

Carta de Gestão

2º Trimestre de 2024

*"You'll remember me when the west wind moves
Upon the fields of barley
You'll forget the Sun in his jealous sky
As we walk in the fields of gold"*

Trecho da letra da música "Fields of Gold" de Sting.

O Fundo **SFA EAC FIC FIA – BDR NÍVEL I** encerrou o 2º trimestre com um retorno acumulado em 2024 de -8,20%, contra uma queda de -7,66% do Ibovespa.

Período	SFA EAC	Ibovespa	CDI
2T24	-8,14%	-3,28%	2,53%
YTD	-8,20%	-7,66%	5,22%
Últimos 3 anos	1,29%	-4,33%	37,88%
Últimos 5 anos	59,23%	21,40%	47,58%
Desde o início	321,17%	126,79%	167,36%

Como Foi o Segundo Trimestre de 2024

O Brasil tem se descolado completamente do cenário global em 2024. Por quaisquer ângulos que se olhe, os ativos domésticos têm apresentado uma performance muito pior que no resto do mundo.

A explicação para isso reside em um ambiente de incertezas potencializado por um governo que mostra pouca disposição para enfrentar um problema fiscal crescente. Separar ruído e sinal tem sido o grande desafio nesse ambiente volátil e de narrativas muitas vezes extremadas.

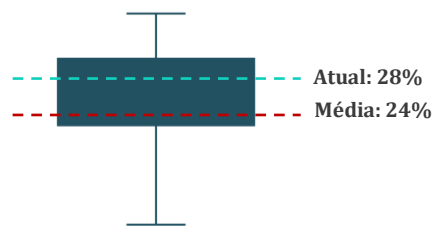
Na SFA, como investidores de longo prazo, aproveitamos o cenário que estamos vivendo, porque, apesar das incertezas, ele acaba oferecendo também oportunidades de investimento únicas. Temos conseguido encontrar novas empresas com capacidade de se tornarem investimentos de longo prazo a preços que dificilmente encontraríamos em um ambiente mais calmo.

Para quantificar qual o nível de margem de segurança que temos hoje nas empresas em que investimos, vamos mostrar abaixo alguns dados.

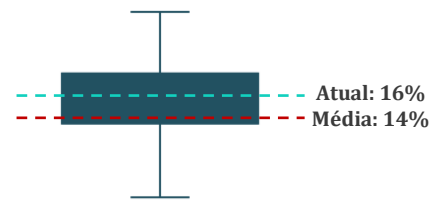
Na SFA, calculamos o retorno esperado do portfólio (TIR) para um horizonte de 5 anos. A TIR do portfólio é calculado diariamente para cada empresa do nosso fundo e ponderado pelo seu tamanho. Atualmente enxergamos a TIR do nosso fundo ao redor de 28%, acima da média e próxima do primeiro quartil das maiores TIRs projetadas de nossa história.

Uma segunda análise que gostamos de fazer é olhar o retorno esperado do portfólio versus o juro nominal de 5 anos. Também observamos um valor acima da média histórica e próxima do primeiro quartil. Portanto, mesmo com a alta de juros dos últimos anos, podemos afirmar que o retorno esperado do nosso portfólio mais que compensa o custo de oportunidade de comprar um título do governo pré-fixado de 5 anos. Usamos o pré-fixado de 5 anos já que entendemos que investimentos em renda variável não devem ser observados em períodos menores que 5 anos e, pelo mesmo motivo, nossa TIR considera o mesmo período.

Retorno Histórico Esperado do Portfólio (TIR)



Prêmio TIR vs Juros de 5 anos

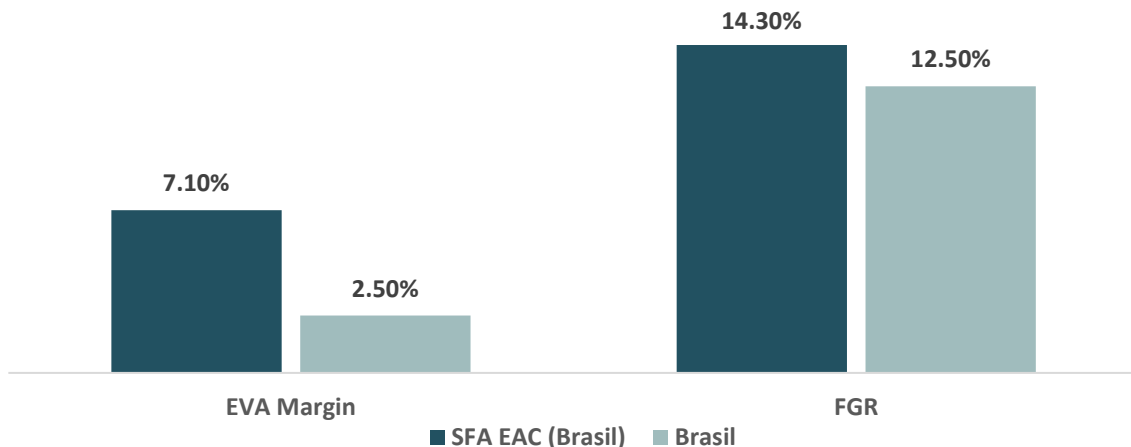


Outra forma que podemos analisar a margem de segurança do nosso fundo, é olhar o quanto estamos pagando por crescimento futuro das nossas empresas.

Olhando só para as empresas brasileiras do nosso portfólio, no valor de mercado dessas companhias está implícito um crescimento futuro de aproximadamente 14%, muito parecido com o restante da bolsa brasileira. Entretanto, as empresas do nosso portfólio têm uma geração de valor significativamente maior.

Portanto, enxergamos uma grande margem de segurança para sermos sócios de um portfólio de empresas excelentes e que geram retornos consideravelmente acima do custo de capital.

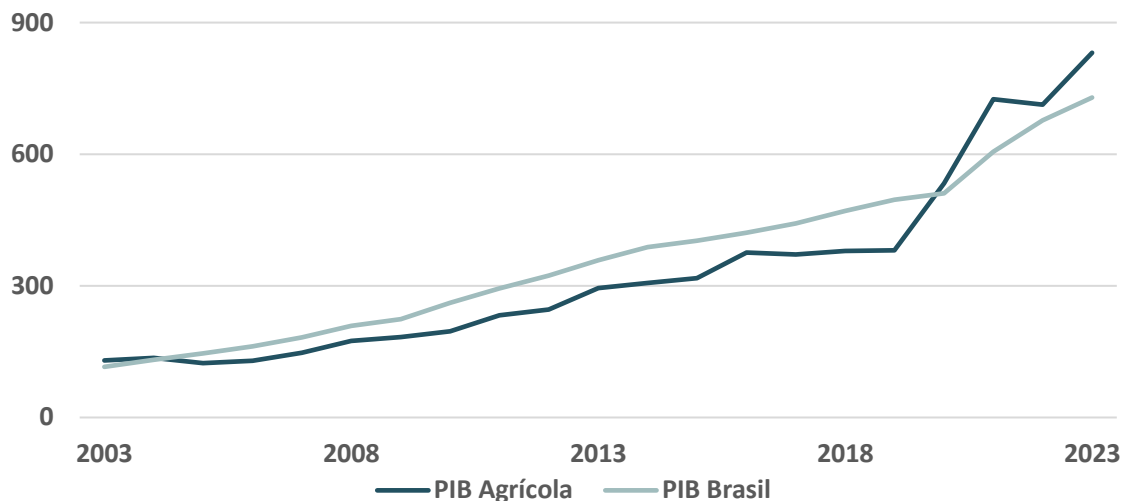
Bons investimentos, que gerem retornos acima de taxa livre de risco, requerem diligência e paciência, duas características fundamentais para nós. Continuamos focados em encontrar esses bons investimentos, com uma gestão de portfólio eficiente e ativa.



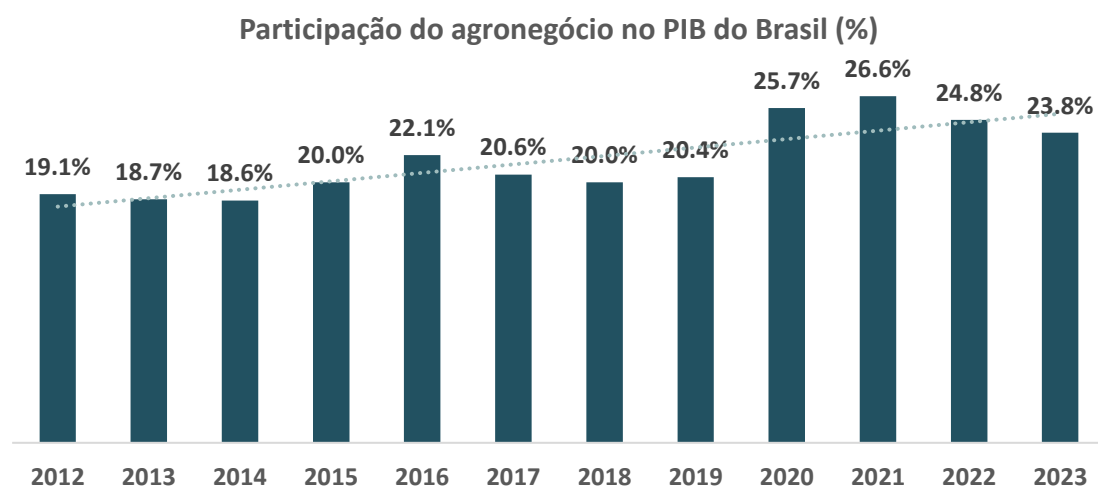
Vittia: A Experiência de Quem Entende do Campo na Fabricação de Bioinsumos

O agronegócio se destacou pela significativa contribuição ao PIB brasileiro nos últimos 20 anos. O Brasil está entre os maiores produtores e exportadores mundiais de alimentos. A vocação do país como potência agrícola é inegável. Em termos de vantagens competitivas, cabe ressaltar que nosso país possui vasta extensão territorial com terras férteis e clima favorável, características irreplicáveis que diferenciam o Brasil na agricultura.

Como destacamos em cartas anteriores, analisamos as empresas para o portfólio independentemente de tamanho, geografia e setor, e não gostamos de nos guiar por investimentos temáticos. Porém, com tantas vantagens competitivas para o agronegócio, nos perguntamos se, dentro deste segmento tão importante para a economia do país, pode existir alguma empresa que se encaixe no perfil que gostamos. E, vale ressaltar, nossa filosofia consiste em gerar alfa aos nossos cotistas buscando as empresas que possuem *moats* econômicos, boa gestão e potencial de crescimento com geração de valor.



Fonte: IBGE Obs.: base 100, PIB em valor corrente



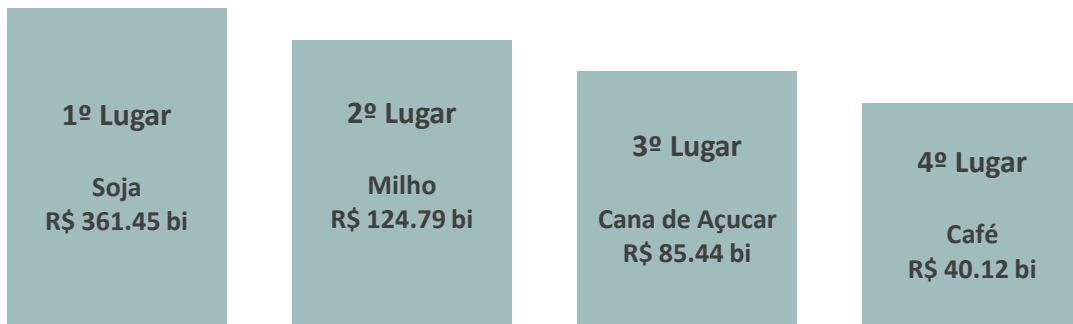
Fonte: Cepea/CNA

No Brasil, os produtores rurais conseguem produzir duas safras na mesma área, no mesmo ano e hoje existem estudos para viabilizar uma terceira safra. Desta maneira, obtivemos um enorme ganho de produção sem a necessidade de aumento de área. Além disso, o aumento da produtividade brasileira veio do desenvolvimento de tecnologias empregadas na lavoura. Além das vantagens naturais, o Brasil se torna uma potência do agronegócio graças ao desenvolvimento da tecnologia para o campo. Deste modo, buscamos na cadeia de valor do agronegócio alguma oportunidade de investimento que esteja ligado ao uso de tecnologia e ganho de produtividade na agricultura.

Desenvolvimento do Agronegócio Brasileiro

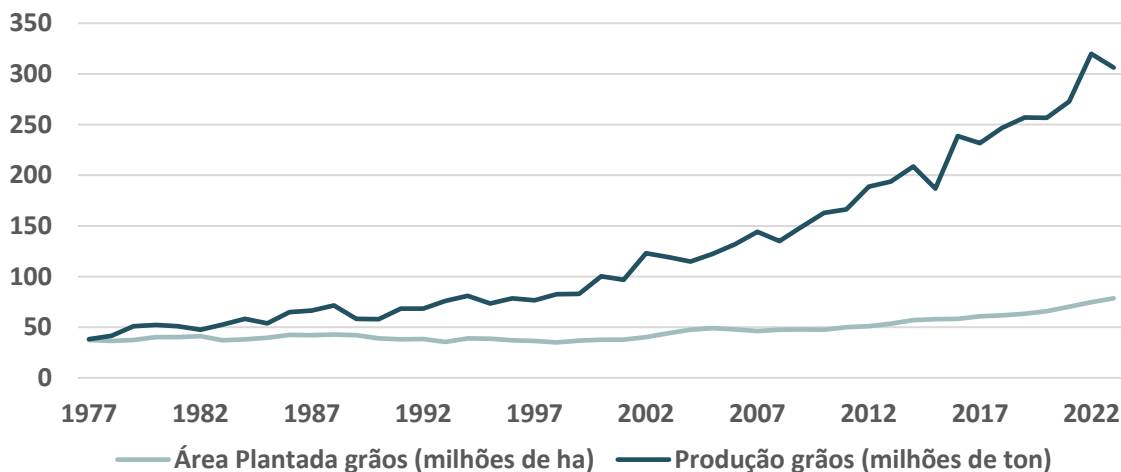
Atualmente, o agronegócio é responsável por 21% dos empregos formais no Brasil. O Brasil se consolidou como um dos maiores produtores e exportadores agrícolas do mundo. Em 2023, a agropecuária participou com 23,8% do PIB e 47,8% das exportações brasileira. O Brasil é o maior produtor de soja do mundo e um dos maiores de milho, café, cana-de-açúcar e algodão e o maior exportador de soja, carne bovina e suco de laranja. Até o início dos anos de 1970, a economia agrícola do Brasil era fundamentada principalmente no cultivo de café e cana-de-açúcar. O Brasil importava alimentos componentes da cesta básica do brasileiro como arroz, feijão, carnes e leite.

Posição da produção brasileira em relação a produção mundial – por segmento (2021)

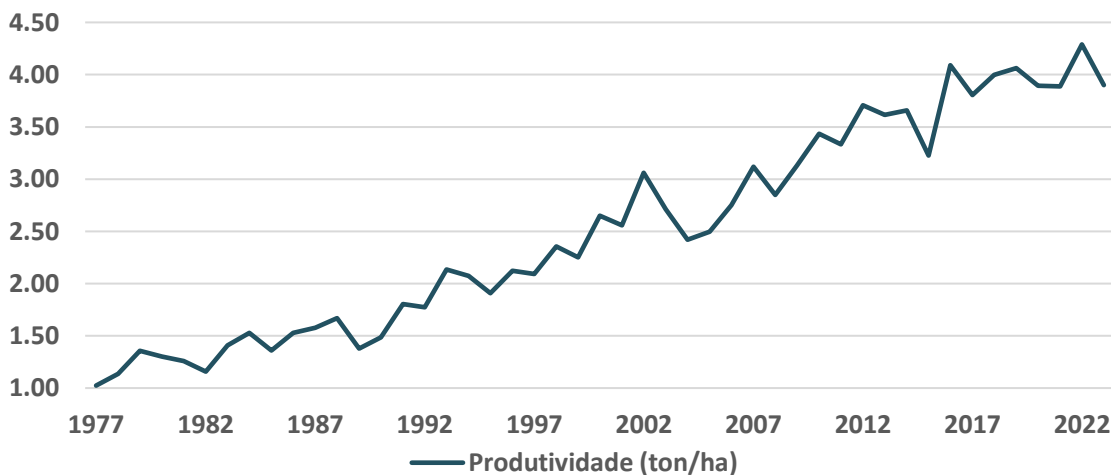


Fonte: IPEADATA, CONAB, Compilação SFA

O desenvolvimento do agronegócio brasileiro começou com a ocupação da região do Cerrado, na década de 1970. A realidade da agricultura brasileira começou a se transformar, o que foi possível graças aos conhecimentos científicos gerados desde aquela época. Em função de um grande fluxo migratório, especialmente de agricultores, a região Centro-Oeste do Brasil, antes praticamente desabitada, tornou-se importante região produtora de grãos, carnes, fibras e energia, reduzindo assim a dependência do Brasil de produtos importados. Em 2001, o Brasil atingiu a marca dos 100 milhões de toneladas de grãos, cultivando 38 milhões de hectares. Em 2023, são produzidos 300 milhões de toneladas de grãos, em uma área de 77 milhões de hectares.



