

19 . j a n . 2024

LVNT

CRA

# FS Biocombustíveis

## Renda Fixa



**Analista**  
Eduardo Rahal  
CNPI-T 2947



**Analista**  
Vitor Wolfgram  
CNPI 2749



# CRA

## FS Biocombustíveis

### Sumário Executivo

---

Este relatório tem como objetivo a análise da Oferta de Distribuição Pública de Certificados de Recebíveis do Agronegócio em até 4 séries, da 310ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A., lastreados em Direitos Creditórios do Agronegócio devidos pela FS Indústria de Biocombustíveis Ltda. A distribuição é de até 625.000 CRAs, com valor unitário estimado de R\$ 1.000,00, no montante total de R\$ 625 milhões, considerando o lote adicional. **A data final para o período de reserva do título é 21 de janeiro de 2024, e a data de liquidação será 29 de janeiro de 2024.**

**A nossa recomendação é de não entrada nas 4 séries.** Entendemos que a existência de outros CRA da Companhia, com características similares a esses, negociando no mercado secundário a remunerações superiores às taxas teto oferecidas, é uma situação decisiva para a não entrada. Visto que o investidor pode obter melhores remunerações, com o mesmo risco, no mercado secundário.

#### Resumo da nossa tese de investimento:

- 1) A Companhia está realizando relevantes investimentos em expansão, principalmente por meio de sua terceira planta, a Primavera do Leste.** A entrada em operação do projeto concluído deve representar um grande crescimento de capacidade produtiva para a Companhia, representando crescimento superior a 50% de toda a sua capacidade produtiva anterior ao início das obras desta planta.
- 2) A Companhia apresenta alavancagem elevada,** e por mais que algum de seus indicadores de crédito tenham deteriorados nos últimos anos, isso ocorreu devido fatores exógenos, como a pandemia e a elevação da inflação mundial, além disso, a Companhia finalizou sua nova planta o que demandará menos CAPEX. Contudo, por se tratar de uma Companhia com foco em crescimento, a manutenção destes indicadores em níveis sustentáveis até o momento reforça a capacidade de geração de caixa e investimentos da Companhia e o crescimento da Companhia juntamente a normalização do cenário macroeconômico devem naturalmente recuperar os indicadores de crédito a níveis mais positivos para ela.

## Visão Geral da Companhia

**A FS iniciou suas operações em junho de 2017 com a primeira usina de etanol de milho do Brasil, utilizando 100% do milho para a fabricação de seus produtos.** Inicialmente, a primeira unidade, Lucas do Rio Verde, possuía capacidade de produção de 280 milhões de litros de etanol e 250 mil toneladas de nutrição animal.

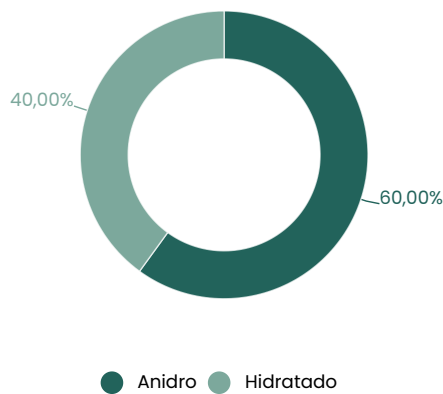
**Em 2018,** ocorreu o início da segunda fase da unidade Lucas do Rio Verde, assim como o planejamento da unidade de Sorriso.

**Em 2020,** teve início as fases 1 e 2 da unidade de Sorriso, com a capacidade total de produção de etanol ultrapassando a marca de 1 bilhão de litros (1,12 bilhão) e 995 mil toneladas de nutrição animal.

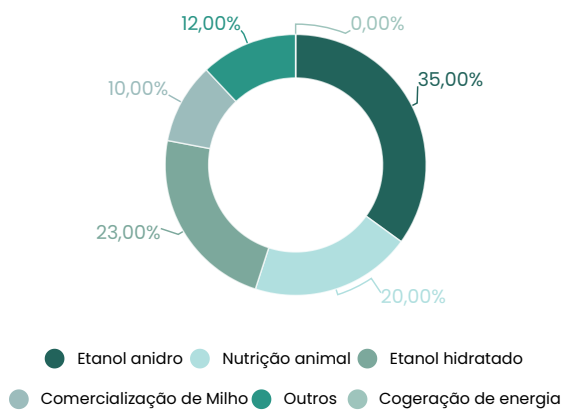
**Em 2021,** ocorreu a finalização da fase 3 da unidade de Sorriso, fazendo com que a Companhia atingisse uma capacidade de produção de etanol de 1,4 bilhão de litros e 1,25 milhão de toneladas de nutrição animal.

