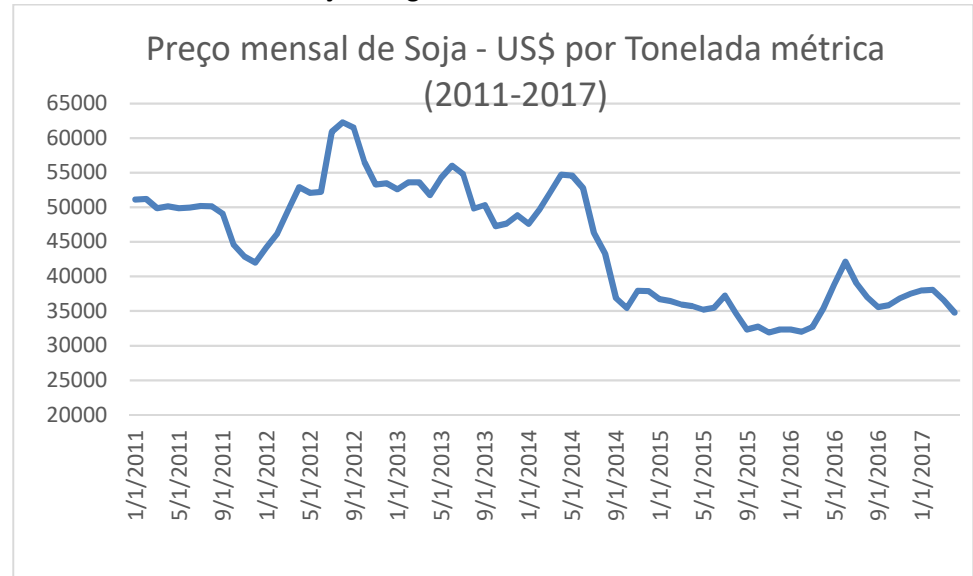
Esta terra não está em produção mas é mantida como Reservas Legais ou são Áreas de Preservação Permanente sob o Código Florestal do Brasil. A SLC Agrícola, em alguns casos, arrenda terras da carteira da SLC LandCo, contra o valor de todas as terras em operação, determinado anualmente.

Impactos de sustentabilidade da SLC Agrícola

Desde 2011, a SLC Agrícola expandiu seu landbank com 99.531 ha. Este aumento vem da compra de duas fazendas no Piauí (Fazenda Paineira e Fazenda Parceiro) em 2011 e uma fazenda no Mato Grosso (Fazenda Perdizes) em 2012, bem como uma

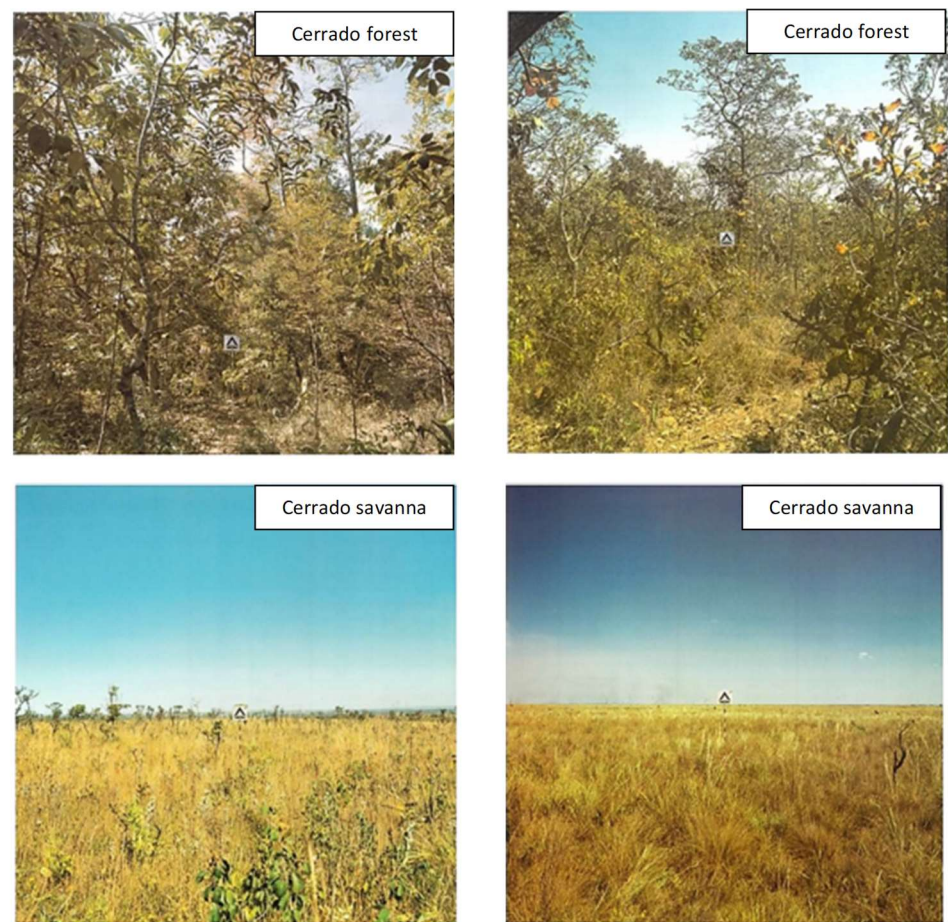
expansão das Fazendas Planeste e Parnaíba no Maranhão em 2013. Estas fazendas já estavam parcialmente desenvolvidas no momento da compra, mas também continham extensas áreas de savanas de Cerrado não desenvolvidas. De acordo com a sua estratégia de ganho imobiliário, a SLC Agrícola anunciou planos para transformar terras não desenvolvidas em terras cultivadas no momento da compra dessas fazendas. Essa transformação exigiu o desmatamento da savana do Cerrado.

Figura 3: Preços mensais de soja 2011 a 2017 (US\$ por tonelada métrica). Fonte: Index Mundi.



De 2011 a 2017, a área plantada da SLC Agrícola aumentou 148.568 ha. Enquanto os preços de soja US\$ por tonelada métrica apresentaram tendências menores entre 2011 e 2017 (Figura 3 acima), a área plantada de soja dobrou de 114.158 ha para 228.704 ha.

Figura 4: Exemplos de cobertura da vegetação nativa no Cerrado. Fonte: MMA.



De acordo com a análise Landsat, **um total de 39.887 ha foi liberado de sua vegetação original**. 75 por cento desta vegetação se enquadra sob a definição de florestas, conforme aplicado pelo Ministério do Meio Ambiente do Brasil. A Figura 4 (acima) mostra alguns exemplos de cobertura da vegetação nativa do Cerrado (acima). Essas áreas também foram reconhecidas pela RTRS por seu alto valor de biodiversidade. A SLC indica que outros 42 mil hectares ainda estão sendo desenvolvidos.

Figura 5: Landbank e área plantada da SLC Agrícola (2011 a 2017). Fonte: Dados da SLC sobre a avaliação da carteira de imóveis da SLC Agrícola e da área plantada da SLC.

