

RATING ACTION COMMENTARY

Fitch Afirma Ratings 'BB-/AA-(bra)' da FS; Perspectiva Estável

Brazil Fri 27 Sep, 2024 - 12:34 ET

Fitch Ratings - São Paulo - 27 Sep 2024: A Fitch Ratings afirmou, hoje, os IDRs (*Issuer Default Ratings* - Ratings de Inadimplência do Emissor) de Longo Prazo em Moedas Estrangeira e Local 'BB-' e o Rating Nacional de Longo Prazo 'AA-(bra)' da FS Indústria de Biocombustíveis Ltda. (FS). Ao mesmo tempo, a agência afirmou o rating 'BB-' das notas seniores com garantia reais, com vencimento em 2025, e das notas seniores sem garantias reais com vencimento em 2031 emitidas pela FS Luxembourg S.a.r.l., subsidiária integral da FS, que garante as notas. A Perspectiva dos ratings corporativos é Estável.

Os ratings incorporam a larga escala de produção da FS no volátil setor brasileiro de etanol. A elevada oscilação dos preços do milho e do etanol no Brasil e a falta de correlação significativa de preços de curto prazo entre as duas commodities são considerações fundamentais para a análise. Além disso, a FS está exposta à estratégia comercial de combustíveis da Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) no Brasil, que afeta os preços do etanol.

Os ratings incorporam uma recuperação da margem operacional no ano fiscal (FYE) de 2025, após uma queda acentuada no FYE de 2024 devido aos altos preços fixados do milho e aos fracos preços do etanol. A análise também considera a capacidade de a FS manter flexibilidade financeira satisfatória e a expectativa de que a alavancagem líquida diminuirá para em torno de 3,0 vezes no FYE de 2025, em comparação com um pico de cerca de 9,5x no FYE 2024 devido à fraca geração de EBITDA e aos investimentos na terceira planta industrial. Essa melhoria é crucial para evitar ações de rating negativas, já que não há margem para a sensibilidade da alavancagem.

PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

Alta Volatilidade dos Preços: A FS está exposta à volatilidade dos preços do milho, sua principal matéria-prima, e do etanol, seu principal produto. Os preços à vista (*spot*) do milho ajustam-se rapidamente aos desequilíbrios entre oferta e demanda e acompanham, a longo prazo, a paridade com os da Bolsa de Mercadorias de Chicago (CBOT - Chicago Board of Trade). Já o preço do etanol no país depende, em grande parte, do preço interno da gasolina, que é determinado pela estratégia comercial da Petrobras, por sua vez influenciada pelos preços do Brent, da taxa de câmbio e outros fatores. Os preços do etanol também são indiretamente influenciados pelos do açúcar, pois 80% de todo o etanol produzido no país provêm de processadoras de cana-de-açúcar, que costumam alternar os volumes de etanol e açúcar a serem produzidos, dependendo da paridade de preços vigente destes produtos.

Fraca Correlação Entre os Preços do Etanol e do Milho: Os preços do milho no Brasil caíram em 2023, seguindo a redução dos preços internacionais e uma produção nacional recorde no milho safrinha. A Fitch projeta preços internacionais do milho em USD4,50 o *bushel* em 2024 e USD4,25 em 2025.

De acordo com o Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada (Cepea) da Universidade de São Paulo (USP), o etanol hidratado era negociado por cerca de BRL2,44 por litro nas usinas em setembro de 2024 – 11% acima do preço de setembro de 2023. A Fitch projeta, em média, BRL2,40 por litro de etanol hidratado em 2024. A Fitch projeta o preço médio do Brent de USD80/bbl em 2024 e USD70/bbl em 2025.

Grande Produtor de Etanol: O modelo de negócios da FS se beneficia de sua considerável capacidade de produção, de 2,3 bilhões de litros de etanol de milho; do forte suprimento do grão nas proximidades de suas plantas industriais, que é comercializado com desconto sobre o preço da CBOT; e do *hedge* parcial oferecido pelos produtos de nutrição animal, que têm forte correlação com os preços regionais do milho e da soja. A Fitch acredita que as receitas provenientes de produtos de nutrição animal proporcionarão à FS cobertura satisfatória de custos a longo prazo, ao redor de 44%, ante 34% no último ano. A localização da FS, em Mato Grosso – estado com a maior produção de milho do Brasil – atenua os riscos de originação da commodity. A Fitch projeta a saca do milho adquirido pela FS a um preço médio de BR40 na safra atual e na próxima.

