

Em poucas linhas: a FS é uma empresa de bioenergia fundada em 2014 (operacional a partir de 2017), pioneira na produção de etanol exclusivamente a partir do milho no Brasil (frente responsável por ~70% da receita líquida). Também comercializa produtos para nutrição animal, milho e energia elétrica. Possui capacidade de produção de 2,5 bilhões de litros de etanol/safra em três unidades localizadas nos municípios de Lucas do Rio Verde, Sorriso e Primavera do Leste (tendo a última sido inaugurada em mai/23). Após a pressão sobre as margens a partir da Safra 2022/23, a FS interrompeu a expansão e adotou medidas de preservação de caixa, que resultaram na redução da relação Dívida líquida/Ebitda de 7,1x em jul/24 para 2,3x em jul/25 - contexto que permitiu a retomada do crescimento, com o início da construção da quarta usina em Campo Novo do Parecis (MT), projeto de R\$ 2 bilhões que adicionará 540 milhões de litros/ano até dez/26. Apesar do momento favorável de preços e do milho majoritariamente travado para esta safra, a geração de caixa foi pressionada pelo aumento pontual de compras do grão e início dos investimentos em expansão, que deverão permanecer em alta até a conclusão da planta. Como consequência, a alavancagem voltou a crescer, atingindo 2,7x em set/25 e com viés de alta no curto prazo.

Pontos fortes

(i) Alta capacidade de produção (3º maior produtor de etanol do Brasil); (ii) baixo custo de produção; e (iii) cronograma de amortizações alongado.

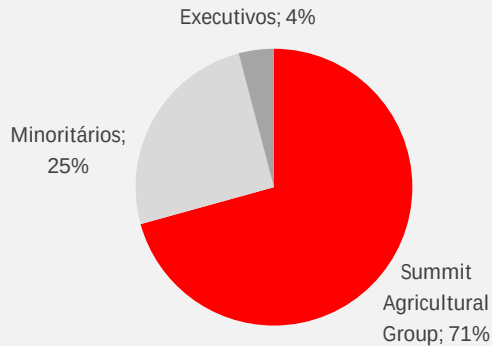
Pontos de atenção

(i) Elevado custo da dívida; (ii) exposição a preços de *commodities* e volatilidade cambial; (iii) correlação limitada entre preços de milho e etanol; e (iv) riscos climáticos.

Informações da empresa

Rating	AA-(bra) – Fitch / AA-.br – Moody's Local / brAA- – S&P
Formato jurídico	Ltda. e S.A. ¹
Listagem	–
Tickers	–
Market cap	–

Composição acionária



Fontes: Santander, B3, Fitch Ratings, Moody's Local e FS.

6 de janeiro de 2026

Francisco Lobo
Analista de Crédito
Santander Credit Research
francisco.lobosantander.com.br

Clique [aqui](#) e confira os últimos relatórios publicados

¹O grupo é composto pelas empresas FS Indústria de Biocombustíveis Ltda. (detentora das plantas de Lucas do Rio Verde e Sorriso) e pela FS I Indústria de Etanol S.A. (planta de Primavera do Leste) e o balanço apresentado é combinado. Ambas as empresas possuem os mesmos acionistas, com diferenças marginais nas participações (e alguns através de veículos diferentes).

Após um ciclo intenso de investimentos em expansão, a combinação de queda nos preços do etanol e elevação dos custos do milho a partir da Safra 2022/23 pressionou significativamente as margens da FS, levando a um rápido aumento da alavancagem, com a relação Dívida líquida/Ebitda passando de 1,2x no 1T23 para 7,1x no 1T25, além de patrimônio líquido negativo. Diante desse cenário, a companhia interrompeu o *capex* de expansão, priorizando investimentos pontuais voltados à redução de gargalos operacionais e adotou medidas de gestão de caixa, incluindo postergação de pagamentos a fornecedores.

Ao longo da Safra 2024/25, observou-se normalização gradual das margens, sustentada por preços mais elevados do etanol, redução de cerca de R\$ 10 por saca no custo do milho e melhora nos preços dos produtos de nutrição animal, o que levou à queda da alavancagem para 2,5x Dívida líquida/Ebitda ao fim da safra e retorno do patrimônio líquido ao campo positivo.

Com a melhora da situação financeira, a FS iniciou, em jul/25, a construção de sua quarta usina industrial em Campo Novo do Parecis (MT), a qual deverá adicionar capacidade de produção de 540 milhões de litros de etanol por ano ao grupo, quando concluída, em dez/26. O *capex* estimado do projeto é de R\$ 2 bilhões, dos quais R\$ 1,6 bilhão já se encontra financiado.

