

RELATÓRIO DE CRÉDITO

14 de novembro de 2024

RATING PÚBLICO

Atualização

RATINGS ATUAIS (*)

FS Indústria de Biocombustíveis Ltda.	Rating	Perspectiva
Rating Corporativo (CFR)	AA-.br	Negativa

(*) Esta publicação não anuncia uma Ação de Rating e, portanto, não deve ser considerada um Relatório de Classificação de Risco de Crédito, nos termos do disposto no artigo 16 da Resolução CVM no 9/2020. Consulte a página www.moodylocal.com/country/br para visualizar os Comunicados relativos às Ações de Rating referenciadas nesta publicação. Para mais detalhes sobre os ratings atribuídos, consulte a seção de informação complementar no final deste relatório

FS Indústria de Biocombustíveis Ltda.

	21/22	22/23	23/24	24/25E	25/26E
Indicadores					
Dívida Bruta / EBITDA	2,0x	3,2x	8,7x	3,3x – 3,7x	3,3x – 3,7x
EBIT / Despesa Financeira	4,9x	2,7x	0,6x	1,7x – 2,2x	1,9x – 2,4x
CFO / Dívida Bruta	27,0%	3,9%	8,9%	-5% - 0%	10% - 15%
R\$ (bilhões)					
Receita Líquida	6,6	7,6	8,1	9,0 – 9,5	9,0 – 9,5
EBITDA	2,7	2,7	1,2	2,5 – 3,0	2,5 – 3,0

Fonte: Demonstrações financeiras combinadas da FS Indústria de Biocombustíveis Ltda, FS I Indústria de Etanol S.A. e FS Comercialização de Etanol Ltda, e Moody's Local Brasil. Nota: [1] Todas as métricas de crédito quantitativas incorporam os ajustes-padrão da Moody's Local Brasil para as demonstrações financeiras para empresas não-financeiras; [2] O ano fiscal da Companhia inicia em 1º de abril do ano anterior e termina em 31 de março do ano indicado; [3] As métricas de EBITDA, Dívida Bruta / EBITDA e EBIT / Despesa Financeira são líquidas do TRS (Total Return Swap) e seus rendimentos até 3T24, quando a operação do TRS foi liquidada.

RESUMO

A qualidade de crédito da [FS Indústria de Biocombustíveis Ltda.](#) (“FS” ou “Companhia”) reflete sua posição competitiva como uma das maiores produtoras de etanol do Brasil. Atualmente, a Companhia é uma das maiores produtoras de etanol do Brasil, com cerca de 5% e 40% do etanol total e de milho do Brasil, em meio a um mercado que tende a ser beneficiado pelos incentivos à produção de biocombustíveis. Com um modelo de negócios de baixo custo, consideramos que o acesso favorável ao milho como matéria prima, elevada capacidade de armazenamento e a localização de suas plantas em uma região com grande demanda por nutrição animal são elementos importantes para o crédito.

Por outro lado, o perfil de crédito incorpora a volatilidade intrínseca do setor de commodities dada a alta exposição da FS à dinâmica dos mercados de etanol e milho, cujos preços finais apresentam limitada correlação e a concentração em uma única commodity cujo insumo é oriundo de uma mesma região de produção. Adicionalmente, a Companhia também está exposta à volatilidade da taxa de câmbio. Ponderamos que o negócio de nutrição animal e a possibilidade de iniciar a compra do milho dois anos antes da moagem mitigam os riscos de preço de milho e sua disponibilidade.

Em setembro de 2024, [a perspectiva do rating foi revisada para negativa, de estável](#), refletindo a deterioração prolongada de suas métricas de crédito, resultado de um cenário desfavorável de preços de milho e etanol, de maiores investimentos diante da construção e inauguração de sua terceira planta, e da manutenção de elevada distribuição de dividendos. Na safra de 2023-24, os índices ajustados de alavancagem bruta e cobertura de juros (EBIT / despesa financeira) atingiram de 8,7x e 0,6x, respectivamente, ante 3,2x e 2,7x na safra 2022-23.

Embora haja uma tendência de melhora para a próxima safra e adequada posição de liquidez, a Moody's Local Brasil considera que a Companhia possui desafios em atingir métricas de crédito adequadas para a categoria de rating em meio à volatilidade do setor e às incertezas de sua alocação de capital, incluindo o pagamento de dividendos.

CONTATOS

Lucas Correia
Senior Credit Analyst ML
lucas.correia@moodys.com

Samy Kirszenworcel
Associate ML
samy.kirszenworcel@moodys.com

Patricia Maniero
Director – Credit Analyst ML
patricia.maniero@moodys.com

SERVIÇO AO CLIENTE

Brasil
+55.11.3043.7300

Pontos fortes de crédito

- Uma das maiores produtoras de etanol no Brasil.
- Modelo de negócio com baixa necessidade de investimentos de manutenção e elevada capacidade de armazenamento.
- Baixo custo de produção devido ao acesso a matéria prima oriunda de uma região produtiva extremamente competitiva.
- Negócio de nutrição animal ajuda a mitigar o risco de flutuação de preço do milho.
- Mercado que tende a ser beneficiado pelos incentivos à produção de biocombustíveis.
- Adequado perfil de liquidez.

Desafios de crédito

- Exposição ao mercado de *commodities*, que apresenta intrínseca volatilidade e suscetibilidade aos riscos climáticos, aos fluxos comerciais globais, e à dinâmica de preços dos combustíveis.
- Concentração geográfica por operar três plantas operacionais em uma mesma região, assim como exposição à uma única *commodity*.
- Métricas de crédito pressionadas por período prolongado em meio à forte apetite por crescimento.
- Carência de política financeira formal em relação à distribuição de dividendos e ausência de um Conselho de Administração.

Perspectiva dos ratings

A perspectiva negativa reflete os desafios da trajetória de melhora dos índices ajustados de alavancagem e de cobertura de juros, diante da volatilidade do mercado, da expectativa de um FCF negativo e das incertezas relacionadas à prudência na alocação de capital, incluindo pagamento de dividendos.

Fatores que poderiam levar a uma elevação dos ratings

Uma elevação é improvável dada a perspectiva negativa. A perspectiva pode ser revisada para estável caso haja uma melhora das métricas de crédito, em conjunto com a demonstração de uma gestão financeira conservadora e de um perfil de liquidez adequado. Quantitativamente, para estabilização do rating, será necessário que a alavancagem bruta ajustada (dívida bruta / EBITDA) fique abaixo de 3,5x, e a cobertura de juros (EBIT / despesa financeira) acima de 2,5x, de forma sustentada.

Fatores que poderiam levar a um rebaixamento dos ratings

Um rebaixamento pode resultar de uma deterioração nas métricas de crédito ou liquidez da FS, resultado por exemplo de um robusto programa de investimentos que seja financiado majoritariamente por novas dívidas. Quantitativamente, o rating pode ser rebaixado caso a alavancagem bruta ajustada fique acima de 3,5x e/ou cobertura de juros ajustada abaixo de 2,5x, de forma sustentada.