Recuperação de Fluxo de Caixa Operacional: A Fitch espera um EBITDA de BRL2,7 bilhões e um fluxo de caixa das operações (CFFO) de BRL960 milhões no FYE de 2025. Isso representa uma recuperação significativa em relação ao fraco EBITDA de BRL846 milhões e ao CFFO negativo de BRL128 milhões no FYE 2024. Preços mais altos do etanol e preços mais baixos do milho devem rapidamente restaurar a margem EBITDA para 29%, após ter caído para 10% no FYE de 2024, alinhando-se mais de perto com os anos anteriores. A Fitch projeta um fluxo de caixa livre (FCF) positivo a partir de 2025, uma vez que os investimentos em expansão tiverem sido concluídos. O cenário-base assume a ausência de dividendos no FYE 2025 e dividendos de BRL141 milhões no FYE 2026.

Alavancagem Líquida ao redor de 3,0 vezes em 2025: A Fitch projeta que a alavancagem líquida diminuirá significativamente para cerca de 3,0 vezes no FYE de 2025, impulsionada por volumes mais altos da nova planta em Primavera do Leste e margens de EBITDA aumentadas devido aos menores custos do milho. Essa melhoria é crucial para evitar ações de rating negativas, pois não há espaço dentro da sensibilidade do rating para alavancagem após o pico de 9,5 vezes no FYEI de 2024. Durante o ano fiscal de 2024, a dívida líquida aumentou em BRL1,8 bilhões, atingindo BRL8,0 bilhões em março de 2024. A expectativa é reduzir isso para em torno de BRL7,3 bilhões até março de 2026.

SENSIBILIDADE DOS RATINGS

Fatores Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Positiva/Elevação:

- Histórico mais longo em diferentes ciclos de preços do etanol e do milho;
- FCF consistentemente positivo, com manutenção de alavancagem líquida abaixo de 1,5 vez ao longo do ciclo.

Fatores Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Negativa/Rebaixamento:

- Deterioração da liquidez e/ou dificuldades de refinanciamento da dívida de curto prazo;
- Margens de EBITDA abaixo de 20%, por um período prolongado;
- Alavancagem líquida acima de 3,0 vezes, por um período prolongado.

PRINCIPAIS PREMISSAS

As principais premissas da Fitch para o Cenário de Rating da FS incluem:

- Capacidade de Produção de 2,3 bilhões de litros de etanol nos exercícios fiscais de 2025 e 2026;
- Vendas de produtos de nutrição animal superiores a 2,0 milhões de toneladas no ano fiscal de 2025 e de 2026;
- Preços do etanol oscilando de acordo com os preços do petróleo e a taxa de câmbio. Os preços do Brent foram estimados em USD80/bbl em 2023 e USD70/bbl em 2024;
- Taxa média de câmbio de BRL5,40/USD e de BRL5,30/USD nos anos fiscais de 2025 e 2026, respectivamente;
- Preços do milho de BRL40/saca no ano fiscal de 2025 e 2026;
- Preços de produtos para nutrição animal cobrindo em torno de 44% dos custos totais do milho;
- Investimentos totais de BRL512 milhões no FYE 2025 e de BRL342 milhões no de 2026;
- Sem dividendos no FYE 2025 e dividendos de BRL141 milhões no de 2026.

RESUMO DA ANÁLISE

Os ratings da FS estão quatro graus abaixo dos da Raízen S.A. e da Raízen Energia S.A. (denominadas em conjunto Raízen, IDRs 'BBB' e Rating Nacional de Longo Prazo 'AAA(bra)', todos com Perspectiva Estável). Essa diferença reflete a menor escala da FS, maior exposição ao risco de preço das commodities em comparação com os processadores de cana-de-açúcar, liquidez mais fraca e estrutura de capital mais alavancada. Ao contrário da FS, os processadores de cana-de-açúcar se beneficiam de um mecanismo de precificação de mercado que vincula os custos desta matéria prima aos preços das commodities.