Fonte: IPEADATA, CONAB, Compilação SFA

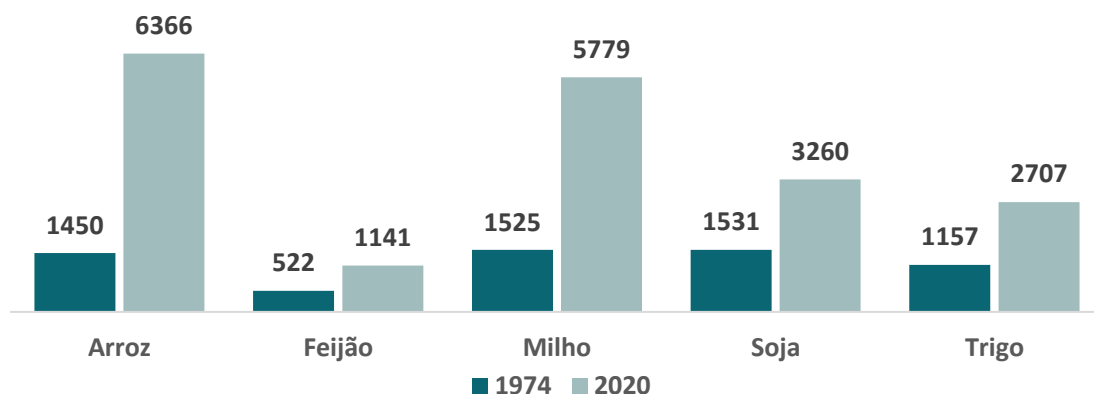


Fonte: IPEADATA, CONAB, Compilação SFA

Enquanto a produção de grãos entre 2001 e 2023 triplicou, a área cultivada apenas dobrou. Essa diferença se deve fundamentalmente à evolução da produtividade por unidade de área cultivada. Isso graças à ciência e à tecnologia. Para se ter uma ideia do aumento da produtividade, se em 2023 a produtividade fosse a mesma de 2001, seriam necessários 114 milhões de hectares para produzir 300 milhões de toneladas de grãos. Ao mesmo tempo em que se verificou acréscimo da produtividade, também houve significativo aumento das espécies cultivadas nas mais diversas regiões brasileiras.

A industrialização de várias cidades do interior brasileiro tem como principal atividade a agricultura. Culturas antes tidas como de clima temperado, como a soja, hoje é cultivada em todas as regiões brasileiras. Hoje, o Brasil produz uvas na região do semiárido, algo que antes não era possível e vários são os exemplos do que ocorreu com a produção agrícola no Brasil, especialmente, a partir dos anos de 1970. Com a expansão da agricultura, surgiram várias cidades. O que continua a se verificar na agricultura brasileira, não seria possível se o Brasil não desenvolvesse um sistema de pesquisa agropecuária, tanto pública como privada. Isto gera conhecimento que é transformado em tecnologias, que são incorporadas aos sistemas de produção, contribuindo para a melhoria da produtividade e, conseqüentemente, geração de valor. O desenvolvimento da tecnologia segue prosperando e o Brasil ainda possui capacidade de expansão de área produtiva, o que deve elevar o patamar do país como potência agrícola mundial.

**Evolução da produtividade brasileira nas principais culturas
(KG por hectare)**



Fonte: IPEADATA, CONAB, Compilação SFA

Como Investir no Setor

Depois de entender as qualidades do Brasil e como o uso da tecnologia foi importante para o desenvolvimento agrícola, procuramos, olhando a cadeia do agronegócio, por empresas com crescimento e geração de valor, ou, como gostamos de olhar, uma empresa com expectativa de EVA (*Economic Value Added*) crescente no longo prazo. Porém, nem tudo são flores, o fato de o Brasil ser uma potência agrícola não significa que todas as empresas do setor possuem vantagens competitivas e possam gerar valor no longo prazo. As empresas deste setor normalmente são intensivas em capital, possuem alta necessidade de capital de giro, pois as safras demoram meses para serem colhidas e o setor é bastante cíclico nos preços das commodities. A realidade é que o segmento é desafiador e, historicamente, muitos negócios do setor enfrentaram épocas de muita dificuldade financeira. Existem muitos *players* na bolsa brasileira ligadas ao agronegócio, podemos dividir as empresas nas seguintes categorias:

- **Distribuidores de insumos agrícolas:** o setor de distribuição é composto de empresas que adquirem os insumos dos fabricantes e revendem para produtores agrícolas e pecuaristas. Os distribuidores têm a função de fornecer produtos e serviços, e o trabalho também inclui a assistência técnica para produtores rurais.
 - **Exemplo:** Agrogalaxy

- **Produtores agrícolas:** produtores rurais que desempenham uma atividade de gerenciamento do negócio, com o objetivo de produzir e comercializar produtos agrícolas. Desde pequenos produtores a grandes exportadores, fazem o uso de terra arrendada ou própria para desempenhar a atividade.
 - **Exemplo:** SLC
- **Fabricantes de insumos:** fabricantes de matéria-prima ou de fatores de produção essenciais como sementes, fertilizantes, defensivos e adubos.
 - **Exemplo:** Boa Safra
- **Fabricantes de bens de capital:** fabricantes dos maquinários, equipamentos, implementos agrícolas e metodologias, como arados, semeadeiras, tratores, pulverizadores e equipamentos de irrigação.
 - **Exemplo:** Kepler Webber

Na SFA usamos o EVA (*Economic Value Added*) como ferramenta base de análise de geração de valor. Podemos fazer uma espécie de análise de Dupont em cima da variação de EVA, ou seja, decompor as fontes de geração de valor em dois componentes: o crescimento com lucro e o ganho de produtividade. O uso de tecnologia no campo é crescente e está intimamente ligado à geração de valor, pois torna a cadeia mais eficiente e produtiva. Entre tantas oportunidades, achamos interessantes as empresas que tenham algum componente de inovação e tecnologia, onde podemos encontrar os dois componentes de geração de valor: expansão da margem EVA no longo prazo e crescimento de receita com margem EVA positiva.

Em nossa busca, conhecemos a Vittia, fabricante de insumos agrícolas. A Vittia é uma das pioneiras na fabricação de inoculantes (ou fertilizantes biológicos) focados, inicialmente, no mercado de soja. Ao longo dos anos, a empresa expandiu a sua atuação e passou a produzir e comercializar fertilizantes foliares, fertilizantes de solo a base de micronutrientes (ou micros de solo), condicionadores de solo e organominerais, e defensivos biológicos. A trajetória da companhia foi marcada pelo empenho em reunir pesquisa e desenvolvimento, método e prática, tecnologia e natureza na fabricação de novas tecnologias em nutrição de plantas para o mercado agrícola brasileiro. Em sua atuação na cadeia do agronegócio, ela se destaca por ser uma das principais fabricantes de insumos biológicos do país, o que nos chamou atenção do ponto de vista de investimento. A SFA resolveu fazer um curso de educação executiva de especialização em insumos biológicos, ministrado pela Agroadvance Brasil. Realmente achamos este setor muito interessante e promissor.

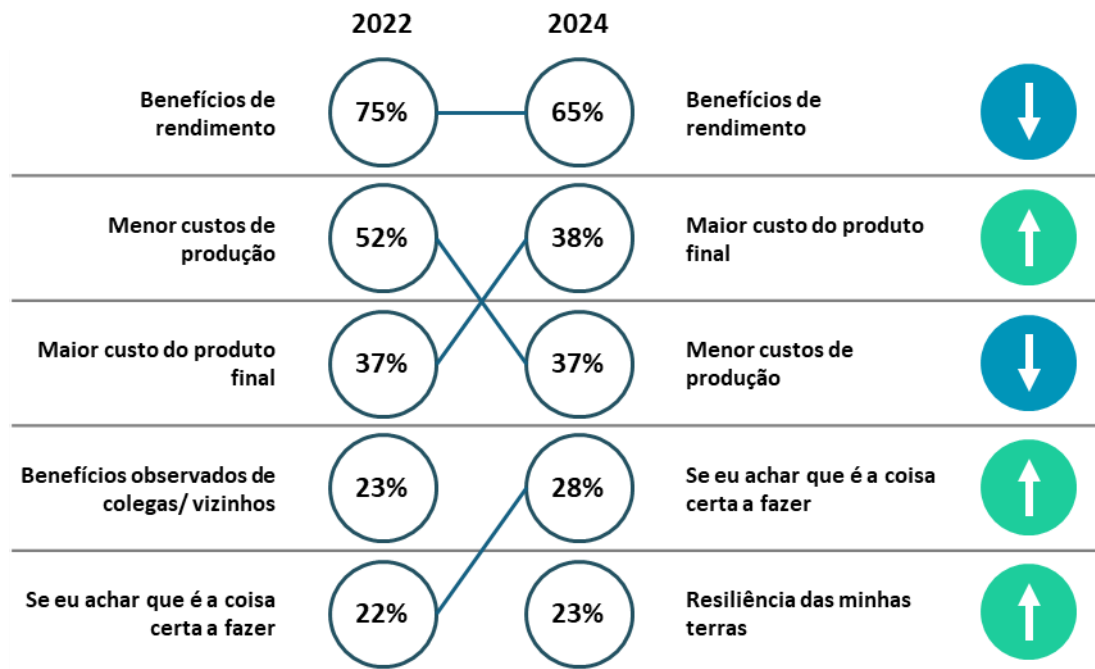
Setor de Bioinsumos

Segundo o MAPA (Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento) um bioinsumo é considerado qualquer produto, processo ou tecnologia de origem biológica — animal, vegetal ou microbiana — para uso na produção, no armazenamento ou no beneficiamento em sistemas agrícolas, pecuários, florestais e aquáticos. Os insumos biológicos, diferentemente dos insumos químicos, que são feitos a partir de minerais, são os compostos orgânicos que podem ser utilizados na produção agrícola, como fertilizantes naturais, adubos, cepas defensivas (microrganismos e fungos), insetos (abelhas polinizadoras e predadores de pragas) e restos de colheita.

O desenvolvimento dos bioinsumos de certo modo sempre esteve ligado ao desenvolvimento da própria agricultura. Porém, falando de agricultura produtiva e de larga escala, recentemente o desenvolvimento de novas tecnologias de insumos biológicos tem ganhado espaço em uma agricultura dominada pelos insumos químicos. Os bioinsumos representam apenas 5,6% do total de insumos vendidos globalmente.

3 principais razões para adoção de práticas sustentáveis

Q. Quais você acredita serem os 3 principais riscos para seus lucros nos próximos 2 anos? % de respondentes



Fonte: Pesquisa Global Farmers Insights da McKinsey, 2024

Os bioinsumos oferecem várias vantagens, como a redução do impacto ambiental, a diminuição da dependência de produtos químicos sintéticos e a promoção de práticas agrícolas mais alinhadas à preservação do meio ambiente. Mas o mais importante do ponto de vista de investimento é que os bioinsumos são eficientes, baratos e mantêm ou até aumentam a produtividade do solo, fatores que devem fazer com que os produtos biológicos aumentem sua participação no mercado de insumos.

O mercado global de bioinsumos para agricultura, que envolve biodefensivos, inoculantes, bioestimulantes e biofertilizantes, foi estimado em US\$ 9,9 bilhões em 2020, sendo US\$ 5,2 bilhões representados por biodefensivos (IHS Markit, 2021). A expectativa é que, até 2027, o mercado mundial de bioinsumos continue em alta de crescimento, superando US\$ 3 bilhões para bioestimulantes e US\$ 10 bilhões para biodefensivos.

A utilização de bioinsumos vem crescendo no Brasil e no mundo devido a fatores relacionados a questões regulatórias, de mercado e de manejo das culturas. O Brasil é o país mais desenvolvido no uso de bioinsumos. O uso e desenvolvimento em grande escala dos bioinsumos teve seu fomento consolidado em 2007 com o decreto 6.233, que regulamentou a lei 10.831, conhecido como lei da produção orgânica. Embora exista ainda muito a se desenvolver na legislação de insumos biológico, o Brasil é o país mais avançado na regulamentação, uso, produção e desenvolvimento de cepas e outros meios biológicos na agricultura.

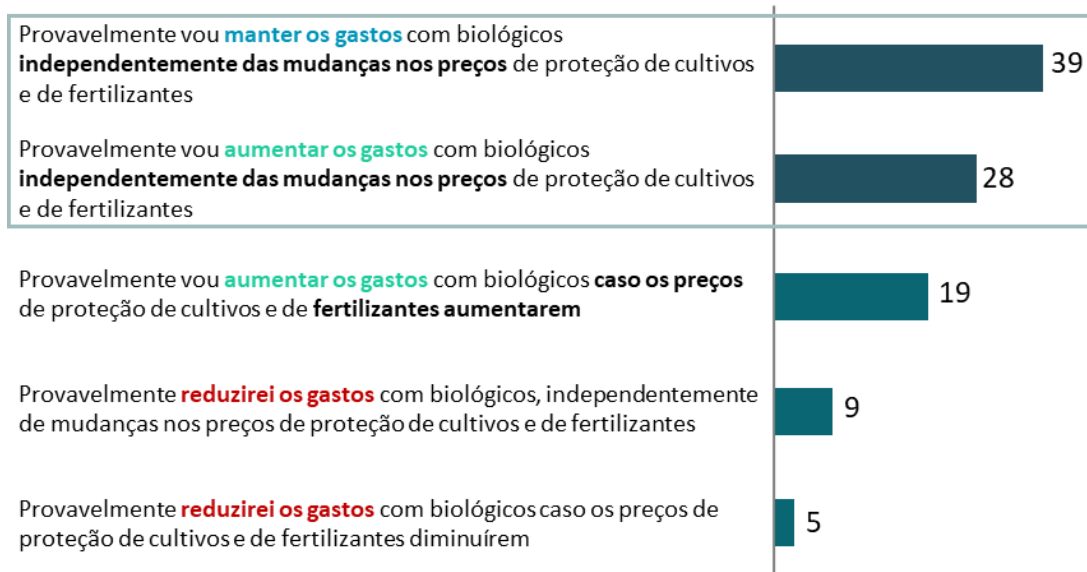
A esteira de aprovação regulatória dos produtos biológicos é consolidada e menos burocrática em relação a outros países, porém, não significa que é menos rigorosa. Para ser comercializado no Brasil, um bioinsumo precisa ser avaliado por três órgãos independentes: o Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA), para a eficácia agrônômica, o Instituto Brasileiro do Meio Ambiente e dos Recursos Naturais (IBAMA), para os riscos ao meio ambiente, e a Agência Nacional de Vigilância Sanitária (ANVISA), para os riscos à saúde. O produto só é registrado se obtiver a aprovação dos três órgãos.

O número de produtos biológicos de controle registrados tem avançado consideravelmente. Um total de 502 produtos com registro ativo foi contabilizado até março de 2022, com destaque para os registros de bioinseticidas, que correspondem cerca da metade dos registros ativos no Brasil.