Perfil

Sediada em Lucas do Rio Verde, estado do Mato Grosso (MT), a FS é uma das maiores produtoras de etanol do Brasil. Com três plantas localizadas em Lucas do Rio Verde, Sorriso e Primavera do Leste, sua capacidade instalada é de 2,3 bilhões de litros. Além da produção de etanol de milho, a Companhia também produz bioenergia, óleo de milho e produtos de nutrição animal para pecuária, avicultura e piscicultura, cogerados no processo produtivo – conhecidos como DDG (Dried Distillers Grains) –, bem como atua com revenda de milho, etanol e energia. Nos últimos 12 meses encerrados em junho de 2024, a Companhia gerou uma receita líquida de R\$ 8,3 bilhões com margem EBITDA ajustada de 19%.

Principais considerações de crédito

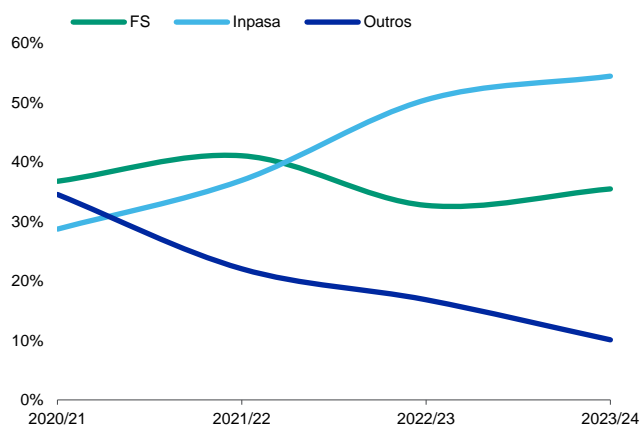
Uma das maiores produtoras de etanol

Com início das operações em 2017, quando possuía apenas 265 milhões de litros por ano de capacidade instalada, a Companhia foi uma das pioneiras na operação com planta *full* de etanol de milho no Brasil. Diante das oportunidades de crescimento e perspectivas positivas setoriais, a Companhia continuou aumentando sua escala em um ritmo acelerado, tendo atingido uma capacidade de produção de 2,3 bilhões de litros após o início das operações de sua terceira planta em maio de 2023. Atualmente, é uma das maiores produtoras de etanol de milho junto com a [Inpasa Agroindustrial S.A. \("Inpasa", A+.br estável\)](#). Na safra 2023-24, sua produção de etanol representou cerca de 6% e 35% do etanol total e do etanol de milho, respectivamente, ante 1% e 33% na safra 2018-19.

Embora exista uma relevante barreira de entrada no setor devido aos relevantes e necessários investimentos nas plantas industriais, tempo de execução, regulação e licenciamento, o nível de rentabilidade tem atraído novos competidores. Segundo dados da Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP), existem diversas solicitações de construção de nova instalação ou ampliação da capacidade com previsão de conclusão de obras até 2026, totalizando um aumento potencial de 50% da capacidade atual de produção de etanol de milho.

FIGURA 1
Com posição de destaque no mercado de etanol de milho,...

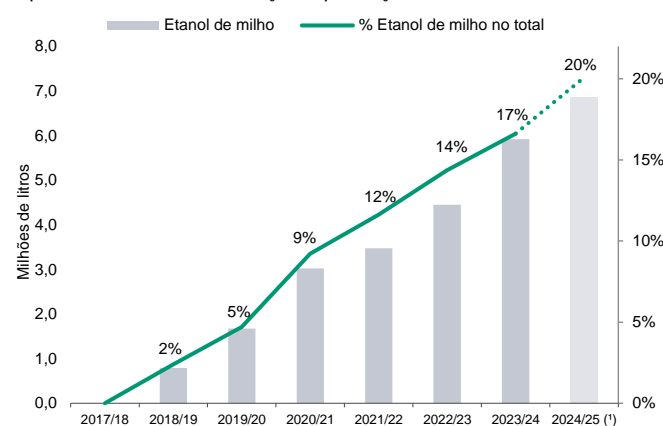
Evolução da posição de mercado, com base na produção de etanol de milho no Brasil



Fonte: Companhia Nacional de Abastecimento ("Conab"), FS, Inpasa e Moody's Local Brasil.

FIGURA 2
... a Companhia tem se beneficiado das perspectivas positivas do setor

Evolução da produção de etanol de milho no Brasil e sua representatividade em relação a produção total de etanol

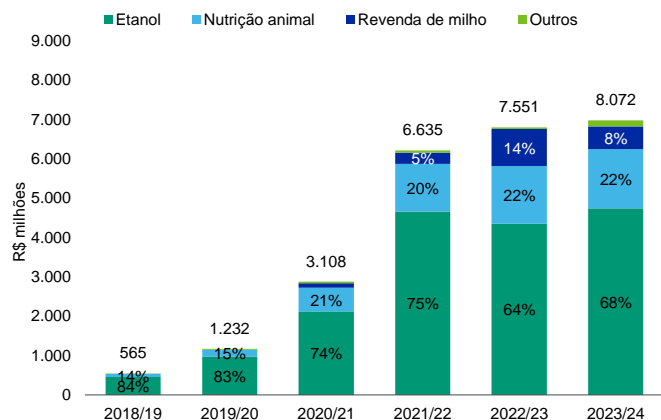


Fonte: Conab.

A FS possui três plantas industriais no estado do Mato Grosso

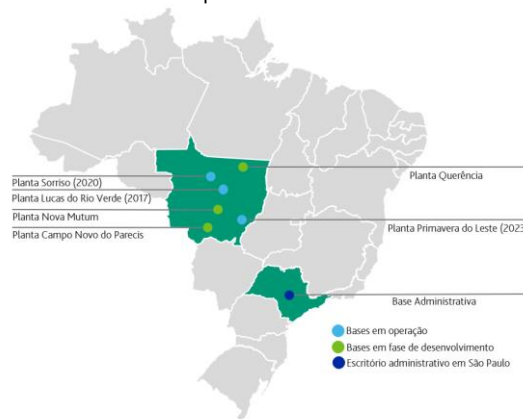
A receita da FS é proveniente principalmente das vendas de etanol, correspondendo a 60% - 80% das vendas totais, sendo o restante proveniente da venda de coprodutos, como os produtos de nutrição animal, eletricidade e revenda de milho. Sua produção conta com três unidades operacionais, localizadas no estado do Mato Grosso (MT): (i) Lucas do Rio Verde (32% da capacidade); (ii) Sorriso (38%) e (iii) Primavera do Leste (30%). Contudo, destacamos que a Companhia possui um plano de expansão de longo prazo para três novas unidades industriais em Mato Grosso, nas cidades de Querência, Campo Novo do Parecis e Nova Mutum, a fim de atingir uma capacidade de 5 milhões de m³ de etanol de milho por ano. A Moody's Local Brasil não incorpora essa premissa de expansão em seus modelos.

FIGURA 3
Cerca de 70% da receita é gerada pela venda do etanol ...
Abertura da receita líquida por segmento



Fonte: FS.

FIGURA 4
...que é produzido por meio de suas três plantas industriais localizadas no Mato Grosso
Unidades industriais da Companhia



Fonte: FS.