Os ratings em escala internacional da FS se igualam ao da Ingenio Magdalena (IMSA, 'BB-/Estável'). Enquanto a IMSA desfruta de um perfil de fluxo de caixa mais estável, a FS enfrenta maior exposição às flutuações de preços de commodities, tanto em matérias-primas quanto em preços de produtos. No entanto, a IMSA tem liquidez mais apertada, menor escala em termos de receitas e de EBITDA, e menor flexibilidade financeira.

O Rating Nacional de Longo Prazo da FS 'AA-(bra)/Perspectiva Estável está um nível abaixo da LD Celulose S.A. (LDC, 'AA(bra)/Perspectiva Estável). A LDC se beneficia de um forte desempenho operacional, margens de EBITDA estáveis e uma estrutura de custos competitiva, o que apoia sua capacidade de gerar FCF positivo no horizonte do rating. No entanto, as classificações da LDC também consideram sua escala e diversificação limitadas, com apenas uma fábrica de celulose solúvel no Brasil e exposição a um único risco de contraparte, já que a Lenzing AG é o único comprador.

REFERÊNCIAS PARA FONTES ALTAMENTE RELEVANTES CITADAS ENTRE OS PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DOS RATINGS

As principais fontes de informação utilizadas na análise estão descritas nas Metodologias Aplicadas listadas abaixo.

LIQUIDEZ E ESTRUTURA DA DÍVIDA

Liquidez Satisfatória: A liquidez e a flexibilidade financeira da FS são satisfatórias. Em 30 de junho de 2024, o caixa e aplicações financeiras somavam BRL3,8 bilhões, e a dívida totalizava BRL11,5 bilhões, incluindo operações de risco sacado e derivativos de moeda e de taxa de juros. A FS apresentava BRL1,3 bilhão de dívida vencendo até junho de 2025 e BRL1,5 bilhão com vencimento entre julho de 2025 e junho de 2026.

A FS possui satisfatória flexibilidade financeira para endereçar seus próximos vencimentos de dívida e possui diversificado acesso a recursos junto a bancos e mercado de capitais. Estoques com liquidez imediata (em torno de BR1,1 bilhão em milho) e contratos de compra de grandes distribuidores também sustentam a flexibilidade financeira da companhia, já que estes estoques podem ser monetizados com facilidade e as contas a receber podem ser usadas como garantias para novas linhas de crédito, caso necessário.

PERFIL DO EMISSOR

A FS produz etanol hidratado e anidro à base de milho, grãos secos de destilaria com solúveis para nutrição animal, óleo de milho e energia de cogeração. O grupo opera três usinas em Mato Grosso, com capacidade total de moagem de 5,1 milhões de toneladas de milho e produção de 2,3 bilhões de litros de etanol por ano.

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS:

A presente publicação é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao artigo 16 da Resolução CVM nº 9/20.

As informações utilizadas nesta análise são provenientes da FS Indústria de Biocombustíveis Ltda..

A Fitch adota todas as medidas necessárias para que as informações utilizadas na classificação de risco de crédito sejam suficientes e provenientes de fontes confiáveis, incluindo, quando apropriado, fontes de terceiros. No entanto, a Fitch não realiza serviços de auditoria e não pode realizar, em todos os casos, verificação ou confirmação independente das informações recebidas.

Histórico dos Ratings:

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 15 de setembro de 2020.

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez: 6 de outubro de 2023.

A classificação de risco foi comunicada à entidade avaliada ou a partes a ela relacionadas, e o rating atribuído não foi alterado em virtude desta comunicação.

Os ratings atribuídos pela Fitch são revisados, pelo menos, anualmente.

A Fitch publica a lista de conflitos de interesse reais e potenciais no Anexo X do Formulário de Referência, disponível em www.fitchratings.com/brasil

Para informações sobre possíveis alterações na classificação de risco de crédito veja o item: Sensibilidade dos Ratings.

Informações adicionais estão disponíveis em 'www.fitchratings.com' e em 'www.fitchratings.com/site/brasil'.

A Fitch Ratings Brasil Ltda., ou partes a ela relacionadas, pode ter fornecido outros serviços à entidade classificada no período de 12 meses que antecede esta ação de rating de crédito. A lista de outros serviços prestados às entidades classificadas está disponível em <https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil/exigencias-regulatorias/outros-servicos>. A prestação deste serviço não configura, em nossa opinião, conflito de interesses em face da classificação de risco de crédito.