Gastos futuros com produtos de base biológica

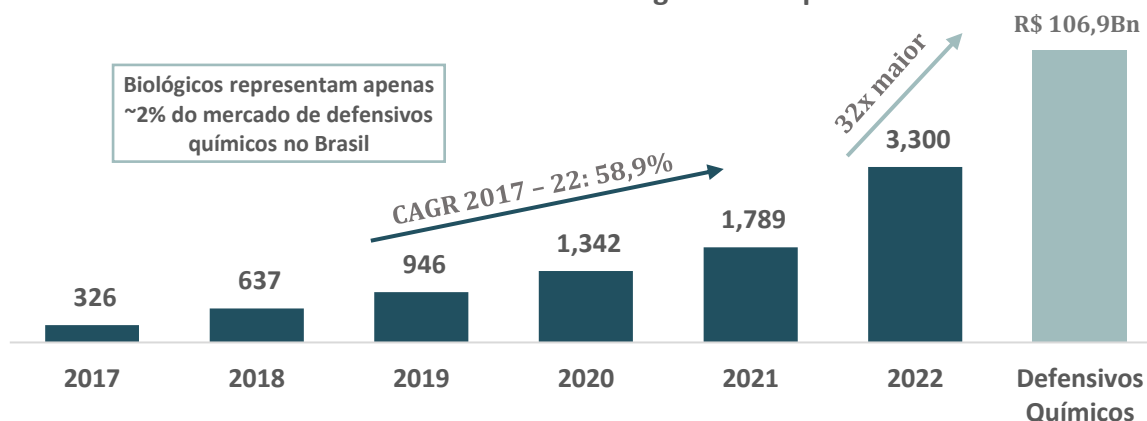
% de respondentes 2024 (N=507)

Q. Qual a probabilidade de você alterar seus gastos com produtos biológicos à medida que os preços de proteção de cultivos e de fertilizantes mudam?



Fonte: Pesquisa Global Farmers Insights 2024 da McKinsey – A mente do agricultor brasileiro – Edição 2024

Mercado brasileiro de defensivos biológicos em rápido crescimento



Fonte: Vittia

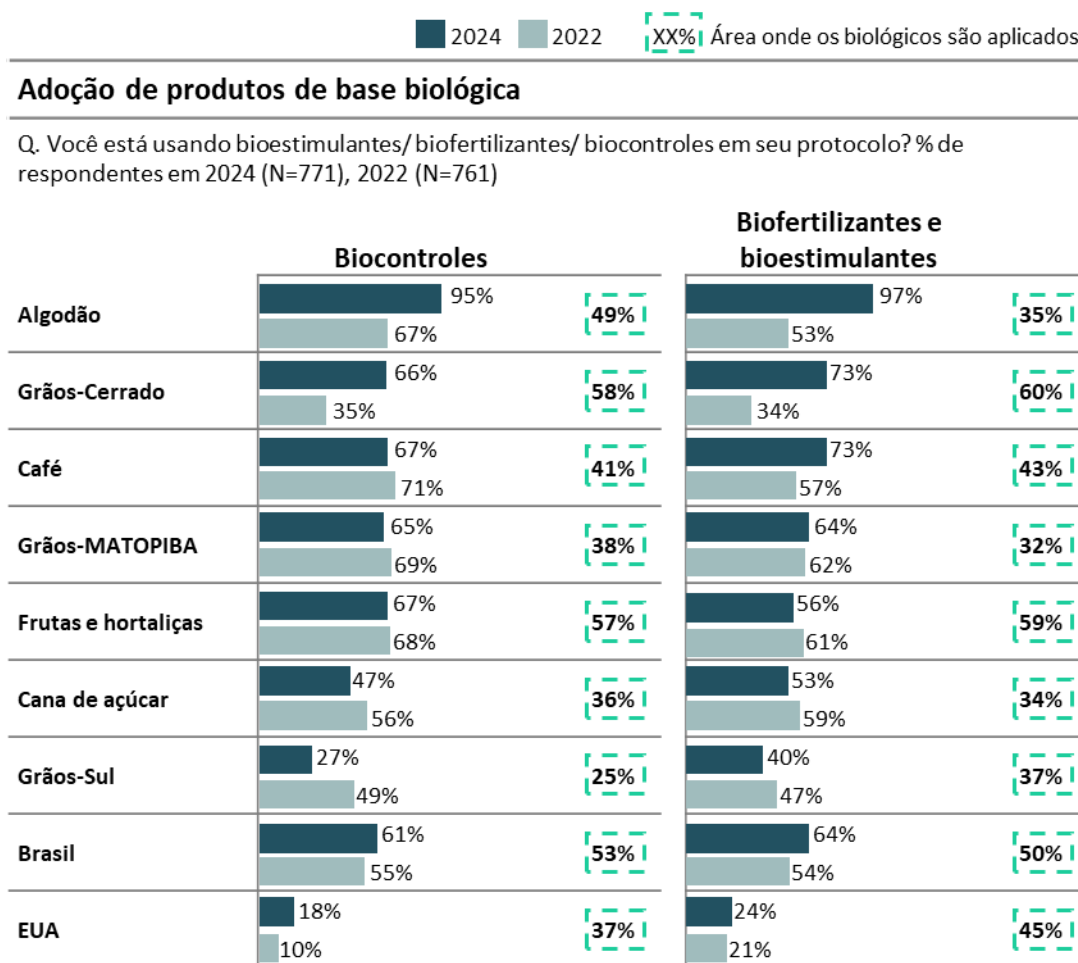
O mercado de soluções biológicas compreende os três segmentos: Biocontrole, Bioestimulantes e Biofertilizantes; todos eles compartilham características comuns como produtos de origem natural usado para substituir ou complementar o uso de agroquímicos convencionais. O mercado de soluções biológicas se beneficia de *drivers* de crescimento semelhantes ao do mercado agroquímico mais amplo (crescimento populacional, diminuindo a terra arável, crescente volatilidade do clima condições), mas está exibindo crescimento acelerado através dos ventos favoráveis da sustentabilidade, agricultura orgânica, regulamentação e cada vez mais derrubando as barreiras de conhecimento e adoção das soluções pelos agricultores que cada vez mais observam a eficácia e melhor produtividade da terra. O mercado de agroquímicos de origem natural ainda está no estágio de desenvolvimento inicial e é caracterizado por alta fragmentação e taxas de crescimento dinâmicas.

- **Estimulantes biológicos:** Bioestimulantes são produtos que estimulam ou impulsionam os processos biológicos nas plantas e micróbios relacionados. Ajuda a melhorar resiliência ao estresse abiótico (por

exemplo, duras condições climáticas), aumentando o rendimento e qualidade das colheitas e apoiando o crescimento saudável das plantas.

- **CAGR 2012 – 2022:** 14%
- **CAGR 2022 – 2027:** 12-13% (Fonte: broker research)
- **Defensivos biológicos:** Os agentes de controle biológico são naturalmente substâncias ou organismos usados para controlar fungos e bactérias, doenças, pragas de insetos, nematóides e ervas daninhas.
 - **CAGR 2012 – 2022:** 15%
 - **CAGR 2022 – 2027:** 16% (Fonte: broker research)
- **Fertilizantes biológicos (Inoculantes):** Biofertilizantes são usados para fixar nitrogênio na zona radicular da planta, para melhorar os nutrientes disponibilidade e aceitação, promovendo assim o crescimento da planta.
 - **CAGR 2012 – 2022:** 20%
 - **CAGR 2022 – 2027:** 12% (Fonte: broker research)

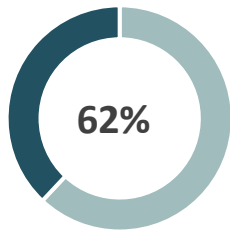
A Vittia produz as três categorias de produtos biológicos com destaque aos inoculantes e defensivos biológicos.



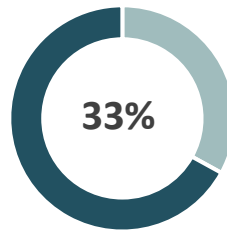
Fonte: Pesquisa Global Farmers Insights 2024 da McKinsey – A mente do agricultor brasileiro – Edição 2024

Principais razões para a adoção de produtos de base biológica:

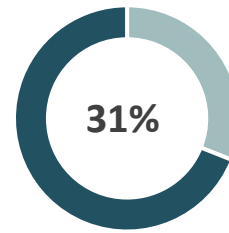
Biocontroles



Melhor eficácia

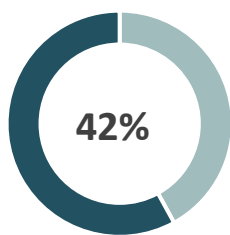


Custo mais baixo

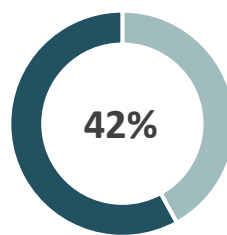


Proteção contra insetos

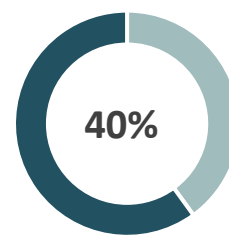
Biofertilizantes e bioestimulantes



Melhorar a produtividade



Melhorar a saúde do solo



Melhorar a qualidade do cultivo

Fonte: Pesquisa Global Farmers Insights 2024 da McKinsey – A mente do agricultor brasileiro – Edição 2024

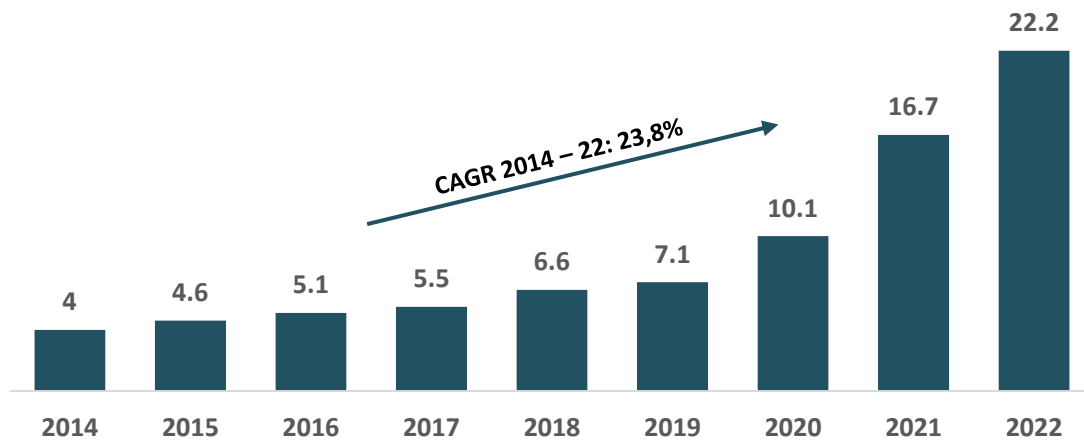
Fertilizantes Biológicos ou Biofertilizantes ou Inoculantes

Os inoculantes são a categoria de produtos biológicos com mais tempo de uso pelos produtores rurais, são os produtos de maior aceitação. Os biofertilizantes experimentaram um crescimento impulsionado pelo foco na sustentabilidade, ambiente regulatório favorável, taxas de adoção mais altas entre os agricultores bem como produtos melhor documentados e eficácia compreendida.

Aumento da poluição do solo e da água devido ao uso excessivo dos fertilizantes químicos convencionais é um dos principais impulsionadores de mercado para o segmento, especialmente dentro de mercados com foco na sustentabilidade. Além disso, comprovadamente, os biofertilizantes fornecem uma nova maneira para os agricultores aumentarem os *yields* de produção da terra à medida que os fertilizantes tradicionais precisam ser substituídos ou complementados devido à poluição do solo e ao pico de eficiência alcançado pela saturação do solo com NPK (sigla para os fertilizantes químicos que contém Nitrogênio, Fósforo e Potássio).

Os biofertilizantes podem ser amplamente categorizados, com base no nutriente primário que eles fornecem à planta, em fixação de nitrogênio, solubilização de fosfato e potássio, com menor prazo de validade devido ao uso de células microbianas vivas e armazenamento e transporte mais complexos.

Mercado Brasileiro de Fertilizantes Especiais



Fonte: Vittia

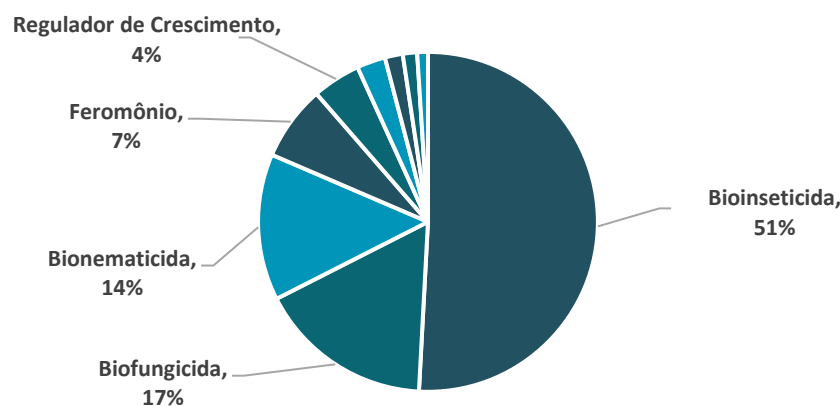
Defensivos Biológicos ou Biodefensivos

Os biodefensivos representam tecnologias que potencializam o uso de organismos ou substâncias naturais, visando prevenir, reduzir ou erradicar a infestação de pragas e doenças nas plantações. Os defensivos biológicos são caracterizados em dois tipos: os de base microbiológica e os macrobiológicos.

O uso de biopesticidas oferece uma abordagem mais sustentável, segura e eficaz para o controle de pragas na agricultura, contribuindo para a produção de alimentos de forma mais responsável e ambientalmente consciente. Além de ser um insumo menos poluente e danoso à saúde dos consumidores de alimentos, o produtor tem aumentado a sua aceitação pela eficiência dos produtos e manutenção da produtividade do solo no longo prazo.

O uso de defensivos biológicos na agricultura é relativamente novo comparado aos inoculantes, porém, já compreende o maior segmento dentro do mercado de soluções biológicas, atingindo um mercado estimado de volume superior a US\$ 8 bilhões em 2023, impulsionado por crescimento de aproximadamente 17% a.a. na última década. Além de ser o maior mercado, os biodefensivos possuem o maior potencial de crescimento devido ao aumento de *share* no mercado total de defensivos, frente aos químicos, e esse crescimento é impulsionado pelo desenvolvimento contínuo de novas cepas para o controle biológico.

Produtos biológicos de controle com registros ativos no Brasil



Fonte: CropLife Brasil, 2021

O segmento vem crescendo de forma consistente nos principais mercados agrícolas globais. A trajetória histórica de forte crescimento reflete a mudança na preferência dos consumidores por soluções agroquímicas mais sustentáveis, além do aumento nas taxas de adoção pelos agricultores, à medida que o segmento amadurece e a eficácia dos produtos é melhor compreendida e documentada.

O Brasil, por sua vez, se destaca no mercado global de bioinsumos para controle biológico. De 2018 a 2022, o mercado brasileiro de bio defensivos cresceu 62%, em comparação com o aumento de cerca de 16% no mercado global durante o mesmo período. Na mesma tendência, a última pesquisa sobre adoção desses produtos, mostra que o mercado brasileiro total de bio defensivos, considerando todas as culturas e regiões do país, cresceu 219% entre a safra de 2019/2020 e a de 2021/2022. Portanto, o valor estimado foi de R\$ 3,3 bilhões para a última safra. Em contrapartida, no intervalo anterior o valor era de R\$ 1,03 bilhão.

Os principais *players* do mercado de biológicos são empresas de médio e pequeno porte focadas nos bio defensivos, apesar da entrada de grandes empresas agroquímicas, que construíram sua presença parcialmente através de aquisições. Geralmente, o cenário competitivo é altamente fragmentado, com apenas alguns *players* representando uma parcela significativa do mercado total. Eventualmente, o amadurecimento do setor pode levar a uma consolidação deste mercado.

Defensivos Químicos	Bio defensivos
Diminuição de insetos benéficos devido a sua toxicidade a pragas não-alvo alterando a biodiversidade de áreas e afetando a balança biológica natural.	São não-tóxicos e não-patogênicos a organismos não alvo, assim, não afetam diretamente animais benéficos como predadores e parasitoides.
Deixam resíduos químicos nos alimentos, seja por aplicação direta ou por bioacumulação, causando problemas de saúde como problemas de pele, irritação nos olhos, dor abdominal, câncer etc.	Os resíduos de bio defensivos não são perigosos e são seguros o tempo todo, mesmo próximo aos períodos de colheita da cultura. Nenhum resíduo prejudicial permanece nos alimentos, na ração e nas fibras.
Devido ao seu uso contínuo na agricultura, os químicos podem descer até os aquíferos e contaminar os corpos de água.	Têm persistência limitada no campo e vida útil curta, e devido à sua biodegradabilidade, se decompõem rapidamente. Portanto, são mais seguros para os seres humanos e o meio ambiente.
Pesticidas químicos são formados por uma mistura de muitos químicos sintéticos.	Bio defensivos geralmente são produtos e bioprodutos de organismos que ocorrem naturalmente como plantas, animais e microrganismos.
Perigo de envenenamento para operadores de pesticidas considerando a exposição excessiva: embora dependa da concentração, toxicidade, sensibilidade e duração da exposição.	Efetivo em concentração ou quantidades baixas, resultando em menor exposição do operador.
Resistência de pragas devido ao uso excessivo de pesticidas químicos	É esperado que as pragas não desenvolvem resistência aos biopesticidas
Natureza do controle: curativa	Natureza do controle: preventiva
Efeito rápido na redução da população da praga	Leva tempo para reduzir a população de pragas
Redução no mercado global	Aumento no mercado internacional
Alto custo de produção	Baixo custo de produção

Fonte: Essiedu et al. (2020).