Modelo de negócios é beneficiado por baixa necessidade de investimento e baixo custo de produção

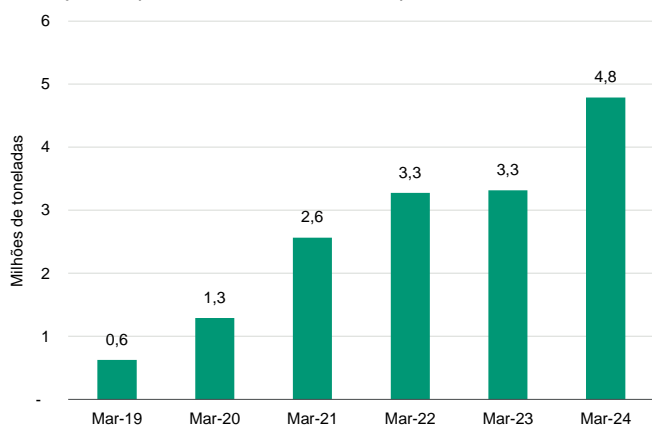
O modelo de negócio da FS para a produção de etanol de milho é menos verticalizado e menos complexo que o tradicional modelo de cana-de-açúcar, pois a Companhia não detém a produção de milho e, portanto, adquire o grão de fornecedores locais. De um lado, isso implica em menor controle da originação de milho e pode representar menor barreira de entrada quando comparada ao negócio de cana-de-açúcar, que é mais verticalizado. Por outro lado, leva a uma necessidade de investimentos e número de funcionários significativamente menor. A Moody's Local Brasil estima que os investimentos em manutenção da FS girem em torno de 1% de sua receita em comparação com cerca de 10% da média dos produtores de cana-de-açúcar. Nesse sentido, com seu modelo *asset light*, a FS compra o milho, armazena, processa e vende etanol e seus coprodutos, evitando os riscos diretos e investimentos associados à produção agrícola. Além disso, o milho pode ser armazenado em até três anos sem perda de propriedades energéticas enquanto a cana-de-açúcar tem uma pequena janela de cerca de 72h entre o corte e o processamento para que não ocorra a perda energética, permitindo que os produtores de etanol de milho tenham maior flexibilidade para gerenciar o estoque de matéria-prima e garantir, por exemplo, a produção de etanol durante todo o ano com um período reduzido de inatividade fabril.

Em contrapartida, os produtores de etanol de milho têm menor flexibilidade de mix de produção se limitando a produção do etanol anidro ou hidratado, diferentemente dos produtores de cana-de-açúcar que possuem certa flexibilidade de mix seja para produzir etanol ou açúcar, dependendo da rentabilidade. Além disso, em termos de necessidades energéticas, a maioria dos grandes produtores de cana-de-açúcar investe na cogeração e tem a vantagem de utilizar o bagaço como combustível, um coproduto do processamento da cana-de-açúcar, enquanto os produtores de etanol de milho precisam adquirir a fonte de combustível externamente. No caso da FS, a Companhia investe na cogeração de energia através da queima de biomassa adquirida de terceiros, tais como aparas de madeira, cavacos de eucalipto, hastes de algodão, bagaço de cana-de-açúcar, casca de algodão, incluindo o desenvolvimento de plantações de bambu.

Adicionalmente, a FS se beneficia de acesso favorável ao milho como matéria prima assim como da grande demanda por nutrição animal na região, fazendo com que seu modelo de negócios seja altamente dependente da região onde atua. Com plantas localizadas no MT, a FS se beneficia de acesso favorável ao milho como matéria prima assim como da grande demanda por nutrição animal na região, fazendo com que seu modelo de negócios seja altamente dependente da região onde atua. O MT é o maior produtor do país, responsável por cerca de 35%-45% de toda a produção de milho do Brasil a um baixo custo. Na safra 2023-24, o estado produziu 48,8 milhões de toneladas de milho, em comparação com a necessidade da FS de 4,8 milhões de toneladas para preencher sua atual necessidade de moagem. Com relação aos preços do grão nas regiões onde a FS opera, eles tendem a ser negociados com desconto em relação à paridade de exportação, devido a produtividade, logística e impostos, dentre outros fatores.

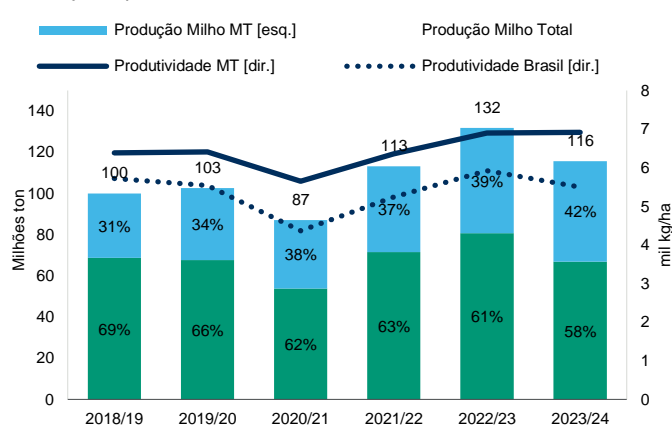
FIGURA 5
A necessidade de milho da FS,...

Evolução da quantidade de milho moído pela FS



Fonte: FS.

FIGURA 6
...é suportada pela forte produção do estado do Mato Grosso
Produção e produtividade de milho no MT e Brasil



Fonte: Conab.

Exposição ao mercado de commodities resulta em volatilidade de margens

A FS possui alta exposição à dinâmica dos mercados de milho e etanol, cujos preços finais apresentam forte volatilidade e limitada correlação direta, além de sua suscetibilidade a riscos climáticos e fluxos comerciais globais.

No caso do **milho**, que é principal insumo para a produção de etanol para a FS, consideramos que sua exposição é parcialmente mitigada pelo seu negócio de nutrição animal, uma vez que os preços finais dos produtos de nutrição animal estão diretamente correlacionados aos preços do milho e do farelo de soja, os dois insumos mais utilizados para ração animal. O milho representa em torno de 60%-70% dos custos totais da Companhia, dessa forma a receita oriunda dos produtos de nutrição animal compensa cerca

de 40-45% dos custos com o grão. Além disso, a FS inicia a compra do milho em até 24 meses antes da colheita, contribuindo para mitigar tanto o risco de preço como de disponibilidade do insumo. Vale mencionar que a Companhia adquire milho de mais de 1.000 fornecedores, dos quais nenhum individualmente atinge mais de 5% de suas necessidades anuais de milho.

No caso do **etanol**, por sua vez, que é seu principal produto de venda, seus preços estão expostos principalmente à dinâmica de oferta e demanda de etanol, assim como ao preço interno da gasolina - que está vinculado à política comercial da [Petróleo Brasileiro S.A.](#) ("Petrobras", AAA.br estável). Desde maio de 2023, a estratégia comercial da Petrobras passou a considerar referências de mercado como (i) o custo alternativo do cliente, contemplando as principais alternativas de suprimento, tanto para o mesmo produto ou produtos substitutos, e (ii) seu valor marginal, baseado no custo de oportunidade entre produção, importação e exportação dos produtos utilizados no processo de refino; para definir os preços dos combustíveis.

Adicionalmente, a Companhia está exposta à volatilidade da taxa de câmbio. Embora os preços do etanol estejam, em última instância, vinculados ao dólar americano e aos preços internacionais do petróleo, apenas parte de sua dívida denominada em dólar possui hedge.