Ano	Total landbank	Área plantada (ha)
2011/12	222.998	247.834
2012/13	295.485	282.473
2013/14	290.952	343.568
2014/15	304.031	370.026
2015/16	308.719	377.259
2016/17	322.529	396.402

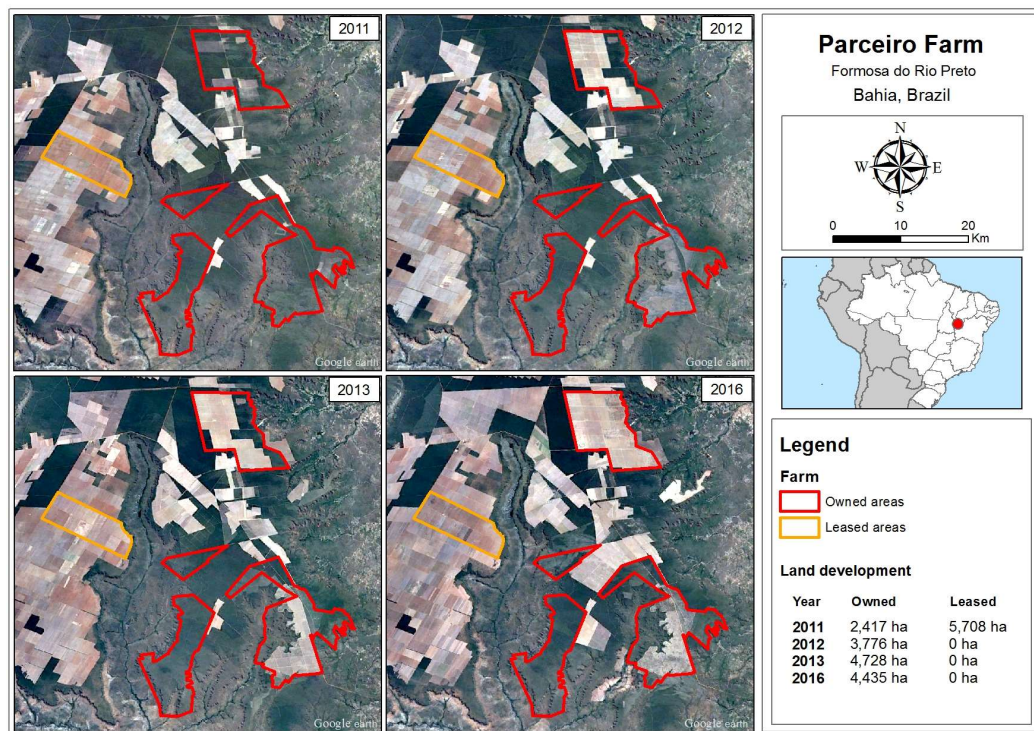
A partir de 2011, a queda nos preços da soja coincidiu com o aumento da expansão da SLC. O landbank total da SLC Agrícola e a área plantada aumentaram 44,6% e 59,9%, respectivamente, entre 2011 e 2017 (Figura 5 acima). Quando a terra é desmatada, leva 5 a 10 anos para que o solo atinja a produtividade média necessária para que a terra acumule capital (REDE 2017, em breve). Além disso, a terra adquirida

inclui seções que são mantidas sem desenvolvimento como reservas legais. A contínua expansão da terra afeta as dinâmicas sociais e econômicas das comunidades locais nas vizinhanças diretas.

Fazenda Parceiro

A Fazenda Parceiro é localizada no estado da Bahia, na fronteira com o Piauí. A SLC Agrícola adquiriu a fazenda em 2011 e iniciou suas operações em 2012. A área total da fazenda é de 42.092 ha, com 32.983 ha de propriedade total da SLC Agrícola, 3.680 ha de propriedade da SLC LandCo e 5.526 ha arrendados de terceiros. Para a campanha de comercialização 2015/2016 que termina em 30 de setembro de 2016, a SLC Agrícola cultivou principalmente a soja.

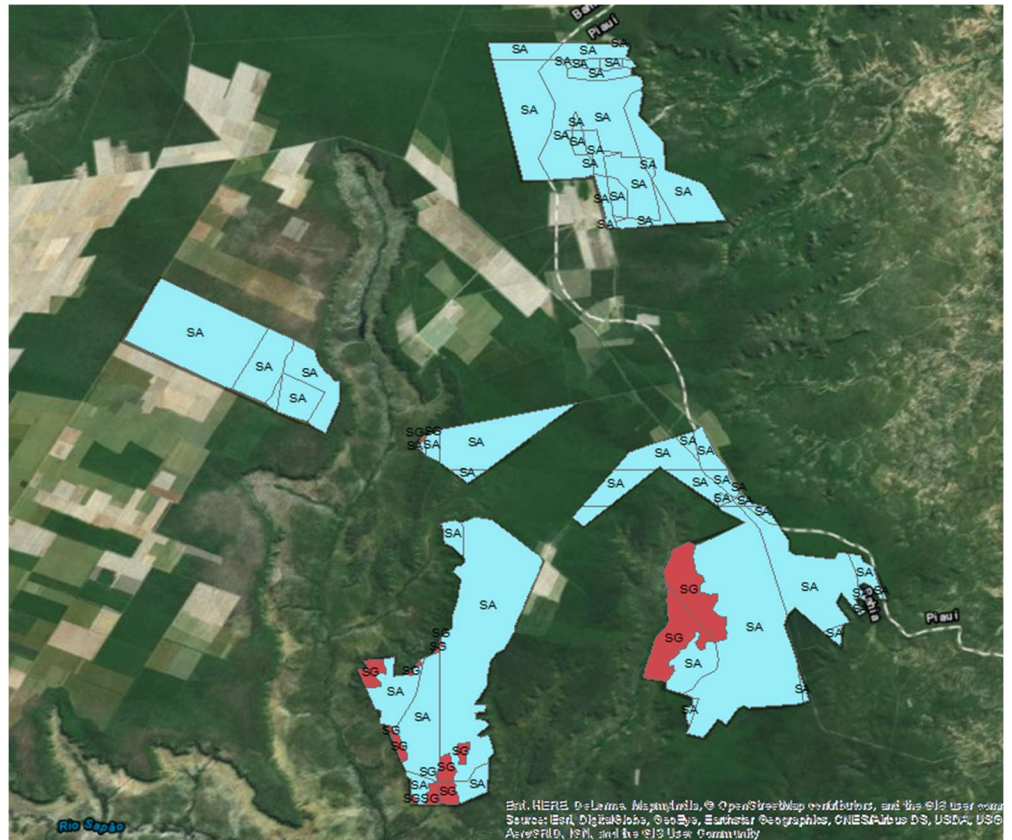
Figura 6: Desmatamento na Fazenda Parceiro entre 2011 e 2016.



Entre 2011 e 2014, conforme mostra a Figura 6 (acima), a SLC havia desmatado na Fazenda Parceiro 15.356 ha de Cerrado anteriormente não desenvolvido. Os mapas de vegetação produzidos (Figura 7 abaixo) como parte do Nível de Emissão de Referência Florestal do Brasil (FREL) no Bioma do Cerrado categorizam a vegetação original como 93% de floresta Cerrado (categoria FREL: savana arborizada) e 7% de pastagem (categoria FREL: savana de capim). Todo o desenvolvimento da terra desde 2011 ocorreu em terrenos florestais.

Em seus mapas de escala macroscópica que a RTRS desenvolveu como parte de um guia para expansão responsável para o Brasil, essas terras foram identificadas como hotspots de biodiversidade onde "as partes interessadas concordam que não deve haver conversão de vegetação nativa para produção responsável de soja". Em resposta a uma versão preliminar do relatório, a SLC indicou que não pretende certificar a Fazenda Parceiro de acordo com a RTRS e que todas as clareiras estão de acordo com a legislação vigente e os atos legais devidos.

Figura 7: Vegetação original na Fazenda Parceiro. SA = Savana arborizada; SG=Savana de capim.
Fonte: MMA.



A partir de dezembro de 2016, 42,8% (18.004 ha) da fazenda permaneceu sem plantação. De acordo com as demonstrações financeiras do primeiro trimestre da SLC, 10.227 ha (SLC Agrícola: 9.162 ha, SLC LandCo: 1.115 ha) se encontravam em processo de transformação, enquanto que 8.228 ha adicionais (SLC Agrícola: 6.698 ha, SLC LandCo: 1.530 ha) se encontravam no "Fase de licenciamento".