**Em 2022,** iniciaram-se as obras da unidade Primavera do Leste, e a expectativa é que se atinja uma capacidade de produção de etanol de 2 bilhões de litros. No ano de 2023 iniciou-se a operação da unidade Primavera do Leste.

**Etanol produzido por produto**  
**(1000 m<sup>3</sup>) – 2T24 LTM**



**Receita por Segmento**  
**(R\$ milhões) – 2T24 LTM**



Fonte: RI FS | Elaboração: Levante Research

## Destaques Financeiros

O último resultado divulgado pela FS, referente ao segundo trimestre fiscal de 2024, revelou um aumento na receita líquida, alcançando R\$ 2,0 bilhões. Esse valor representa uma elevação de 5,1% em comparação ao segundo trimestre de 2023 (2T23). Notavelmente, o segmento industrial exibiu um crescimento de 5,5% em sua receita, impulsionado pela expansão da capacidade produtiva com o início das atividades da planta PDL. Este avanço ajudou a mitigar a significativa redução de 18,8% no preço líquido de venda do etanol. No segmento de nutrição animal, houve um avanço de 9,2% na receita, impulsionado pelo aumento de volume gerado pela planta PDL, embora esse ganho tenha sido parcialmente neutralizado pela diminuição dos preços.

Os custos dos produtos industriais vendidos no trimestre sofreram um aumento expressivo, chegando a R\$ 1,3 bilhão — um acréscimo de 38,1% em relação ao mesmo período do ano anterior. Este aumento decorreu principalmente do crescimento dos custos variáveis, influenciado pelo maior consumo na planta PDL e pelos preços elevados do milho e da biomassa. **Esse incremento resultou em uma margem bruta para o segmento industrial de 10,6% no período, o que representa uma redução de 21,1 pontos percentuais em comparação ao mesmo trimestre do ano anterior.**

As despesas gerais totalizaram R\$ 315,9 milhões, contrastando com uma receita de R\$ 2,1 milhões no 2T23. Essa mudança foi principalmente devido ao aumento significativo de 45,1% nas despesas com frete, além da redução de 82,8% em outras receitas líquidas, consequência da diminuição do valor proveniente de um ganho não recorrente na venda de ativos biológicos que ocorreu no 2T23.

Consequentemente, o EBITDA apresentou uma redução de 69,1% em relação ao 2T23, totalizando R\$ 218,8 milhões. Isso se traduz em uma diminuição de 26,2 pontos percentuais na margem EBITDA. Em decorrência, a companhia registrou um prejuízo líquido de R\$ 179,8 milhões, revertendo um lucro líquido de R\$ 274,5 milhões no 2T23. Esse prejuízo foi principalmente causado pelos menores preços de etanol e nutrição animal, além do aumento das despesas gerais e financeiras.

R\$ milhões	2021	2022	2023	2T23 LTM	2T24 LTM	Δ A/A
Receita Operacional Líquida	3.107,70	6.635,30	7.550,51	7.613,72	7.581,88	-0,4%
Lucro Bruto	1.383,18	3.022,46	2.529,01	3.173,90	2.094,49	-34,0%
Margem Bruta (%)	45%	46%	33%	42%	28%	-14 p.p.
EBITDA	1.160,08	2.621,77	2.392,10	2.862,02	1.604,53	-43,9%
Margem EBITDA (%)	37%	40%	32%	38%	21%	-17 p.p.
Lucro Líquido	705,9	1.485,1	877,4	1.395,3	189,8	-86,4%

Fonte: RI FS | Elaboração: Levante Research

**A dívida bruta da Companhia registrou um aumento de 11,9% em comparação ao mesmo período do ano anterior, alcançando R\$ 7,5 bilhões.** Esse crescimento é atribuído principalmente às novas emissões de CRA realizadas pela empresa, embora tenham sido parcialmente atenuadas pela variação cambial da dívida em dólar. A razão entre a dívida líquida e o EBITDA encerrou o trimestre em 3,1 vezes, o que representa um aumento de 1,5 vezes em relação ao período correspondente do ano anterior. Este nível é considerado alto, especialmente para uma empresa não listada, que geralmente possui acesso limitado ao mercado de capitais para obtenção de dívidas a custos mais baixos.