Vittia

A SFA enxerga grande potencial de desenvolvimento e crescimento do setor de biológicos e atualmente na bolsa brasileira, a Vittia é o único *player* com grande exposição aos produtos biológicos. Sendo completamente honestos com nossos cotistas, nos perguntamos inicialmente se investiríamos em Vittia somente por ser a única empresa do segmento. Estudando a empresa, a SFA encontrou uma série de outras características que gostamos de contar em nossa tese de investimento:

- Fundadores que são os controladores definidos;
- Longo histórico em um setor bastante cíclico que sobreviveu a vários ciclos;
- Um dos pioneiros do segmento de biológicos;
- Histórico de crescimento com geração de valor;
- Conservadorismo na gestão financeira;
- Grande capacidade de distribuição e capacidade fabril em um setor com muitos *players* pequenos;
- Gestão de pesquisa e desenvolvimento comprovados;
- Um dos maiores *players* do segmento de biológicos.

A Vittia é um dos principais competidores do mercado de bio defensivos e inoculantes (3º *player* com ~6% de *marketshare*, em segundo lugar a Biotrop com ~8% e em primeiro Koppert com ~12% do mercado → estimativas SFA), um setor pulverizado e em desenvolvimento. A Vittia possui P&D próprio o que lhe confere cepas exclusivas e processo de produção que garante a eficácia dos seus produtos. Apesar do P&D próprio com um pipeline considerável de novos produtos para exploração comercial, após nossa pesquisa, acreditamos que P&D acaba sendo uma vantagem competitiva fraca, pois uma nova cepa pode virar uma commodity após algum tempo, ou podem surgir cepas similares. Acreditamos que a capacidade de produção e distribuição da Vittia é o que realmente confere vantagens competitivas para a empresa, principalmente porque o setor é bastante pulverizado e pouco profissional, o que confere vantagens competitivas às empresas maiores. Apesar de estarmos interessados na tese do setor de bio defensivos, vale a pena ressaltar que a Vittia ainda conta com um portfólio de fertilizantes especiais e foliares que servem como porta de entrada para os clientes que ainda não conhecem os seus bio defensivos e inoculantes.

A Vittia trabalha com força de venda própria com contato direto com o produtor, além de contar com revendas médias e cooperativas. A capacidade de produção e distribuição que criam forte vantagem competitiva em meio a um mercado pulverizado com *players* pequenos e médios. A Vittia possui:

- Mais de 200 especialistas comerciais;
- 8 plantas produtivas;
- 81 profissionais em P&D;
- +350mm de litros de capacidade instalada;
- 56 alvos regulamentados;
- 1.252 clientes diretos;
- 412 distribuidores;
- 75 cooperativas.

Este mercado deve se consolidar ao longo dos anos. Os maiores competidores que disputam este mercado, são os grandes candidatos a serem consolidadores. Os grandes *players*, incluindo a Vittia, poderão ser os consolidadores se souberem aproveitar e gerenciar o amplo portfólio de produtos e capacidade de P&D, capacidade de produção e força comercial, além de surgirem oportunidades de M&A no setor. Inclusive, quando o mercado for maior e a Vittia conseguir atingir um patamar de maior relevância em *share*, ela será também uma séria candidata a alvo de um grande *player* de insumos agrícolas que queira entrar ou aumentar a sua participação no mercado de defensivos biológicos, embora a tese não dependa desta saída para gerar valor ao portfólio da SFA.

Management

Para detalhar a nossa tese, a Vittia é uma empresa que possui um “dono” ou um controlador definido com vasta experiência no setor agrícola. Fundada em 1971 pela família Romanini na cidade de São Joaquim da Barra, Estado de São Paulo, antes conhecida como Biosoja, a Vittia iniciou suas atividades como um dos primeiros produtores nacionais de insumos biológicos. Em 2021 ocorreu a abertura de capital na B3 e estreou na Bolsa valendo R\$ 1,22 bilhão. A família Romanini ainda segue à frente do negócio continuando com plano de expansão e consolidação do setor com parte dos recursos do IPO.

O CEO da Vittia, Wilson Romanini juntamente com seu irmão, Guilherme Romanini, presidente do Conselho, possuem individualmente mais de 30 anos dedicados às operações da companhia. Com a aquisição da Biovalens, a Vittia conseguiu atrair seus fundadores que são profissionais jovens, porém experientes, que agregam em outras competências vitais para a companhia. Exemplo disto é Henrique Ferro, o diretor de P&DI, com mais de 15 anos dedicados à pesquisa e desenvolvimento de micro-organismos como defensivos biológicos e Edgar Zanotto que atua como Diretor de Marketing. Completando o time, observamos profissionais com grande tempo de casa: temos Alexandre Frizzo, diretor financeiro, na Vittia desde 2015; Matheus Bezerra, diretor Industrial na companhia desde 2016 e Rodrigo Agnesini, diretor comercial na Vittia desde 2014.

Vantagens Competitivas

A geração de valor de uma empresa pode vir de suas vantagens competitivas, conjuntura e/ou uma qualidade de management superior. É um fato que a Vittia conseguiu gerar valor aos seus acionistas nos últimos 5 anos. A primeira questão que emerge sobre geração de valor da Vittia é: 'quais são seus *drivers* de geração de valor em um mercado novo e competitivo'? Acreditamos que mesmo inserido em um mercado novo, a Vittia conseguiu construir vantagens competitivas que a diferencia de seus concorrentes.

Apesar do setor contar com mais de 150 fabricantes de bioinsumos, a maior parte dos participantes são pequenas e médias empresas mono produtos e que dependem de grandes distribuidores. A Vittia possui um processo verticalizado que vai desde a área de pesquisa e desenvolvimento, passando pela fabricação e força de vendas própria. A força de vendas própria e assistência técnica com mais de 200 profissionais especializados é essencial para este setor no estágio em que se encontra e a maioria das empresas do setor não possui este corpo de profissionais capacitados. A maior barreira de entrada é sim a adoção dos produtos biológicos em conjunto ou em substituição aos produtos químicos. A venda do produto biológico é muito técnica, consiste em o vendedor apresentar o produto e suas características, além de sua aplicação. Depois o produtor testa em pequena escala para posteriormente expandir seu uso. A venda consolidada pode demorar algumas safras para o produtor enxergar os benefícios do produto biológico para a produtividade agrícola.

Entre outras características próprias, o portfólio diversificado da Vittia também é importante, pois aumenta a chance de *cross sell*: a Vittia vende seus produtos mais conhecidos enquanto a adoção do biológico acontece. Para ter um portfólio diversificado de produtos e para ser mais competitiva em biológico, ter uma capacidade de produção em larga escala capaz de diluir significativamente seus custos é uma característica que poucos do setor possuem. À medida que as cepas se popularizam, ter uma vantagem de custo pela escala e processos diferenciados são uma qualidade essencial para um consolidador do setor. Os grandes *players* de insumos agrícolas demonstram interesse no setor, mas ainda não competem intensamente por ser um mercado muito pequeno em comparação ao mercado de químicos. Todavia, com o mercado expandindo muito nos próximos anos devido às vantagens competitivas dos biológicos, a Vittia também se tornará um alvo interessante de aquisição no processo de consolidação do setor. A grande preocupação é se a Vittia nos próximos anos continuará sendo uma geradora de valor, pois sabemos que produtos com altas margens chamam atenção de competidores.

Resumimos as seguintes vantagens competitivas em Vittia, que dentro da dinâmica setorial atual, a diferencia da maioria dos competidores independentes locais:

- **Patentes:** embora não exista patentes para seres biológicos, as cepas isoladas e registradas no MAPA pela Vittia acabam sendo de uso exclusivo da companhia por um período vitalício, algo que se assemelha a uma vantagem competitiva de patente. Porém, é uma vantagem competitiva que não é forte nem duradoura, pois com o passar do tempo os concorrentes podem encontrar soluções semelhantes ou isolar a cepa de uma outra forma a ponto de valer um novo registro. Atualmente, os produtos biológicos de maior venda foram os desenvolvidos por pesquisas públicas. A vantagem de

ter um P&D robusto vai se apresentar nos próximos anos, à medida que a nova geração de biológicos se apresentar ao mercado, o que pode gerar por um período, maiores margens enquanto os produtos mais antigos vão se tornando mais commodities.

- **Vantagem de Custo:** A capacidade verticalizada de P&D, capacidade de fabricação instalada, uma das maiores do setor, conjuntamente com sua grande força de vendas especializada garante uma vantagem de escala e processo diferenciado que será reforçada nos próximos anos à medida que os preços do bioinsumos caem com o aumento de penetração do setor. Com estas vantagens, a Vittia conseguirá manter a margem de seus produtos sendo um dos *players* de menor custo.
- **Mercado de nicho:** A Vittia atua e é uma das pioneiras no nicho de mercado de insumos biológicos. O setor de biológicos é ainda pequeno para que um grande *player* químico queira investir pesadamente neste segmento. A Vittia possui em sua estratégia o crescimento dentro deste mercado especializado, a atuação de anos neste nicho faz com que a empresa possa atuar e conquistar alto nível de conhecimento, tornando-se especialista no campo e uma referência para os clientes. O desafio dessa vantagem é que, quando um nicho se torna altamente atraente, grandes *players* tendem a entrar no mercado, o que pode comprometer sua atratividade. No entanto, acreditamos que, quando chegar o momento em que os grandes *players* de insumos agrícolas decidirem entrar definitivamente no mercado, a Vittia estará bem-posicionada como um alvo atrativo no processo de consolidação.

Mais para frente, destacaremos o portfólio de produtos, P&D, capacidade fabril e distribuição da Vittia em seus detalhes.

Presença da Vittia na Cadeia de Valor	Pesquisa e Desenvolvimento	Produção de Fertilizantes Especiais e Defensivos Biológicos	Distribuição e Vendas	Suporte Técnico
Principais Considerações	Identificação, estudo e cultura de microbiano (bactérias e fungos) com potencial aplicação agrícola. Desenvolvimento de novas fórmulas proprietárias e processos industriais. Formulação de novos produtos de nutrição vegetal e proteção vegetal	Nutrição de Culturas: produção de fertilizantes especiais, condicionados, condicionadores de solo, micronutrientes do solo, organominerais em escala industrial. Proteção de Culturas: produção de defensivos à base de microbiano	Acesso ao mercado através de uma estratégia multicanal: 1) Vendas diretas 2) Distribuidores terceiros 3) Cooperativas Escala nacional para melhor cobrir o agronegócio brasileiro	Suporte técnico qualificado abrangendo clientes (agricultores, distribuidores e cooperativas)
Principais Números	67 profissionais ~78 projetos em desenvolvimento	8 plantas produtivas +350 milhões de litros de capacidade instalada	~250 especialistas em vendas +1.100 produtos complementares	~80.000 visitas em 2023 +9.000 propriedades rurais cadastradas

Fonte: Vittia

Produtos

O portfólio da Vittia possui mais de 1.100 produtos que oferecem soluções para todas as fases do ciclo de plantio, o que abre portas para a empresa conquistar novos clientes, além de aumentar o potencial de monetização e custos à medida em que conseguem vender mais produtos e aumentam seu *share* para a base existente de clientes.

O portfólio de produtos que desenvolvem pode ser dividido nas seguintes categorias:

- **Fertilizantes Foliare:** trata-se de produtos à base de substâncias minerais que fornecem nutrientes às plantas por meio de aplicações em suas folhas ou sementes, além de adjuvantes, produtos utilizados para maximizar a eficiência de aplicação de outros insumos agrícolas. Também estão considerados nessa categoria os bioestimulantes, que contém princípio ativo de origem biológica (aminoácidos, extratos de algas e substâncias húmicas), isento de substâncias agrotóxicas, capaz de atuar, direta ou indiretamente, sobre o todo ou parte das plantas cultivadas, elevando a sua produtividade. No exercício encerrado em 31 de dezembro de 2023, a categoria de fertilizantes foliares correspondeu a 42,1% da receita bruta da companhia.
- **Micro de Solo (Fertilizantes de solo a base de micronutrientes):** trata-se de produtos que possuem alta solubilidade em água e são aplicados diretamente ao solo para fornecer micronutrientes às plantas, podendo ser granulados ou farelados. No exercício encerrado em 31 de dezembro de 2023, a categoria de fertilizantes de solo correspondeu a 18,4% da receita bruta da companhia.
- **Defensivos Biológicos:** trata-se de produtos desenvolvidos a partir de microrganismos – em geral, fungos, bactérias e vírus, e macroorganismos – como parasitoides e predadores – utilizados na agricultura para o controle de pragas e doenças nocivas ao desenvolvimento da planta. Sem contar com produtos químicos em sua composição, os defensivos biológicos partem do princípio de utilizar de forma equilibrada e sustentável “a natureza contra a natureza”. Com um forte apelo de sustentabilidade, os produtos biológicos têm impactos ambientais mínimos se comparados a produtos sintéticos com funções similares. No exercício encerrado em 31 de dezembro de 2023, a categoria de defensivos biológicos correspondeu a 20,8% da receita bruta da companhia.
- **Inoculantes (Fertilizantes Biológicos):** trata-se de produtos desenvolvidos a base de microrganismos com ação no processo de nutrição de planta. O principal produto do mercado é uma bactéria selecionada do gênero *Bradyrhizobium* que, quando associados às raízes das plantas, conseguem converter o N₂ (molécula de nitrogênio) da atmosfera em compostos nitrogenados, reduzindo assim a necessidade de fertilizantes nitrogenados industriais. No exercício encerrado em 31 de dezembro de 2023, a categoria de produtos biológicos correspondeu a 9,8% da receita bruta da companhia.
- **Condicionadores de Solo e Organominerais:** trata-se de produtos utilizados para melhorar as propriedades físicas, físico-químicas e biológicas do solo, com o objetivo de aumentar a eficiência da absorção de nutrientes pelas plantas. Em relação aos produtos organominerais propriamente ditos, vale destacar que se trata de produtos de natureza fundamentalmente orgânica – obtida por processos físicos, químicos, físico-químicos, natural ou controlado – a partir de matérias primas de origem vegetal ou animal às quais são adicionadas fontes de nutrientes minerais visando à melhoria de características químicas, físicas e biológicas do solo, além do fornecimento de nutriente para as plantas. No exercício encerrado em 31 de dezembro de 2023, a categoria de condicionadores de solo e organominerais correspondeu a 5,7% da receita bruta da companhia.
- **Produtos Industriais e Outros:** trata-se de produtos que se subdividem em sais para nutrição animal, produtos distribuídos de terceiros, e subprodutos desenvolvidos em outros processos industriais da Vittia, os quais são vendidos para indústria de fertilizantes e para outras indústrias, como, por exemplo, a indústria de nutrição animal. No exercício encerrado em 31 de dezembro de 2023, a categoria de produtos industriais correspondeu a 3,1% da receita bruta da companhia. Entre os produtos oferecidos, destacam-se o sulfato de manganês e sulfato de magnésio.

Fonte: Formulário de Referência Vittia 2024

Margem Bruta por Segmento (%)							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Minerais & Outros	28,8%	29,4%	28,3%	27,9%	26,6%	26,3%	21,9%
Biológicos	81,1%	77,6%	78,2%	80,0%	79,2%	77,7%	71,8%

Fonte: Vittia

Os produtos biológicos possuem maior valor agregado. Nota-se pelas margens brutas que os defensivos biológicos agregam na margem bruta consolidada da companhia e conseqüentemente sustentam a atual geração de valor da empresa. A pergunta que fica é, se com o amadurecimento do setor, os defensivos biológicos vão reduzir a sua margem. A resposta que obtemos é que, provavelmente, sim. Vendo o exemplo dos inoculantes que possuíam há dez anos margens semelhantes ao dos defensivos biológicos e que hoje possuem menor margem. Mas isso não reduzirá a margem total da companhia porque a expectativa é que a participação de defensivos biológicos cresça na Vittia devido ao crescimento do setor e aumento de *share* da Vittia. E a próprio exemplo dos inoculantes, existe um limite para a redução desta margem. Ao contrário dos insumos químicos, em que a matéria prima é commodity e o produto vendido é commodity, o que leva a uma margem reduzida de negociação, os produtos biológicos não necessitam de componentes químicos (insumos químicos). E um outro ponto relevante é que são escaláveis, porque apesar do alto investimento inicial em biorreatores, a maior utilização da capacidade fabril leva a redução de custos, o que pode sustentar as margens. Neste processo podem se encontrar diferentes cepas e formulações, o que torna o produto vendido menos “comoditizado”.