Fazenda Parnaguá

A Fazenda Parnaguá está localizada em Santa Filomena, na parte sul do Piauí. A SLC Agrícola adquiriu a fazenda em 2008. Neste momento, certas partes da fazenda eram produtivas, enquanto as partes maiores ainda não estavam sendo desenvolvidas. A fazenda possui uma área total de 24.603 ha, 100% de propriedade direta da SLC Agrícola. A produção de soja começou pela primeira vez na campanha de comercialização de 2012/2013, que terminou em 30 de setembro, quando foram plantados 2.630 ha. Em 2015/2016, a SLC havia plantado 8.414 ha de soja.

Figura 8: Desmatamento na Fazenda Parnaguá.

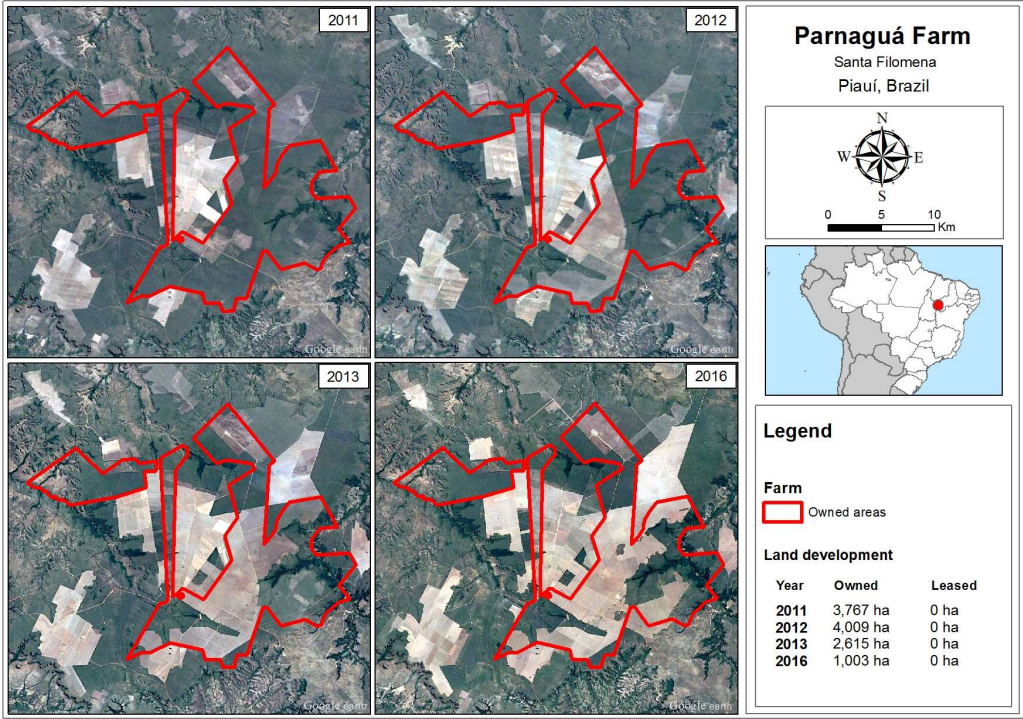
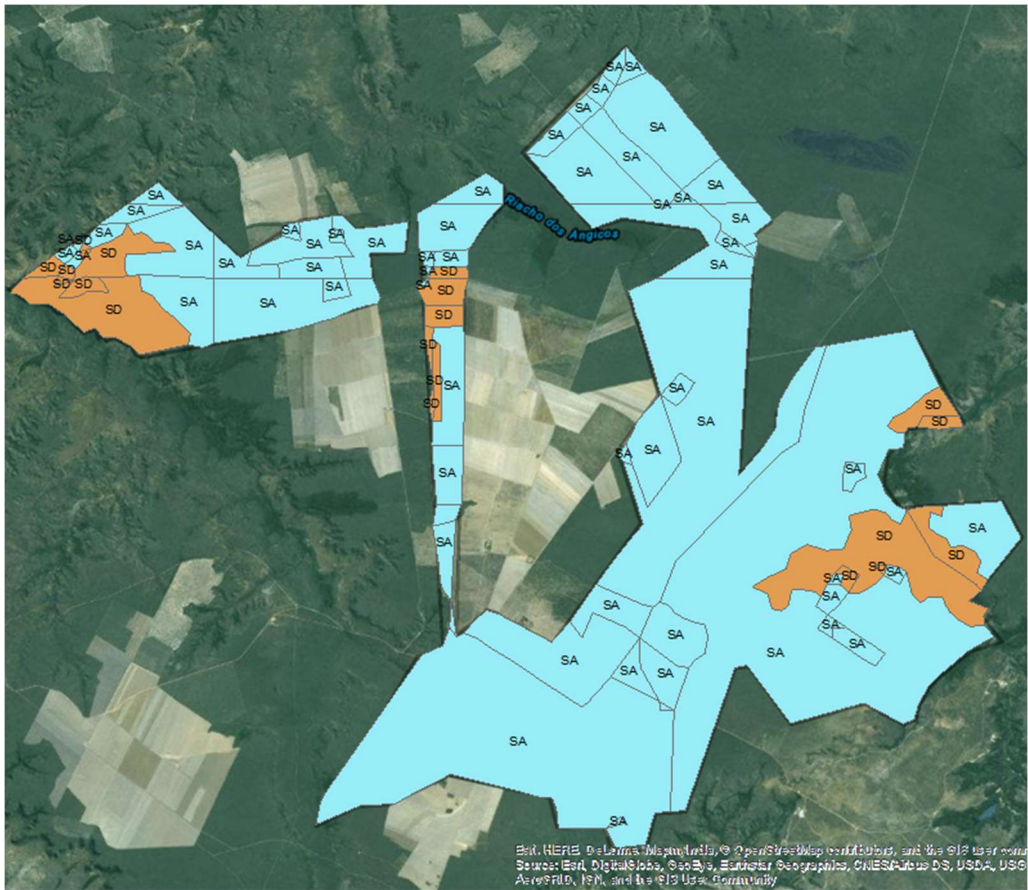


Figura 9: Cobertura da vegetação original na Fazenda Parnaguá. SA = Savana arborizada; SG=Savana de capim. Fonte: MMA.



Conforme mostrado na Figura 8 (acima), entre 2011 e 2014, a SLC havia desmatado 11.400 ha de Cerrado anteriormente não desenvolvido na Fazenda Parceiro. Veja Figura 9 (acima); os mapas de vegetação produzidos como parte do Nível de Emissão de Referência Florestal do Brasil (FREL) no Bioma do Cerrado categorizam a vegetação original como 100% de floresta de Cerrado (97 por cento de savana

arborizada, 3 por cento de savana florestada). Em seus mapas de escala macroscópica que a RTRS desenvolveu como parte de um guia para expansão responsável para o Brasil, essas terras foram identificadas como hotspots de biodiversidade onde "as partes interessadas concordam que não deve haver conversão de vegetação nativa para produção responsável de soja". Em resposta a uma versão preliminar do relatório, a SLC indicou que não pretende certificar a Fazenda Parnaguá de acordo com a RTRS e que todas as clareiras estão de acordo com a legislação vigente e os atos legais devidos.

Em resposta a uma versão preliminar deste relatório, a SLC indicou que conduz uma extensa diligência tanto na terra que adquiriu quanto no vendedor. Ela só adquire terras caso mais de 40 documentos diferentes (títulos, licenças, certificações, etc.) forem coletados e sua validade for avaliada.