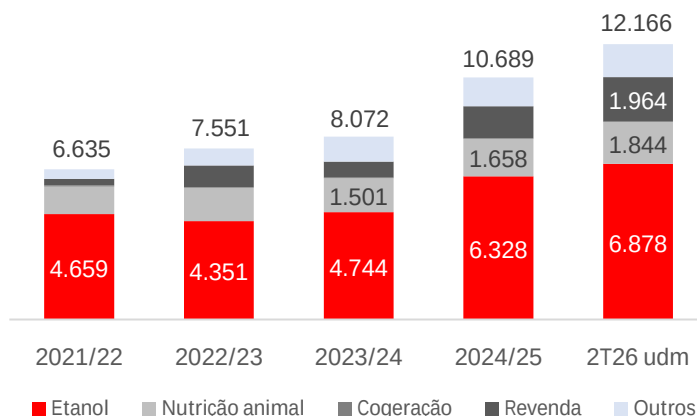
Apesar da dinâmica favorável de preços do etanol e de custos do milho (que já foram 95% travados para a Safra atual), a geração de caixa operacional recente foi pressionada pelo aumento dos estoques do grão, que somaram R\$ 1,9 bilhão no 2T25. Ademais, em função dos investimentos na nova planta e da continuidade do projeto de remoção de gargalos industriais, a geração de caixa livre (operacional menos investimentos) permaneceu negativa, resultando no aumento do endividamento líquido de R\$ 6,8 bilhões em mar/25 para R\$ 8,5 bilhões em set/25, com alavancagem de 2,7x. Mediante os desembolsos de *capex* já compromissados, espera-se crescimento adicional do indicador de alavancagem no curto prazo.

R\$ milhões	2022/23	2023/24	2024/25	2T26 udm
DRE				
Receita líquida	7.551	8.072	10.689	12.166
Ebitda	2.392	846	2.699	3.149
Margem Ebitda	32%	10%	25%	26%
Lucro líquido	877	-489	937	1.394
Balanço patrimonial				
Dívida bruta	11.622	9.991	9.330	11.197
Caixa e aplicações financeiras	6.780	4.626	2.530	2.701
Dívida líquida	4.842	5.365	6.800	8.496
Fluxo de caixa				
Operacional ²	979	2.361	783	355
Investimentos ³	-659	-754	-528	-636
Financiamento ⁴	691	-3.570	-2.514	-533
Variação de caixa e aplicações financeiras	1.029	-1.971	-2.074	-774
Indicadores operacionais				
Volume de vendas - Etanol (mil m³)	1.456	2.070	2.363	2.453
Preço médio de venda - Etanol (R\$/L)	3,0	2,3	2,7	2,8
Custo do milho consumido (R\$/sc)	59,4	56,3	44,6	44,7
Indicadores financeiros				
Dívida curto prazo/Dívida total	37%	10%	9%	10%
Caixa/Dívida curto prazo	1,6x	4,5x	3,1x	2,5x
Dívida líquida/Ebitda	2,0x	6,3x	2,5x	2,7x

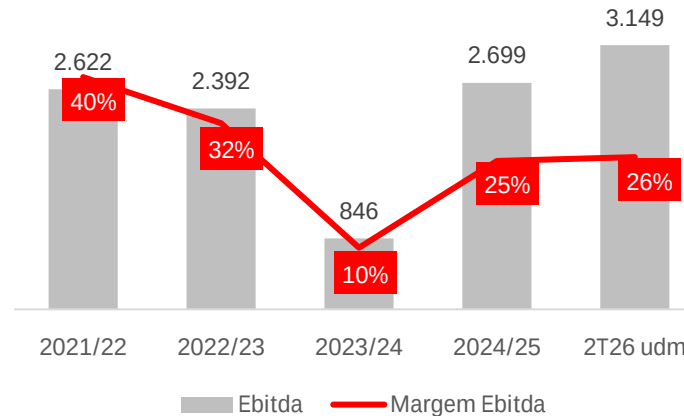
O exercício fiscal da FS se refere ao ano-safra de cana-de-açúcar (principal matéria-prima para produção de etanol): na região Centro-Sul do Brasil, a safra de cana-de-açúcar abrange o período de colheita, entre abril e dezembro, e a entressafra, entre janeiro e março. Portanto, a Safra 2024/25 se refere ao período entre abril de 2024 e março de 2025.