Apesar da margem bruta mais baixa, a Vittia possui um portfólio com outros insumos além dos biológicos é uma importante porta de entrada para novos clientes que ainda não adotam produtos biológicos. Resumindo, para a empresa sustentar suas margens, os produtos com menor valor agregado devem crescer em linha com o mercado e os produtos biológicos devem ganhar participação no mix da empresa.

Potencial de <i>Cross Selling</i>	Número de Produtos Vittia
27%	1
16%	2
57%	3 ou mais

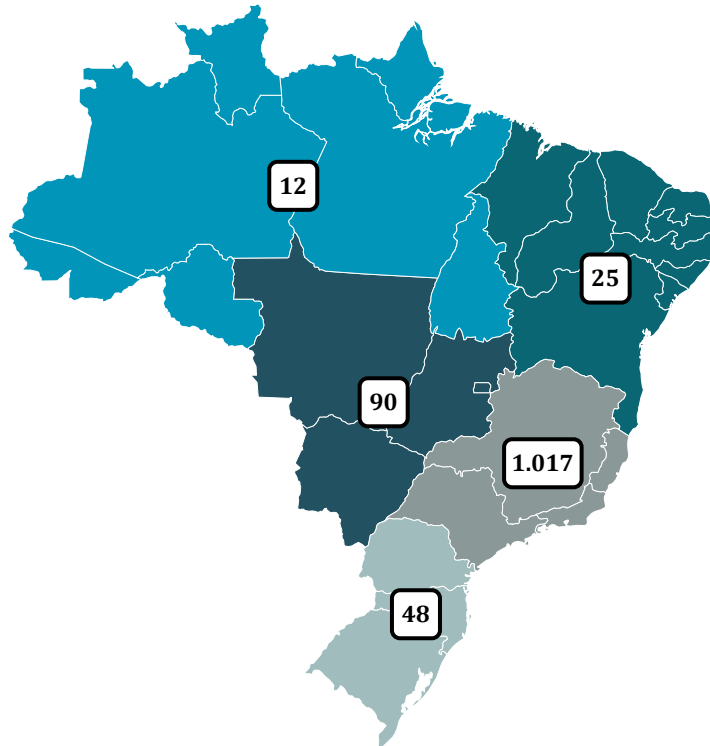
Fonte: Vittia

Capacidade de Distribuição

O acesso a mercado é um pilar estratégico para a Vittia. Tivemos a oportunidade de conhecer em nossos estudos diversos *players* do setor e observamos que apesar de existirem mais de 150 empresas de insumos biológicos, a grande maioria é de pequeno porte. Diferente de outros produtores de insumos que dependem exclusivamente da distribuição de terceiros para alcançar os produtores agrícolas, a Vittia optou por construir uma plataforma comercial robusta com múltiplos canais de vendas – vendas diretas, terceiros distribuidores e cooperativas - visando a ampliação da cobertura geográfica da empresa, capilaridade de distribuição e acesso a produtores agrícolas de diferentes perfis e culturas.

Além da utilização de múltiplos canais de venda, é importante ressaltar um fator de sucesso para a estratégia comercial. A Vittia possui um time especializado de vendas e suporte com 240 profissionais altamente qualificados que acompanham os agricultores em campo, entendem suas necessidades e oferecem as soluções do portfólio de produtos mais adequadas a cada cliente, além de suporte técnico contínuo.

Presença Nacional



~250 profissionais especializados dedicados a vendas e suporte técnico

Treinamento contínuo e intensivo para desenvolvimento e capacitação técnica

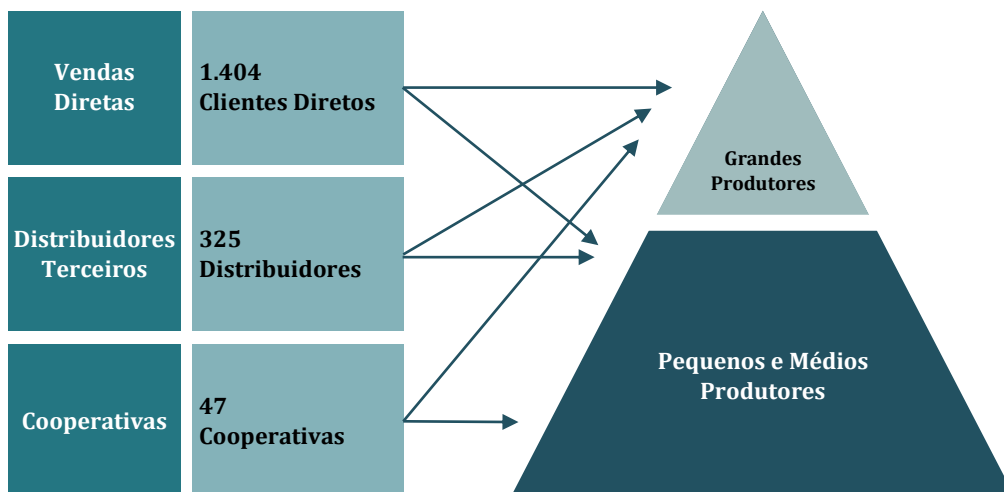
5 centros de distribuição

Legenda # Número de profissionais por região em 31/12/23

Fonte: Vittia

A presença destes profissionais em campo fortalece o relacionamento com clientes, aumenta a credibilidade das marcas e produtos, amplia o potencial de *cross-sell* e *upsell* entre os produtos e cria um custo de troca dos clientes, constituindo, desta forma, uma barreira relevante à competição.

A robusta força de venda e assistência técnica própria é importante para vencer a barreira dos produtores que desconhecem os produtos biológicos. Além disso, reduz a necessidade da companhia de contar com grandes distribuidores que possuem um alto histórico de empresas com dificuldade financeira.



Fonte: Vittia

Fabricação

A Vittia é uma das maiores fabricantes de bioinsumos e conta com a maior infraestrutura do segmento com 8 plantas localizadas nos Estados de São Paulo e Minas Gerais com capacidade para produzir conjuntamente mais de 370 milhões de litros das suas 6 categorias de produtos.

Entre as unidades industriais, destaca-se a nova planta industrial de produtos biológicos localizada em São Joaquim da Barra (Estado de São Paulo), que tivemos a oportunidade de visitar em 2023. A planta inaugurada em setembro de 2020, cuja capacidade instalada de, aproximadamente, 15 milhões de quilos ou litros ou doses de produtos ao ano, um aumento de aproximadamente 23 vezes a capacidade instalada nominal anterior dedicada a produtos biológicos (650.000 quilos ou litros ou doses). Esta expansão deve suportar o crescimento dos segmentos de produtos biológicos da Vittia ao longo dos próximos anos. Ainda sobre a nova planta industrial, vale destacar que a nova unidade possui capacidade para novas expansões modulares com baixas necessidades de investimento.

A estrutura industrial já montada com capacidade de expansão é geradora de valor, pois o investimento já foi feito e o eventual crescimento de vendas dos produtos agrícolas pode tornar a Vittia o *player* de menor custo com a diluição de seus custos fixos e menor necessidade de CAPEX nos próximos anos.

	Linha de Produto	Capacidade Instalada
MG – Patos de Minas	Organomineral	81mm kg
MG – Paraopeba	Defensivos Macrobiológicos	100kg
SP – Ituverava	Micros de Solo	61mm kg
SP – São Joaquim da Barra (3 unidades)	Fertilizantes Foliare & Biofertilizantes	110mm litros/kg
	Defensivos Microbiológicos	15mm litros
	Inoculantes	48mm doses
SP – Serrana	Organomineral	46mm kg
SP – Arthur Nogueira (2 unidades)	Fertilizantes Foliare (Enxofre)	9mm litros
	Defensivos Macrobiológicos	1.200 litros de ovos + 24mm de pupas

Fonte: Vittia

Pesquisa e Desenvolvimento – P&D

O sucesso no desenvolvimento, comercialização e marketing de novos produtos e tecnologias é essencial para o crescimento da companhia. A Vittia possui grande experiência em P&DI e criação de valor com times integrados de P&DI, Desenvolvimento de Mercado e Assuntos Regulatórios, somando 67 profissionais altamente qualificados – pós-doutores, doutores, mestres, especialistas, graduados e técnicos.

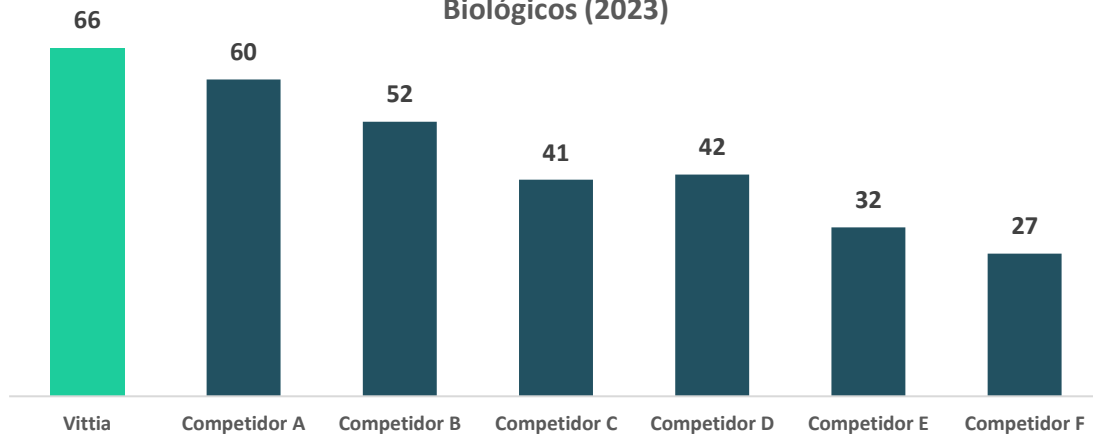
O Centro de P&DI da companhia possui uma equipe técnica altamente qualificada com 39 colaboradores dedicados exclusivamente à P&DI, que são criteriosamente alocados em sete setores distintos, bioprospecção, bioprocessos, fertilizantes, agrônomo, macrobiológicos, técnico agrônomo e assuntos regulatórios. Além de contar com acesso a um banco exclusivo de cepas com cerca de 6.000 variedades de fungos e bactérias.

Para demonstrar o sucesso de integração e complementariedade entre o Centro de P&DI e o setor de Assuntos Regulatórios, desde 2016, tais áreas e departamentos foram responsáveis pelo desenvolvimento e regulamentação de mais de 90 novos produtos e recomendações de uso. Hoje, a companhia possui um intenso

pipeline de desenvolvimento de novos produtos a serem regulamentados nos próximos anos; em torno de 90 projetos relacionados a produtos, inclusão de alvo e novas recomendações de uso estão em fase de desenvolvimento.

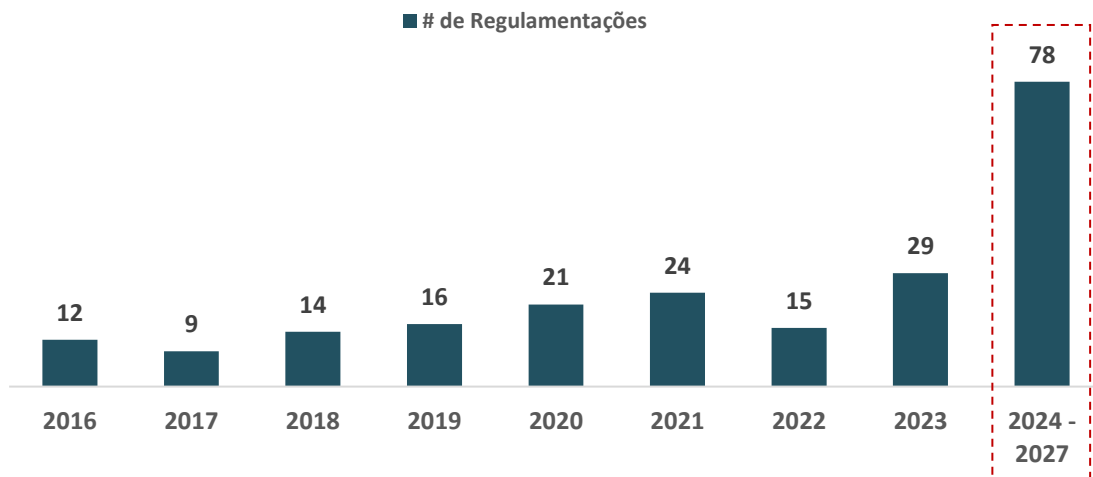
Por fim, em relação às competências de P&DI da Vittia, é válido destacar as parcerias estratégicas em mais de 170 instituições e mais de 200 pesquisadores que auxiliaram em centenas de pesquisas de campo realizadas com diferentes produtos e em diferentes culturas, e continuam prestando valorosas contribuições na validação de ensaios de laboratório e de campo em diferentes condições edafoclimáticas em todo o território nacional, além de compartilhar conhecimento e experiências.

Número de Alvos Regulamentados para o Portfólio de Defensivos Biológicos (2023)



Fonte: Vittia

Pipeline Robusto da Vittia



Fonte: Vittia

No P&D, porém, destacamos novamente que o desenvolvimento de novas cepas confere uma vantagem competitiva, porém não tão forte. Pois, se a Vittia desenvolver um produto de sucesso baseado em uma nova cepa, ela terá a vantagem de ser pioneira e sustentar uma margem mais alta deste produto por um tempo até os concorrentes lançarem um produto similar, já que não é possível registrar a patente sobre um ser vivo. Porém, o P&D ainda tem sua importância no desenvolvimento de formulações que podem facilitar as aplicações, aumentar o *shelf life*, melhorar eficiência, o que pode diferenciar seus produtos em relação aos concorrentes.

On Farm

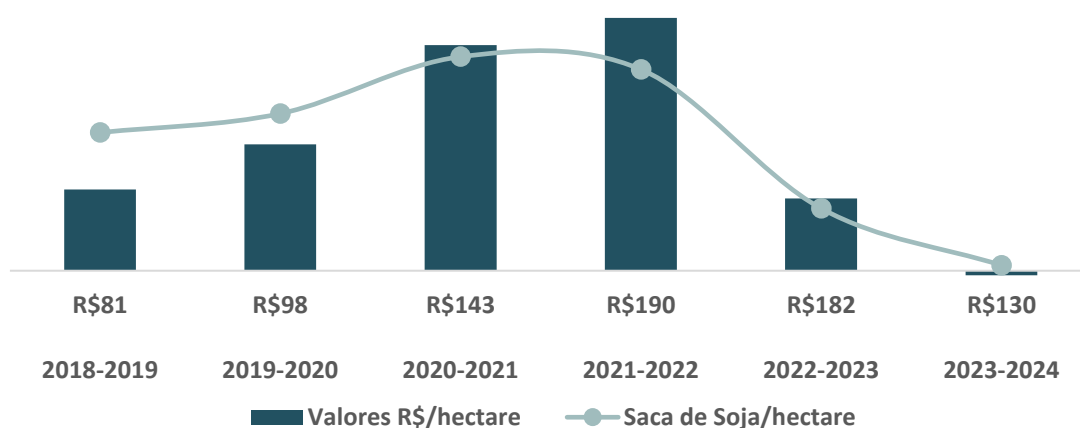
A produção *on farm*, também conhecida como “produção caseira” ou “produção nas fazendas” de insumos biológicos, consiste na multiplicação de cepas bacterianas dentro da propriedade para uso próprio. Expansão do *on farm* é uma ameaça por tornar o produto mais “comoditizado”, porém a menor eficácia do *on farm* percebida pelos produtores (para ser eficaz exige processo e investimento) e a legislação devem mitigar este risco. O P&D também é essencial, principalmente na eficácia dos produtos produzidos pelas empresas especializadas. A lei dos insumos agrícolas está caminhando para uma maior burocracia na fabricação de bioinsumos, o desenvolvimento das novas gerações de biológicos, envolve mais processos do que a simples reprodução orgânica dos microorganismos.