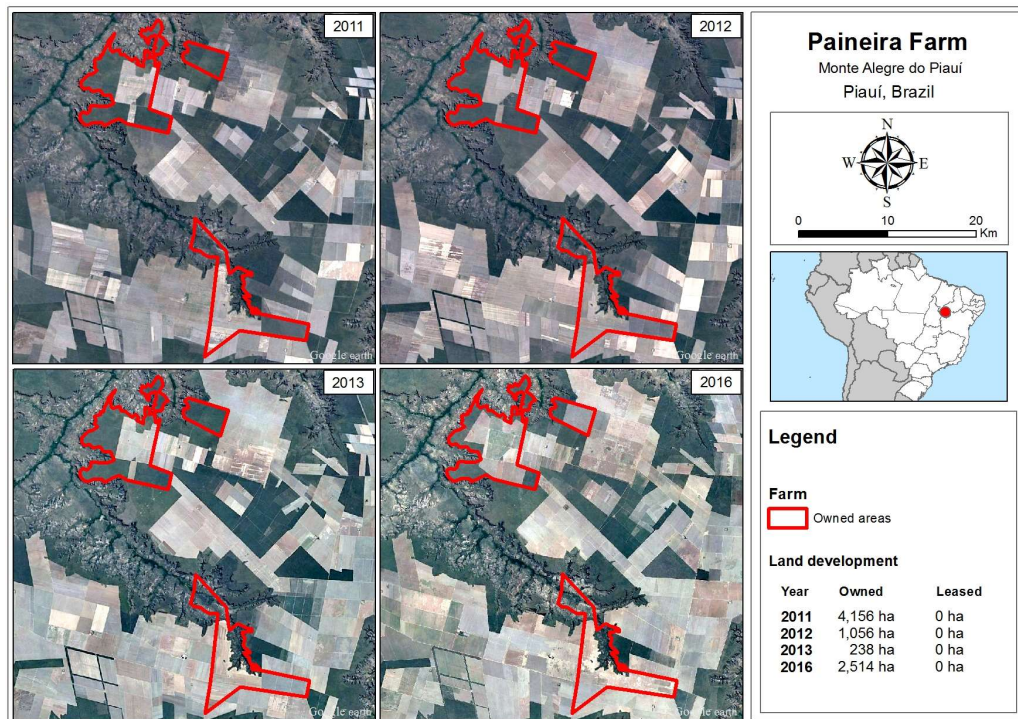
Fazenda Paineira

A Fazenda Paineira é uma fazenda de 12.040 ha, localizada no sul do Piauí. A SLC Agrícola adquiriu a fazenda em 2011 por US\$ 22,06 milhões (R \$ 68,6 milhões) e possui toda a terra nesta fazenda. Em 2015, a empresa arrendou esta fazenda a uma terceira parte, citando que "considerando que, no momento, não foi possível aumentar a escala da Fazenda Paineira, foi decidido arrendar a área acima mencionada." A região sofreu um período de chuva reduzida no momento do acordo.

A partir de agosto de 2015, a fazenda é arrendada pela empresa de soja Agropecuária Celeiro. De acordo com o comunicado de imprensa da SLC, o contrato de arrendamento estipula o pagamento anual de 8 sacos de soja (60 kg) por hectare desenvolvido, e um saco inicial de soja por hectare por ano para o Cerrado não desenvolvido, conforme o desmatamento da área.

Conforme mostrado na Figura 10 (abaixo), após a assinatura do contrato, a terra em Paineira foi agressivamente limpa e plantada. **Em 2016, 2.514 ha foram desmatados.** Veja Figura 11 (acima); os mapas de vegetação produzidos como parte do Nível de Emissão de Referência Florestal do Brasil (FREL) no Bioma do Cerrado categorizam a vegetação original como 100% de floresta de Cerrado (100 por cento de savana arborizada).

Figura 10: Desmatamento na Fazenda Paineria.



A SLC indicou que todas as clareiras foram realizadas de acordo com a legislação vigente, autorizações e licenças ambientais. Também indicou que as propriedades foram adquiridas respeitando o direito da terra e um processo exaustivo de *due diligence* para provar a origem e a propriedade e que suas práticas agrícolas seguem os padrões mais rigorosos estabelecidos pela legislação brasileira.

O trabalho de campo realizado pela organização brasileira Rede Social de Justiça e Direitos Humanos (REDE), em abril de 2017, mostra que pelo menos quatro comunidades em torno da Fazenda Paineira relatam impactos sociais e ambientais da fazenda e que eles estão sujeitos à captação de terras. As comunidades em torno da reserva legal não desenvolvida no norte da fazenda relataram assédio, ameaças de remoção forçada e perda de acesso aos campos de pastagem, uma vez que a área foi vedada. Essas terras não se destinam à produção agrícola, mas sim a cumprir as estipulações da reserva no Código Florestal. As terras foram compradas através de grilagem e isso tem sido uma fonte de conflito, tanto dentro da comunidade como na gestão da fazenda. Essas comunidades também relataram pesticidas pulverizadas por aviões, aumento da erosão, grandes quantidades de poeira provindo da área recentemente desmatada e secagem de pântanos.

As comunidades próximas das partes produtivas da Fazenda Paineira também relataram uma variedade de impactos adversos. Entre outros, enfrentaram impactos ambientais e de saúde relacionados ao uso de pesticidas. As comunidades se queixaram de doenças e poluição das águas subterrâneas e indicaram que os rios se tornam de cor incarnada durante certas estações. Além disso, as comunidades relataram uma perda de biodiversidade, incluindo a extinção de abelhas, o que interrompeu a produção de mel e a polinização de árvores frutíferas e o desaparecimento de animais selvagens, efetivamente terminando atividades locais de caça na área (REDE 2017, relatório de trabalho de campo não publicado).

Em resposta a uma versão preliminar deste relatório, a SLC afirma que suas operações são desenvolvidas seguindo as melhores práticas agrícolas para a conservação do solo e que posiciona sua área produtiva de tal maneira a evitar a contaminação do rio. Além disso, refuta que contribuiu para a perda de biodiversidade ou extinção de espécies.

Fazenda Piratini

A Fazenda Piratini está localizada no sul da Bahia, e começou suas operações na safra de 2008/09. A SLC cresce soja e algodão nesta fazenda, o que abrange uma área total de 30.355 ha. Dessa área, 25.355 ha são propriedade da SLC LandCo, enquanto que 5.000 ha são arrendados.

Conforme mostrado na Figura 12 (abaixo), em 2015 a SLC limpou 10.617 ha nesta fazenda. Veja Figura 13 (acima); os mapas de vegetação produzidos como parte do Nível de Emissão de Referência Florestal do Brasil (FREL) no Bioma do Cerrado categorizam a vegetação original como 44% de floresta de Cerrado (categoria FREL: savana florestada) e 56% de pastagem do Cerrado (Categoria FREL: savana parque). A maior parte da terra desmatada era originalmente pastagem, mas algumas áreas continham savana florestada. Em seus mapas de escala macroscópica que a RTRS desenvolveu como parte de um guia para expansão responsável para o Brasil, essas terras foram identificadas como hotspots de biodiversidade onde "as partes interessadas concordam que não deve haver conversão de vegetação nativa para produção responsável de soja". Em resposta a uma versão preliminar do relatório, a SLC indicou que não pretende certificar a Fazenda Piratini de acordo com a RTRS e que todas as clareiras estão de acordo com a legislação vigente e os atos legais devidos.

Figura 12: Desmatamento na Fazenda Piratini.

