

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 68% da receita líquida em 2024). Também comercializa produtos para nutrição animal (21,5% da RL em 2024), milho (10,1%) e energia elétrica (0,4%). Possui capacidade de produção de 2,4 bilhões de litros de etanol/safra em duas unidades localizadas na região central do Mato Grosso, em Lucas do Rio Verde e Sorriso, e uma no sudeste do estado, em Primavera do Leste, inaugurada em mai/23. Após a alavancagem da empresa ter apresentado crescimento acelerado, atingindo seu pico de relação Dívida Líquida/Ebitda de 7,1x no 1T25, houve gradual normalização das margens operacionais na Safra 2024/25. Nesse contexto atual de menor volume de investimentos, aumento do preço de etanol e redução no custo de milho, a alavancagem entrou em trajetória de queda, encerrando o 3T25 em 4,0x, e espera-se que o indicador atinja 3,0x ao fim deste exercício fiscal. Para a próxima safra, a ser iniciada em abril, a FS já fixou mais de 60% das necessidades de milho a um custo atrativo, o que indica continuidade das margens em patamar favorável, enquanto a gestão sinalizou que seu foco estratégico será a redução do custo da dívida ao invés da construção de novas fábricas de etanol.

### 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. <sup>1</sup>
Listagem	–
Tickers	–
Market cap	–

### Composição acionária



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

10 de março de 2025

Francisco Lobo  
Analista de Crédito  
Banco Santander (Brasil) S/A  
francisco.lobosantander.com.br

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

<sup>1</sup>O 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).

Em razão dos investimentos em expansão, a FS apresentou crescimento significativo dos volumes comercializados nos últimos anos, e, por consequência, da receita. Contudo, desde a Safra 2022/23, observou-se menores preços de venda de etanol, ao mesmo tempo em que os maiores custos com milho comprimiram as margens da empresa. Como resultado, a alavancagem, medida pela relação Dívida líquida/Ebitda, apresentou crescimento acelerado, passando de 1,2x no 1T23 para 7,1x no 1T25, enquanto o patrimônio líquido se tornou negativo. Visando mitigar a alta da alavancagem, a FS reduziu o volume de *capex* de expansão, concentrando-se em redução de gargalos de processos industriais, cujo retorno em aumento de capacidade é relativamente rápido. A empresa também recorreu a postergações de pagamentos com fornecedores para impulsionar a geração de caixa – o saldo de *reverse factoring* foi de R\$ 2,5 bi ao fim da Safra 2023/24.

Durante a Safra 2024/25, houve gradual normalização das margens operacionais, com o aumento do preço do etanol, redução no custo do milho em cerca de R\$ 10 por saca e melhores preços de venda dos produtos de nutrição animal. Como consequência, a alavancagem entrou em trajetória de queda, o patrimônio líquido voltou a ser positivo e espera-se que a relação Dívida líquida/Ebitda encerre a Safra em 3,0x – também beneficiada pela liberação de capital de giro de R\$ 1 bi no 4T25. Ressalta-se que a geração de caixa nesta safra foi afetada pelo pagamento de R\$ 1,4 bi em milho que havia sido postergado.

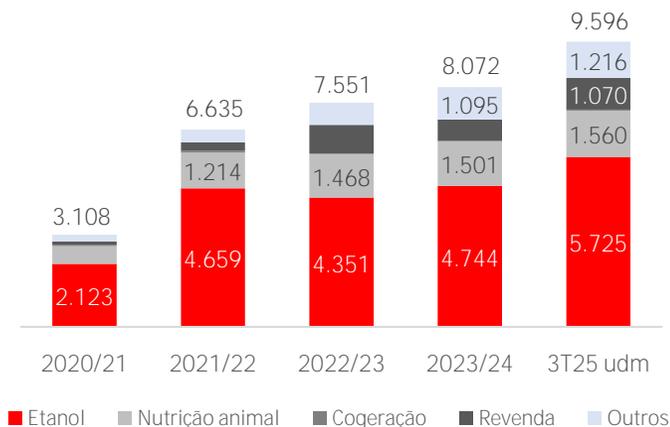
A despeito da recente valorização do milho no mercado local, a FS já fixou mais de 60% das necessidades de milho para a próxima safra a ser iniciada em abril a R\$ 42,6/saca (custo bastante atrativo), o que indica continuidade das margens em patamar favorável. Além disso, a gestão sinalizou que o foco estratégico será a redução do custo da dívida ao invés da construção de novas fábricas de etanol, exemplificado pela recompra de títulos no mercado secundário com deságio de até 12% ao fim de 2024.

R\$ milhões	2021/22	2022/23	2023/24	3T25 udm
<b>DRE</b>				
Receita líquida	6.635	7.551	8.072	9.596
Ebitda	2.622	2.392	846	1.967
Margem Ebitda	40%	32%	10%	20%
Lucro líquido	1.485	877	-489	247
<b>Balanco patrimonial</b>				
Caixa e aplicações financeiras	5.154	6.780	4.626	2.163
Dívida líquida	3.042	4.842	5.365	7.914
Patrimônio líquido	548	737	-335	95
<b>Fluxo de caixa</b>				
Operacional <sup>2</sup>	1.940	979	2.361	-117
Investimentos <sup>3</sup>	-898	-659	-754	-556
Financiamento <sup>4</sup>	218	691	-3.570	-2.162
Varição de caixa e aplicações financeiras	1.239	1.029	-1.971	-2.526
<b>Indicadores operacionais</b>				
Volume de vendas - Etanol (mil m <sup>3</sup> )	1.416	1.456	2.070	2.336
Preço médio de venda - Etanol (R\$/L)	3,3	3,0	2,3	2,5
Custo do milho consumido (R\$/sc)	49,0	59,4	56,3	46,1
<b>Indicadores financeiros</b>				
Dívida curto prazo/Dívida total	12%	37%	10%	11%
Caixa/Dívida curto prazo (x)	5,4	1,6	4,5	2,0
Dívida líquida/Ebitda (x)	1,2	2,0	6,3	4,0