No entanto, uma parte significativa do endividamento líquido no segundo trimestre fiscal se deve à sazonalidade, marcada pelo crescimento do Estoque de alta liquidez (RMI), consequência do acúmulo de estoques de milho e etanol. Por isso, para efeito de covenants, a Companhia ajusta a dívida líquida considerando esse estoque, que normalmente é rapidamente convertido em caixa. Incluindo este ajuste e um EBITDA proforma para a nova planta em operação num período de 12 meses, a razão da dívida líquida ajustada sobre o EBITDA ajustado fechou o período em 1,7 vezes, bem abaixo do limite estabelecido nos covenants financeiros.

Levando em consideração que a alavancagem atual é significativamente impactada pela sazonalidade, acreditamos que a alavancagem normalizada — eliminando os efeitos sazonais — é sustentável, principalmente com o início das operações da nova planta, que tende a melhorar os resultados da Companhia. **Portanto, apesar de o endividamento atual ser um ponto de atenção, as perspectivas são positivas para a melhoria desse indicador em resultados futuros, resultando em menor risco para os credores.**

**Nos últimos anos, a cobertura de juros da Companhia variou conforme a taxa SELIC e sua alavancagem.** Atualmente, a cobertura de juros atingiu seu nível mais baixo, 0,63, um patamar preocupante, pois indica que a Companhia não está gerando resultados suficientes para cumprir com o serviço de sua dívida. Contudo, com a expectativa de redução da taxa de juros e a melhora no resultado operacional devido à operação plena da nova planta ao longo do trimestre, espera-se uma recuperação desse indicador, que foi severamente impactado pela pressão de custos nos últimos 12 meses.

O cronograma de amortização da dívida também requer atenção. Aproximadamente 40% da dívida bruta vence em um período de 2 a 3 anos, principalmente devido às Senior Secured Notes, que correspondem a 30% do endividamento total em uma única data de amortização. Essa concentração elevada representa um risco, já que a Companhia pode enfrentar dificuldades para refinarçar essa dívida em condições favoráveis ou para pagá-la com seu caixa disponível na data de vencimento. **Contudo, a Companhia já está atuando para mitigar esse risco, iniciando o processo de recompra desses títulos e emitindo novas dívidas com prazos mais longos, reduzindo assim a concentração no prazo de 2 a 3 anos e aumentando o prazo médio de seu endividamento.**

Índices	2021	2022	2023	2T24
Dívida Líquida/EBITDA	2,6	1,2	2,0	3,1
Endividamento Geral	91,2%	79,2%	80,5%	66,9%
Cobertura de Juros	1,80	1,30	1,11	0,63

Fonte: RI FS | Elaboração: Levante Research

## Destinação dos Recursos

Os recursos captados nesta emissão serão utilizados em suas atividades no agronegócio, incluindo as atividades de industrialização rudimentar de milho in natura, sua aquisição ou sua comercialização, já descontados os custos e despesas referentes à própria emissão. **A destinação dos recursos está associada a categoria renovável, conforme definida pelas diretrizes dos Green Bond Principles de 2021.**

## Riscos

- **Risco de ambiental:** A Devedora está sujeita a extensa regulamentação ambiental, de saúde e segurança, o que a expõe a constante fiscalização por órgãos governamentais e a necessidade de obtenção de licenças emitidas por entidades governamentais. A violação de tais leis, regulamentos ou licenças, assim como a não obtenção ou renovação de tais autorizações e licenças podem resultar em multas, sanções criminais ou proibição de exercício de suas atividades, tendo impacto adverso relevante sobre suas obrigações e fluxo de pagamento dos CRA.
- **Risco de financiamento:** As operações da Devedora exigem volumes significativos de capital de giro. A Devedora poderá ser obrigada a levantar capital adicional, tendo em vista o crescimento e desenvolvimento futuros de suas atividades. Não se pode assegurar a disponibilidade de capital adicional ou, se disponível, que terá condições satisfatórias. A falta de acesso a capital adicional em condições satisfatórias pode restringir o crescimento e desenvolvimento futuros de suas atividades, o que poderia prejudicar de maneira relevante a sua situação financeira e resultados operacionais e, assim, dificultar ou impedir a sua capacidade de pagamento dos CRA.