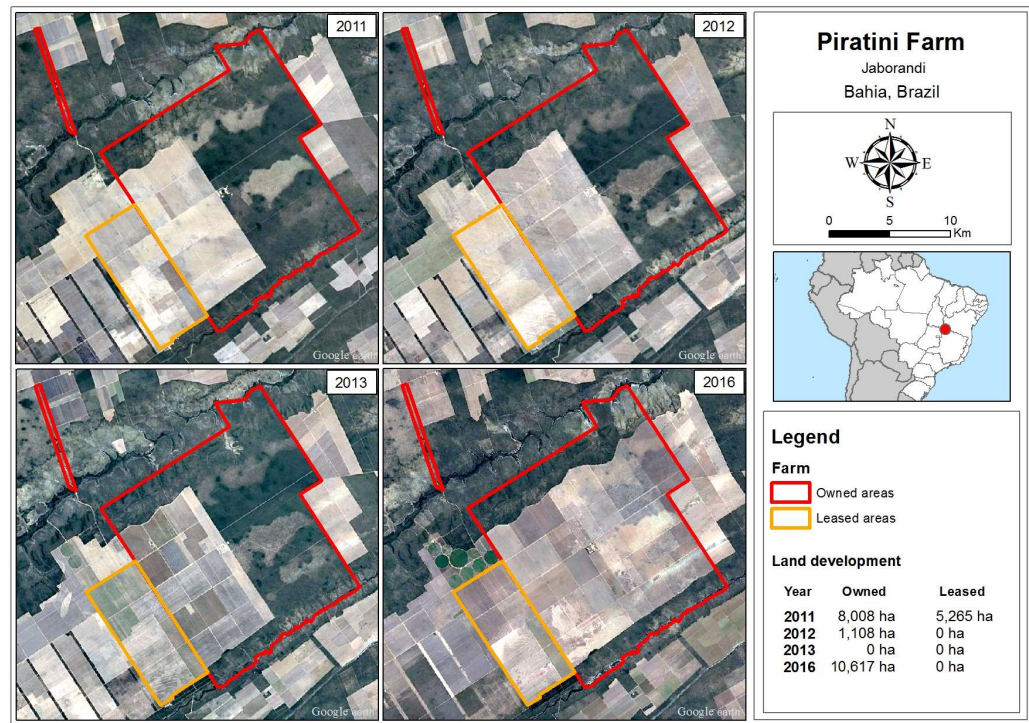
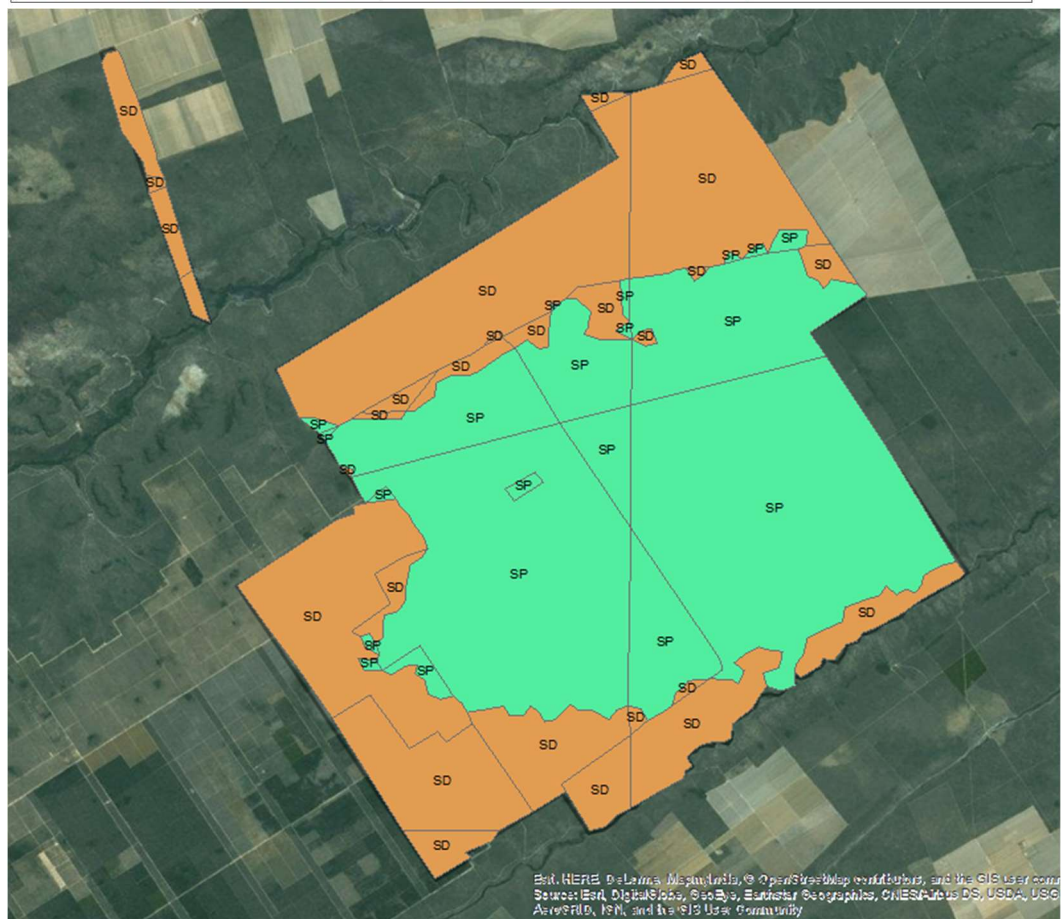


Figura 13: Cobertura original da vegetação da Fazenda Piratini. SP = Savana parque; SD = Florestada. Fonte: MMA.



Riscos operacionais para SLC Agrícola.

Os impactos de sustentabilidade descritos acima podem expor a empresa a muitos riscos comerciais operacionais.

Violações dos compromissos de desmatamento zero dos clientes corporativos

A base de clientes da SLC é composta por grandes comerciantes internacionais de soja, incluindo a Cargill Agrícola S.A. (13,8 por cento das receitas) e Bunge Alimentos S.A. (6 por cento das receitas). Ambos os comerciantes fizeram compromissos públicos de desmatamento zero e declararam ambições com limite de tempo para excluir o desmatamento de suas cadeias de suprimentos, bem como muitas outras empresas comerciais de soja.

Como foi observado no setor de óleo de palma, o escopo, as definições utilizadas e a implementação de compromissos de desmatamento zero podem evoluir rapidamente até o ponto em que qualquer desmatamento represente um risco de ser excluído de certas cadeias de abastecimento. Grupos da sociedade civil já estão exigindo ação imediato daquelas empresas compradores de soja e carne de vaca, com a finalidade de eliminar desmatamento e conversão de vegetação nativa no Cerrado. Suas recomendações vão além das atuais práticas de abastecimento. Como tal, qualquer evento de desmatamento deve ser considerado inerentemente contendo o risco comercial de perder clientes. A seguinte lista de clientes da SLC revela algumas tendências em rápida evolução em direção à exclusão o desmatamento de suas cadeias de suprimentos de soja:

Cargill: A empresa vem trabalhando desde 2004 para reduzir o desmatamento no bioma amazônico e aprovou a Declaração de Florestas de Nova York em 2014. Seu objetivo é reduzir o desmatamento para a metade em todas suas cadeias de abastecimento até 2020 e eliminando-o até 2030. Na sequência deste compromisso, a Cargill desenvolveu Forest Protection Action Plans para cadeias de abastecimento prioritárias, incluindo a soja no Brasil. Sua equipe de GIS usa análises geoespaciais e satélites para monitorar a adesão de seus fornecedores ao Código Florestal do Brasil. Também estabeleceu um requisito de abastecimento determinando que todos os fornecedores precisam incorporar suas propriedades no Registro Rural do Brasil (RCA).