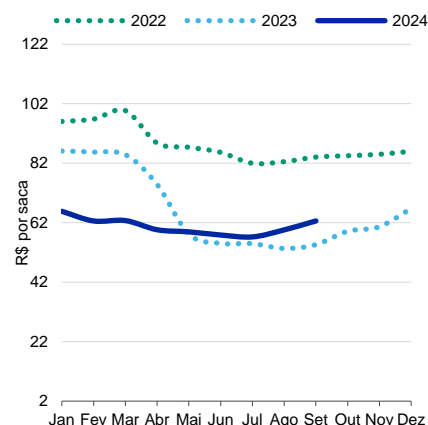
Cenário desfavorável de preços de milho e etanol pressionou margens na safra 2023-24, mas com expectativa de melhora

Na safra de 2023-24, os baixos preços de etanol e os ainda elevados preços de milho em relação à média histórica, que atingiram uma média de R\$ 2,29 por litro (queda de 23% ante a safra anterior) e R\$ 56,3 por saca (-5%), respectivamente, pressionaram os resultados da Companhia. No período, o EBITDA ajustado atingiu R\$ 1,6 bilhão, ante R\$ 2,7 bilhões na safra anterior, resultando em uma margem EBITDA ajustada de 15% comparado com 36% na safra anterior.

Prospectivamente, projetamos uma tendência de recuperação dos spreads, diante de um cenário mais favorável para os preços de etanol e milho, assim como uma expectativa de aumento de 7% a 8% do volume de etanol vendido devido a melhorias operacionais e a nova planta que terá seu primeiro ano completo de operações dentro de uma safra. Segundo dados do Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada (CEPEA), o etanol hidratado marcou um preço médio de R\$ 2,93 por litro entre julho e setembro de 2024, um aumento de 14% frente ao mesmo período do ano anterior. Ao mesmo tempo, em relação ao milho, cerca de 75% - 80% da necessidade total do insumo da FS está travado em um preço de R\$ 40,5 por saca, o que representa uma queda de 22% frente ao preço médio da safra anterior. Além disso, também temos a expectativa de aumento de 7% a 8% do volume de etanol vendido devido a melhorias operacionais e a nova planta que terá seu primeiro ano completo de operações dentro de uma safra. Desta forma, projetamos que a margem EBITDA ajustada será cerca de 30% - 31% na safra 2024-25 e 2025-26, frente a 19% e 39% na safra anterior e nas últimas quatro safras, o que corresponde a um EBITDA ajustado de cerca de R\$ 2,8 a R\$ 3,0 bilhões.

FIGURA 7
Preço do milho está em patamares mais baixos que as últimas safras...

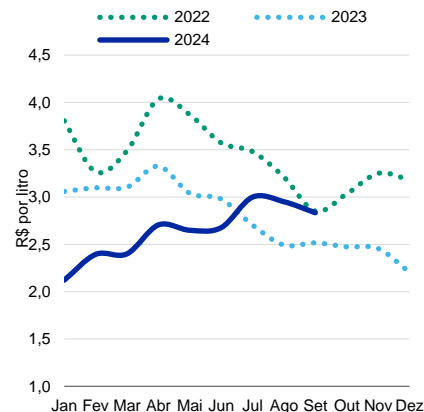
Preço do milho em Sorriso (R\$/saca)



Fonte: CEPEA.

FIGURA 8
...ao mesmo tempo que o etanol apresenta elevação de preço, ...

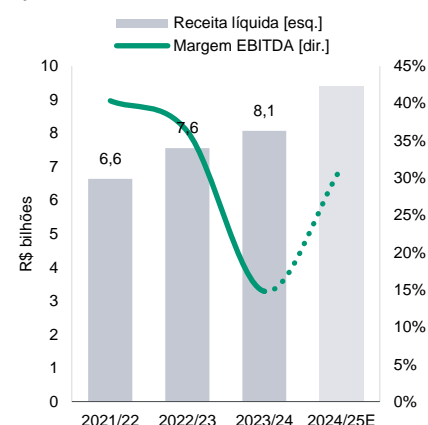
Preço do etanol anidro (R\$/litro)



Fonte: CEPEA.

FIGURA 9
...indicando uma recuperação de margens

Evolução da Receita Líquida e margem EBITDA ajustada



Fonte: FS e Moody's Local Brasil.

Consideramos que existem desafios no processo de melhora de métricas de crédito, após um período prolongado de deterioração

Em conjunto ao cenário desafiador de preços na safra 2023-24, a dívida bruta ajustada da Companhia aumentou para R\$ 10,4 bilhões, ante R\$ 8,7 bilhões na safra anterior, como resultado de um fluxo de caixa livre (FCF) negativo de cerca de R\$ 720 milhões

impactado pelos investimentos em sua terceira planta industrial, maior necessidade de capital de giro para fazer frente ao aumento de produção para 2,1 bilhões de litros de etanol (ante 1,4 bilhão de litros) e manutenção de elevada distribuição de dividendos.

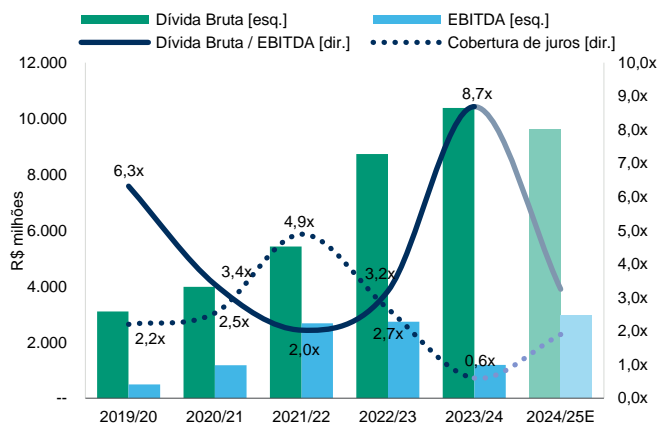
Mais especificamente, o fluxo de caixa das operações (FFO) foi negativo em torno de R\$ 510 milhões, enquanto o fluxo de caixa operacional (CFO) foi de R\$ 921 milhões, em razão da relevante variação positiva da linha de fornecedores, que incluiu linhas de risco sacado reverso. Essa operação de risco reverso visa alongar o prazo de pagamento aos fornecedores, assim gerando uma menor pressão no consumo de capital de giro da Companhia ao longo da safra – tendo em vista que a maior parte do investimento em capital de giro se dá na composição de estoque de milho no primeiro semestre da safra, enquanto o recebimento das vendas do etanol ocorre principalmente ao longo do segundo semestre da safra. Portanto, com um custo adicional negociado diretamente com os fornecedores, a FS consegue estender seu prazo de pagamento de cerca de 90 dias para 170 dias. Além disso, os fornecedores passam a ter a opção de antecipar seus recebíveis devidos pela Companhia junto aos bancos parceiros deste programa. Em termos de comparação, a antecipação de fornecedores encerrou em R\$ 2,6 bilhões, frente a R\$ 0,7 bilhão na safra anterior. O capex ajustado e os dividendos, por sua vez, foram de R\$ 977 milhões (inclui o pagamento de principal de arrendamento de R\$ 97 milhões) e R\$ 666 milhões (74% sobre o lucro líquido da safra anterior), respectivamente.