- **Risco de competição:** O setor agrícola no Brasil é altamente competitivo e fragmentado, não existindo grandes barreiras que restrinjam o ingresso de novos concorrentes no mercado. Outras companhias podem passar a atuar ativamente na atividade da Devedora, aumentando ainda mais a concorrência do setor agrícola. Ademais, alguns dos concorrentes poderão ter acesso a recursos financeiros em melhores condições que a Devedora e, conseqüentemente, estabelecer uma estrutura de capital mais adequada às condições de mercado, principalmente em períodos de instabilidade no mercado agrícola. Se a Devedora não for capaz de responder a tais pressões competitivas de modo rápido e adequado, sua situação financeira e seus resultados operacionais podem vir a ser prejudicados de maneira relevante, o que poderá dificultar ou impedir a sua capacidade de pagamento das CPR-Financeiras, afetando adversamente, por consequência, o pagamento dos CRA.

## Descrição do CRA

---

**Os certificados de recebíveis do agronegócio da 310ª emissão estão distribuídos em até 625.000 títulos, no montante total de R\$ 625 milhões, considerando o lote adicional.** Eles estão dispostos em até 4 série alocadas de acordo com o Sistema de Vasos Comunicantes. Os CRAs são isentos de Imposto de Renda e IOF para Pessoa Física.

### Características das séries:

- **1ª série:** vencimento em 15 de janeiro de 2029 (5 anos), com juros mensais, sem carência, indexadas à até a maior taxa entre (1) Pré jul 28 + 1,5% ao ano ou (2) 12,45% ao ano. A amortização será feita no vencimento.
- **2ª série:** vencimento em 15 de julho de 2030 (6 anos e 6 meses), com juros mensais, sem carência, indexadas à até DI + 2,0% ao ano. A amortização será feita no vencimento.
- **3ª série:** vencimento em 15 de julho de 2030 (6 anos e 6 meses), com juros mensais, sem carência, indexadas à até a maior taxa entre (1) Pré jan 30 + 1,95% ao ano ou (2) 13,20% ao ano. A amortização será feita no vencimento.
- **4ª série:** vencimento em 15 de julho de 2030 (6 anos e 6 meses), com juros mensais, sem carência, indexadas à até a maior taxa entre (1) NTN-B 30 + 1,70% ao ano ou (2) IPCA + 7,33% ao ano. A amortização será feita no vencimento.

A empresa está sujeita a obrigação (covenant) financeira, que, caso descumprida, pode acarretar o vencimento antecipado dos títulos. O covenant é compromisso dado aos credores na forma de diretrizes explicitadas no contrato de dívida. No caso do CRA, o endividamento líquido (Dívida Líquida Combinada / EBITDA Combinado) deve manter-se no seguinte patamar: **menor ou igual a 3,0x**.

## Oportunidades de entrada

---

**Não identificamos oportunidades de entrada para as quatro séries**, dado que, ao analisar outros CRA da Companhia negociando no mercado secundário, constatamos que a remuneração desses ativos é superior às taxas teto das séries, variando entre 30 e 90 pontos-base acima das taxas teto oferecidas. Cabe ressaltar que as taxas teto oferecidas são as taxas definidas para o processo de bookbuilding para a 297ª Emissão em novembro de 2023, e atualmente esses títulos estão negociando com desconto, o que indica que seriam mais baratos que os títulos na emissão que são emitidos ao par. **Portanto, se o investidor estiver interessado em se expor ao crédito da Companhia, seria mais vantajoso buscar a aquisição desses ativos no mercado secundário, onde a remuneração é mais atrativa do que a oferecida nesta emissão.**