Momento do Setor: Conjuntural vs. Estrutural

O setor é cíclico e após anos de forte crescimento nas safras 2019/20, 2020/21, 2021/22 e 2022/23 o setor de insumos agrícolas sofreu forte queda de preços na safra 2023/24. O Brasil vinha ano após ano com recordes de produção e, conjuntamente com o aumento de preços das commodities agrícolas, incentivou toda a cadeia agro a investir mais. A guerra da Ucrânia, que teve início na safra de 2022/23, marcou o pico de preço das commodities agrícolas e os preços dos insumos também dispararam com muitos produtores antecipando compras de insumos para a safra seguinte. Porém, a cadeia ficou estocada a um preço alto, dada a expectativa de mais um recorde para a safra 2023/24 ter sido frustrada com uma quebra de safra e queda do preço das commodities.

Diversos fatores explicam a queda da safra 2023/24. A realidade é que o setor é cíclico e pode ser afetado por eventos climáticos. O evento climático do El Nino no ano de 2023 reduziu a produtividade da safra, principalmente no Centro-Oeste do país, onde a quebra de safra foi mais forte. Além disso, observamos queda dos preços das commodities agrícolas em 2023. Para piorar o cenário, neste ano, o setor foi atingido pela MP 1.185, que eliminou benefícios fiscais, ameaçando aumentar a alíquota média de imposto pago principalmente pelas empresas revendedoras de insumos, o que deixa as pessoas menos propensas a investir no setor.

Produtividade vs preço da saca de soja



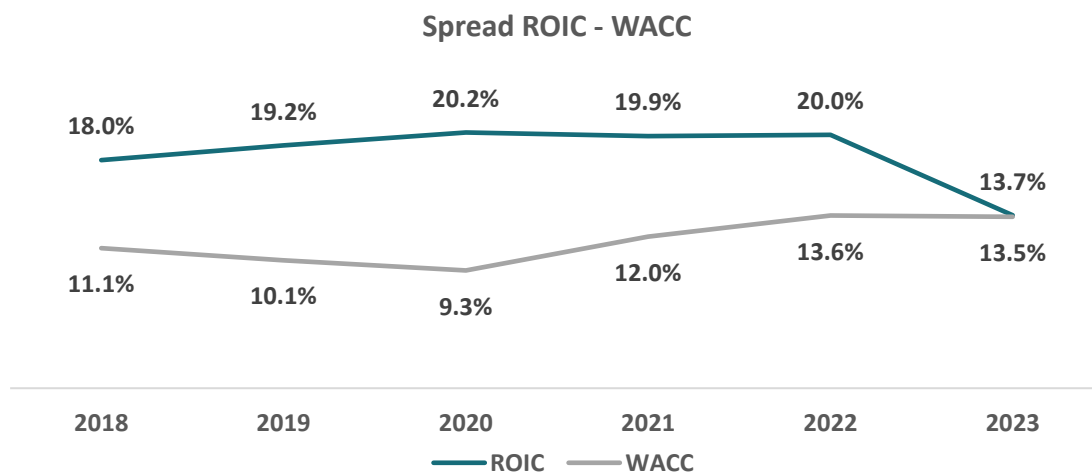
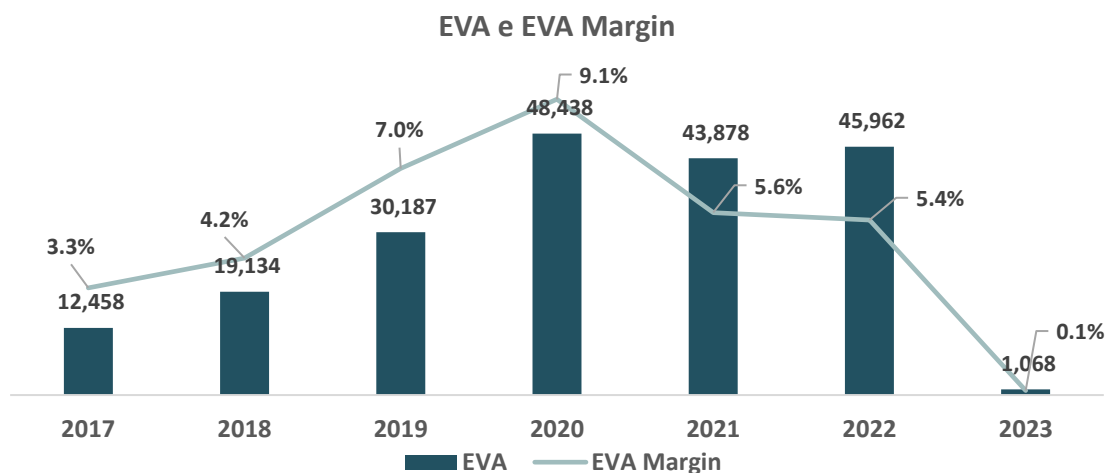
Fonte: Fundação abc

Com a cadeia estocada em um preço mais alto, os preços dos insumos agrícolas despencaram. A cadeia inteira de suprimentos agro sofreu e ainda reduziu a perspectiva dos produtores para a safra 2024/25. Os produtores rurais são financiados pelos seus fornecedores, pois eles recebem os insumos no começo e meio da safra e pagam os fornecedores após a colheita, o que não é diferente para a Vittia, que possui um ciclo de caixa alto. O receio desta quebra de safra vem do aumento do risco de inadimplência.

Em meio a esta crise, a Vittia tem sofrido com queda do preço dos insumos e da maior incerteza no volume de vendas para a safra 2024/25. Acreditamos que a atual crise do setor é uma oportunidade de investimento em Vittia e resolvemos montar uma posição na empresa. O ciclo do agro é curto e faz parte da vida de quem está no setor. Eventualmente as safras seguintes poderão ser melhores. Observamos algumas empresas do setor agro em dificuldade financeira. O conservadorismo da Vittia na gestão financeira é essencial para a companhia sair inteira desta tempestade. Devido ao seu conservadorismo na concessão de crédito aos seus clientes, a inadimplência da Vittia deve permanecer em patamares baixos, historicamente abaixo de 1%, o que garante a saúde financeira da companhia para o próximo ciclo. Mesmo em meio à crise, o segmento de biológicos conseguiu crescer 15% na safra 2023/24. Além disso, a estratégia de venda multicanal da Vittia se mostra vencedora, pois mitiga a dependência dos grandes revendedores. Revendedores esses que atualmente apresentam dificuldade financeira ao precisarem vender produtos com prejuízo quando a cadeia ficou estocada. Na crise é que vemos quais são as empresas que possuem boa gestão.

Análise Financeira Vittia

O resultado financeiro de uma empresa é uma consequência de suas vantagens competitivas, estratégia e execução do management. No nosso processo de investimento, a análise financeira realizada em uma empresa serve para corroborar se realmente as características encontradas na análise qualitativa possuem alguma correspondência no resultado financeiro. Damos importância para as duas análises, ambas não são um fim por si só, e sim um meio para a SFA tomar a melhor decisão de gestão. De fato, nos últimos 5 anos, a Vittia gerou valor aos seus acionistas, o que na nossa visão é indício de alguma vantagem competitiva e/ou um management muito competente.



A Vittia realizou seu IPO em 2021, estreando na bolsa com um valor de mercado de R\$ 1,22 bilhões. A oferta pública inicial totalizou R\$ 436 milhões, 70% foi uma oferta secundária que proporcionou saída ao fundo de *private equity* da BRZ, que investiu na empresa em 2014. A companhia colocou R\$ 126 milhões no caixa, incluindo *hot issue* e *greenshoe*.

O IPO ocorreu depois de um forte período de investimentos em 2020, quando a companhia realizou duas aquisições e investiu em capacidade fabril, distribuição e P&D. Desde seu IPO, a companhia tem gerado EVA, mesmo com o aumento relevante do custo de capital. Apenas em 2023, seu retorno igualou ao seu custo de capital, devido à quebra de safra que ocorreu no período de 2022/23 e derrubou os preços dos insumos. Fator que consideramos conjuntural e transformou a Vittia em uma oportunidade de investimento.

Em cartas anteriores, falamos sobre ajustar os demonstrativos contábeis que as companhias divulgam para entendermos melhor a dinâmica de cada negócio e evitarmos cair em armadilhas. Como já dissemos, existem muitas práticas de negócio e, inclusive, práticas contábeis que servem para mostrar um lucro bom, mas afastam o acionista da realidade econômica. Os ajustes dos demonstrativos que realizamos buscam traduzir o lucro contábil para o lucro econômico:

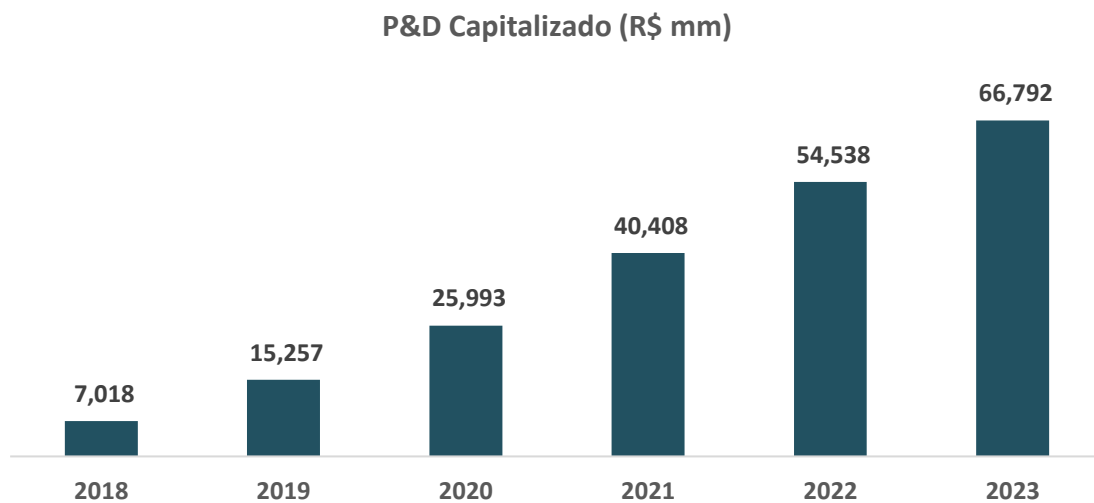
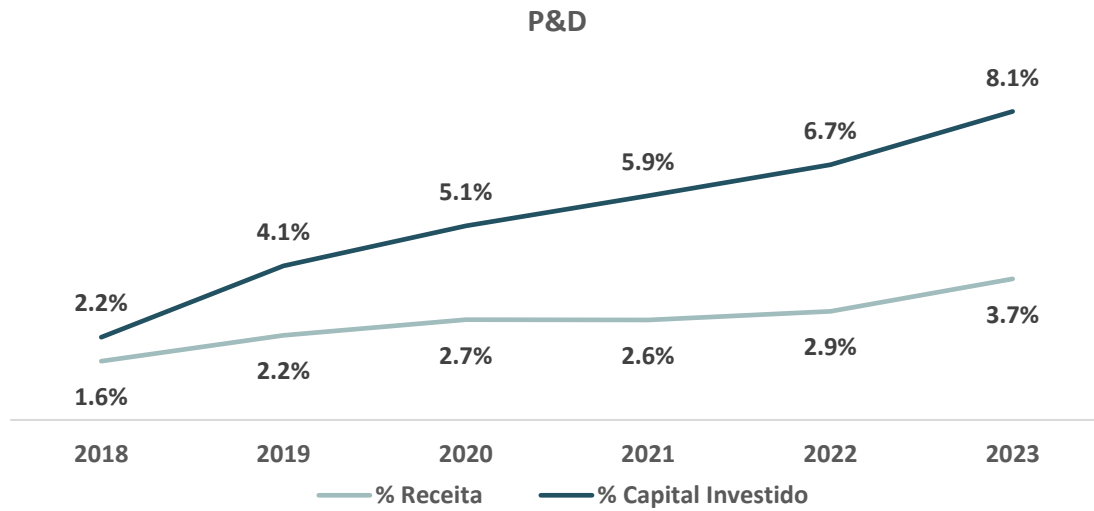
- Separar atividades financeiras das operacionais;
- Separar atividades operacionais das não-operacionais;
- Minimizar a possibilidade de “criar colchões de resultado”;
- Esclarecer o desempenho econômico;
- Entender alterações relativas a:
 - aumento de lucro contábil - o management de uma empresa pode se sentir tentado a realizar práticas que aumentam o lucro contábil, mas destroem o valor para o acionista no longo prazo;
 - redução de P&DI - reduzir gastos com pesquisa e desenvolvimento, que são essenciais para a empresa continuar relevante em seu mercado;
 - redução em marketing - evitar gastos com marketing à custa do fortalecimento de sua marca;
 - não realização de M&A - não realizar aquisições importantes, com receio de sacrificar o lucro corrente com custos de integração e amortização de ágio;
 - má alocação de capital - investir demasiadamente em um negócio maduro;
 - aumento de vendas x recebimento: aumentar as vendas em detrimento de um prazo maior de recebimento, o que exige mais capital de giro e reduz o caixa gerado;
 - diferimento de despesas - diferir despesas que poderiam gerar economia de imposto.

Falamos sempre sobre a necessidade de ajustes para transitar da realidade contábil para a realidade econômica. Um ajuste essencial para a Vittia é em P&D. O aumento do P&D é necessário para a tese de valor da Vittia, pois através do P&D a companhia reinveste seu lucro para a geração de valor futura. A chegada de novas gerações de produtos biológicos é essencial para a Vittia manter a sua lucratividade e crescimento da geração de valor. Separar o CAPEX de OPEX é algo fundamental para qualquer tese. No caso da Vittia, o P&D que não é capitalizado aparentemente destrói a rentabilidade da empresa, por isso, é realizado um ajuste para se chegar a verdadeira realidade econômica. Boa parte do P&D é despesado, fazendo o ajuste necessário para separar as atividades de investimento das operacionais, lembrando que o ajuste de P&D não é “perdão” da despesa, pois os gastos de P&D são amortizados em 5 anos e é cobrado um encargo de capital no P&D capitalizado.

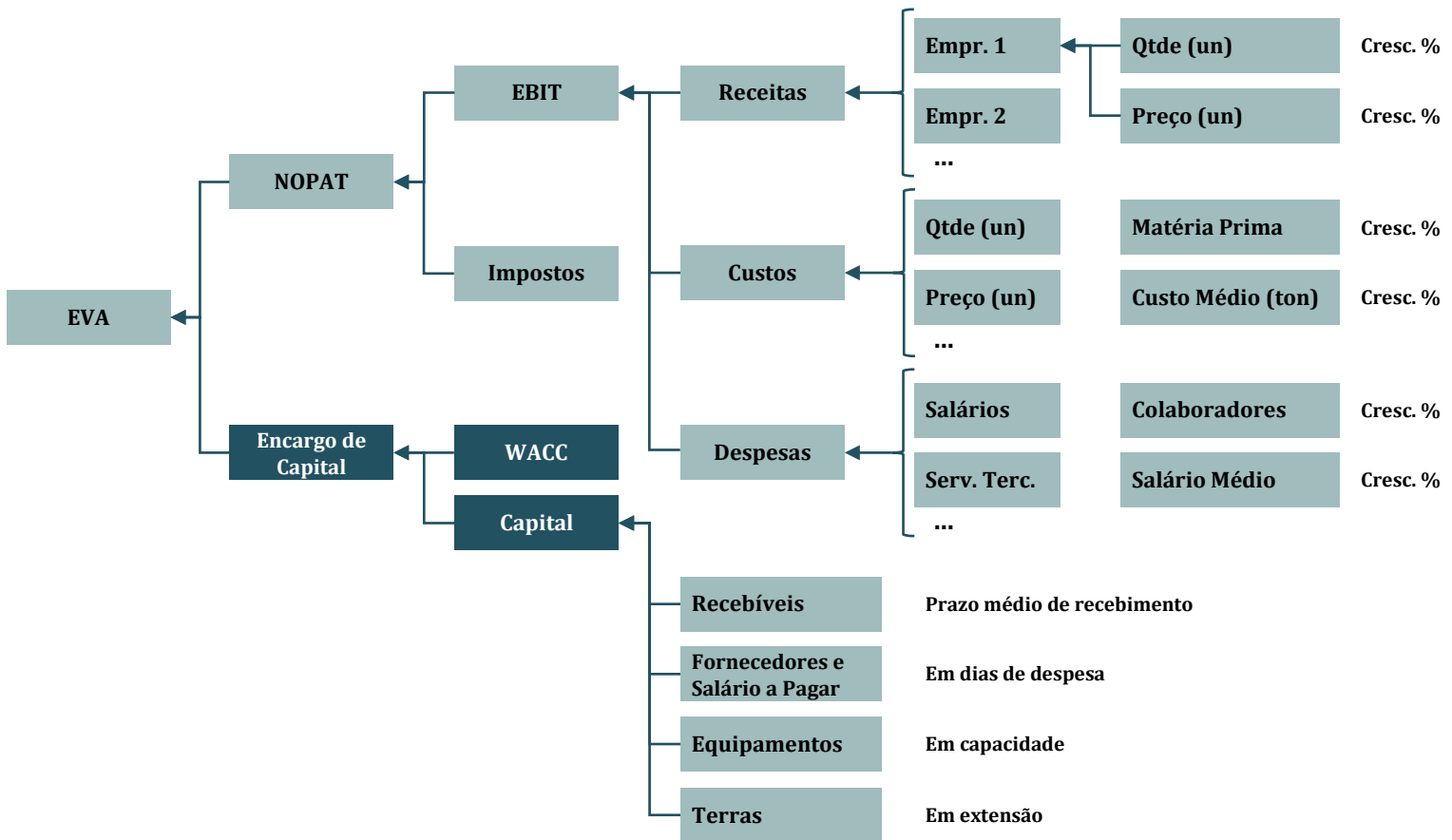
Como o P&D é crucial para o desenvolvimento de produtos de maior valor agregado, é também ponto central da tese da empresa. A empresa já divulga que seu ROIC reportado é ajustado por despesas não operacionais, como despesas de IPO e despesas de M&A; no entanto, realizamos o ajuste do P&D, adicionalmente.