Como resultado das pressões de EBITDA, geração de caixa e dívida bruta, a alavancagem bruta ajustada atingiu um pico de 8,7x, ante 2,0x e 3,2x nas safras 2021-22 e 2022-23, respectivamente; ao passo que a cobertura de juros (EBIT / despesa financeira) foi de 0,6x em 2023-24, frente a 4,9x e 2,7x nos mesmos períodos de comparação. Nos últimos doze meses encerrados em junho de 2024, os indicadores ajustados de alavancagem bruta e de cobertura de juros foram de 8,6x e 0,6x, respectivamente. As métricas de EBITDA, alavancagem bruta e cobertura de juros da Moody's Local Brasil são líquidas do TRS (*Total Return Swap*) e seus rendimentos, sendo que esse ajuste deixou de ser feito a partir de dezembro de 2024, quando houve o vencimento dessa estrutura. Além desse ajuste, a dívida bruta ajustada inclui R\$ 384 milhões de passivos de arrendamento.

Apesar dessa expectativa de melhora de resultado das margens, a Moody's Local Brasil enxerga desafios no atingimento de uma alavancagem bruta ajustada abaixo de 3,5x e uma cobertura de juros ajustada acima de 2,5x de forma sustentada nas próximas duas safras diante da volatilidade do mercado em que a empresa está inserida, da expectativa de um FCF negativo e das incertezas relacionadas à alocação de capital. Para 2024-25, projetamos uma queima de caixa livre que supera R\$ 1,2 bilhão sustentada pelo CFO ainda pressionado pelo capital de giro, capex ajustado de aproximadamente R\$ 850 milhões, e ausência de dividendos em função da alavancagem líquida gerencial ter superado 3,0x.

FIGURA 10
Desafios na melhora das métricas de crédito, ...

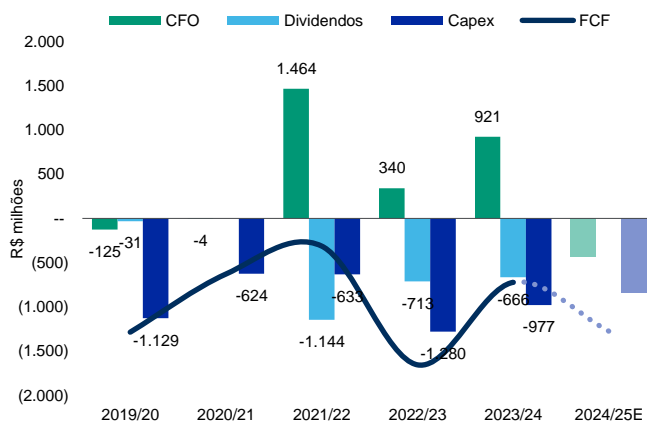
Evolução da dívida bruta, EBITDA, alavancagem e cobertura de juros - Ajustados



Fonte: FS e Moody's Local Brasil.

FIGURA 11
... envolvem a expectativa de FCF negativo e incertezas relacionadas a alocação de capital

Evolução do CFO, Dividendos, Capex e FCF



Nota: o capex inclui investimentos no imobilizado, intangível e pagamento de principal de arrendamento.

Fonte: FS e Moody's Local Brasil.

Mercado que tende a ser beneficiado pelos incentivos à produção de biocombustíveis

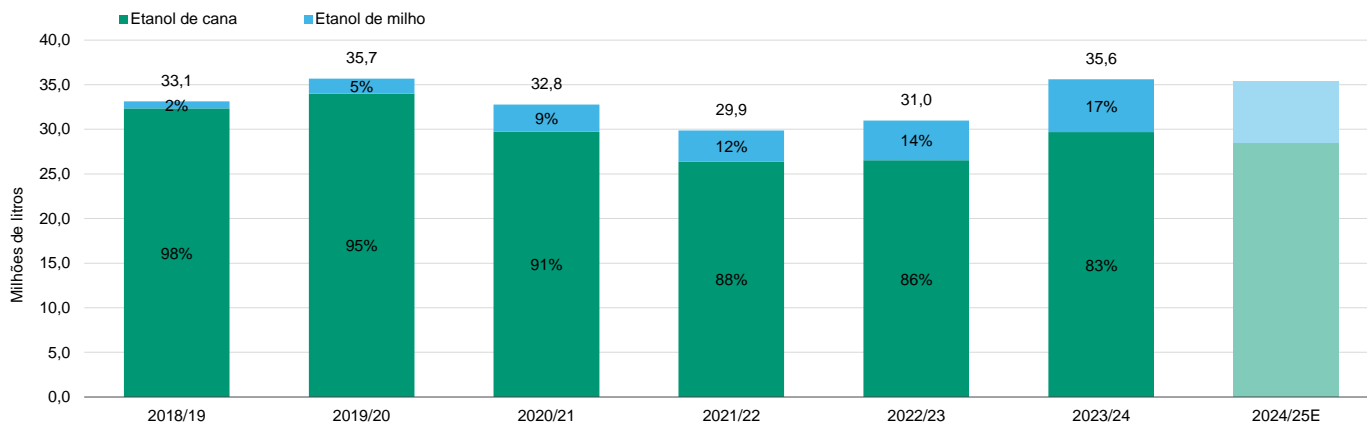
Os produtores de etanol no Brasil têm boas perspectivas de crescimento de demanda, à medida que se espera um aumento no uso de biocombustíveis nos meios de transporte, a fim de alcançar uma redução nas emissões de carbono. O etanol brasileiro é usado principalmente como combustível e mistura para a gasolina em veículos leves, historicamente oriundo da cana-de-açúcar.

Atualmente, a produção de etanol de milho vem crescendo no Brasil, mas ainda representa em torno de 17% do total de etanol produzido. De acordo com a UNEM (União Nacional do Etanol de Milho), estima-se que a capacidade de etanol de milho passará para 9,6 bilhões de litros em 2030 de 3,5 bilhões de litros em 2021-22.

FIGURA 12

O etanol de milho vem ganhando cada vez mais relevância

Volume produzido de etanol de cana e milho no Brasil – 2023/24



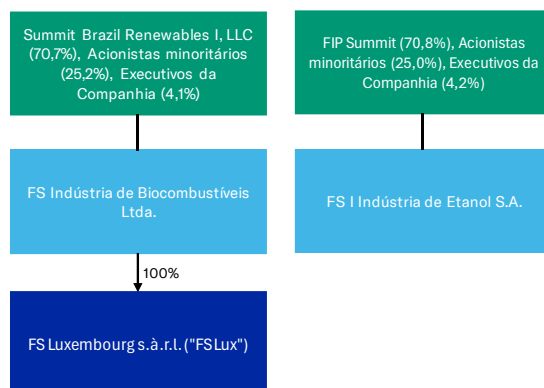
Fonte: Conab.

Considerações Ambientais, Sociais e de Governança (ESG)

A FS é uma sociedade limitada constituída em 2014, como uma *joint-venture* entre o Summit Agricultural Group, com sede nos Estados Unidos, e a *holding* agrícola brasileira, Tapajós Participações S.A. No primeiro trimestre de 2022, a Companhia realizou uma reorganização societária, como forma de otimizar sua estrutura de custo tributário, uma vez que os dividendos distribuídos também serviam o pagamento de impostos nos Estados Unidos pelo controlador americano. Consequentemente, a transação deu origem à FS Indústria de Etanol S.A. (“FS I S.A.”), empresa coligada, com os mesmos acionistas finais e grupo de controle da FS, porém sem participação acionária cruzada entre as duas empresas. O controle da FS I S.A. é por meio de um Fundo de Investimentos em Participação (FIP). Embora a reorganização societária tenha levado a uma estrutura de duas entidades diferentes, reconhecemos que apresentam forte vínculo operacional e financeiro, mesma estrutura administrativa e gestão centralizada de caixa e dívidas. A partir dessa transação, a Moody’s Local Brasil passou a analisar o perfil de crédito da Companhia por meio das demonstrações financeiras auditadas combinadas.