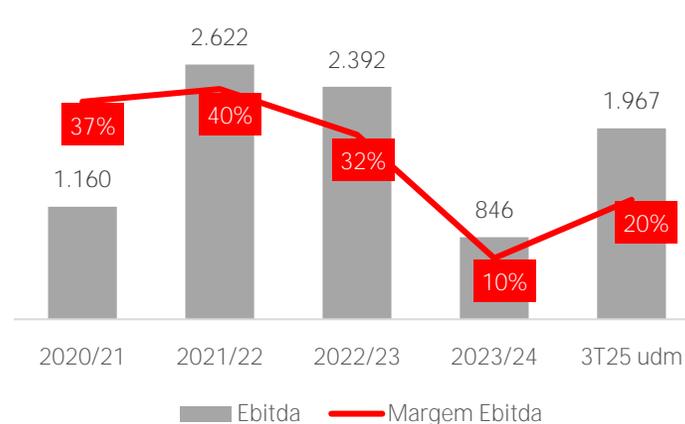
O exercício fiscal da FS se refere ao ano-safra de cana-de-açúcar (principal matéria-prima para produção de etanol): na região Centro-Sul do Brasil, a safra de cana-de-açúcar abrange o período de colheita, entre abril e dezembro, e a entressafra, entre janeiro e março. Portanto, a Safra 2023/2024 se refere ao período entre abril de 2023 e março de 2024.

<sup>1</sup>O 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). <sup>2</sup>Inclui pagamento de arrendamento e exclui pagamento de juros. <sup>3</sup>Exclui movimentação de aplicações financeiras. <sup>4</sup>Exclui pagamento de arrendamento e inclui pagamento de juros. Fontes: Santander e FS.

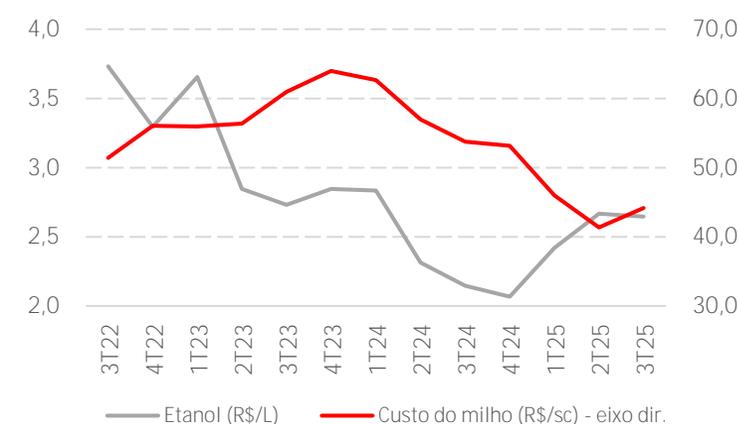
Receita Líquida (R\$ milhões)



Ebitda (R\$ milhões)



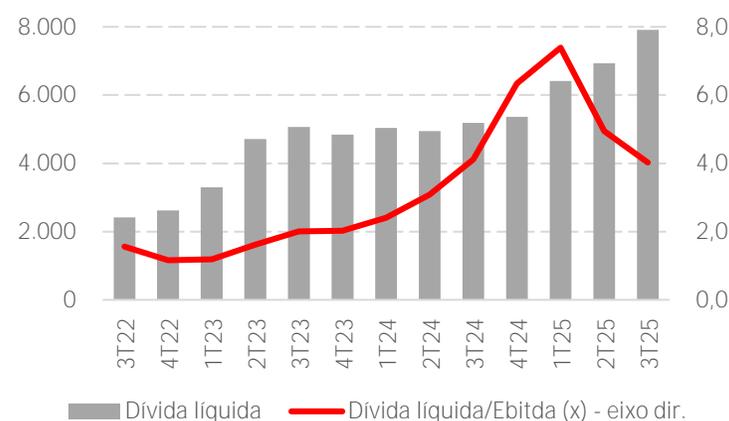
Preços de etanol e custos de milho



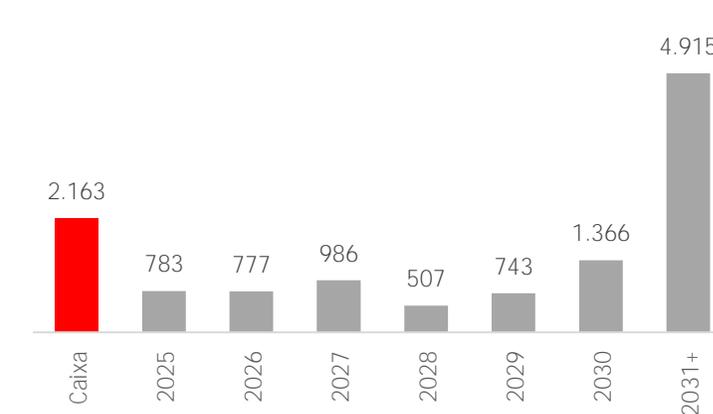
Cotações de commodities<sup>2</sup>



Endividamento (R\$ milhões)



Vencimento da dívida (R\$ milhões)



<sup>1</sup>O 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). <sup>2</sup>Indicador semanal do etanol hidratado combustível (Cepea/Esalq - São Paulo) e Generic 1st Corn Future (Bloomberg). Fontes: Santander e FS.

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 equivocadas 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 nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

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 Instrução 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.
- Prestaram, 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.

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.