Ajuste 1 – Despesas não operacionais – não considerado recorrente.

Ajuste 2 – P&D 100% despesado → P&D 100% capitalizado, amortização em 5 anos, pelo motivo de ser um ponto crucial para a valorização da empresa.



Após calculado o EVA, vemos a necessidade de encontrar os principais *drivers* de valor da companhia. E observamos que o crescimento do mix de biológicos é crucial para a geração de valor futura. Observamos o forte crescimento dos produtos biológicos, como principal *driver* da tese.



A chave para o investimento e para a gestão de investimentos não é somente conhecer o valor do ativo, mas entender as fontes de valor deste ativo

Observa-se que, mesmo na crise da safra de 2022/23, a receita de produtos biológicos da companhia expandiu.

Receita líquida por segmento (BRL milhares)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 17-23
Fertilizantes foliares e produtos industriais	255,034	290,506	247,727	284,488	376,087	439,174	351,291	5.5%
Micros de solo	70,300	86,646	92,723	115,871	131,992	125,850	140,395	12.2%
Produtos biológicos	27,173	46,101	65,829	87,626	146,051	199,688	219,446	41.6%
Condicionadores de solo e Organominerais	23,640	29,036	25,675	42,660	124,785	86,479	44,977	11.3%
Total da receita líquida	376,147	452,289	431,954	530,645	778,915	851,191	756,109	12.3%

Observamos que, mesmo com a queda da margem dos produtos biológicos, seu aumento no mix tem sido responsável pela manutenção da margem bruta total da companhia, mesmo em um ano desafiador como 2023. O detrator da margem bruta da companhia foram os produtos organominerais, segmento em que a Vittia pretende descontinuar.

Breakdown de receita líquida por segmento	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fertilizantes foliares e produtos industriais	67.8%	64.2%	57.4%	53.6%	48.3%	51.6%	46.5%
Micros de solo	18.7%	19.2%	21.5%	21.8%	16.9%	14.8%	18.6%
Produtos biológicos	7.2%	10.2%	15.2%	16.5%	18.8%	23.5%	29.0%
Condicionadores de solo e Organominerais	6.3%	6.4%	5.9%	8.0%	16.0%	10.2%	5.9%
Total da receita líquida	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Margem bruta por segmento	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fertilizantes foliares e produtos industriais	32.3%	33.5%	35.1%	36.6%	35.2%	33.7%	31.4%
Micros de solo	12.6%	14.4%	9.6%	7.3%	7.9%	15.9%	11.6%
Produtos biológicos	81.1%	77.6%	78.2%	80.0%	79.2%	77.7%	71.8%
Condicionadores de solo e Organominerais	38.7%	32.7%	29.7%	26.8%	20.5%	3.7%	-20.0%
Total da margem bruta	32.6%	34.3%	35.9%	36.5%	36.5%	38.4%	36.4%

Neste exercício, vemos a margem bruta ex-condicionadores de solo e organominerais, e notamos que o crescimento da margem bruta da companhia vem do aumento de mix em biológicos:

Receita líquida por segmento (BRL milhares)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 17-23
Fertilizantes foliares e produtos industriais	255,034	290,506	247,727	284,488	376,087	439,174	351,291	5.5%
Micros de solo	70,300	86,646	92,723	115,871	131,992	125,850	140,395	12.2%
Produtos biológicos	27,173	46,101	65,829	87,626	146,051	199,688	219,446	41.6%
Total da receita líquida	352,507	423,253	406,279	487,985	654,130	764,712	711,132	12.4%

Breakdown de receita líquida por segmento	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fertilizantes foliares e produtos industriais	72.3%	68.6%	61.0%	58.3%	57.5%	57.4%	49.4%
Micros de solo	19.9%	20.5%	22.8%	23.7%	20.2%	16.5%	19.7%
Produtos biológicos	7.7%	10.9%	16.2%	18.0%	22.3%	26.1%	30.9%
Total da receita líquida	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Margem bruta por segmento	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fertilizantes foliares e produtos industriais	32.3%	33.5%	35.1%	36.6%	35.2%	33.7%	31.4%
Micros de solo	12.6%	14.4%	9.6%	7.3%	7.9%	15.9%	11.6%
Produtos biológicos	81.1%	77.6%	78.2%	80.0%	79.2%	77.7%	71.8%
Total da margem bruta	32.1%	34.4%	36.3%	37.4%	39.5%	42.3%	40.0%

Em uma análise simplista, observamos que os insumos mais “comoditizados” da companhia pagam pelas despesas operacionais, enquanto a geração de valor vem dos produtos biológicos. Esta dinâmica aconteceu todos os anos, com exceção de 2022/23. Nesta ocasião, devido à queda do preço dos insumos agrícolas, a receita dos produtos químicos da Vittia também caiu e não pôde fazer frente às despesas de vendas, gerais e administrativas. Ou seja, a queda de receita dos produtos “comoditizados” foi o detrator de valor da Vittia e não os biológicos. Nota-se também o aumento das despesas de vendas com aumento da força comercial, o que não consideramos como algo negativo para o longo prazo da companhia.

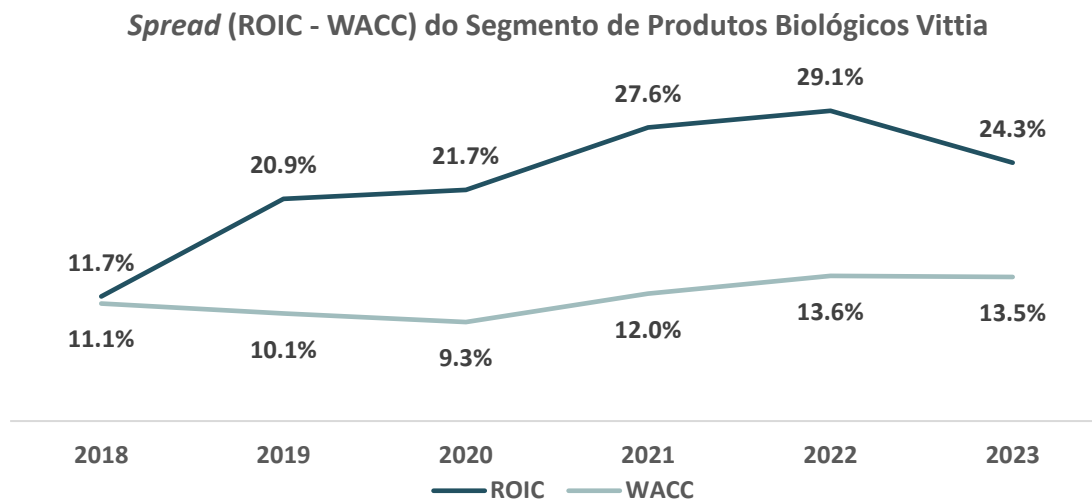
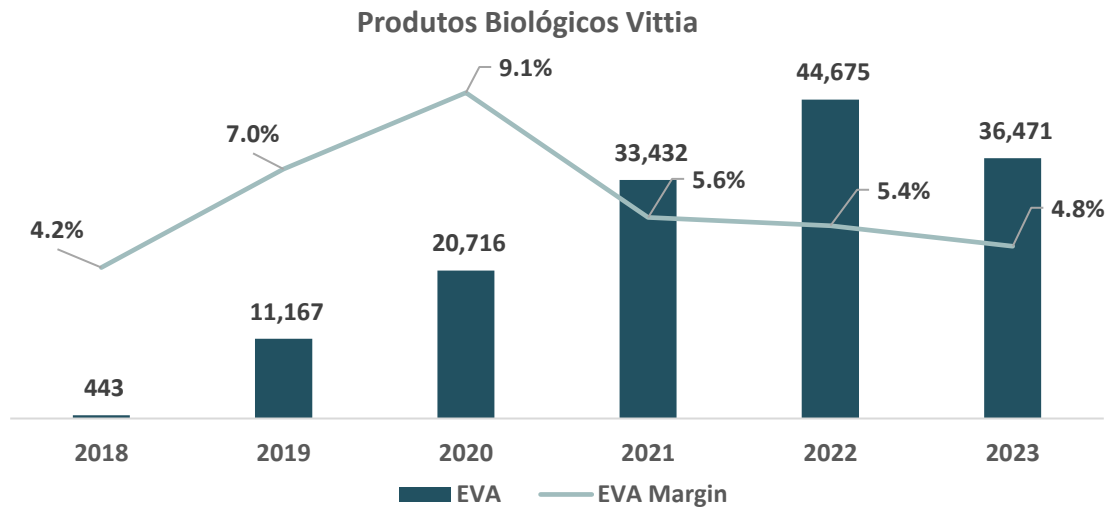
Lucro Bruto ex-Produtos biológicos	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fertilizantes foliares e produtos industriais	82,450	97,292	86,934	103,990	132,467	148,041	110,382
Micros de solo	8,828	12,458	8,909	8,401	10,484	20,041	16,258
Condicionadores de solo e Organominerais	9,149	9,493	7,636	11,423	25,634	3,231	(9,000)
Lucro Bruto ex-Produtos biológicos	100,427	119,243	103,479	123,814	168,585	171,314	117,640

SG&A	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Despesas com Vendas	- 36,820	- 37,905	- 34,606	- 37,019	- 58,740	- 70,272	- 82,157
Despesas Gerais e Administrativas	- 39,956	- 45,858	- 48,326	- 54,566	- 74,530	- 86,932	- 98,573
Total SG&A	- 76,775	- 83,763	- 82,933	- 91,585	-133,270	-157,204	-180,730

Para corroborar com a nossa tese de que o *driver* de valor da Vittia está nos produtos biológicos, realizamos uma análise de EVA, separando o EVA dos produtos biológicos dos demais produtos. Um exercício puramente teórico utilizando premissas conservadoras:

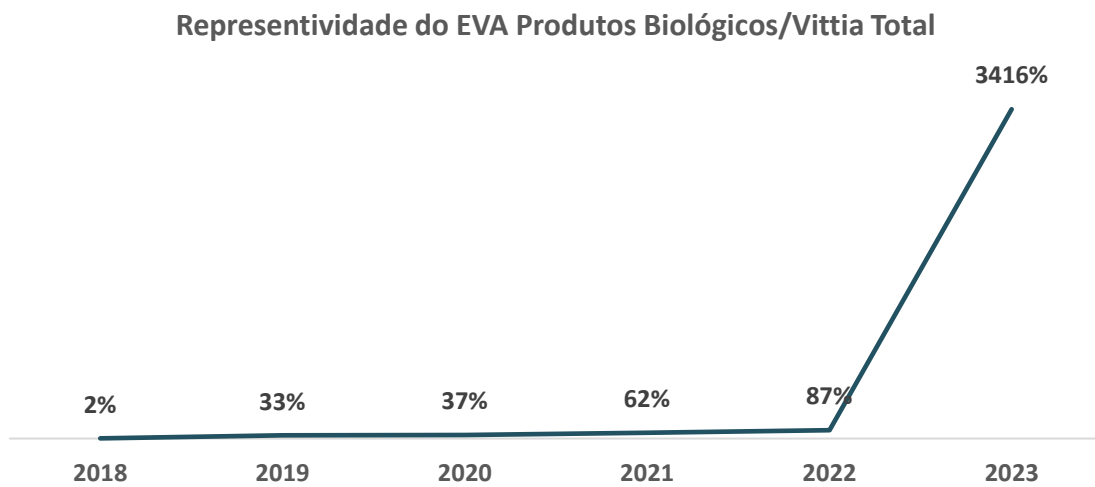
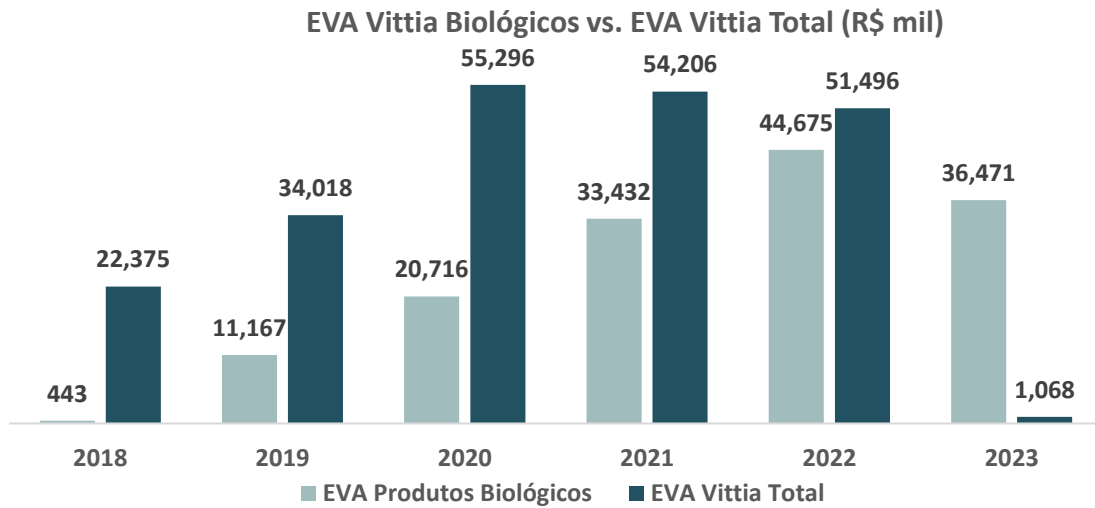
Premissas:

- **Lucro Operacional:**
 - Despesas de Vendas – Proporcional à receita de produtos biológicos;
 - G&A – 2/3 alocado no segmento de biológicos;
 - Mesma alíquota de imposto de renda.
- **Capital:**
 - Capital de Giro – Manutenção dos prazos médios e proporcional ao custo dos produtos biológicos, os produtos biológicos necessitam de menor estoque de matérias primas;
 - Imobilizado e Intangíveis – 2/3 alocado no segmento biológicos.

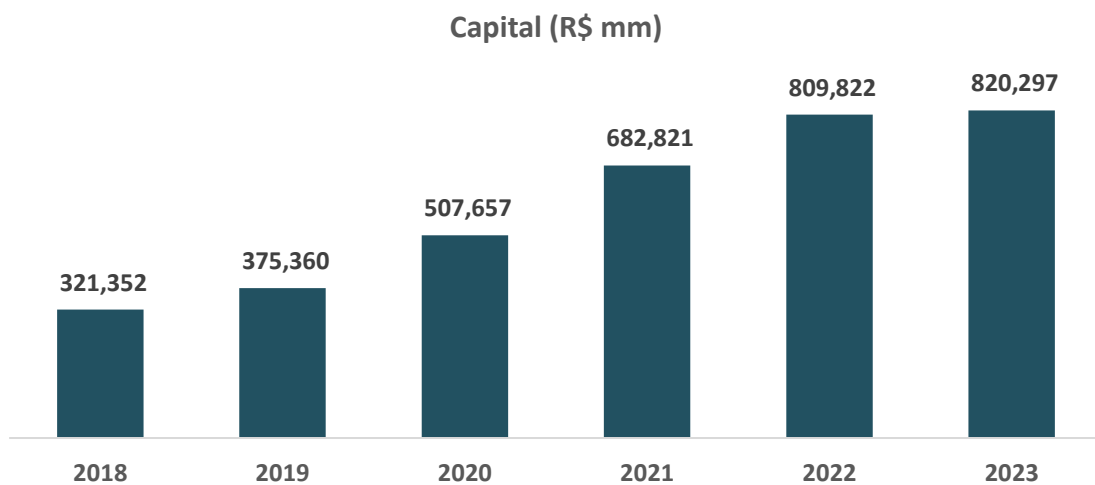


Observamos que a maior parte do EVA gerado pela companhia vem do segmento de biológicos. Mesmo em 2023, um ano em que a companhia empatou capital, ficou claro que a destruição de valor veio dos outros segmentos devido à crise do setor agrícola da safra 2022/23. Enquanto isso, o segmento de biológicos continuou gerando valor, mesmo com a queda de margem observada. E a conclusão mais importante é essa, conseguimos enxergar uma via de crescimento de valor na companhia. A queda nos preços dos insumos faz parte do ciclo, e mesmo em queda, permitiu à companhia gerar valor em seu segmento de maior crescimento. Para nós, isso representou uma oportunidade de investimento, pois foi uma queda conjuntural dentro de uma boa tese estrutural.