A Companhia possui um Conselho Consultivo, que é composto por sete membros – dos quais somente o Presidente é um membro independente. Todos os membros são indicados pelos sócios para mandatos de dois anos, com possibilidade de reeleição, e não exercem funções executivas na FS. O Conselho se reúne mensalmente para monitorar o desenvolvimento e os resultados dos negócios, bem como aconselhar acionistas e a diretoria executiva. A Companhia também possui um comitê de auditoria interna independente, além de um comitê de ética formado por representantes de diferentes áreas da empresa. As demonstrações financeiras da FS estão sendo auditadas pela KPMG desde o início de suas operações, enquanto os relatórios de sustentabilidade têm sido publicados desde a safra 2018-2019. Em nossa opinião, a ausência de uma divulgação formal e recorrente ao mercado da política financeira, liquidez e meta de alavancagem, e um Conselho de Administração com membros independentes são pontos de atenção ao crédito.

FIGURA 13
Estrutura organizacional



Fonte: FS.

A Companhia possui alta exposição ao **risco ambiental**, ao ter uma alta dependência do milho e da disponibilidade de biomassa para manter sua produção, assim como está altamente exposta a eventos climáticos adversos – principalmente diante de sua concentração geográfica. Vale também mencionar que o milho utilizado pela empresa na produção de etanol não provém de área adicional de terra, por se tratar de um cultivo de segunda safra.

Por outro lado, consideramos que os produtores de etanol no Brasil estão bem-posicionados para se beneficiar da perspectiva positiva do setor, que tem sido impulsionada pelos diferentes incentivos ao aumento do uso de biocombustíveis, como etanol e biodiesel, na matriz de combustíveis. No Brasil, por exemplo, foi criado o programa federal RenovaBio que visa ajudar o país a reduzir suas emissões de carbono. Para isso, o programa está estruturado de forma que o produtor de biocombustível certifica sua produção e recebe uma nota de eficiência energética-ambiental, que por sua vez é multiplicada pelo volume comercializado, resultando na quantidade de créditos de descarbonização (CBIOS) que poderão ser emitidos. Os distribuidores de combustível, por sua vez, precisarão adquirir CBIOS para alcançarem suas metas de redução de emissão de carbono estabelecidas pelo governo em função de seu mix de comercialização de combustíveis no ano anterior. O Brasil já conta com mais de 320 unidades produtoras aprovadas para emitir CBIOS. No caso da FS, a Companhia gerou receitas líquidas de C BIO de R\$ 141,8 milhões em 2023-24, ante R\$ 131,5 milhões na safra 2022-23.

Ainda, a Companhia está envolvida no projeto BECCS (*Bioenergy with Carbon Capture and Storage*), que está em implementação na planta de Lucas do Rio Verde com previsão para 2026. Esse projeto visa capturar o gás carbônico proveniente da fermentação do etanol e injetá-lo em camadas profundas do subsolo, assim possibilitando que o etanol produzido nesta planta tenha uma pegada de carbono negativa com a capacidade de capturar e estocar cerca de 423 mil toneladas de CO₂ por ano.

No que tange às **considerações sociais**, a Companhia está exposta a temas de saúde e segurança e capital humano, ao mesmo tempo que está sujeita aos riscos indiretos da produção responsável de seus principais insumos. Cabe mencionar que no início de 2024, a FS foi certificada nas normas ISO 14001 e ISO 45001, que estabelecem padrões internacionais para os sistemas de gestão ambiental, de saúde e segurança ocupacional.

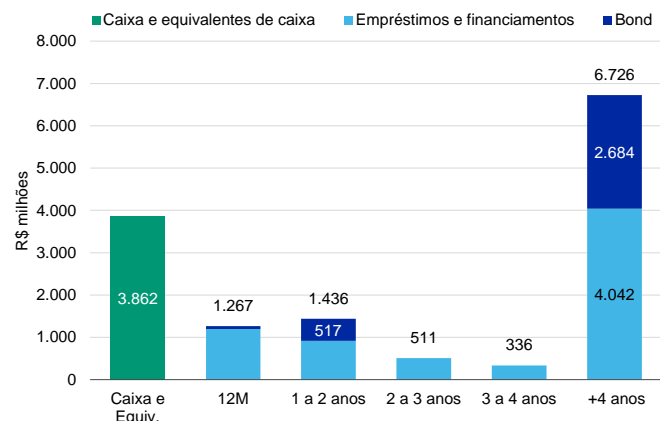
Liquidez

A liquidez da FS é adequada mesmo diante de uma forte necessidade de capital de giro. Na safra encerrada em março de 2024 e no primeiro trimestre da safra 2024-25 encerrado em junho de 2024, a Companhia tinha uma posição de caixa somada ao caixa restrito de R\$ 4,6 bilhões e R\$ 3,8 bilhões, respectivamente, em comparação com R\$ 1,1 bilhão e R\$ 1,4 bilhão em vencimentos de dívidas no curto prazo nos mesmos períodos anteriores. Apesar das flutuações na posição no caixa durante a safra, esperamos que a FS mantenha uma posição de caixa superior à dívida de curto prazo. Reconhecemos que a Companhia foi capaz de alongar o perfil de dívida, incluindo seus passivos em dólar (*bond*) e equilibrar suas torres de vencimento ao longo da última safra, reforçando sua gestão ativa de seus passivos financeiros e forte acesso ao mercado de capitais.

A dívida total reportada em junho de 2024 totalizou R\$ 10,6 bilhões, composta por: (i) *bonds* no valor de cerca de R\$ 3,3 bilhões com vencimento em 2025 e 2031 (31% da dívida total); (ii) Certificados de Recebíveis do Agronegócio e Imobiliários (46%); (iii) linhas para capital de giro (20%) e (iv) arrendamento (3,7%). A empresa possuía bens do ativo imobilizado dados em garantia aos empréstimos no montante de R\$ 1,5 bilhão em junho de 2024 (14% da dívida bruta ajustada). Cabe mencionar que a FS possui hedge parcial dos *bonds*, cobrindo um valor de US\$ 300 milhões para o principal da dívida.

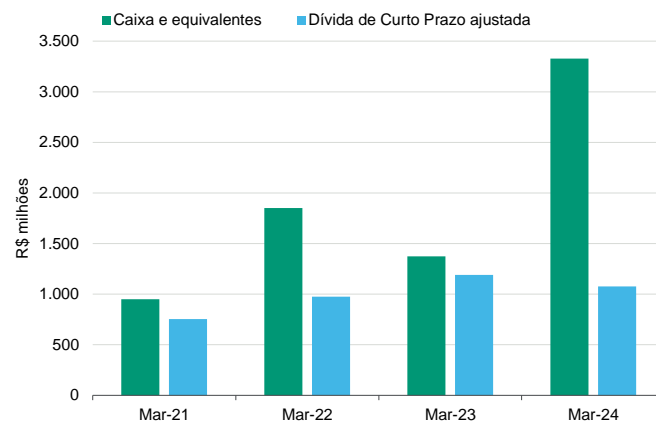
A FS possui contratos de dívida tanto em seus instrumentos bancários como de mercado de capitais que possuem *covenants* financeiros que restringem a incorrência de determinadas operações financeiras como o pagamento de dividendos, caso: (i) o índice financeiro de dívida líquida em relação ao EBITDA (conforme definido em escritura) seja superior a 3,0x com verificação trimestral. No exercício findo em junho de 2024, a Companhia apurou dívida líquida sobre EBITDA de 7,4x, e passou a ter restrições de distribuição de dividendos mas isso não resultou em qualquer vencimento antecipado da dívida.