Bunge: Em 2015, a empresa comprometeu-se a eliminar o desmatamento mundialmente de suas cadeias de suprimentos. A partir de maio de 2017, a Bunge traçou entre 80 a 97% do suprimento de volta às fazendas na região de Matopiba. Também desenvolveu um protocolo para o monitoramento por satélite de fazendas fornecedoras específicas para identificar qualquer mudança no uso da terra. Não se sabe se as fazendas SLC apresentadas neste relatório estão incluídas no protocolo de monitoramento. Em setembro de 2017, a Bunge e seus parceiros lançaram uma base de dados pública para ajudar os compradores a avaliar os riscos sociais e ambientais na contribuição da expansão da soja no Cerrado.

ADM: Em março de 2015, a **ADM** adotou um compromisso de Desmatamento Zero, Exploração Zero (NDE) em sua cadeia de suprimentos de soja. Este compromisso foi complementado pelo lançamento do Padrão Responsável de Soja da ADM, que inclui "um amplo conjunto de padrões sociais, ambientais, legais e agronômicos, incluindo suas práticas trabalhistas, uso de água e solo, gerenciamento de resíduos sólidos, observância de direitos de propriedade, legal conformidade e uso responsável de fertilizantes".

A ADM identificou o Cerrado como um bioma de alto risco e o selecionou como uma geografia de foco para a implementação de sua política. Está desenvolvendo uma

metodologia de monitoramento remoto, com um piloto implementado na região de Matopiba, onde estão localizadas várias fazendas da SLC discutidas neste relatório. ADM também está incorporando elementos de sua política e análise de sensoriamento remoto em suas decisões de sourcing.

Louis Dreyfus Commodities adotou uma política NDPE cross-commodity em 2015 e anunciou que será lançada em 2017 uma política de soja dedicada.

Grupo Amaggi e **COFCO** são ambas membros da RTRS e têm-se comprometidos com a Moratória da Soja. O Grupo Amaggi também é membro da Fundação ProTerra. Nem o Grupo Amaggi nem a COFCO possuem políticas ou programas que abordem diretamente o desmatamento no Cerrado.

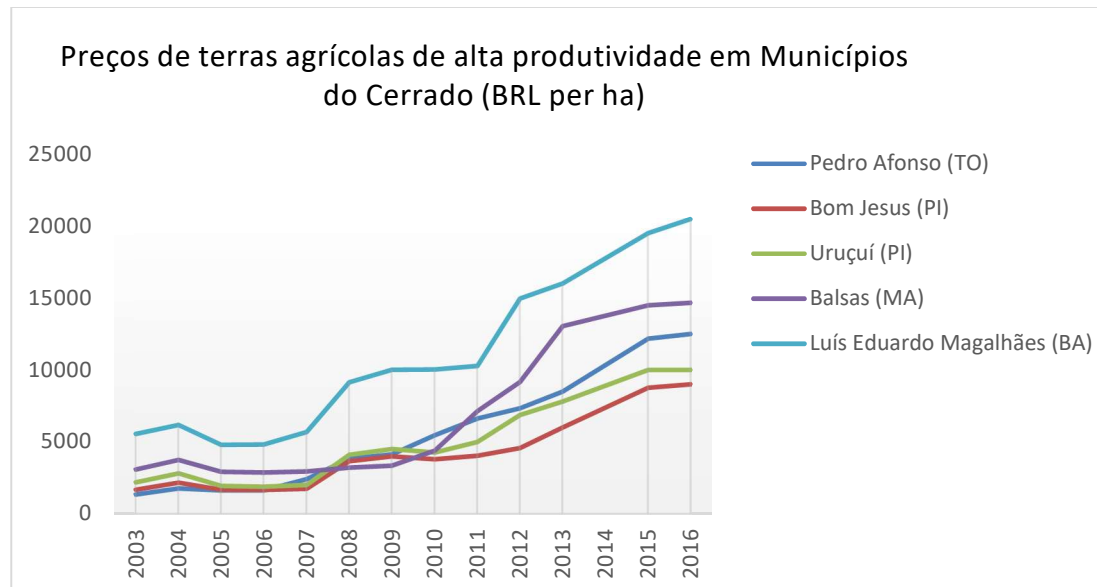
Em resposta a uma versão preliminar deste relatório, a SLC indicou que é confortável e em conformidade com os padrões de sua cadeia de suprimentos e clientes.

Sobrevalorização da Carteira de Terras

Informa Economics FNP informou que os preços das terras no Brasil têm quase quadruplicados entre 2002 e 2011, depois de ajustar a inflação. Conforme mostrado na Figura 14 (abaixo), esse aumento pode ser observado na região de Matopiba. Os preços da terra aumentaram paralelamente com quedas significativas dos preços da soja, a principal commodity produzida nesta região. Um artigo acadêmico de 2017 de Mendonça e Pitta atribui essa correlação reversa com a entrada de capital financeiro internacional.

A carteira de terras da SLC também aumentou em valor nos últimos anos. A carteira total de terras foi avaliada em US\$ 223 milhões (R\$ 693 milhões) em 2007 e aumentou para US\$ 1.203 milhões (R\$ 3.741 milhões) em 2016. Mais declaradamente, o preço por hectare subiu de US\$ 2.050 (6.276 BRL) por ha para US\$ 3.720 (R\$ 11.600) por hectare ao longo do mesmo período, um aumento de 85 por cento.

Figura 14: Preço de terras em Matopiba (de 2003 a 2016).
Fonte: Informa Economics FNP.



O crescimento do valor da carteira de terras da SLC pode ser explicado pelas condições de mercado e pela estratégia comercial da SLC de comprar terras florestais e transformá-las em terras cultiváveis. Uma série de desenvolvimentos subjacentes

tornam provável que essa tendência não continue indefinidamente, e essas terras se tornam sobrevalorizadas (Chain Reaction Research, em breve, 20 de setembro de 2017).

1. A expansão se move cada vez mais em áreas com condições agronômicas menos adequadas devido a secas. As áreas com a maior expansão nos últimos anos, como o oeste da Bahia e Piauí, também sofreram anos consecutivos com períodos de seca e consequentes perdas de colheita. A SLC anunciou que está cortando sua área cultivada na região, a fim de "reduzir a exposição a áreas consideradas a possuírem maior volatilidade".
2. O mercado está mostrando sinais de redução de interesse em soja de terras recentemente desmatadas, conforme ilustrado pelo aumento dos compromissos de desmatamento zero. Isso implica que as terras florestais devem ser vistas como um investimento agrícola menos atraente do que os locais não florestados. Até hoje, não há sinais de que os modelos de avaliação de terras levem em consideração a cobertura florestal. Isso representa o risco de terras encalhadas de forma semelhante como visto no setor de óleo de palma no sudeste da Ásia. A terra encalhada é um tipo de ativos encalhados. Estes são "ativos que sofreram amortizações inesperadas ou prematuras, desvalorizações ou conversão para passivos".

Avaliação de Risco Financeiro: Receita, Patrimônio Líquido, Risco de Comprador e Risco de Ativos

O modelo de negócios da SLC Agrícola se baseia em cultivar plantações e vender colheitas, principalmente soja, algodão e milho. Além disso, a SLC Agrícola visa ganhos adicionais de desmatamento de terrenos de floresta e Cerrado para terras agrícolas.