A Fitch Ratings foi paga para determinar cada rating de crédito listado neste relatório de classificação de risco de crédito pelo devedor ou emissor classificado, por uma parte relacionada que não seja o devedor ou o emissor classificado, pelo patrocinador (“sponsor”), subscritor (“underwriter”), ou o depositante do instrumento, título ou valor mobiliário que está sendo avaliado.

Metodologia Aplicada e Pesquisa Relacionada:

-- Metodologia de Ratings Corporativos (3 de novembro de 2023);

-- Metodologia de Ratings em Escala Nacional (22 de dezembro de 2020).

RATING ACTIONS

| ENTITY / DEBT ⚡ | RATING ⚡ | | | PRIOR ⚡ |
|---------------------------------------|-----------|----------|----------|----------|
| | | | | |
| FS Industria de Biocombustiveis Ltda. | LT IDR | BB- | Affirmed | BB- |
| | LC LT IDR | BB- | Affirmed | BB- |
| | Natl LT | AA-(bra) | Affirmed | AA-(bra) |
| FS Luxembourg S.a r.l. | | | | |
| senior unsecured | LT | BB- | Affirmed | BB- |
| senior secured | LT | BB- | Affirmed | BB- |

VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS

Informações adicionais estão disponíveis em www.fitchratings.com

PARTICIPATION STATUS

The rated entity (and/or its agents) or, in the case of structured finance, one or more of the transaction parties participated in the rating process except that the following issuer(s), if any, did not participate in the rating process, or provide additional information, beyond the issuer's available public disclosure.

APPLICABLE CRITERIA

[National Scale Rating Criteria \(pub. 22 Dec 2020\)](#)

[Metodologia de Ratings em Escala Nacional \(pub. 22 Dec 2020\)](#)

[Corporate Rating Criteria - Effective 3 November 2023 to 6 December 2024 \(pub. 03 Nov 2023\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

[Metodologia de Ratings Corporativos - Vigente de 3 de novembro de 2023 a 6 de dezembro de 2024 \(pub. 10 Nov 2023\)](#)

[Sector Navigators – Addendum to the Corporate Rating Criteria - Effective from 21 June 2024 to 6 December 2024 \(pub. 21 Jun 2024\)](#)

APPLICABLE MODELS

Numbers in parentheses accompanying applicable model(s) contain hyperlinks to criteria providing description of model(s).

Corporate Monitoring & Forecasting Model (COMFORT Model), v8.1.0 [\(1\)](#)

ADDITIONAL DISCLOSURES

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)

ENDORSEMENT STATUS

FS Industria de Biocombustíveis Ltda.

EU Endorsed, UK Endorsed

FS Luxembourg S.a r.l.

EU Endorsed, UK Endorsed

DISCLAIMER & COPYRIGHT

Todos os ratings de crédito da Fitch estão sujeitos a algumas limitações e termos de isenção de responsabilidade. Por favor, veja no link a seguir essas limitações e termos de isenção de responsabilidade: <http://fitchratings.com/understandingcreditratings>. Além disso, as def

[READ MORE](#)

SOLICITATION STATUS

The ratings above were solicited and assigned or maintained at the request of the rated entity/issuer or a related third party. Any exceptions follow below.

Fitch's solicitation status policy can be found at www.fitchratings.com/ethics.

ENDORSEMENT POLICY

Os ratings de crédito internacionais da Fitch produzidos fora da União Europeia (UE) ou do Reino Unido, conforme o caso, são endossados para uso por entidades reguladas na UE ou no Reino Unido, respectivamente, para fins regulatórios, de acordo com os termos do Regulamento das Agências de Rating de Crédito da UE ou do Reino Unido (Alterações etc.) (saída da UE), de 2019 (EU CRA Regulation or the UK Credit Rating Agencies (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019), conforme o caso. A abordagem da Fitch para endosso na UE e no Reino Unido pode ser encontrada na página de [Regulatory Affairs \(Assuntos Regulatórios\)](#) da Fitch, no site da agência. O status de endosso dos ratings de crédito internacionais é fornecido na página de sumário da entidade, para cada entidade classificada, e nas páginas de detalhes das transações, para transações de finanças estruturadas, no site da Fitch. Estas divulgações são atualizadas diariamente.