FIGURA 14
Cronograma de amortização
Em junho de 2024



Fonte: FS e Moody's Local Brasil.

FIGURA 15
Posição de caixa sempre superou sua dívida de curto prazo
Evolução da liquidez ao final da safra



Fonte: FS e Moody's Local Brasil.

Definição dos ratings atribuídos

Consulte o documento Escalas de Rating do Brasil, disponível em <https://www.moodylocal.com/country/br>, para maiores informações a respeito das definições dos ratings atribuídos.

Metodologia

A metodologia aplicável ao(s) rating(s) é a Metodologia de Rating para Empresas Não-Financeiras - (30/jul/2024), disponível na seção de Metodologias em www.moodylocal.com/country/br

O presente relatório não deve ser considerado como publicidade, propaganda, divulgação ou recomendação de compra, venda, ou negociação dos instrumentos objeto destas classificações de risco de crédito.

© 2024 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. e/ou suas licenciadas e afiliadas (em conjunto, "MOODY'S"). Todos os direitos reservados.

OS RATINGS DE CRÉDITO ATRIBUÍDOS PELAS AFILIADAS DE RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S SÃO AS OPINIÕES ATUAIS DA MOODY'S SOBRE O RISCO FUTURO RELATIVO DE CRÉDITO DE ENTIDADES, COMPROMISSOS DE CRÉDITO, DÍVIDA OU VALORES MOBILIÁRIOS EQUIVALENTES A DÍVIDA, DE MODO QUE OS MATERIAIS, PRODUTOS, SERVIÇOS E AS INFORMAÇÕES PUBLICADAS, OU DE ALGUMA FORMA DISPONIBILIZADAS, PELA MOODY'S (COLETIVAMENTE "MATERIAIS") PODEM INCLUIR TAIS OPINIÕES ATUAIS. A MOODY'S DEFINE RISCO DE CRÉDITO COMO O RISCO DE UMA ENTIDADE NÃO CUMPRIR COM AS SUAS OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS E FINANCEIRAS NA DEVIDA DATA DE VENCIMENTO E QUAISQUER PERDAS FINANCEIRAS ESTIMADAS EM CASO DE INADIMPLENTO ("DEFAULT"). VER A PUBLICAÇÃO APLICÁVEL DA MOODY'S RELACIONADA AOS SÍMBOLOS E DEFINIÇÕES DE RATINGS DE CRÉDITO PARA MAIS INFORMAÇÕES SOBRE OS TIPOS DE OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS E FINANCEIRAS ENDEREÇADAS PELOS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S INVESTORS SERVICE. OS RATINGS DE CRÉDITO NÃO TRATAM DE QUALQUER OUTRO RISCO, INCLUINDO, MAS NÃO SE LIMITANDO A: RISCO DE LIQUIDEZ, RISCO DE VALOR DE MERCADO OU VOLATILIDADE DE PREÇOS. OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES E OUTRAS OPINIÕES CONTIDAS NOS MATERIAIS DA MOODY'S NÃO SÃO DECLARAÇÕES SOBRE FATOS ATUAIS OU HISTÓRICOS. OS MATERIAIS DA MOODY'S PODERÃO TAMBÉM INCLUIR ESTIMATIVAS DO RISCO DE CRÉDITO BASEADAS EM MODELOS QUANTITATIVOS E OPINIÕES RELACIONADAS OU COMENTÁRIOS PUBLICADOS PELA MOODY'S ANALYTICS, INC. E/OU SUAS AFILIADAS. OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONSTITUEM OU FORNECEM ACONSELHAMENTO FINANCEIRO OU DE INVESTIMENTO. OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONFIGURAM E NÃO PRESTAM RECOMENDAÇÕES PARA A COMPRA, VENDA OU DETENÇÃO DE UM DETERMINADO VALOR MOBILIÁRIO. OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONSTITUEM RECOMENDAÇÕES SOBRE A ADEQUAÇÃO DE UM INVESTIMENTO PARA UM DETERMINADO INVESTIDOR. A MOODY'S ATRIBUI SEUS RATINGS DE CRÉDITO, SUAS AVALIAÇÕES E OUTRAS OPINIÕES, E DIVULGA, OU DE ALGUMA FORMA DISPONIBILIZA, OS SEUS MATERIAIS ASSUMINDO E PRESSUPONDO QUE CADA INVESTIDOR FARÁ O SEU PRÓPRIO ESTUDO, COM A DEVIDA DILIGÊNCIA, E PROCEDERÁ À AVALIAÇÃO DE CADA VALOR MOBILIÁRIO QUE TENHA A INTENÇÃO DE COMPRAR, DETER OU VENDER.

OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, SUAS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO SÃO DESTINADAS PARA O USO DE INVESTIDORES DE VAREJO E SERIA IMPRUDENTE E INADEQUADO AOS INVESTIDORES DE VAREJO USAR OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES OU MATERIAIS DA MOODY'S AO TOMAR UMA DECISÃO DE INVESTIMENTO. EM CASO DE DÚVIDA, O INVESTIDOR DEVERÁ ENTRAR EM CONTATO COM UM CONSULTOR FINANCEIRO OU OUTRO CONSULTOR PROFISSIONAL.

TODAS AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE DOCUMENTO ESTÃO PROTEGIDAS POR LEI, INCLUINDO, ENTRE OUTROS, OS DIREITOS DE AUTOR, E NÃO PODEM SER COPIADAS, REPRODUZIDAS, ALTERADAS, RETRANSMITIDAS, TRANSMITIDAS, DIVULGADAS, REDISTRIBUÍDAS OU REVENDIDAS OU ARMAZENADAS PARA USO SUBSEQUENTE PARA QUALQUER UM DESTES FINS, NO TODO OU EM PARTE, POR QUALQUER FORMA OU MEIO, POR QUALQUER PESSOA, SEM O CONSENTIMENTO PRÉVIO, POR ESCRITO, DA MOODY'S. PARA FINS DE CLAREZA, NENHUMA INFORMAÇÃO CONTIDA AQUI PODE SER UTILIZADA PARA DESENVOLVER, APERFEIÇOAR, TREINAR OU RETREINAR QUALQUER PROGRAMA DE SOFTWARE OU BANCO DE DADOS, INCLUINDO, MAS NÃO SE LIMITANDO A, QUALQUER SOFTWARE DE INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL, APRENDIZADO DE MÁQUINA OU PROCESSAMENTO DE LINGUAGEM NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGIA E/OU MODELO.

OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS DA MOODY'S NÃO SÃO DESTINADOS PARA O USO, POR QUALQUER PESSOA, COMO UMA REFERÊNCIA ("BENCHMARK"), JÁ QUE ESTE TERMO É DEFINIDO APENAS PARA FINS REGULATÓRIOS E, PORTANTO, NÃO DEVEM SER UTILIZADOS DE QUALQUER MODO QUE POSSA RESULTAR QUE SEJAM CONSIDERADOS REFERÊNCIAS (BENCHMARK).

Toda a informação contida neste documento foi obtida pela MOODY'S junto de fontes que esta considera precisas e confiáveis. Contudo, devido à possibilidade de erro humano ou mecânico, bem como outros fatores, a informação contida neste documento é fornecida no estado em que se encontra ("AS IS"), sem qualquer tipo de garantia, seja de que espécie for. A MOODY'S adota todas as medidas necessárias para que a informação utilizada para a atribuição de ratings de crédito seja de suficiente qualidade e provenha de fontes que a MOODY'S considera confiáveis, incluindo, quando apropriado, terceiros independentes. Contudo, a MOODY'S não presta serviços de auditoria e não pode, em todos os casos, verificar ou confirmar, de forma independente, as informações recebidas nos processos de ratings de crédito ou na preparação de seus Materiais.

Na medida do permitido por lei, a MOODY'S e seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças e fornecedores não aceitam qualquer responsabilidade perante qualquer pessoa ou entidade relativamente a quaisquer danos ou perdas, indiretos, especiais, consequenciais ou incidentais, decorrentes ou relacionados com a informação aqui incluída ou pelo uso, ou pela inaptidão de usar tal informação, mesmo que a MOODY'S ou os seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças ou fornecedores sejam informados com antecedência da possibilidade de ocorrência de tais perdas ou danos, incluindo, mas não se limitando a: (a) qualquer perda de lucros presentes ou futuros; ou (b) qualquer perda ou dano que ocorra em que o instrumento financeiro relevante não seja objeto de um rating de crédito específico atribuído pela MOODY'S.

Na medida do permitido por lei, a MOODY'S e seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças e fornecedores não aceitam qualquer responsabilidade por quaisquer perdas ou danos, diretos ou compensatórios, causados a qualquer pessoa ou entidade, incluindo, entre outros, por negligência (mas excluindo fraude, conduta dolosa ou qualquer outro tipo de responsabilidade que, para que não subsistam dúvidas, por lei, não possa ser excluída) por parte de, ou qualquer contingência dentro ou fora do controle da, MOODY'S ou de seus administradores, membros de órgão sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças ou fornecedores, decorrentes ou relacionadas com a informação aqui incluída, ou pelo uso, ou pela inaptidão de usar tal informação.

A MOODY'S NÃO PRESTA NENHUMA GARANTIA, EXPRESSA OU IMPLÍCITA, QUANTO À PRECISÃO, ATUALIDADE, COMPLETUDE, VALOR COMERCIAL OU ADEQUAÇÃO A QUALQUER FIM ESPECÍFICO DE QUALQUER RATING DE CRÉDITO, AVALIAÇÃO, OUTRA OPINIÃO OU INFORMAÇÕES DADAS OU PRESTADAS, POR QUALQUER MEIO OU FORMA, PELA MOODY'S.

A Moody's Investors Service, Inc., uma agência de rating de crédito, subsidiária integral da Moody's Corporation ("MCO"), pelo presente, divulga que a maioria dos emissores de títulos de dívida (incluindo obrigações emitidas por entidades privadas e por entidades públicas locais, outros títulos de dívida, notas promissórias e papel comercial) e de ações preferenciais classificadas pela Moody's Investors Service, Inc., acordaram, antes da atribuição de qualquer rating de crédito, pagar à Moody's Investors Service, Inc., para fins de avaliação de ratings de crédito e serviços prestados por esta agência.. A MCO e a Moody's Investors Services também mantêm políticas e procedimentos destinados a preservar a independência dos ratings de crédito da M Moody's Investors Services e de seus processos de ratings de crédito. São incluídas anualmente no website www.moody's.com, sob o título "Investor Relations — Corporate Governance — Charter Documents – Director and Shareholder Affiliation Policy" informações acerca de certas relações que possam existir entre administradores da MCO e as entidades classificadas com ratings de crédito e entre as entidades que possuem ratings da Moody's Investors Services, Inc. e que também informaram publicamente à SEC (Security and Exchange Commission – EUA) que detêm participação societária maior que 5% na MCO.

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., e Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (coletivamente, as "Moody's Non-NRSRO CRAs") são todas subsidiárias de agências de classificação de risco integralmente detidas de forma indireta pela MCO. Nenhuma das Moody's Non-NRSRO CRAs é uma Organização de Classificação de Risco Estatístico Nacionalmente Reconhecida (NRSRO).

Termos adicionais apenas para a Austrália: qualquer publicação deste documento na Austrália será feita nos termos da Licença para Serviços Financeiros Australiana da afiliada da MOODY'S, a Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 e/ou pela Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (conforme aplicável). Este documento deve ser fornecido apenas a distribuidores ("wholesale clients"), de acordo com o estabelecido pelo artigo 761G da Lei Societária Australiana de 2001. Ao continuar a acessar esse documento a partir da Austrália, o usuário declara e garante à MOODY'S que é um distribuidor ou um representante de um distribuidor, e que não irá, nem a entidade que representa irá, direta ou indiretamente, divulgar este documento ou o seu conteúdo a clientes de varejo, de acordo com o significado estabelecido pelo artigo 761G da Lei Societária Australiana de 2001. O rating de crédito da Moody's é uma opinião em relação à idoneidade creditícia de uma obrigação de dívida do emissor e não diz respeito às ações do emissor ou qualquer outro tipo de valores mobiliários disponíveis para investidores de varejo.

Termos adicionais apenas para a Índia: As classificações de crédito da Moody's, avaliações, outras opiniões e Materiais não têm a intenção de ser, e não devem ser, utilizadas ou consideradas, por usuários localizados na Índia em relação a valores mobiliários listados ou propostos para listagem em bolsas de valores indianas.

Termos adicionais referentes a Opiniões de Terceiros (conforme definido nos Símbolos e Definições de Classificação da Moody's Investors Service): Por favor, observe que uma Opinião de Terceiros ("SPO") não é uma 'classificação de crédito'. A emissão de SPOs não é uma atividade regulamentada em muitas jurisdições, incluindo Singapura. JAPÃO: No Japão, o desenvolvimento e a oferta de SPOs se enquadram na categoria de 'Negócios Auxiliares', não em 'Negócios de Classificação de Crédito', e não estão sujeitos às regulamentações aplicáveis aos 'Negócios de Classificação de Crédito' sob a Lei de Instrumentos Financeiros e Câmbio do Japão e suas regulamentações relevantes. RPC: Qualquer SPO: (1) não constitui uma Avaliação de Bônus Verde da RPC conforme definido por quaisquer leis ou regulamentos relevantes da RPC; (2) não pode ser incluído em nenhum documento de declaração de registro, circular de oferta, prospecto ou qualquer outro documento enviado às autoridades reguladoras da RPC ou utilizado de outra forma para atender a qualquer requisito de divulgação regulatória da RPC; e (3) não pode ser utilizado na RPC para qualquer fim regulatório ou para qualquer outro fim que não seja permitido pelas leis ou regulamentos relevantes da RPC. Para os fins deste aviso legal, "RPC" refere-se ao continente da República Popular da China, excluindo Hong Kong, Macau e Taiwan.