Quais são os riscos financeiros para os investidores? No caso da SLC Agrícola, a análise utiliza um modelo de três fatores para determinar quais riscos podem afetar os investidores:

- A. O impacto de uma perda temporária de vendas para clientes que têm uma política de desmatamento zero. Conforme mencionado acima, a Cargill (14 por cento das vendas da SLC Agrícola) visa reduzir pela metade o desmatamento em sua cadeia de abastecimento até 2020. A Bunge e a ADM têm políticas de desmatamento zero. Com base nos esforços em curso dos clientes a jusante, os impactos do desmatamento da SLC poderiam, no futuro, resultar em suspensão das relações comerciais, também porque a SLC é um fornecedor relativamente pequeno para cada uma das grandes casas comerciais em escala global.
- B. O impacto de terras encalhadas. Conforme mencionado acima, de 2011 a 2017 a SLC Agrícola limpou um total de 39.887 ha de terra de sua vegetação original, sendo que 75 por cento desta vegetação foi classificada como floresta pelo Ministério do Meio Ambiente do Brasil. Essas áreas também foram reconhecidas por seu alto índice de biodiversidade pela RTRS. A SLC indica que outros 42 mil hectares ainda estão sendo desenvolvidos. Os compradores corporativos que têm uma política de desmatamento zero poderão pressionar a SLC Agrícola a retirar as áreas contestadas da produção (futura).
- C. Uma mudança no custo do capital, já que vários investidores podem estar menos dispostos a investir dinheiro (dívida e equidade) na SLC Agrícola. Existem investidores europeus e norte-americanos em títulos e equidade que possuem

políticas de desmatamento zero. Estes poderão vender os títulos e equidade, ou os bancos podem não renovar os empréstimos / linhas de crédito.

Os fatores A e B estão relacionados ao mesmo risco, ou seja, à pressão de vários clientes-chave. O fator C é discutido abaixo.

Conforme mostrado na Figura 15 (abaixo), é fundamental entender a avaliação da SLC Agrícola em relação a outras empresas agrícolas. Em comparação com a BF Holding, Heilongjiang e Limoneira, a SLC Agrícola possui uma avaliação inferior. No entanto, em comparação com a Adecoagra, também um agricultor da América Latina, a avaliação da SLC Agrícola é maior.

Figura 15: Avaliação da SLC contra Pares. Fonte: Bloomberg, Profundo.

6 de setembro de 2017	P/E (X)	EV/EBITDA (X)	Atividade
Adecoagro S.A.	11,8	5,9	Agricultura LatAm
BF Holding/Bonifiche Ferraresi	52,1	28,3	Agricultura Itália
Heilongjiang Agriculture	23,1	15,4	Agricultura, fertilizantes, papel China
Limoneira Company	41,3	20,6	Fruticultura e comercialização EUA
SLC Agrícola	14,4	8,2	Agricultura LatAm
Média	28,5	15,6	

A Figura 16 (abaixo) mostra as finanças da SLC Agrícola de 2014 a 2019E.

Figura 16: Dados Financeiros da SLC. Fonte: Bloomberg, Profundo.

Milhões US\$	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Vendas líquidas	638,7	536,8	479,1	637,4	629,8	662,3
EBITDA	124,6	119,6	61,9	131,8	140,5	147,6
EBIT	81,3	87,0	31,8	101,2	106,9	113,6
Lucro líquido	28,9	37,3	8,6	48,0	56,3	66,2
EPS (US\$)	0,30	0,38	0,09	0,49	0,58	0,68
# ações (m)	96,3	98,2	98,0	97,6	97,6	97,5
Dívida líquida e outros	434,3	344,3	311,7	312,5	279,9	259,4
Dívida líquida/EBITDA (X)	3,5	2,9	5,0	2,4	2,0	1,8
Avaliação 6 de setembro de 2017						
P/E (X)				14,4	12,3	10,5
EV/EBITDA (X)				8,2	7,7	6,4

2016 apresentou resultados relativamente fracos. O primeiro trimestre de 2017 mostrou uma forte recuperação nas vendas líquidas e EBITDA, baseado no aumento do valor dos ativos biológicos. O índice de dívida líquida/EBITDA da SLC em 2016

aumentou para 5,0X devido ao seu fraco EBITDA relacionado a menores preços das safras. A dívida líquida/EBITDA deverá melhorar entre 2017 e 2019E.

Pressão do Comprador Corporativo: Perda de Receita pode Reduzir à Metade o Lucro líquido

Conforme indicado acima, mais de 20% das receitas da SLC Agrícola são geradas por compradores corporativos que adotaram certas políticas de desmatamento zero. Esses compradores corporativos poderiam suspender os contratos com a SLC devido à não conformidade.

Esses comerciantes são dominantes na cadeia de abastecimento agrícola. Os seus clientes não podem mudar facilmente para outros fornecedores. As empresas de varejo e de produtos básicos de consumo, como as cadeias de supermercados que compram carne e outros produtos, poderiam exigir produtos provindo de desmatamento zero e assim aumentar a pressão a montante. Em junho de 2017, o produtor brasileiro de carne bovina JBS perdeu compradores como Waitrose e Dominos por causa do desmatamento a montante e violações de direitos humanos.

Se a Cargill, Bunge e outros compradores corporativos pararem de comprar da SLC, reduzindo em 20% as contas a receber da SLC, o impacto nas vendas da SLC seria um declínio de US\$ 126 milhões. Como 70% das receitas consiste de custos variáveis, o EBIT diminuirá em US\$ 38 milhões em relação ao consenso de US\$ 107 milhões. O lucro líquido seria de US\$ 27 milhões menor, ou seja 46% abaixo da estimativa de consenso atual de 2018E.

Conforme mostrado na Figura 17 (abaixo), como consequência de ganhos inferiores, os múltiplos de avaliações aumentariam o nível P/E da SLC de acordo com os pares internacionais. Nos atuais modelos internacionais de avaliação, as ações brasileiras negociam com desconto, devido ao fator brasileiro. Por exemplo, esse fator de desconto é entendido como o preço da corrupção brasileira. Nesse caso, o preço da ação da SLC Agrícola teria um alto risco de declínio temporário.

Figura 17: Cenários hipotéticos da SLC. Fonte: Profundo.

Milhões US\$	20% Diminuição	Desvio	% Alteração
Vendas líquidas	503,8	-126,0	-20%
EBITDA	102,7	-37,8	-27%
EBIT	69,1	-37,8	-35%
Lucro líquido	29,8	-26,5	-47%
EPS (US\$)	0,31	-0,27	-47%
# ações (m)	97,6		
Dívida líquida e outros	306,4	26,5	
Dívida líquida/EBITDA (X)	3,0		
Avaliação 6 de setembro de 2017			
P/E (x)	23,2		
EV/EBITDA (x)	9,7		

Preço ação em US\$	7,1		
--------------------	-----	--	--

Outro efeito de uma queda no EBIT e EBITDA devido a perda de clientes seria que a relação dívida líquida/EBITDA aumentaria para 3,0.

As Políticas de Desmatamento Zero dos Compradores Corporativos podem Restringir os Ativos da SLC Agrícola

Supondo-se o cenário em que o mercado não aceitaria a soja de terras recentemente desmatadas, e a SLC se absteria a produzir soja desta terra (75 por cento dos 39.531 ha mencionados acima, no período de 2011 a 2017), o valor patrimonial da SLC Agrícola poderia diminuir.

Os custos de reverter 75 por cento de 39.532 ha podem ser calculados da seguinte forma: suponha um preço de US\$ 4.760 (R\$ 15.000) por hectare equivale a uma redução do valor patrimonial de US\$ 144 milhões (R\$ 445 milhões). Isso significaria uma redução de 13% do valor da empresa de US\$ 1.078 milhões (R\$ 3,4 bilhões) em 6 de setembro de 2017 e uma redução de 20% do valor patrimonial em US\$ 709 milhões (R\$ 2,2 bilhões).

Os investidores devem notar que uma grande parte do valor de uma empresa agrícola como a SLC Agrícola é baseada no valor da terra. Isso também é confirmado por um estudo sobre a transformação da terra brasileira BTGPactual, que considera o valor patrimonial líquido (VPL) como o melhor método para avaliar ações como as da SLC Agrícola.