Portanto, nossa tese do ponto de vista financeiro é simples: os produtos minerais e outros cobrem as despesas da Vittia sendo que os produtos biológicos serão responsáveis pelo crescimento da geração de valor da empresa. Tanto pelo crescimento do mercado e quanto pelo ganho de *share*; os esforços de reinvestimento em P&D, capacidade fabril e vendas estão estrategicamente focados no crescimento deste segmento.

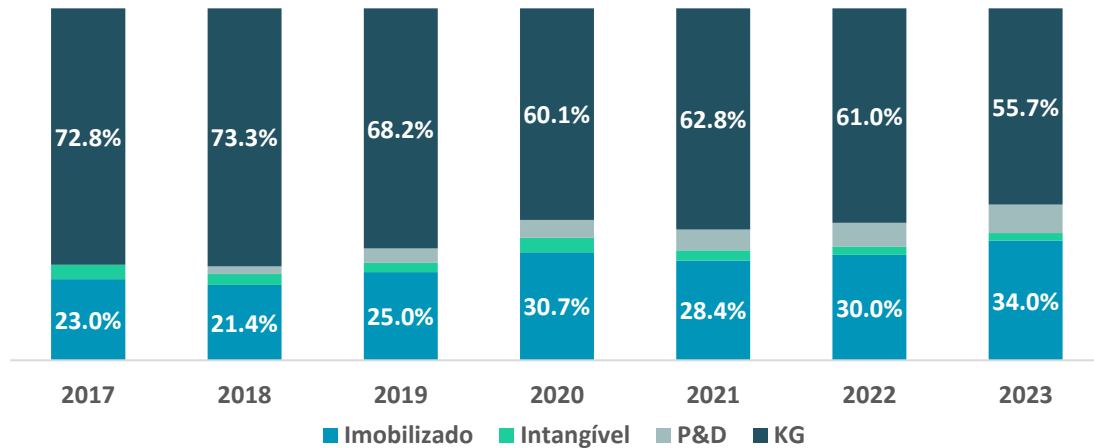


Na parte de risco financeiro, notamos que a maior parte da alocação de capital da companhia é para o P&D e Capital de Giro. Uma característica do setor de insumos agrícolas é que os fabricantes financiam o produtor. A Vittia fabrica e entrega os insumos que são registrados como venda no início e no decorrer da safra, porém, só recebe o dinheiro da venda na colheita. A principal preocupação com a quebra de safra, que consideramos conjuntural, nem foi tanto a perda de valor e sim o risco de inadimplência, sendo que a maior parte do seu capital está alocada em capital de giro.



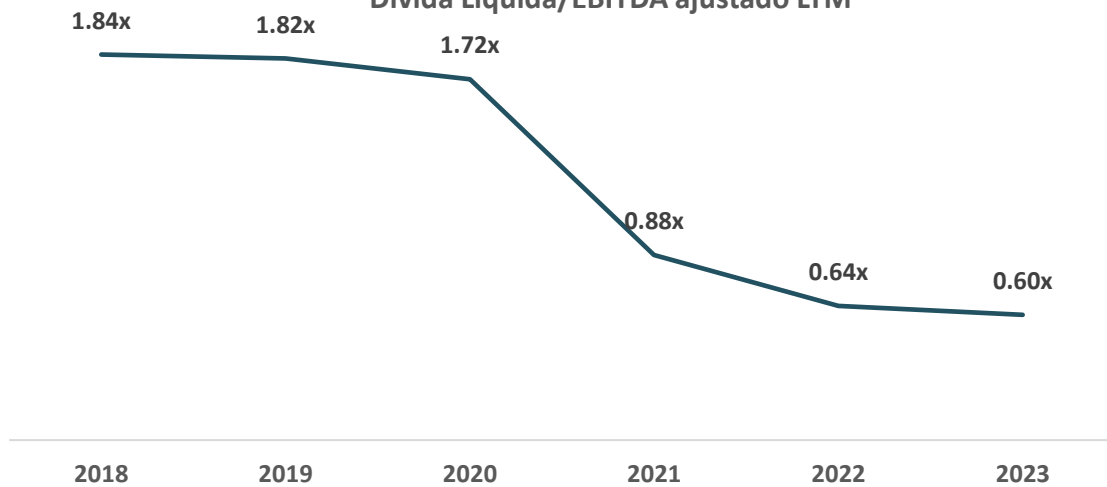
Crescimento do capital em linha com a receita e redução do capital de giro também em linha com a receita.

Breakdown Capital



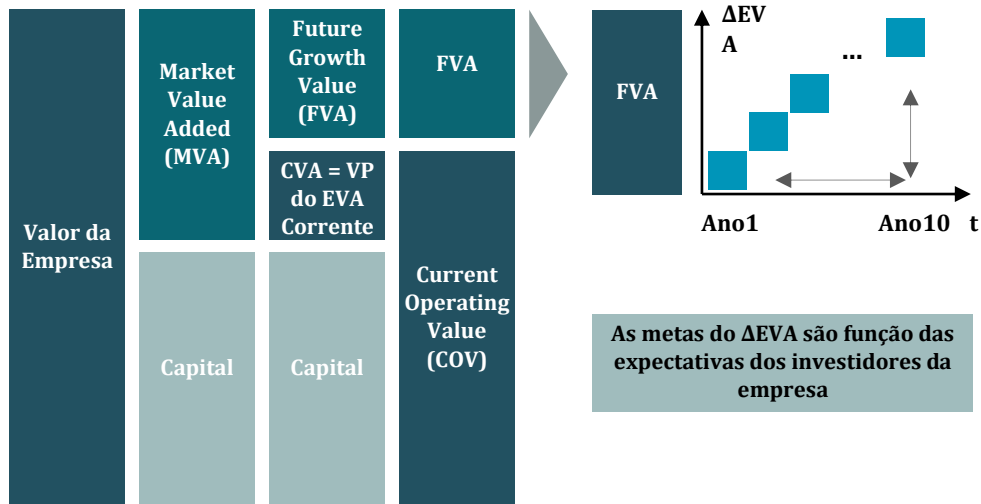
E o resultado da Vittia no 1S24 corrobora com a qualidade conservadora do management e boa análise de crédito. Em meio à crise, ela não sofreu com a inadimplência e manteve o seu balanço sólido. A empresa teve reversão de seu provisionamento, embora menor do que no ano anterior. A estratégia da Vittia de não vender aos grandes distribuidores parece acertada. Embora tenha um menor ritmo de vendas, sua estratégia não a coloca em risco financeiro desnecessário. Na crise atual, vemos muitos grandes distribuidores em dificuldade financeira. Se a estratégia de vendas da companhia fosse diferente, talvez a Vittia estaria sofrendo com uma maior inadimplência. A Vittia não quer justamente colocar seus produtos nos grandes distribuidores devido à frequência de quebra histórica do setor de distribuição de insumos.

Dívida Líquida/EBITDA ajustado LTM



Valor & M&A

A Vittia sofreu forte queda na bolsa com a crise do setor agrícola. Acreditamos que esta queda é exagerada. Analisando pela ótica de geração de valor, a companhia continua gerando valor, menor, mas gera valor na safra 2023/24. Utilizando o FGR (*Future Growth Reliance*), observamos que o preço atual da Vittia está perpetuando a crise atual, sendo:



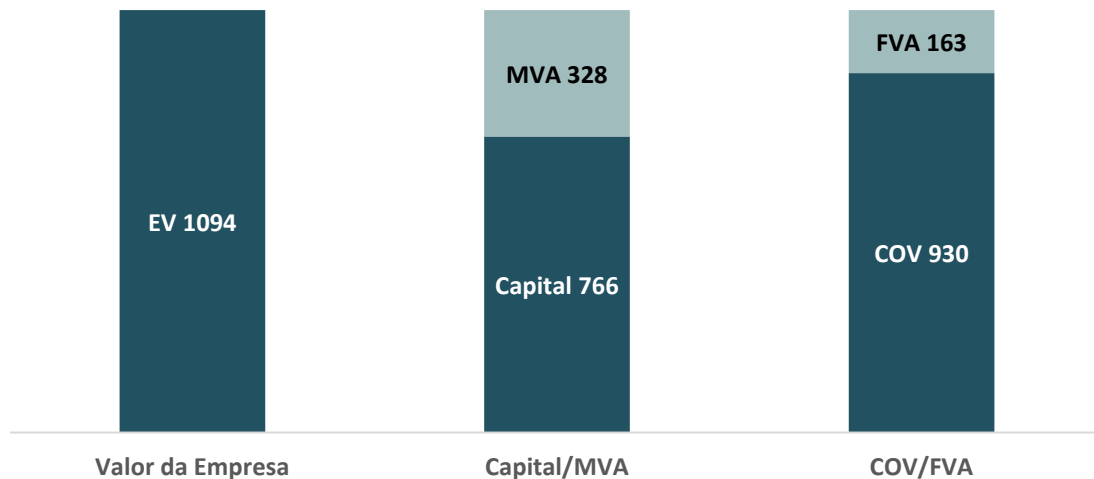
As metas do ΔEVA são função das expectativas dos investidores da empresa

- **Capital:** Capital investido pela empresa (capital de giro, ativos imobilizados e intangíveis).
- **MVA (Market Value Added):** O que é atribuído ao valor da empresa além do capital nela investido.
- **CVA (Current Value Added):** Perpetuidade do EVA corrente, considerando que este EVA é recorrente e previsível.
- **COV (Current Operating Value):** Valor das operações correntes. Equivalente ao capital + CVA. Valor do capital e o valor presente do EVA que este capital produz de forma recorrente.
- **FVA (Future Value Added):** Expectativa de valor. Incremento do EVA futuro trazido a valor presente.
- **FGR (Future Growth Reliance):** Composição implícita do FVA no atual valor de mercado.

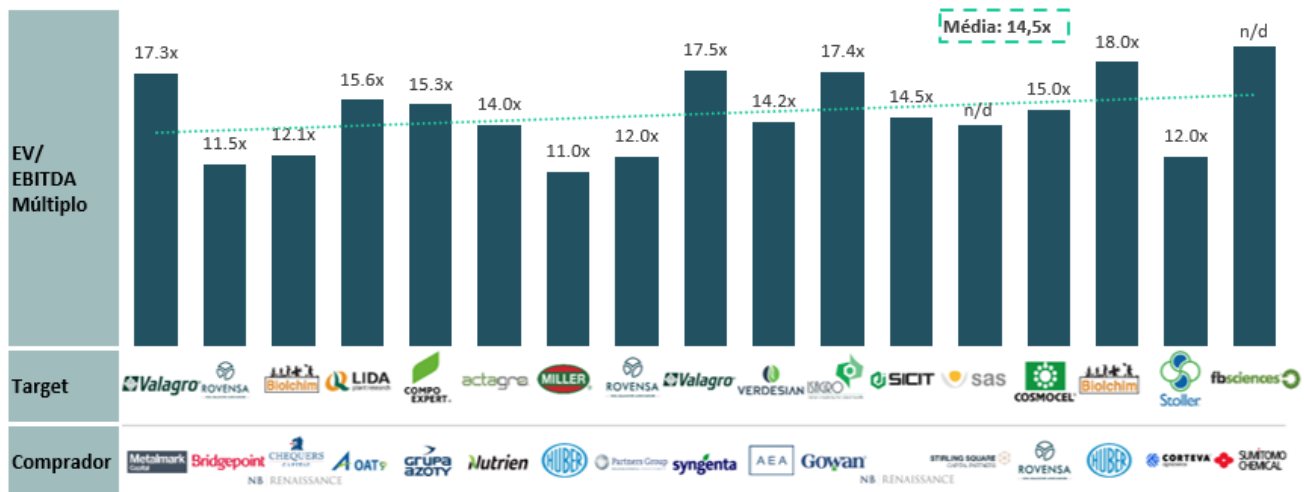
Utilizando este *framework* para a Vittia na cotação do dia 27/08/2024, R\$6,3/ação:

- Capital Investido: R\$766 milhões
- Enterprise Value: R\$1.094 milhões
- FVA: R\$163 milhões

Ou seja, apenas 14% do valor da Vittia representa expectativa de crescimento de geração de valor, perpetuando o cenário atual de EVA que conjuntamente está baixo.



Se o valor estratégico da Vittia como um importante *player* de bioinsumo não é reconhecido pelo mercado de *public equities*, as negociações de empresas de bioinsumos fechadas estão em ebulição. Nos últimos 24 meses podemos contar mais de 20 negociações de empresas menores de bioinsumos.



As empresas no mercado privado estão sendo negociadas a ~14x EV/EBITDA na média, enquanto a Vittia está sendo precificada na bolsa a ~6,0x EV/EBITDA. Se utilizarmos o múltiplo de mercado privado somente sobre o EBITDA LTM da Vittia, temos um potencial de ~70% de valorização se ela fosse negociada no mercado privado, em cima de um EBITDA afetado conjuntamente pelo ciclo atual do agronegócio.

Conclusão

A tese de geração de valor da Vittia está baseada no crescimento do mercado de insumos agrícolas biológicos e ganho de participação de mercado da empresa, se tornando uma das principais consolidadoras do setor. Os produtos biológicos da Vittia possuem uma margem bruta superior aos dos produtos minerais e representam aproximadamente 30% do faturamento. Com o amadurecimento do mercado de defensivos biológicos, é provável que a margem dos defensivos biológicos caia no futuro, porém, ela deve ocupar maior espaço no faturamento da empresa, o que impediria a margem EVA cair e a geração do EVA futuro virá da manutenção da margem EVA com o crescimento do faturamento total da empresa através dos biológicos. A manutenção da margem EVA virá também da maior eficiência e uso de sua capacidade fabril, a maior da América Latina, com a capacidade já instalada para uma nova onda de crescimento.

O crescimento da penetração de biológicos da Vittia virá da expansão geográfica e aumento de penetração em culturas agrícolas pouco exploradas, crescimento orgânico por meio do *cross-selling* entre produtos do portfólio, lançamento de novos produtos e crescimento por meio de aquisições seletivas.

Agradecemos a confiança,

Equipe SFA Investimentos

Gestão**SFA INVESTIMENTOS LTDA**

Rua Gomes de Carvalho, 768 – 8º andar
Vila Olímpia – CEP: 04547-003
São Paulo - Brasil
Tel: +55 11 2780-0690
ri@sfainvestimentos.com.br

Administração**BNY MELLON SERVIÇOS FINANCEIROS DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.**

Av. Presidente Wilson, nº 231 – 11º andar
Centro – CEP: 20030-905
Rio de Janeiro - Brasil
Tel: +55 21 3219 2500

Custódia**BNY MELLON BANCO S.A.**

Av. Presidente Wilson, nº 231 – 11º andar
Centro – CEP: 20030-905
Rio de Janeiro - Brasil
Tel: +55 21 3219 2500
www.bnymellon.com.br

Este material foi preparado pela SFA Investimentos Ltda., e tem caráter meramente informativo e não deve ser considerado como recomendação de investimento ou oferta para a aquisição de cotas de fundos ou outros investimentos, nem deve servir como única base para tomada de decisões de investimento. Leia o regulamento do fundo antes de investir. O fundo gerido utiliza estratégia com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. O fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito –FGC. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade ajustada considera o reinvestimento dos dividendos, juros sobre capital próprio ou outros rendimentos advindos de ativos financeiros que integrem a carteira do fundo repassados diretamente ao cotista. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este fundo está sujeito a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo.



Autorregulação
ANBIMA

Gestão de Recursos