2T26 udm se refere aos últimos 12 meses encerrados em set/25. ¹O grupo é composto pelas empresas FS Indústria de Biocombustíveis Ltda. (detentora das plantas de Lucas do Rio Verde e Sorriso) e pela FS I Indústria de Etanol S.A. (planta de Primavera do Leste) e o balanço apresentado é combinado. Ambas as empresas possuem os mesmos acionistas, com diferenças marginais nas participações (e alguns através de veículos diferentes). ²Inclui pagamento de arrendamento e exclui pagamento de juros. ³Exclui movimentação de aplicações financeiras e empréstimos com partes relacionadas. ⁴Exclui pagamento de arrendamento e inclui pagamento de juros e empréstimos com partes relacionadas. Fontes: Santander e FS.

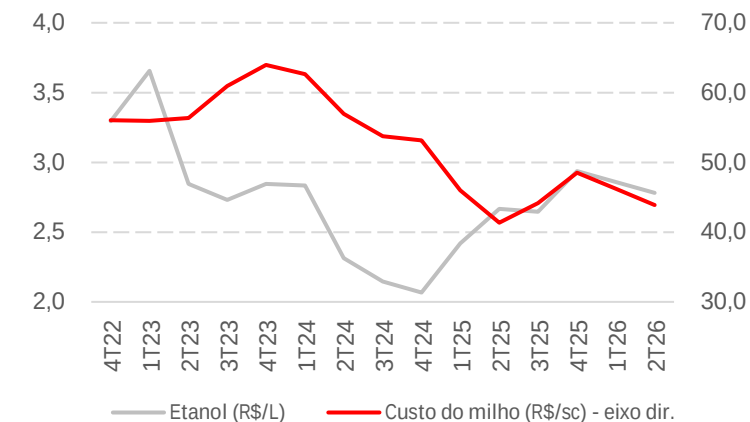
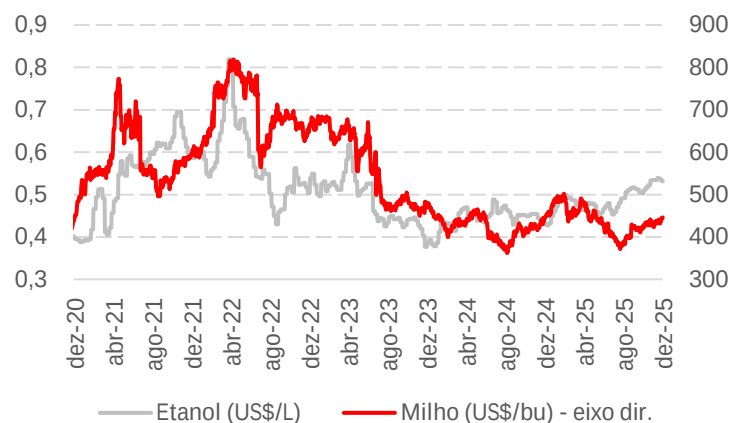
Receita líquida (R\$ milhões)



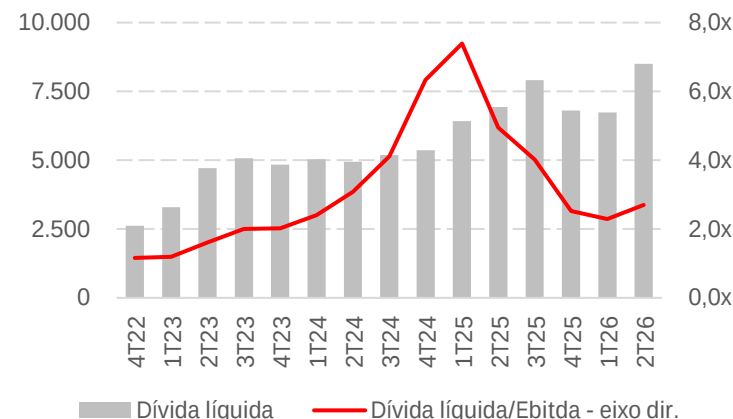
Ebitda (R\$ milhões)