É justo observar que atualmente o preço da ação da SLC Agrícola de US\$ 7,10 (R\$ 22,08) a partir de 6 de setembro de 2017 já é apenas a metade do último VPL/ação calculado de US\$ 13,80 (R\$ 42,80) no relatório do primeiro trimestre de 2017 da SLC Agrícola. Esse Valor Patrimonial Líquido se baseia no estudo interno da SLC Agrícola, considerando informações de mercado atualizadas em junho de 2016, líquidas de impostos, e o laudo de avaliação pericial independente (Deloitte), líquido de impostos, atualizado em junho de 2016. Se o VPL por ação diminuísse 20 por cento, o US\$ 11,00 (R\$ 34,21) resultante por ação ainda estaria acima do preço atual da ação.

A razão para o desconto substancial do preço da ação em relação ao VPL/ação também é devido ao baixo retorno do capital próprio (RoE) da SLCs desde 2015, que foi de 7,0% em 2015 e de 5,1% em 2016.

Investidores e credores da SLC: Carecem Políticas de Desmatamento Zero

A SLC Agrícola é financiada por dívida e por equidades. Conforme mostrado na Figura 18 (abaixo), a equidade da SLC contribuiu com a maioria dos financiamentos a partir de 6 de setembro de 2017.

Categoria	Milhões US\$	%
Capitalização de mercado	708,5	66%
Dívida líquida	312,5	29%
<u>Outros (ou seja, Derivados)</u>	<u>56,8</u>	<u>5%</u>
Valor da empresa	1077,8	100%

Figura 18: A Estrutura do Capital da SLC: Fonte: Bloomberg, Profundo.

Dívida bruta	456	42%
--------------	-----	-----

Quanto à dívida da SLC Agrícola, a transparência é baixa. Suas demonstrações financeiras mostram que o BNDES financia 9% dos ativos fixos da SLC. O Crédito Rural (distribuído pelos principais bancos do Brasil que utilizam depósitos à vista e contas de poupança) e Fundos Constitucionais (distribuídos pelo Banco do Nordeste e pelo Banco do Brasil) fornecem 42% da dívida bruta total da SLC em 2016. O outro financiamento é para capital de giro e de credores externos não publicados.

A maioria do financiamento da dívida da SLC é feita por entidades locais. A taxa de juros média da dívida da SLC Agrícola foi de 12,1% em 2016 e de 10,7% em 2015. Dentro do grupo de credores da SLC, as políticas de desmatamento estão fracas ou ausentes. A pontuação em florestas do Banco do Brasil é de apenas 30% no Fair Finance Guide Brasil.

Dentro do grupo de principais acionistas existem várias instituições da Europa e dos EUA, conforme mostrado na Figura 19 (abaixo). No entanto, em média, suas declarações sobre desmatamento são fracas ou ausentes. A SLC Agrícola é de propriedade majoritária da SLC Participações S.A., uma empresa familiar, que não possui transparência nas políticas ambientais, sociais e de governança (ESG).

Figura 19: Acionistas da SLCs e pontuações de Forest 500. Fonte: Bloomberg, Profundo, Investor Websites, Forest 500. “-” = sem pontuação.

Investidores de Capital	% de Ações	Políticas de Desmatamento	Forest 500
SLC Participações S.A.	51,0	Não	-
Odey AM	9,3	Não	-
Kopernik Global Inv	5,2	Não	-
Verde AM	2,6	Não	-
Dimensional Fund Adv	2,6	ESG, UNPRI	1
Cobas AM	2,2	Não	-
Deutsche Bank	1,7	Sim	5
Warburg Invest Kap	1,3	Não	-
Norges Bank	1,1	Não	-
Vanguard Group	1,0	ESG iniciado, mas nada no desmatamento	1
BlackRock	0,7	ESG iniciado, mas nada no desmatamento	2
Heptagon Capital	0,7	Não	-
Magallanes Value	0,7	Não	-
Sarasin	0,6	Relatando diretrizes G4, mas nada no desmatamento	-
Banco Bradesco	0,5	Apenas 20% de pontuação em floresta no FFG Brasil	2

Conclusão: Risco de Valor Patrimonial, mas Oportunidade Vantajosa

- Caso os principais clientes, que atualmente estão desenvolvendo e implementando políticas de desmatamento, interromperiam suas compras de 2018, isso poderia reduzir as receitas da SLC Agrícola em 20% e o lucro líquido em quase 50%. Os múltiplos P/E e EV/EBITDA da SLC Agrícola iriam então subir.
- Se os clientes-chave pressionassem a SLC Agrícola a reverter a terra desenvolvida para seu estado de floresta original, a redução de valor seria igual a 13% do valor da empresa SLC Agrícola e 20% de seu valor patrimonial/capitalização de mercado.
- No entanto, o preço atual da ação da SLC Agrícola já possui um desconto no valor de 49% em relação ao VPL/share (veja acima: com base no estudo interno da SLC e Deloitte; veja o relatório anual e semestral da SLC). Se o VPL fosse reduzido em 20% devido a terras encalhadas, o desconto do preço da ação versus o VPL ainda seria de 35%.
- A SLC Agrícola é financiada em grande parte por capital próprio com base nos preços das ações em 6 de setembro de 2017. Em média, os acionistas não possuem políticas de desmatamento e suas políticas ESG são fracas ou ausentes. Em média, os seus credores tampouco têm políticas florestais ou são fracas e apenas encontramos credores brasileiros. Não se espera que o não cumprimento das políticas ESG resulte em mudanças no custo médio ponderado de capital (WACC).

Em conclusão, o risco para os investidores da SLC é que os compradores corporativos que executaram ou estão desenvolvendo políticas de desmatamento zero decidem ajustar seus padrões de compras para poder cumprir essas políticas de desmatamento zero.

Esse risco para os investidores poderia ser transformado em uma oportunidade para a SLC Agrícola. Embora uma parada de produção na terra contestada iria reduzir o VPL por ação da SLC, o qual representa um determinante importante em sua avaliação, o cumprimento de políticas de desmatamento zero pode aumentar a confiança dos investidores institucionais na administração e executivos da SLC, reduzindo seu desconto de preço de equidade em relação ao seu VPL por ação.

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

Aviso legal:

Este relatório e as informações nele contidas são derivadas de fontes públicas selecionadas. O Chain Reaction Research é um projeto não incorporado de Aidenvironment, Climate Advisers e Profundo (individualmente e em conjunto, os "Patrocinadores"). Os patrocinadores acreditam que as informações contidas neste relatório provêm de fontes confiáveis, mas não garantem a precisão ou integridade desta informação, que está sujeita a alterações sem aviso prévio, e nada neste documento deve ser interpretado como tal garantia. As declarações refletem a opinião atual dos autores dos artigos relevantes ou características, e não necessariamente refletem a dos patrocinadores. Os Patrocinadores renunciam a qualquer responsabilidade, conjunta ou separável, decorrente do uso deste documento e seus conteúdos. Nada neste documento deve constituir ou ser interpretado como uma oferta de instrumentos financeiros ou como conselho de investimento ou recomendações dos Patrocinadores de um investimento ou outra estratégia (por exemplo, quer "comprar", "vender" ou "manter" um investimento). Os funcionários dos Patrocinadores podem ocupar cargos nas empresas, projetos ou investimentos cobertos por este relatório. Nenhum aspecto deste relatório é baseado na consideração das circunstâncias individuais de um investidor ou potencial investidor. Você deve determinar por conta própria se você concorda com o conteúdo deste documento e com qualquer informação ou dados fornecidos pelos Patrocinadores.