Termos e Condições de Oferta	
Emissão / Série	310ª emissão / 1ª, 2ª, 3ª e 4ª Séries
Emissora	Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.
Devedora	FS Indústria de Biocombustíveis Ltda
Coordenadores	BTG Pactual, UBS BB, Santander, XP, Itau BBA
Montante da Oferta	Até R\$ 625.000.000 considerando lote adicional
Valor Nominal Unitário	R\$ 1.000,00, na data de emissão
Rating Preliminar	AA- , pela Fitch Ratings do Brasil Ltda.
Garantias	Garantia Fidejussória
Período de reserva	Até 21 de janeiro de 2024
Data estimada do Bookbuilding	22 de janeiro de 2024
Data estimada de Liquidação	29 de janeiro de 2024
Data de vencimento	1ª série: 15 de janeiro de 2029
	2ª série: 15 de julho de 2030
	3ª série: 15 de julho de 2030
	4ª série: 15 de julho de 2030
Prazo	1ª série: 5 anos
	2ª série: 6 anos e 6 meses
	3ª série: 6 anos e 6 meses
	4ª série: 6 anos e 6 meses
Remuneração Teto	1ª série: Pre jul 28 + 1,5% a.a. ou 12,45% a.a., dos dois o maior
	2ª série: DI + 2,0% a.a.
	3ª série: Pre jan 30 + 1,95% a.a. ou 13,20% a.a., dos dois o maior
	4ª série: NTN-B 30 + 1,70% a.a. ou IPCA + 7,33% a.a., dos dois o maior
Pagamento da Remuneração	Todas as séries: Mensalmente, sem carência
Amortização	1ª série: Vencimento
	2ª série: Vencimento
	3ª série: Vencimento
	4ª série: Vencimento
Covenants Financeiros	Não manutenção do índice financeiro abaixo, a ser verificados trimestralmente:
	Dívida Líquida Combinada / EBITDA Combinada ≤ 3
Público Alvo	Investidor qualificado
Tratamento Tributário	Isenção de IR e IOF para PF

## DISCLAIMER

A INSIDE RESEARCH LTDA. ("INSIDE"), empresa do Grupo Levante Investimentos ("LEVANTE"), declara que participou da elaboração do presente relatório de análise e é responsável por sua distribuição exclusivamente nos canais autorizados das empresas do Grupo Levante, tendo como objetivo somente informar os seus clientes com linguagem clara e objetiva, diferenciando dados factuais de interpretações, projeções, estimativas e opiniões, não constituindo oferta de compra ou de venda de nenhum título ou valor mobiliário. Além disso, os dados factuais foram acompanhados da indicação de suas fontes e as projeções e estimativas foram acompanhadas das premissas relevantes e metodologia adotadas.

Todas as informações utilizadas neste documento foram redigidas com base em informações públicas, de fontes consideradas fidedignas. 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, a INSIDE e os seus analistas não respondem pela veracidade das informações do conteúdo, mas sim as companhias de capital aberto que as divulgaram ao público em geral, especialmente perante a Comissão de Valores Mobiliários ("CVM").

As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Para maiores informações consulte a Resolução CVM nº 20/2021, e, também, o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários. Em cumprimento ao artigo 16, II, da referida Resolução CVM nº 20/2021.

**As decisões de investimentos e estratégias financeiras sempre devem ser realizadas pelo próprio cliente, de preferência, amparado por profissionais ou empresas habilitadas para essa finalidade, uma vez que a INSIDE não exerce esse tipo de atividade.**

Esse relatório é destinado exclusivamente ao cliente da INSIDE que o contratou. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98, além da cobrança de multa não compensatória de 20 (vinte) vezes o valor mensal do serviço pago pelo cliente.

Em conformidade com os artigos 20 e 21 da Resolução CVM nº 20/2021, o analista Eduardo Jamil Rahal (inscrito no CNPI sob o nº 2947) declara que (i) é o responsável principal pelo conteúdo do presente relatório de análise; (ii) as recomendações nele contidas refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e que foram elaboradas de forma independente, inclusive com relação à INSIDE. Na contracapa deste relatório você encontra uma relação de todas as empresas que fazem parte do Grupo Levante. Para dirimir quaisquer dúvidas, entre em contato através dos canais de atendimento nos sites oficiais.



[www.insideresearch.com.br](http://www.insideresearch.com.br)

**LEVANTE**

[www.levanteideias.com.br](http://www.levanteideias.com.br)

**LVNT** | corp  
INSIDE

[www.lvntcorp.com.br](http://www.lvntcorp.com.br)

**LEVANTE** | Asset  
Management

[www.levanteasset.com.br](http://www.levanteasset.com.br)