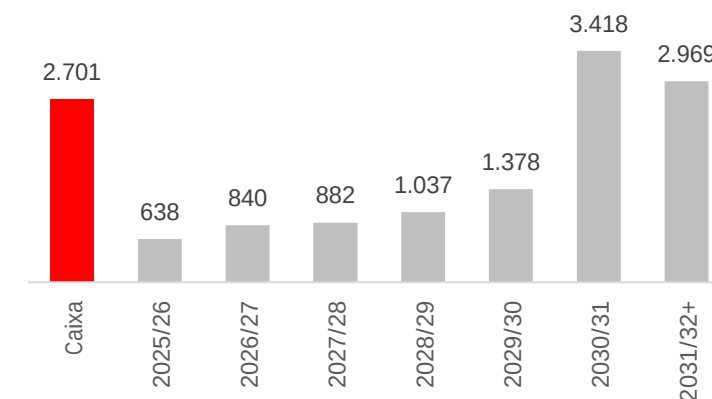
Preços de etanol e custos de milho

Cotações de commodities²

Endividamento (R\$ milhões)



Vencimento da dívida (R\$ milhões)



Caixa/Dívida curto prazo: relação entre o caixa e as amortizações de dívidas dos próximos 12 meses. Ou seja, mede a capacidade de pagamento da empresa.

Capex (*Capital expenditure*): somatória de todos os custos relacionados à aquisição de ativos, equipamentos e instalações que visam a melhoria de um produto, serviço ou da empresa em si. São contabilizados investimentos que irão gerar algum valor futuro à companhia.

Covenants: são cláusulas restritivas presentes em contratos de dívida, como limites ao endividamento e ao pagamento de dividendos, que buscam proteger os interesses dos credores.

Dívida CP/Dívida total: relação entre as dívidas de curto prazo e o endividamento total da empresa. O indicador mostra qual percentual da dívida vencerá em até um ano.

Dívida líquida: corresponde à dívida bruta menos o caixa e equivalentes de caixa da companhia.

Dívida líquida/Ebitda: relação que mostra o grau de endividamento da empresa. O número indica em quantos anos a companhia quitaria sua dívida, na hipótese da utilização de todo o Ebitda para o seu pagamento. Quanto menor, melhor.

Ebitda: é a sigla em inglês para *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, que traduzido significa Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (Lajida). É utilizado como *proxy* para o potencial de geração de caixa da empresa.

Follow-on: processo no qual uma empresa que já tem capital aberto volta ao mercado para ofertar mais ações. O *follow-on* pode ser primário (oferta de novas ações) ou secundário (venda de ações existentes).

Fluxo de caixa de financiamentos: geração de caixa proveniente das atividades de financiamento de uma empresa, como emissão de ações, pagamento de dividendos e amortização de dívidas. Indica o quanto é levantado por meio de dívidas e capital próprio.

Fluxo de caixa de investimentos: geração de caixa proveniente das atividades de investimento de uma empresa, como a compra e venda de ativos, recebimento de dividendos de investidas e movimentação de aplicações financeiras. Indica o montante investido no crescimento e manutenção dos negócios.

Fluxo de caixa operacional: geração de caixa proveniente das atividades operacionais regulares de uma empresa, como vendas, custo de produção e pagamento de fornecedores. Indica a capacidade de gerar caixa a partir de suas atividades primárias.

Guidance: é a informação anunciada pela empresa como indicativo ou estimativa de desempenho futuro. O *guidance* pode ser sobre receita, despesas, lucro, entre outros.

Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD): representa a capacidade de pagamento da dívida da empresa. Comumente utilizado em *project finance*, avalia a capacidade do projeto de gerar fluxo de caixa suficiente para cobrir o pagamento dos juros e principal da dívida. Quanto maior, melhor.

Margem Ebitda: mede a capacidade de conversão da receita líquida da empresa em Ebitda.

Market cap: valor de mercado de uma companhia. É calculado multiplicando o número de ações em circulação pelo preço atual de cada ação.

Comunicado importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários). Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas. Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos. As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem. Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem a opinião e análises pessoais dos analistas do Santander, que foram produzidas de forma independente na data de sua emissão, e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando suas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório. Os analistas do Santander estão sujeitos às regras previstas no Código de Conduta da APIMEC, bem como à Política de Conduta para atividade de Research estabelecida para o Grupo Santander. O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20"). O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório. O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Eu, Francisco Lobo, analista de valores mobiliários credenciado nos termos da Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritor e responsável por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaro que as recomendações refletem única e exclusivamente minha opinião pessoal, e foi elaborada de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro o que segue:

- (i)

O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii)

As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii)

O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;
- (iv)

Sua remuneração não é, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo Santander.

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) que tem como risco final a companhia objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestam, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.
- A(s) companhia(s) citada(s) no presente relatório, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum não têm participações relevantes no Santander, nem em suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander. Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso. As informações apresentadas podem não ser adequadas para todos os perfis de *suitability*. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.